
ANNALES
UNIVERSITATIS MARIAE CURIE-SKŁODOWSKA
LUBLIN – POLONIA

VOL. LI, 6

SECTIO H

2017

Uniwersytet Marii Curie-Skłodowskiej w Lublinie. Wydział Ekonomiczny

ILONA SKIBIŃSKA-FABROWSKA

ilona.skibinska-fabrowska@poczta.umcs.lublin.pl

*Niestandardowe instrumenty polityki pieniężnej –
doświadczenia Narodowego Banku Węgier*

Unconventional Measures of Monetary Policy – Magyar Nemzeti Bank Experiences

Słowa kluczowe: bank centralny; polityka pieniężna; niestandardowe instrumenty polityki pieniężnej; Narodowy Bank Węgier

Keywords: central bank; monetary policy; unconventional monetary measures; Central Bank of Hungary

Kod JEL: E42; E52; E58

Wstęp

Kryzys, który wybuchł w 2008 r., wywołał zaburzenia w funkcjonowaniu wielu gospodarek. Ich skala była zróżnicowana w zależności od struktury gospodarki, rozmiarów rynku finansowego czy charakteru powiązań z rynkami globalnymi. W reakcji na kryzys zarówno rządy, jak i banki centralne podjęły liczne działania. Obecnie, mimo że od wybuchu kryzysu minęło już kilka lat, wiele państw ciągle odczuwa jego skutki. Banki centralne nadal stosują niestandardowe instrumenty polityki pieniężnej, wciąż rozbudowując ich zestaw.

W przypadku Węgier kryzys wywołał wiele niekorzystnych zjawisk i w sferze realnej (gwałtowny spadek PKB, wzrost bezrobocia), i pieniężnej (odpływ kapitału, wzrost stóp procentowych). Skala występujących problemów była duża ze względu na nierównowagę istniejącą w gospodarce węgierskiej przed kryzysem. Próbą wyjścia

z recesji jest wdrożenie instrumentów nieortodoksyjnej polityki gospodarczej. Także Narodowy Bank Węgier wypracował niestandardowe instrumenty polityki monetarnej mające z jednej strony wpłynąć na poprawę stabilności krajowego systemu finansowego, a z drugiej wspierać program rządu. Celem artykułu jest ocena skuteczności uruchamianych przez bank centralny Węgier niekonwencjonalnych narzędzi polityki pieniężnej i możliwości wykorzystania ich przez inne kraje w przyszłości.

Doświadczenia Węgier mogą być ciekawe również dla Narodowego Banku Polskiego. W reakcji na kryzys w 2008 r. podjął on próbę przygotowania zestawu działań pod nazwą „Pakt na rzecz rozwoju akcji kredytowej”. Program nigdy nie wszedł w życie, ale posiadanie gotowych, przemyślanych i sprawdzonych rozwiązań może się w przyszłości okazać pomocne w prowadzeniu skutecznej polityki pieniężnej.

Artykuł składa się ze wstępu i pięciu części. Pierwsza z nich prezentuje szerszy kontekst podjętej problematyki i zawiera przegląd uruchamianych przez banki centralne niekonwencjonalnych instrumentów polityki pieniężnej. W części drugiej zostanie w sposób syntetyczny przedstawiona polityka pieniężna Narodowego Banku Węgier wraz z oceną jej skuteczności. W części trzeciej zostaną wskazane główne założenia programu gospodarczego wprowadzanego w celu poprawy sytuacji gospodarczej. Część czwarta zawiera omówienie zastosowanych przez Narodowy Bank Węgier niestandardowych instrumentów. Punktem wyjścia dla rozważań będzie tu wskazanie powiązania programu rządowego z podejmowanymi przez bank centralny działaniami. Opracowanie kończy podsumowanie, zawierające wnioski na temat skuteczności zastosowanych instrumentów polityki pieniężnej i możliwości przeniesienia ich na grunt polski.

1. Niestandardowe instrumenty polityki pieniężnej jako reakcja na kryzys finansowy

Wybuch kryzysu finansowego we wrześniu 2008 r.¹ wywołał natychmiastowe reakcje po stronie banków centralnych. W pierwszej fazie zaburzeń uruchomiły one standardowe instrumenty polityki pieniężnej, obniżając stopy procentowe i uelastyczniając warunki dostępu do płynności oferowanej bankom komercyjnym [Dudkiewicz, Przybylska-Kapuścińska, 2017, s. 170]. W wyniku podjętych działań stopy procentowe banków centralnych osiągnęły poziom zbliżony do zera (w Stanach Zjednoczonych w grudniu 2008 r., w Europie w 2009 r. i po przejściowej podwyżce ponownie w 2012 r.), co zmieniło warunki prowadzenia polityki pieniężnej [Rzońca, 2014, s. 28–35]. Równocześnie, mimo ekspansywnej polityki monetarnej, gospodarka sfery realnej pozostawała w kryzysie. Rodziło to obawy związane z możliwością pojawienia się i utrwalenia deflacji, co wobec nominalnych stóp procentowych zbli-

¹ Za początek kryzysu jest przyjmowana data upadku banku Lehman Brothers – 15 września 2008 r., chociaż pierwsze objawy niestabilności na rynku finansowym pojawiły się już w 2007 r.

zonych do zera spowodowałyby ukształtowanie się ujemnych realnych stóp procentowych. W takich warunkach banki centralne dostrzegły jedną możliwość dalszego łagodzenia polityki pieniężnej na drodze zwiększania płynnych rezerw banków komercyjnych [Tymoczko, 2011, s. 219]. W tym celu uruchomiły niestandardowe instrumenty polityki monetarnej z zakresu *quantitative* lub *qualitative easing*. Celem wdrażanych, począwszy od 2008 r. (program *Commercial Paper Funding Facility* uruchomiony przez System Rezerwy Federalnej po upadku Lehman Brothers), do chwili obecnej (*Asset Purchase Programme* prowadzony przez Europejski Bank Centralny), programów jest pobudzanie koniunktury gospodarczej. Banki centralne, wykorzystując narzędzia niekonwencjonalne, starają się stymulować wzrost rynku instrumentów dłużnych (przede wszystkim w Stanach Zjednoczonych) oraz akcji kredytowej w sektorze bankowym (głównie w Europie).

Kryzys finansowy, oprócz zaburzeń w sferze realnej, które przerodziły się w kryzys gospodarczy, doprowadził również do kryzysu finansów publicznych. Przyczynami powstania wysokich deficytów budżetowych i w ślad za nimi wysokiego długu publicznego były:

- wsparcie ze strony rządów dla instytucji finansowych w warunkach kryzysu finansowego [Żywiecka, 2013, s. 300–301],
- uruchomienie automatycznych stabilizatorów koniunktury w warunkach kryzysu gospodarczego [Ciżkowicz, Rzońca, 2013, s. 630],
- błędy w prowadzeniu polityki gospodarczej [Łaski, Osiatyński, 2013, s. 9].

Wobec narastających problemów niektórych krajów Unii Gospodarczej i Walutowej z finansowaniem narastającego długu publicznego oraz niestabilnością na europejskim rynku skarbowych papierów dłużnych, Europejski Bank Centralny zdecydował o uruchomieniu programu *Public Sector Purchase Programme* w ramach niestandardowych instrumentów polityki pieniężnej.

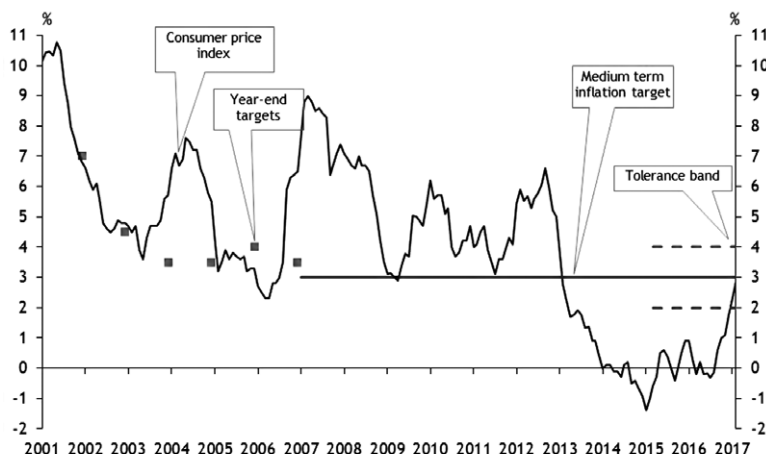
Zarysowany powyżej charakter działań podejmowanych przez banki centralne w obliczu kryzysu finansowego wskazuje na ich wysoką aktywność i dużą rolę w stabilizowaniu gospodarki. Warta podkreślenia jest także różnorodność podejmowanych działań i elastyczność władz monetarnych w reagowaniu na pojawiające się problemy.

2. Polityka pieniężna Narodowego Banku Węgier

Narodowy Bank Węgier (*Magyar Nemzeti Bank* – MNB) od 2001 r. realizuje strategię bezpośredniego celu inflacyjnego. W sierpniu 2005 r. cel inflacyjny został ustalony na poziomie 3%². Decyzje dotyczące wykorzystania instrumentów polityki pieniężnej podejmuje Rada Pieniężna. MNB w ramach prowadzenia polityki pieniężnej przeprowadza transakcje wchodzące w skład operacji otwartego rynku lub

² W marcu 2015 r. wprowadzono korytarz wahań dla celu o szerokości ± 1 p.p.

operacji depozytowo-kredytowych [*Terms and Conditions...*, 2016, s. 6]. Na rys. 1 zostały zestawione odczyty inflacji dla Węgier z obowiązującym w danym okresie celem inflacyjnym.



Rys. 1. Poziom inflacji i celu inflacyjnego na Węgrzech w latach 2001–2017

Źródło: [www.mnb.hu/i/gra-eng-grafikon.jpg].

Analiza przedstawionych danych wyraźnie wskazuje, że MNB miał problemy z utrzymaniem inflacji w celu. Do 2013 r. kształtowała się ona znacząco powyżej celu, a od tego roku przekształciła się w deflację. Dopiero ostatnie dane wskazują, że wielkość inflacji zbliżyła się do poziomu 3%.

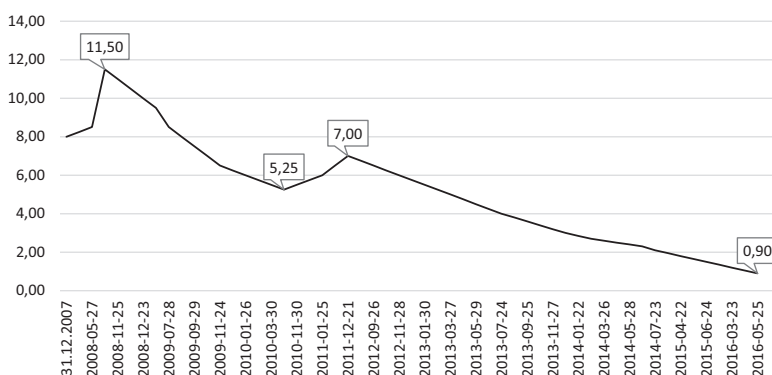
Od wprowadzenia w 2001 r. strategii bezpośredniego celu inflacyjnego MNB zmagał się z problemami związanymi z nieefektywnością kanałów transmisji monetarnej [Gabriel, Molnar, Varhegyi, 2016, s. 179]. Znalazło to wyraz w reakcji gospodarki na kryzys i odpływie kapitału, któremu bank centralny nie był w stanie przeciwdziałać. Ze względu na wysokie zadłużenie w walutach gospodarka węgierska jest niezwykle wrażliwa na zmiany poziomu kursu. Ponadto postrzegana była przez inwestorów jako obciążona wysokim ryzykiem, co oznaczało wysokie premie uwzględniane w oprocentowaniu rządowych papierów dłużnych i wysokie koszty obsługi zadłużenia dla rządu. Oczekiwania inflacyjne nie są stabilnie zakotwiczone (przez wiele lat inflacja pozostawała znacząco powyżej celu inflacyjnego).

W ostatnich dokumentach MNB deklaruje, że – oprócz głównego celu w postaci utrzymania stabilności cen – realizuje dwa dodatkowe cele, komplementarne wobec głównego. Są to stabilność finansowa realizowana przez prowadzenie polityki makroostrożnościowej oraz redukcja wrażliwości gospodarki krajowej na zaburzenia na rynku globalnym na drodze zmniejszenia uzależnienia finansowania od źródeł zewnętrznych [*Improving Hungary's Debt...*]. To rozszerzające rozumienie celu banku centralnego jest wynikiem kryzysu 2008 r.

3. Nieortodoksyjna polityka gospodarcza jako reakcja na kryzys

W okres kryzysu gospodarka Węgier wkroczyła z dużymi nierównowagami wewnętrznymi [György, 2014, s. 45–47]. Przede wszystkim problemem było bardzo wysokie zadłużenie zagraniczne (publiczne i prywatne). Zostało ono w dużej mierze odziedziczone po gospodarce komunistycznej. Wysokie wydatki publiczne po 1990 r. sprawiały, że dług narastał³. W 2008 r. osiągnął poziom 120% PKB. Zadłużenie osób fizycznych w walutach stanowiło równowartość 25% PKB [Kowalczyk, 2016]. Ponadto przeprowadzona na początku lat 90. XX w. szybka liberalizacja i deregulacja gospodarki wpłynęła na spadek jej konkurencyjności i pociągnęła za sobą 30-procentową redukcję miejsc pracy.

Kryzys spowodował odpływ kapitału zagranicznego z Węgier, szacowany na równowartość 11,5% PKB. Nastąpiła deprecjacja kursu forinta. W reakcji MNB podniósł podstawową stopę procentową, aby zapobiec dalszemu odpływowi kapitału. Wywołało to negatywny efekt po stronie konsumpcji i inwestycji, wpływając na obniżenie dynamiki PKB⁴. Na rys. 2 zostały przedstawione informacje na temat podstawowej stopy procentowej MNB.



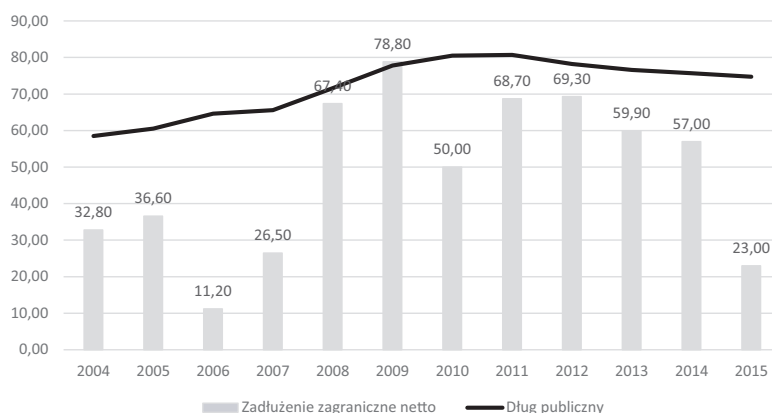
Rys. 2. Podstawowa stopa procentowa Banku Węgier w latach 2008–2016

Źródło: opracowanie własne na podstawie: [www.mnb.hu/en/Jegybanki_alapkamat_alakulasa].

Rząd nie był w stanie uplasować na rynku kolejnych emisji papierów dłużnych ani pozyskać środków na wykup zapadających. W tej sytuacji zwrócił się o pomoc do Międzynarodowego Funduszu Walutowego i Unii Europejskiej, uzyskując wsparcie w postaci kredytowego pakietu ratunkowego w wysokości 20 mld euro. Analiza poziomu zadłużenia zagranicznego Węgier wskazuje na gwałtowny jego przyrost w drugiej połowie 2008 r. Od 2012 r. zadłużenie zagraniczne kraju spada, co obrazują dane zawarte na rys. 3.

³ Węgry po upadku komunizmu nie przeprowadziły procedury redukcji zadłużenia zagranicznego.

⁴ Dynamika PKB na Węgrzech liczona rok do roku wyniosła w 2008 r. 0,9%, a w 2009 r. -6,8%.



Rys. 3. Zadłużenie zagraniczne netto (prywatne i publiczne) i dług publiczny Węgier jako % PKB w latach 2004–2015

Źródło: opracowanie własne na podstawie: [<http://ec.europa.eu/eurostat/tgm/table.do?pcode=tipsii20&language=en>].

Od 2010 r. Węgry prowadzą nieortodoksyjną politykę gospodarczą [Djankov, 2015, s. 1]. Zasadnicze elementy programu rządowego sprowadzają się do [Hörcher, 2014, s. 26–27]:

- redukcji deficytu budżetowego do poziomu poniżej 3% PKB⁵,
- wprowadzenia liniowego podatku dochodowego PIT i obniżenia stawek CIT przy równoczesnej podwyżce stawek VAT (do 27%),
- zwiększenia kontroli państwa nad sektorami dostarczającymi media i usługi publiczne⁶,
- wzrostu udziału państwa w sektorze bankowym⁷,
- redukcji zadłużenia zagranicznego rządu, przedsiębiorstw i osób fizycznych oraz przekształcenia go w dług wewnętrzny.

Wdrożenie programu ma na celu nie tylko poprawę dynamiki PKB, ale także zmiany strukturalne – przede wszystkim w postaci zmiany struktury zadłużenia w kierunku zmniejszenia zadłużenia zagranicznego, co pozwoli na zmniejszenie kosztów obsługi długu przez ograniczenie poziomu premii za ryzyko i w efekcie doprowadzi do poprawy ratingu Węgier [*Improving Hungary's Debt...*].

⁵ Jednym z kroków w tym kierunku była nacjonalizacja środków z II filara systemu emerytalnego oraz wprowadzenie podatków sektorowych.

⁶ W jej wyniku spadły ceny gazu i energii elektrycznej o blisko 20%.

⁷ W latach 2013–2015, w wyniku serii transakcji zakupu, państwo przejęło 13% aktywów, stając się posiadaczem 1/5 sektora bankowego.

4. Niestandardowe instrumenty polityki pieniężnej

MNB, współpracując z rządem w pracach na rzecz rozwiązania głównych problemów gospodarczych kraju⁸, wypracował dwa instrumenty polityki pieniężnej.

W kwietniu 2014 r. MNB ogłosił uruchomienie *Self-Financing Programme* (SFP) [European Commission, 2016]. Jego głównym celem było oddziaływanie na strukturę zadłużenia państwa w kierunku zmniejszenia zadłużenia zagranicznego i zastąpienia go długiem uplasowanym na rynku krajowym [*The Magyar Nemzeti Bank's Self-Financing...*, 2016]. Zdaniem MNB głównymi nabywcami rządowych papierów dłużnych powinny stać się banki komercyjne. W swoich analizach bank centralny wskazywał na niski poziom udziału krajowego sektora finansowego w finansowaniu zadłużenia rządu w porównaniu z sytuacją w innych krajach europejskich [*Improving Hungary's Debt...*]. Pod koniec pierwszej dekady XXI w. na Węgrzech (podobnie jak w Polsce) nie sięgał on 20%, podczas gdy w Czechach i Bułgarii oscylował około 40%, a na Malcie zbliżał się do poziomu 50%.

W ramach programu SFP MNB zmienił główny instrument polityki pieniężnej – dwutygodniowe bony pieniężne na dwutygodniowe depozyty w banku centralnym. Następnie bank wprowadził swapy na stopę procentową (*Interest Rate Swap – IRS*) o terminach zapadalności 3-, 5- i 10-letnich i zmiennym oprocentowaniu oraz zapowiedział możliwość uruchamiania kolejnych instrumentów zwiększających płynność sektora bankowego. IRS ograniczał ponoszone przez banki ryzyko związane z nabywaniem długoterminowych rządowych papierów dłużnych o stałym oprocentowaniu. Bank centralny oferował w transakcji swapowej zamianę oprocentowania stałego na zmienne.

W czerwcu 2014 r. MNB wprowadził 3-letnie zabezpieczone pożyczki w forintach⁹ oraz swapy na aktywach – zamianę krótkoterminowych papierów walutowych na długoterminowe denominowane w forintach. Wszystkie instrumenty (a zwłaszcza zastąpienie operacji otwartego rynku instrumentami depozytowymi i wprowadzenie IRS) miały za zadanie wykreowanie popytu na rządowe papiery dłużne denominowane w forintach. W reakcji na zwiększony popyt Rządowa Agencja Zarządzania Długiem (*Government Debt Management Agency – GDMA*) emitowała papiery dłużne w walucie krajowej, a następnie uzyskane środki wymieniała w banku centralnym na waluty, którymi spłacała zadłużenie zagraniczne. Udział krajowego sektora bankowego w finansowaniu długu publicznego wzrósł z 15% w lutym 2013 r. do 17,6% w grudniu 2014 r. [*The Magyar Nemzeti Bank's Self-Financing...*, 2016]. We wrześniu 2015 r. w ramach modyfikacji SFP bank centralny wprowadził depozyty o terminie 3-miesięcznym i o stałej stopie procentowej, dostępne bez ograniczeń kwotowych, które stopniowo miały zastąpić depozyty 2-tygodniowe [Nagy, Palotai, s. 4].

⁸ Wspólna diagnoza wskazywała na wysokie zadłużenie zagraniczne i walutowe oraz niski poziom inwestycji i wysokie bezrobocie jako główne przyczyny niskiej dynamiki PKB.

⁹ Instrument ten nie został wykorzystany.

Efektom SFP, oprócz wzrostu zaangażowania sektora bankowego w finansowanie długu publicznego i zmiany struktury długu, było oddziaływanie na marżę długoterminowych papierów dłużnych. Szacowany skumulowany efekt wynosił dla papierów o 3-letnim terminie zapadalności 79 p.b., a dla papierów 5-letnich – 71 p.b. [*The Magyar Nemzeti Bank's Self-Financing...*, 2016]. W wyniku zamiany forintów na waluty, dokonywanej przez GDMA, spadły rezerwy walutowe w banku centralnym w ciągu 2014 r. o 1,8 mld euro.

W kwietniu 2013 r. Bank Węgier ogłosił pierwszy program wspierania wzrostu gospodarczego *Funding for Growth Scheme* (FGS). Po wybuchu kryzysu nastąpił spadek kredytów dla przedsiębiorstw. Szczególnie małe i średnie podmioty miały problem z dostępem do źródeł finansowania [Gabriel, Molnar, Varhegyi, 2016, s. 186]. FGS był niestandardowym instrumentem polityki pieniężnej nakierowanym na stymulowanie wzrostu kredytów, przede wszystkim dla MSP. Drugim celem programu była redukcja zadłużenia zagranicznego Węgier [NBP, 2013, s. 41]. Program składał się z trzech elementów.

1. Udzielanie przez MNB bankom komercyjnym nieoprocentowanych kredytów przeznaczonych na udzielanie kredytów MSP o niskim ryzyku kredytowym¹⁰. Początkowo MNB określił rozmiary wsparcia na 250 mld forintów, jednak wobec dużego zainteresowania zwiększył pulę środków do 425 mld forintów.
2. Udzielanie przez banki komercyjne kredytów MSP na spłatę posiadanych przez nie kredytów walutowych. W tym celu MNB dostarczał bankom komercyjnym środki, sprzedając część rezerw po kursie rynkowym. Pierwotnie na tę część programu MNB przeznaczył 250 mld forintów, ostatecznie ustalono kwotę 325 mld forintów.
3. Dostarczenie przez MNB w wyniku sprzedaży rezerw środków bankom komercyjnym na spłatę zadłużenia zagranicznego o terminie zapadalności do 1 roku. Łącznie oba elementy FGS, nakierowane na zmniejszenie poziomu zadłużenia walutowego, miały spowodować spadek rezerw walutowych o około 10%.

W marcu 2015 r. MNB uruchomił *Funding for Growth Scheme Plus* (FGS+). Program, podobnie jak FGS, adresowany jest do MSP i ma stymulować wzrost akcji kredytowej. W jego ramach MNB udzieli bankom komercyjnym nieoprocentowanych kredytów do łącznej kwoty 500 mld forintów pod warunkiem przeznaczenia ich na kredyty dla firm sektora MSP¹¹. Bank centralny w ramach FGS+ częściowo przejął ryzyko kredytowe od banków, pokrywając połowę strat (ale tylko do wysokości 2,5% wolumenu ich portfeli kredytowych).

¹⁰ Kredyty te mogły być przeznaczone na finansowanie działalności bieżącej, inwestycyjnej lub pokrycie udziału własnego w przedsięwzięciach współfinansowanych ze środków unijnych.

¹¹ Tym razem program ma objąć nie tylko przedsiębiorstwa w dobrej kondycji, ale również te o wyższym ryzyku.

Do marca 2017 r. z programów FGS i FGS+ skorzystało blisko 40 tys. przedsiębiorstw, otrzymując finansowanie na poziomie ponad 2 mld forintów (6,6% PKB) [Press release...]. Szacunki MNB wskazują, że 30% inwestycji krajowych zostało sfinansowane z FGS (w tym w sektorze mikroprzedsiębiorstw 60%) [Enderesz, Harasztosi, Lieli, 2015, s. 22–23]. Również według szacunków MNB wpływ programu na dynamikę PKB w latach 2013–2014 sięgnął 0,3–0,9% PKB.

Ocena wyników programu FGS jest trudna w związku z krótkim okresem, jaki minął od jego wdrożenia. Nie pozwala on dokonać analizy trwałości przeprowadzonych inwestycji – wskazać, ile z nich dało efekt w postaci działających przedsiębiorstw, a ile zakończyło się niepowodzeniem. Brakuje też danych jakościowych pozwalających dokonać pogłębionej oceny inwestycji i stwierdzenia, jaki odsetek stanowiły inwestycje w nowe środki trwałe i technologie, a ile miało charakter inwestycji „pozornych” [Enderesz, Harasztosi, Lieli, 2015, s. 22–23].

Podsumowanie

Narodowy Bank Węgier uruchamiał niestandardowe instrumenty polityki pieniężnej nie w bezpośredniej reakcji na kryzys 2008 r. Miały one charakter narzędzi wspomagających politykę fiskalną, wspierając wzrost gospodarczy, ale także – co z punktu widzenia banku centralnego jest niezwykle istotne – poprawiając stabilność systemu finansowego. Wspólnym celem obu instrumentów – FGS i SFP – była zmiana struktury zadłużenia i ograniczenie poziomu długów walutowych, zarówno publicznych, jak i prywatnych. Analizując zawarte na rys. 3 informacje, można stwierdzić, że cel ten został osiągnięty. Mniejsze uzależnienie gospodarki od finansowania zagranicznego wpływa na poprawę jej stabilności i zwiększa odporność na szoki zewnętrzne. Są to dodatkowe, pozytywne efekty wdrożonych rozwiązań.

Mniej jednoznaczna jest ocena skutków programu FGS dla rozwoju przedsiębiorstw. Dane wskazują na znaczne zainteresowanie programem i znaczący udział inwestycji sfinansowanych dzięki środkom z niego pochodzącym. Jednak obok wskazanych już zastrzeżeń dotyczących braku możliwości oceny efektywności samych inwestycji i ich wpływu na gospodarkę, wiele głosów wskazuje na nałożenie się pozytywnych efektów związanych z uruchomieniem funduszy unijnych. Co za tym idzie trudno w ogóle rzetelnie wyodrębnić jakiegokolwiek pozytywny efekt programu. Należy jednak podkreślić, że po raz pierwszy tak wyraźny impuls pro wzrostowy został przez bank centralny skierowany w stronę małych i średnich przedsiębiorstw.

Odwołując się do celu pracy, należy stwierdzić, że na obecnym etapie badań nie można jednoznacznie ocenić efektów dla gospodarki zastosowanych przez Narodowy Bank Węgier niestandardowych instrumentów polityki pieniężnej. Mimo to, zdaniem autorki, jest to cenne doświadczenie, które inne banki centralne (w tym Narodowy Bank Polski) powinny wziąć pod uwagę jako jeden z wariantów niestandardowych, pokryzysowych instrumentów polityki monetarnej.

Bibliografia

- Ciżkowicz P., Rzońca A., *Międzynarodowy system monetarny a globalny kryzys finansowy: wnioski dla polityki makroekonomicznej w krajach rozwijających się*, „*Ekonomista*” 2013, nr 5.
- Djankov S., *Hungary under Orban: Can Central Planning Revive Its Economy*, “Peterson Institute for International Economics” 2015, nr 11.
- Dudkiewicz B., Przybylska-Kapuścińska W., *Nadzwyczajne instrumenty polityki pieniężnej*, [w:] W. Przybylska-Kapuścińska, M. Szyszko (red.), *Współczesna polityka pieniężna. Perspektywa XXI wieku*, Difin, Warszawa 2017.
- Endresz M., Harasztosi P., Lieli R., *The Impact of the Magyar Nemzeti Bank's Funding for Growth Scheme on Firm Level Investment*, “MNB Working Papers” 2015, No. 2.
- European Commission, *Country Report Hungary 2016*, Brussels 2016, http://ec.europa.eu/europe2020/pdf/csr2016/cr2016_hungary_en.pdf [dostęp: 20.03.2017].
- Gabriel P., Molnar G., Varhegyi J., *Fixing an Impaired Monetary Transmission Mechanism: The Hungarian Experience*, “BIS Paper” 2016, No. 89.
- György L., *Polityka gospodarcza drugiego rządu Viktora Orbana*, [w:] M. Kędzierski, M. Rapkiewicz, L. Skiba (red.), *Węgry Orbana – wzór czy przestroga?*, Instytut Sobieskiego, Warszawa 2014.
- Hörcher F., *Nowa Ustawa Zasadnicza, walka o wolność i stabilizację gospodarczą. Trzy aspekty drugiego rządu Orbana*, [w:] M. Kędzierski, M. Rapkiewicz, L. Skiba (red.), *Węgry Orbana – wzór czy przestroga?*, Instytut Sobieskiego, Warszawa 2014.
- <http://ec.europa.eu/eurostat/tgm/table.do?pcode=tipsii20&language=en> [dostęp: 20.03.2017].
- Improving Hungary's Debt Profile. Bank Can Contribute to Hungary's Self-Financial Through Government Security Purchases*, www.mnb.hu/letoltes/banks-can-contribute-to-hungary-s-self-financing-through-government-security-purchases-background-material.pdf [dostęp: 10.03.2017].
- Kowalczyk M., *Nieortodoksyjna polityka gospodarcza po węgiersku*, 2016, www.obserwatorfinansowy.pl/tematyka/makroekonomia/nieortodoksyjna-polityka-gospodarcza-po-wegiersku [dostęp: 14.03.2017].
- Łaski K., Osiatyński J., *Konsolidacja finansów publicznych a kryzys strefy euro*, „*Ekonomista*” 2013, nr 1.
- Nagy M., Palotai D., *The MNB Further Reduces Hungary's Vulnerability by Reforming Its Policy Instruments*, www.mnb.hu/letoltes/marton-nagy-daniel-palotai-the-mnb-further-reduces-hungary-s-vulnerability-by-reforming-its-policy-instruments.pdf [dostęp: 10.03.2017].
- NBP, *Analiza sytuacji gospodarczej w krajach Europy Środkowej i Wschodniej*, Warszawa, lipiec 2013.
- Press release on the loans granted in the third phase of the Funding for Growth Scheme (FGS)*, www.mnb.hu/letoltes/fgs3-press-release-07032017.pdf [dostęp: 22.03.2017].
- Rzońca A., *Kryzys banków centralnych. Skutki stopy procentowej bliskiej zera*, C.H. Beck, Warszawa 2014.
- Terms and Conditions of the Operations of the Central Bank in Forint and Foreign Currency Markets*, Magyar Nemzeti Bank, Budapest, 26 October 2016.
- The Magyar Nemzeti Bank's Self-Financing Programme. April 2014 – March 2015*, 2016, www.mnb.hu/letoltes/the-magyar-nemzeti-bank-s-self-financing-programme-april-2014-march-2015.pdf [dostęp: 15.03.2017].
- Tymoczko D., *Operacje banków centralnych w okresach kryzysowych*, [w:] A. Sławiński (red.), *Polityka pieniężna*, C.H. Beck, Warszawa 2011.
- www.mnb.hu/en/Jegybanki_alapkamat_alakulasa [dostęp: 15.03.2017].
- www.mnb.hu/i/gra-eng-grafikon.jpg [dostęp: 17.03.2017].
- Żywiecka H., *Niestandardowe działania banków centralnych w warunkach globalnego kryzysu finansowego*, CeDeWu, Warszawa 2013.

Unconventional Measures of Monetary Policy – Magyar Nemzeti Bank Experiences

The crisis that broke out in September 2008 has caused disturbances in the functioning of many economies. In response to the crisis, both governments and central banks have taken many steps. In the early stages they did not usually go beyond conventional tools. However, over time, the instruments started to become more and more unconventional. In the case of Hungary, the crisis has caused many unfavorable phenomena, both in the real and in monetary sphere. The National Bank of Hungary has developed non-standard monetary policy instruments that, on the one hand, improve the stability of the national financial system and, on the other, support the government's program. This article will attempt to answer a question on the effectiveness of the central bank's tools.

Niestandardowe instrumenty polityki pieniężnej – doświadczenia Narodowego Banku Węgier

Kryzys, który wybuchł we wrześniu 2008 r., wywołał zaburzenia w funkcjonowaniu wielu gospodarek. W reakcji na zjawiska kryzysowe zarówno rządy, jak i banki centralne podjęły liczne działania. W początkowej fazie nie wykraczały one zazwyczaj poza narzędzia konwencjonalne. Jednak wraz z upływem czasu uruchamiane instrumenty stawały się coraz bardziej niestandardowe. W przypadku Węgier kryzys wywołał wiele niekorzystnych zjawisk w sferze realnej i w sferze pieniężnej. Narodowy Bank Węgier wypracował niestandardowe instrumenty polityki monetarnej mające z jednej strony wpłynąć na poprawę stabilności krajowego systemu finansowego, a z drugiej wspierać program rządu. W artykule została podjęta próba odpowiedzi na pytanie dotyczące skuteczności uruchamianych przez bank centralny narzędzi.