

**ZARZĄDZANIE PODMIOTAMI  
I PROCESAMI GOSPODARCZYMI**



WYŻSZA SZKOŁA BANKOWA  
W TORUNIU

WYŻSZA SZKOŁA BANKOWA W TORUNIU

MONOGRAFIE  
I OPRACOWANIA NAUKOWE

ZARZĄDZANIE PODMIOTAMI  
I PROCESAMI GOSPODARCZYMI

redaktor naukowy  
JAN WIŚNIEWSKI

TORUŃ 2006

**Kolegium redakcyjne:**

prof. dr hab. Maria Dragun-Gertner, dr hab. Tadeusz Kufel, prof. WSB,  
prof. zw. dr hab. Jan Głuchowski, prof. zw. dr hab. Eulalia Skawińska,  
prof. zw. dr hab. Sławomir Sojak, dr hab. Jan Wiśniewski, prof. WSB i UMK,  
prof. zw. dr hab. Zenon Wiśniewski

**Recenzje wydawnicze:**

dr hab. Anna Górczyńska, prof. WSB w Gdańsku  
dr hab. Halina Buk, prof. WSB w Poznaniu  
dr hab. Zygmunt Przybycin, prof. WSB w Poznaniu  
dr hab. Maciej Żukowski, prof. WSB w Poznaniu  
dr Cezary Kochalski, WSB w Poznaniu  
dr Mariusz Piotrowski, WSB w Poznaniu  
dr Jacek Polczyński, WSB w Poznaniu  
dr Edward Jończak, WSB we Wrocławiu

**Redaktor naukowy**

dr hab. Jan Wiśniewski, prof. WSB i UMK

© Copyright by WYŻSZA SZKOŁA BANKOWA W TORUNIU, TORUŃ 2006  
Wszelkie prawa zastrzeżone. Kopiowanie i powielanie całości lub fragmentów  
niniejszej publikacji bez zgody wydawcy zabronione.

ISBN 83-92-3607-1-0

ISBN 978-83-923607-1-1

**Przygotowanie do druku**

ARTPRESS Sp.j. Studio Grafiki Komputerowej – Drukarnia  
ul. Poznańska 281, 88-100 Inowrocław  
tel./fax 0-52-354-95-10  
e-mail: firma@artpress.com.pl

**Druk i oprawa**

DRUK-INTRO S.A.  
ul. Świętokrzyska 32  
88-100 Inowrocław  
<http://www.druk-intro.home.pl>  
tel. (0-52) 354-94-50

**SPIS TREŚCI**

Przedmowa .....	9
ANETA BUDREWICZ-SZTURO, AGNIESZKA TOBOŁA Formalno-prawne ograniczenia swobody inicjacji działalności gospodarczej – na przykładzie koncesji na przewozy lotnicze ....	11
MACIEJ TOKARSKI Prawno-ekonomiczne bariery rozwoju małych i średnich przedsiębiorstw na przykładzie województwa kujawsko-pomorskiego .....	25
JÓZEF ALESZCZYK Problematyka wdrażania międzynarodowego prawa bilansowego w Polsce .....	39
KATARZYNA KUJAWSKA, AGNIESZKA SIWA-NIEDROWSKA Funkcjonowanie rynku pracy w Polsce .....	51
BEATA KOTOWSKA Ośrodki odpowiedzialności w przedsiębiorstwie .....	63
RAFAŁ DREWNIAK Zarządzanie przedsiębiorstwem w warunkach alianisu strategicznego .....	71
PIOTR ADAMCZEWSKI Zarządzanie zasobami firmy i jej procesami gospodarczymi wspomagane systemem ERP/ERP II .....	87
ANDRZEJ TOKARSKI, JADWIGA PACHOLSKA Zasady finansowania działalności w średnich i dużych przedsiębiorstwach .....	95
GRAŻYNA VOSS Zasady prezentacji zmian w kapitałach własnych w różnych formach prawno-organizacyjnych .....	103

EWA ENGELGARDT Rachunkowość przerobu Goldratta w świetle paradygmatów rachunkowości – wyniki badania ankietowego .....	117
ALDONA UZIĘBŁO Biegły rewident jako instytucja zaufania publicznego – ocena korzyści z audytu (wyniki badań empirycznych) .....	133
JACEK WÓJCIK Metodyka wyznaczania rodzaju polityki rachunkowości w zakresie rezerw w bankach spółdzielczych .....	145
JACEK PATYK Wybór formy opodatkowania jako optymalizowanie ponoszonych wydatków przez przedsiębiorcę będącym osobą fizyczną .....	169
RAFAŁ FAŁKOWSKI Znaczenie wprowadzenia jednolitej stawki podatkowej w podatku dochodowym od osób fizycznych dla małych i średnich przedsiębiorstw .....	181
ROBERT WIŚNIEWSKI Rola cen transferowych w planowaniu optymalizacji obciążeń podatkowych .....	197
ANNA KOCIKOWSKA Prawa i obowiązki podmiotów kontrolowanych przez organy kontroli skarbowej .....	215
MARLENA NADOLSKA-BJORKBOM Wyspecjalizowana administracja podatkowa – czynnik wspomagający procesy gospodarcze i zarządzanie dużą firmą ....	223
JOLANTA CIAK Podatki i ich wpływ na dochody budżetu państwa w Polsce w latach 1991–2003 .....	233
PIOTR SIEMIĄTKOWSKI, ELŻBIETA SIEMIĄTKOWSKA Kierunki dostosowywania wyższego szkolnictwa zawodowego do potrzeb zmieniającego się rynku pracy w Polsce – wybrane aspekty .	243
J. GŁUCH Trzecia Droga czy liberalizm gospodarczy? Rozwiązania dla Polski w kontekście ustrojów gospodarczych krajów Unii Europejskiej ...	253

ANNA MACIEJEWICZ Uwarunkowania przepływu bezpośrednich inwestycji z zagranicznych. Wyzwania dla Polski .....	263
GRZEGORZ GÓRNIOWICZ Międzynarodowe kryzysy finansowe. Wybrane zagadnienia .....	275
MAGDALENA DYNUS Strategia polityki pieniężnej w strefie euro .....	283
EUGENIUSZ MIZERSKI Działalność Europejskiego Funduszu Inwestycyjnego w zakresie venture capital jako element strategii lizbońskiej .....	295
SYLWIA W. ŻECHOWSKA, JAROSŁAW SZOSTAK Długoterminowa polityka energetyczna Unii Europejskiej .....	303
Streszczenie .....	312



MAGDALENA DYNUS

## STRATEGIA POLITYKI PIENIĘŻNEJ W STREFIE EURO

*Streszczenie.* Poniższy artykuł przybliży sedno unii walutowej, czym wbrew powszechnej opinii nie jest samo euro, lecz wspólna polityka pieniężna prowadzona w imieniu 12 krajów członkowskich strefy euro przez ponadnarodową instytucję – Europejski Bank Centralny. Jest bowiem niezwykle trudno znaleźć złoty środek i prowadzić tak politykę pieniężną, by sprzyjała ona rozwojowi 12 jakże zróżnicowanych gospodarek i jednocześnie zapewniała realizację jej podstawowego celu – utrzymania stabilności cen.

Opracowanie prezentuje cele, zasady opracowywania i ocenę skuteczności strategii polityki pieniężnej realizowanej w strefie euro, a także instrumenty, jakie Europejski Bank Centralny wykorzystuje do realizacji postawionych przed nim zadań.

### The monetary policy strategy in the euro zone

*Abstract.* This article presents the clue of the European Monetary Union. Contrary to the common opinion it is not the euro, but the single monetary policy conducted in the name of 12 EU member states by the supranational institution – the European Central Bank. It's particularly hard to find the middle ground and make the monetary policy that both supports economic growth in such diverse 12 economies and ensures meeting of the European Central Bank's main goal – to maintain the price stability.

This article provides the aims the policy making rules and a review of the efficiency of the monetary policy strategy carried out in the euro zone, and the instruments that European Central Bank uses to meet the tasks put before them.

### Strategia polityki pieniężnej w strefie euro

Kraje Unii Europejskiej przystępując do unii walutowej ostatecznie zrezygnowały ze swych walut na rzecz euro i przekazały kompetencje w zakresie prowadzenia polityki pieniężnej nowopowstałej ponadnarodowej instytucji –

Europejskiemu Systemowi Banków Centralnych (ESBC). ESBC ukształtowany został na wzór banków działających w krajach federalnych, ze szczególnym uwzględnieniem Bundesbanku<sup>1</sup> – centralnego banku Niemiec. Składa się on z jednostki centralnej – tj. Europejskiego Banku Centralnego (EBC) oraz narodowych banków centralnych krajów strefy euro, stanowiących ramiona wykonawcze wprowadzające w życie politykę definiowaną przez EBC. Termin system oznacza, że EBC i narodowe banki centralne stanowią jego integralne części i są podporządkowane wspólnym zespołom norm i jako całość realizują określone cele i zadania.<sup>2</sup>

Podstawy prawne istnienia i funkcjonowania zarówno Europejskiego Banku Centralnego, jak i Europejskiego Systemu Banków Centralnych stanowi traktat z Maastricht oraz załączony do niego protokół zawierający statut obu instytucji.<sup>3</sup>

ESBC, zgodnie z traktatem z Maastricht, składać się miał z EBC i narodowych banków centralnych wszystkich członków Unii Europejskiej. Ponieważ jednak do unii walutowej nie przystąpiły wszystkie państwa (strefa euro<sup>4</sup> obejmuje obecnie 12 krajów Unii), Rada EBC wprowadziła dodatkowo pojęcie **Eurosystemu**, by podnieść przejrzystość kompleksowych struktur europejskiej bankowości centralnej i uczynić ją bardziej zrozumiałą.<sup>5</sup> Eurosystem obejmuje więc obecnie EBC i narodowe banki centralne 12 krajów strefy euro. Dopiero gdy wszystkie kraje Unii Europejskiej przystąpią do unii walutowej, pojęcie Eurosystemu stanie się synonimem ESBC.<sup>6</sup> Do tego czasu wszystkie wytyczne traktatu z Maastricht oraz statutu ESBC odnoszą się będą do Eurosystemu.

System jako całość rozpoczął swą działalność 1 stycznia 1999 r. – z chwilą wejścia w trzeci etap integracji walutowej, czyli gdy faktycznie unia walutowa zaczęła istnieć. Z tym dniem kraje strefy euro przekazały swe kompetencje w zakresie polityki pieniężnej na szczebel ponadnarodowy – właśnie Eurosystemowi.

**Strategia polityki pieniężnej** Eurosystemu nakierowana jest na zapewnienie stabilności cen w strefie euro, a tym samym na realizację zadania jakie nakłada na ESBC traktat o utworzeniu Wspólnoty Europejskiej<sup>7</sup> wytyczając tym kierunek polityki pieniężnej Eurosystemu. Jej celem jest rozpoznanie i eliminacja wszelkich zakłóceń, które mogą zagrozić realizacji podstawowego celu – jednak

<sup>1</sup> jego silna i niezależna pozycja pozwoliła na prowadzenie skutecznej polityki pieniężnej zapewniającej stabilność marce – w ciągu 50 lat przed utworzeniem EBC średnia roczna inflacja w Niemczech wynosiła 2,7%. Tak konsekwentna antyinflacyjna polityka Bundesbanku zapewniła mu ogromne zaufanie (także na arenie międzynarodowej) i szacunek społeczeństwa.

<sup>2</sup> H. Gronkiewicz-Waltz, *Bank centralny od gospodarki centralnie sterowanej do rynkowej*, Warszawa 1992, s. 193.

<sup>3</sup> *Protokoll über die Satzung des Europäischen Systems der Zentralbanken und der Europäischen Zentralbank*, [w:] *Vertrag über die Europäische Union (Maastricht-Vertrag) vom 7. Februar 1992 (ursprüngliche Fassung)*.

<sup>4</sup> Do strefy euro należą Francja, Niemcy, Austria, Belgia, Holandia, Luksemburg, Finlandia, Irlandia, Włochy, Hiszpania, Portugalia, Grecja.

<sup>5</sup> Europäische Zentralbank, *Monatsbericht*, Frankfurt am Main Januar 1999, s. 7.

<sup>6</sup> w praktyce jednak znacznie częściej spotyka się używanie pojęcia Europejski System Banków Centralnych aniżeli Eurosystem.

<sup>7</sup> *Vertrag zur Gründung der Europäischen Gemeinschaft...*

nie w sposób mechaniczny, lecz poprzez indywidualne rozpatrywanie każdego problemu.

Traktat stwierdza jednoznacznie, że:

„**Głównym celem ESBC jest utrzymanie stabilności cen.** O ile nie narusza to stabilności cen, ESBC może wspierać ogólną politykę gospodarczą Wspólnoty, przyczyniając się do osiągnięcia celów Wspólnoty określonych w artykule 2.” (art. 105 pkt 1)

„Zadaniem Wspólnoty jest (...) przyczynianie się do harmonijnego, zrównoważonego i trwałego rozwoju życia gospodarczego na obszarze Wspólnoty, wysokiego poziomu zatrudnienia (...), trwałego i **nieinflacyjnego wzrostu**, wysokiego stopnia zbieżności konkurencyjności gospodarek (...).” (art. 2)

„Dla osiągnięcia celów wymienionych w artykule 2, działania krajów członkowskich i Wspólnoty obejmują (...) zdefiniowanie i prowadzenie jednolitej polityki pieniężnej i polityki kursowej, których **głównym celem jest utrzymanie stabilności cen**, oraz, bez naruszania tego celu, wspieranie ogólnej polityki gospodarczej Wspólnoty, zgodnie z zasadą gospodarki wolnorynkowej i wolnej konkurencji.” (art. 4 pkt. 1, 2)

Strategia Eurosystemu<sup>8</sup> składa się z trzech głównych elementów:

1. ilościowo zdefiniowanego celu Eurosystemu (zapewnienia stabilności cen)
2. oraz dwóch filarów służących osiągnięciu tego celu, w których:
  - a. dominującą rolę odgrywa podaż pieniądza w obiegu, określana w postaci referencyjnej stopy wzrostu agregatu pieniężnego M3,
  - b. drugi zaś filar tworzą wieloaspektowe analizy perspektywy rozwoju cen i zagrożeń stabilności cen na obszarze całej strefy euro – por. schemat 1. ad. 1

Rada EBC jeszcze w październiku 1998 r. przyjęła definicję stabilności cen jako *utrzymanie w średnim okresie czasu rocznego wzrostu wskaźnika cen (HICP* – por. akapit następny) *poniżej 2%*,<sup>9</sup> która stanowi jasne podstawy co do oczekiwane poziomu cen w przyszłości, pogłębiając tym wiarygodność realizowanej strategii, a także umożliwia ocenę skuteczności polityki Eurosystemu, czyniąc ją bardziej przejrzystą. „*Wzrost wskaźnika cen*” oznacza, że deflacja nie mieści się w tej definicji, zaś „*utrzymanie w średnim okresie*” dopuszcza krótkookresowe większe odchylenia w poziomie inflacji, wywołane zjawiskami niepieniężnymi znajdującymi się poza kontrolą EBC, np. wzrostem podatków pośrednich czy cen ropy na świecie.

HICP (*Harmonised Index of Consumer Prices*) jest to indeks, utworzony w II etapie budowy unii walutowej dla jednolitej oceny inflacji w całej strefie euro.<sup>10</sup> Jego konstrukcja opiera się na relatywnie nowej koncepcji rozwiniętej przez Eurostat, który starał się wyeliminować możliwie wszystkie błędy pomiaru, albo

<sup>8</sup> European Central Bank, *A stability-oriented monetary policy strategy for the ESCB*, Frankfurt am Main 13 October 1998.

<sup>9</sup> ibidem.

<sup>10</sup> *Verordnung (EG) Nr. 2494/95 des Rates vom 23. Oktober 1995 über harmonisierte Verbraucherpreisindizes*, ABl. L 257/1 vom 27/10/1995.

SCHEMAT 1  
STRATEGIA POLITYKI PIENIĘŻNEJ EUROSYSTEMU



je przynajmniej zminimalizować, jakimi obciążone były dotychczasowe indeksy stosowane do pomiaru inflacji w krajach Unii Europejskiej.

ad. 2a

Podaż pieniądza stanowi w pewnym sensie kotwicę zabezpieczającą realizację podstawowego celu EBC. Przyznanie tak ważkiej roli ilości pieniądza w strategii Eurosystemu podkreśla odpowiedzialność EBC za impulsy monetarne, na które to posiada przede wszystkim wpływ. Jak ważny to element strategii dowodzi fakt wyznaczenia przez Radę EBC wartości referencyjnej dla wielkości wzrostu podaży pieniądza, by ułatwić analizę i dać miarodajny punkt odniesienia. Koncepcja wartości referencyjnej nie stanowi jednakże żadnego zobowiązania dla EBC, by w przypadku krótkookresowych odchyień reagował mechaniczną zmianą oprocentowania. Wyznaczona 1 grudnia 1998 r. wartość referencyjna dla wzrostu agregatu M3 wynika z założeń, że:

- inflacja w strefie euro nie powinna przekraczać 2% w skali roku,
- roczna stopa wzrostu gospodarczego waha się pomiędzy 2-2,5%,
- prędkość obiegu pieniądza M3 zmniejsza się średniorocznie o 0,5-1%.<sup>11</sup>

Na podstawie tych czynników Rada EBC wyznaczyła wartość referencyjną wzrostu agregatu pieniężnego M3 na 4,5% rocznie. Permanentna analiza zmian wielkości poszczególnych agregatów pieniężnych w czasie zmierzać będzie do ustalenia i interpretacji wywołujących je zjawisk gospodarczych,

<sup>11</sup> European Central Bank, *The quantitative reference value for monetary growth*, ECB Press Release, Frankfurt am Main 1 December 1998.

a w razie stwierdzenia zagrożenia dla stabilności poziomu cen – do odpowiedniej interwencji EBC.

ad. 2b

Mimo, że analiza pieniężnych statystyk jest niezwykle ważna dla podejmowania decyzji w ramach polityki pieniężnej, stanowi jednak jedynie warunek konieczny, a nie wystarczający. By prowadzić skuteczną i odpowiedzialną politykę pieniężną, potrzebny jest pełny obraz sytuacji gospodarczej nie tylko w strefie euro, ale i na świecie, oraz ocena perspektyw zarówno ich wpływu na rozwój cen, jak i zagrożeń dla stabilności cen w strefie euro. Istotną rolę odgrywają tu także wieloletnie prognozy przeprowadzane przez ośrodki badawcze i międzynarodowe organizacje, które przyjmowane są wprawdzie z dużą rezerwą, stanowią jednak punkt odniesienia.<sup>12</sup>

Na tej podstawie EBC opracowuje pełne studium analiz sytuacji gospodarczej, leżącej u podstaw decyzji podejmowanych przez Eurosystem.

Traktat nie pozostawia wątpliwości, że podstawowym celem Eurosystemu jest zapewnienie stabilności cen i by umożliwić realizację tego zadania przyznaje mu daleko idącą niezależność, zobowiązując go jednak do prowadzenia **przejrzystej polityki i opracowywania sprawozdań** z działalności Eurosystemu, w których uzasadniane i wyjaśniane jest podłoże podejmowanych decyzji.

EBC wywiązując się z tego obowiązku publikuje co tydzień bilans Eurosystemu, a co miesiąc tzw. raport miesięczny (*Monatsbericht*), zawierające dokładną analizę bieżącej sytuacji gospodarczej stanowiącej punkt wyjścia dla decyzji podejmowanych w ramach polityki pieniężnej, a także innych zmiennych determinujących kierunki prowadzonej polityki monetarnej, a na ich podstawie opracowuje roczne zestawienia podsumowujące działalność Eurosystemu i prowadzoną przez niego politykę pieniężną (*Jahresbericht*). Poza tym co kwartał prezes EBC udziela wyjaśnień Komisji ds. gospodarczych i walutowych przy Parlamencie Europejskim, jak również przedkłada roczne raporty na forum Parlamentu.

Na pierwszym w miesiącu posiedzeniu Rady EBC organizowana jest konferencja prasowa, podczas której prezentuje ona, jak ocenia wpływ bieżącej sytuacji gospodarczej i innych czynników na stabilność cen, wyjaśniając tym pobudki podejmowanych decyzji.

EBC kładzie również nacisk na dialog z opinią publiczną i środowiskami naukowymi przeprowadzając różnego rodzaju spotkania panelowe oraz publikując z pomocą narodowych banków centralnych szeroką gamę statystyk, próbując w ten sposób przyczynić się do lepszego zrozumienia polityki pieniężnej EBC.<sup>13</sup>

Okazuje się jednak, że mimo ogromnych starań o przejrzystość i prostotę strategii Eurosystemu, nie do końca udało się sprostać tym postulatom. Krytycy zarzucają, że po pierwsze brakuje w niej jasno wyznaczonej relacji między filarami strategii, co prowadzi do akademickich dyskusji, który z nich ma większą

<sup>12</sup> Europäische Zentralbank, *Monatsbericht*, Frankfurt am Main Januar 1999, s. 54-55.

<sup>13</sup> Europäische Zentralbank, *Die Geldpolitik der EZB*, Frankfurt am Main 2001, s. 64.



wagę, a po drugie sama konstrukcja strategii (dwa filary) utrudnia proces komunikacji i podejmowania decyzji.

EBC broni swej dwuczłonowej strategii, twierdząc, że umożliwia ona jasne rozróżnienie charakteru procesów inflacyjnych – pierwszy filar wychodzi z ilościowej teorii pieniądza, podczas gdy drugi z realnych procesów gospodarczych.<sup>14</sup>

Część ekonomistów jest nawet zdania, że EBC powinien zrezygnować z dotychczasowej strategii i przyjąć strategię celu inflacyjnego, która uczyniłby politykę EBC, zgodnie z wymogiem, bardziej przejrzystą, uzasadniając prostotą zależności – jeśli inflacja byłaby niższa od założonego celu, EBC obniżałby stopy procentowe, a w przeciwnym razie – podwyższał.

Pytanie jednak czy ta strategia rzeczywiście byłaby bardziej przejrzysta, bo okazuje się, że problemy jakich przysparza ustalenie celu inflacyjnego na pewno nie przyczyniłyby się do jej podniesienia. Nie da się bowiem wyjaśnić społeczeństwu w prosty i krótki sposób, jak wyznaczany jest cel inflacyjny, by zwiększyć jego zaufanie do prowadzonej polityki. A poza tym istnieje zawsze ryzyko, że cel ten nie będzie do końca obiektywny.

Tę sceptyczną ocenę strategii celu inflacyjnego potwierdzają liczne badania empiryczne, które jak dotąd nie wykazały, że strategia celu inflacyjnego prowadzi do lepszych wyników gospodarczych aniżeli inne.<sup>15</sup>

Nie oznacza to jednak, że EBC powinien kontynuować obecną strategię w dotychczasowej postaci. Należałoby się bowiem zgodzić z powszechną opinią, że publikowane analizy i oceny perspektyw EBC, są zbyt ogólne (mimo, że i tak wiele w tej kwestii już poprawiono), by służyć jako podstawa do podejmowania innych decyzji gospodarczych, czy politycznych, lub nawiązania rzeczywistego dialogu ze społeczeństwem. Dlatego niewątpliwie konieczna jest bardziej dogłębna prezentacja przesłanek decyzyjnych EBC i zdwojone wysiłki informacyjne, bez czego polityka pieniężna Eurosystemu nie uzyska akceptacji opinii społecznej, a EBC nie stanie się prawdziwą instytucją publicznego zaufania.

Niektórzy uważają, że należałoby również ograniczyć znaczenie agregatu M3, bo rzeczywiście mimo że jego wzrost przez większość czasu przekracza wartość referencyjną (por. wykres 1), nie jest to oceniane jako zagrożenie dla stabilności cen w strefie euro. Rezygnacja z pierwszego filaru sprawiłaby, że strategia Eurosystemu stałaby się bardziej koherentna i przejrzysta, czego w tej chwili niewątpliwie jeszcze jej brak.

Większą zaś wagę powinno się przykładać oczekiwaniom inflacyjnym sektora prywatnego, które są istotnym czynnikiem kształtującym poziom faktycznej inflacji zwłaszcza w tak dużych gospodarkach jaką jest strefa euro.<sup>16</sup> Do czego zresztą EBC zaczął się już przychylić publikując w swych comiesięcznych raportach informacje na ten temat.

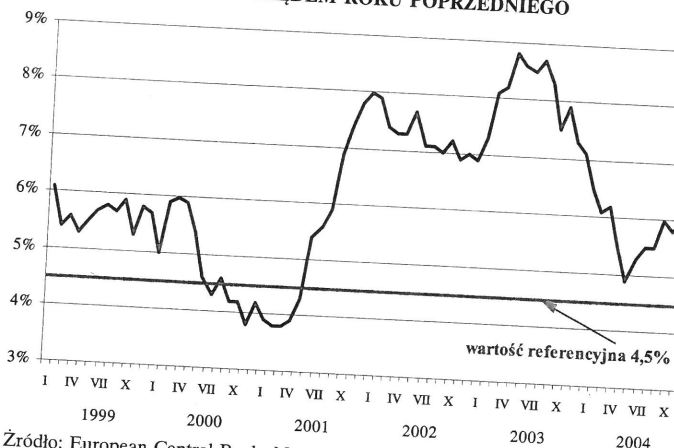
<sup>14</sup> Deutsche Bank Research, Die Zwei-Säulen-Strategie der EZB: Eine erste Beurteilung, „EWU-Monitor”, Nr. 92, 11. September 2001, s. 1, 5-6.

<sup>15</sup> Szerzej por. Deutsche Bank Research, Inflation targeting: was kann EZB daraus lernen?, „EWU-Monitor”, Nr. 83, 27. April 2000, s. 7.

<sup>16</sup> Ibidem, s. 9-10.

Bez względu jednak na wszelkie zarzuty nie można nie docenić tego, że EBC skutecznie realizuje postawione przed nim zadanie utrzymania inflacji na niskim poziomie i nie zaprzecza temu fakt, że przejściowo przekraczała ona zdefiniowane 2%, gdyż był to skutek czynników znajdujących się poza oddziaływaniem EBC, mianowicie ograniczeniami produkcji wywołanymi wzrostem cen ropy naftowej oraz różnymi zjawiskami kryzysowymi powodującymi znaczny wzrost cen żywności. Inflacja w strefie euro od początku jej istnienia oscyluje w granicach 2% – w listopadzie 2004 r. wynosiła 2,2%. Bezdyskusyjnym sukcesem EBC było też niewątpliwie utrzymanie na bardzo niskim poziomie, mimo powszechnego pesymizmu, oczekiwań inflacyjnych w obliczu wprowadzenia wspólnej waluty do obiegu gotówkowego.

WYKRES 1. WZROST AGREGATU PIENIĘŻNEGO M3 W STREFIE EURO WZGLĘDEM ROKU POPRZEDNIEGO



Źródło: European Central Bank, Monetary statistics. Contributions of M3 components to the M3 annual growth rate, December 2004, s. 1.

#### Instrumentarium polityki pieniężnej

Do podstawowych zadań EBC należy ustalenie jednolitego oprocentowania dla całej strefy euro. Jest to instrument o największym polu oddziaływania, stąd też wzbudza najwięcej emocji. Niezwykle trudno znaleźć bowiem ten złoty środek i ustalić stopy na poziomie właściwym dla 12 zróżnicowanych pod względem poziomu rozwoju gospodarek, znajdujących się dodatkowo w różnych stadiach cyklu koniunkturalnego.

Poziom stóp procentowych dla krajów strefy euro określany jest przez EBC na podstawie średnioterminowych prognoz inflacji oraz podaży pieniądza. Ponieważ tempo wzrostu podaży pieniądza w ocenie EBC nie wzbudza niepokoju (mimo przekraczania ustalonej wartości referencyjnej), a inflacja w strefie euro jest relatywnie bardzo niska, to również stopy procentowe utrzymują się na dość niskim poziomie – podstawowa stopa refinansowa EBC wynosi 2,00% (styczeń 2005 r.). Ponieważ jednak kraje strefy euro, ale i nawet ich poszczególne regiony, nadal dzielą liczne różnice zwłaszcza w poziomie rozwoju gospodarczego i zamożności mieszkańców, mają one odmienny poziom inflacji, koniunktury gospodarczej czy bezrobocia, a tym samym rozbieżne oczekiwania co do poziomu stóp procentowych. Można powiedzieć, że zgodne są tylko w osądzie znanym chyba każdemu bankowi centralnemu, że stopy EBC są zawsze za wysokie, bez względu na to, ile w danym momencie wynoszą.

Konieczność znalezienia konsensusu w sprawie jednolitego oprocentowania dla całej strefy euro nastrożała od samego początku wielu kłopotów. Jak trudne było ich ustalenie po raz pierwszy z początkiem 1999 r. świadczy chociażby fakt, że w przeciągu pierwszego miesiąca zmieniane były one dwukrotnie (por. tabela 4). Podstawowa stopa refinansowa ostatecznie wyznaczona została na 3%<sup>17</sup> i by uniknąć protestów rynków finansowych, jej wysokość oficjalnie ogłoszono dopiero 22 grudnia 1998 r. Do ostatniej chwili trwały spekulacje, czy europejskie odsetki utrzymają się na niemieckim lub francuskim poziomie, czy też dostosowując je do specyfiki sytuacji wszystkich członków unii, zostaną wypośredkowane. Obawiano się, że ustalenie jednolitej stopy procentowej na poziomie 3%, w sytuacji gdy średnia ważona stopa oprocentowania na obszarze europejskim wynosiła wówczas ponad 4%,<sup>18</sup> wzmocni w południowej części Europy cykliczny rozwój koniunktury, dając dodatkowy impuls gospodarkom znajdującym się i tak w stadium dynamicznego rozwoju, który nie pozostanie bez wpływu na poziom i tak wyższej tam inflacji, a w pozostałej części unii odbierze z kolei niewielkie szanse na zdynamizowanie niskiego tempa wzrostu gospodarczego.

Obecny poziom stóp, mimo iż znacznie niższy niż na przełomie lat 2000/2001, jest dla większości krajów zbyt wysoki, by obudzić ich gospodarki z marazmu i wprowadzić na dynamiczne ścieżki rozwoju. Dla Finlandii, w której inflacja w listopadzie 2004 r. wynosiła zaledwie 0,2% obecne stopy EBC są znacznie za wysokie, zwłaszcza gdy dokona się porównania np. z Luksemburgiem czy Hiszpanią, w których inflacja wynosi odpowiednio aż 4,0% oraz 3,5%.<sup>19</sup> Liczne krytyczne uwagi pod adresem EBC podpierane są polityką Systemu Rezerwy Federalnej, który znacznie szybciej reagował na oznaki spowolnienia w gospodarce i częściej dokonywał cięć stóp, i przez ponad dwa i pół roku utrzymywał je na poziomie dwa razy niższym aniżeli EBC (od końca 2001 r. do połowy 2004 r.),

<sup>17</sup> European Central Bank, *Decisions on ECB interest rates*, 7 January 1999.

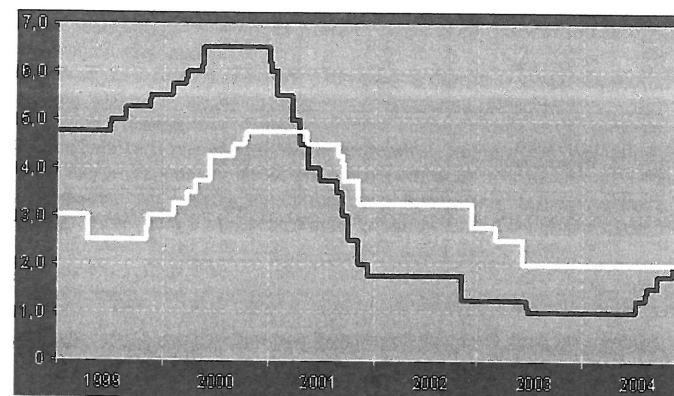
<sup>18</sup> H. Steltzner, *op. cit.*, s. 34-35.

<sup>19</sup> L. Mejer, *Harmonisierte Verbraucherpreisindizes November 2004*, „Statistik kurz gefasst” 1/2005, s. 4-5.

podczas gdy – z wyjątkiem II połowy 2004 r. – inflacja w USA była wyższa aniżeli w strefie euro – por. wykres 2 oraz tabela 3.

Powyższy wykres prezentuje poziom podstawowych stóp procentowych EBC od początku prowadzenia przez niego wspólnej polityki pieniężnej. Ich dynamika odzwierciedla zmiany poziomu inflacji w strefie euro. Była ona najniższa (1,1%) w pierwszym roku istnienia strefy, gdy kraje starały się jeszcze ściśle wypełniać kryteria zbieżności. Na już luźniejszą dyscyplinę w 2000 r. nałożyły się znaczna podwyżka cen ropy naftowej na świecie, ale i po części spadkowa tendencja kursu euro w stosunku do dolara i innych walut, istotnie podbijając inflację, a i stopy procentowe, które na zbliżonym poziomie utrzymywały się przez pierwszą połowę 2001 r. Obserwowana w drugim półroczu 2001 r., a po-

WYKRES 2. POZIOM STÓP PROCENTOWYCH W STREFIE EURO I USA W LATACH 1999–2004 (W %).



Źródło: Bundesverband deutscher Banken.

TABELA 3. POZIOM INFLACJI W STREFIE EURO ORAZ W USA W LATACH 1999–2004 (HICP).

	1999	2000	2001	2002	2003	2004
strefa euro	1,1%	2,1%	2,4%	2,3%	2,1%	2,1*
USA	2,2%	3,4%	2,8%	1,6%	2,3%	3,3*

\* grudzień 2004 r., prognoza

Źródło: Eurostat.

tem i pierwszym 2002 r. tendencja malejąca była w dużej mierze wynikiem ustabilizowania się cen ropy, a także słabszej koniunktury gospodarczej w Unii Europejskiej ograniczającej zarówno presję wzrostową płac i oczekiwania inflacyjne, na co od drugiej połowy 2002 r. nałożył się nieprzerwany jak dotąd stopniowy proces umacniania się euro względem dolara i innych walut.

TABELA 4. POZIOM STÓP PROCENTOWYCH EBC  
W OKRESIE OD 1 STYCZNIA 1999 R. DO GRUDNIA 2004 R.

	data zmiany oprocentowania	stopa depozytowa	stopa refinansowa	stopa kredytowa
1999 R.	1 stycznia	2,00	3,00	4,50
	4 stycznia	2,75	3,00	3,25
	22 stycznia	2,00	3,00	4,50
	9 kwietnia	1,50	2,50	3,50
	5 listopada	2,00	3,00	4,00
2000 R.	4 lutego	2,25	3,25	4,25
	17 marca	2,50	3,50	4,50
	28 kwietnia	2,75	3,75	4,75
	9 czerwca	3,25	4,25	5,25
	28 czerwca	3,25	4,25	5,25
	1 września	3,50	4,50	5,50
	6 października	3,75	4,75	5,75
2001 R.	11 maja	3,50	4,50	5,50
	31 sierpnia	3,25	4,25	5,25
	18 września	2,75	3,75	4,75
	9 listopada	2,25	3,25	4,25
	2002 r. 6 grudnia	1,75	2,75	3,75
2003 r.	7 marca	1,50	2,50	3,50
	6 czerwca	1,00	2,00	3,00

Źródło: EBC.

Europejski Bank Centralny do realizacji postawionych przed nim zadań wykorzystuje poza stopami procentowymi trzy grupy instrumentów – operacje otwartego rynku, operacje kredytowo-depozytowe oraz system rezerw obowiązkowych.

**Operacje otwartego rynku** stanowią główne narzędzie realizacji polityki pieniężnej Eurosystemu. Wykorzystywane są one przez większość banków centralnych jako podstawowy instrument w polityce pieniężnej służący kontroli poziomu płynności banków i stabilizacji rynkowych stóp procentowych. O przeprowadzeniu operacji otwartego rynku decyduje EBC, który również dobiera instrumenty oraz określa warunki realizacji operacji.

Eurosystem ma do dyspozycji pięć<sup>20</sup> rodzajów operacji otwartego rynku:

- transakcje terminowe w formie operacji typu reverse, polegających na zakupie lub sprzedaży wartości majątkowych z jednoczesną umową odsprzedaży lub kupna po określonym terminie, oraz w formie kredytów pod zastaw

<sup>20</sup> Europäische Zentralbank, *Die einheitliche Geldpolitik in Stufe 3*, Frankfurt am Main November 200, s. 14-20.

- zabezpieczenia; są to najczęściej wykorzystywane instrumenty w ramach operacji otwartego rynku,
  - operacje bezwarunkowego zakupu lub sprzedaży (tzw. outright) papierów wartościowych, wierzytelności, jak również metali szlachetnych,
  - swapy dewizowe, czyli zakup lub sprzedaż waluty w zamian za inną dziś z jednoczesną umową jej odsprzedaży lub kupna w późniejszym terminie,
  - depozyty terminowe, oferowane przez narodowe banki centralne w celu ograniczenia płynności,
  - a także emisję papierów dłużnych, przez co może powodować lub zwiększać zapotrzebowanie rynku na płynność.
- Biorąc pod uwagę cel i częstotliwość stosowania tych instrumentów można je zaszeregować do 4 grup:<sup>21</sup>
- operacji refinansowych oferowanych raz w tygodniu z 2-tygodniowym terminem zapadalności w celu dostarczenia płynności (a),
  - operacji refinansowych oferowanych raz w miesiącu z 3-miesięcznym terminem zapadalności w celu dostarczenia płynności (a),
  - operacji przeprowadzanych doraźnie w celu wyrównania nieoczekiwanych wahań płynności (a, b, c, d)
  - oraz operacji strukturalnych (stosowanych doraźnie) w celu dopasowania płynności sektora finansowego do Eurosystemu (a, b, e).

**Operacje kredytowo-depozytowe** (typu overnight) odgrywają istotną rolę w rozrachunkach międzybankowych, które warunkują płynność systemu rozliczeń. Dostarczają one płynność przez noc, bądź wchłaniają jej nadwyżki. Operacje te stanowią impulsy dla kierunków polityki pieniężnej oraz wyznaczają dolne i górne granice oprocentowania. Przeprowadzane są one w sposób zdecentralizowany przez narodowe banki centralne w dwóch formach:

- kredytu refinansowego w nieograniczonej wysokości, zapewniającego płynność przez noc za zabezpieczeniem i według ustalonej stawki oprocentowania; wyznacza ona maksymalne oprocentowanie,
- oraz lokaty terminowej umożliwiającej bankom deponowanie nadwyżek płynnych środków z terminem zwrotu w następnym dniu operacyjnym, którego oprocentowanie określa minimalną stopę.

**System rezerw obowiązkowych**, jakie są zmuszone utrzymywać banki komercyjne, ma na celu stabilizację poziomu stóp procentowych, ograniczanie płynności oraz ograniczanie tempa wzrostu podaży pieniądza. Zapewnia on również konieczne dla przeprowadzania operacji otwartego rynku niedobory płynności, co przyczynia się do stabilizacji rozwoju rynku pieniężnego.

Dogodnością tego systemu jest rozliczanie na podstawie średniomiesięcznego poziomu rezerw, zwalniając tym od obowiązku utrzymywania ich powyżej wyznaczonego limitu każdego dnia. Rezerwy te są oprocentowane według śred-

<sup>21</sup> Europäische Zentralbank, *Die einheitliche Geldpolitik im Eurowährungsgebiet. Allgemeine Regelungen für die geldpolitischen Instrumente und Verfahren des Eurosystems*, Frankfurt am Main April 2002, s. 4-7.



niej podstawowej stopy refinansowej EBC, co zapobiega wypaczaniu konkurencji między rynkiem wewnętrznym a zagranicznymi, jak również pomiędzy poszczególnymi operacjami finansowymi.

Art. 20 statutu uprawnia EBC do stosowania także innych instrumentów dla osiągnięcia podstawowego celu – stabilności cen, po ich uprzedniej akceptacji przez Radę EBC większością 2/3 głosów.

W przypadku wszystkich operacji o charakterze kredytowym (tzn. takich które dostarczają płynność) przeprowadzanych przez Eurosystem, art. 18.1 statutu wymaga odpowiedniego **zabezpieczenia**. Dobór aktywów, które mogą być wykorzystywane jako zabezpieczenie transakcji skutkującej refinansowaniem jakiegось podmiotu, to bez wątpienia kluczowe zadanie EBC. Eurosystem akceptuje obecnie szeroką gamę zabezpieczeń. W zasadzie dla własnego użytku EBC dokonał ich pogrupowania na te, które spełniają kryteria EBC<sup>22</sup> i są jednakowe na obszarze całej strefy euro (grupa I), oraz te, które ich nie spełniają, jednak za zgodą EBC wyznaczone zostały jako dopuszczalne przez któryś z narodowych banków centralnych (grupa II).

Jedynie operacje bezwarunkowej sprzedaży bądź zakupu wymagają zabezpieczeń z grupy I, w przypadku pozostałych nie ma to znaczenia.

<sup>22</sup> Kryteria EBC: rynkowe tytuły dłużne, nominowane w euro, emitent posiada siedzibę w Europejskim Obszarze Gospodarczym (poza organizacjami międzynarodowymi i ponadnarodowymi), EBC musi uznać zabezpieczenie za odpowiednio wysokiej jakości – szerzej por. Europäische Zentralbank, *Die einheitliche Geldpolitik im Eurowährungsgebiet...*, s. 39-43.