

# ROZDZIAŁ VI

## POLITYKA MONETARNA

---

*Arkadiusz Niedźwiecki*<sup>1</sup>

W Rozdziale VI scharakteryzowano: rozwój koncepcji integracji walutowej we Wspólnocie Europejskiej, w związku z którym powstała Unia Monetarna i Walutowa; warunki, które powinny być zostać spełnione przez kraje, aspirujące do strefy euro, a także Europejski Bank Centralny – główny podmiot określający i prowadzący politykę pieniężną we Wspólnocie.

**Pojęcia kluczowe:** *Unia Gospodarcza i Walutowa, kryteria konwergencji, euro, Europejski System Banków Centralnych, Europejski Bank Centralny, TARGET, operacje otwartego rynku, polityka rezerw obowiązkowych, polityka refinansowa.*

### 1. Wstęp

Polityka monetarna to jeden z najważniejszych elementów współpracy w ramach Wspólnoty Europejskiej. Jest realizowana przede wszystkim w ramach Europejskiego Systemu Banków Centralnych, a bazuje na koncepcji unii walutowej.

Wspólną politykę pieniężną prowadzi się w dwunastu krajach UE, które tworzą Unię Gospodarczą i Walutową po wprowadzeniu do obiegu bezgotówkowego i gotówkowego wspólnego pieniądza euro. Za jej realizację odpowiada Europejski Bank Centralny. Z kolei kraje przyjęte do Unii Europejskiej w maju 2004 roku powinny wejść do strefy euro wkrótce po spełnieniu kryteriów konwergencji.

Realizując politykę pieniężną, Europejski Bank Centralny dąży do osiągnięcia celu antyinflacyjnego, zarówno w aspekcie krótkoterminowym – bezpośrednio ograniczanie napięć inflacyjnych, jak i długoterminowym – wsparcie nieinflacyjnych procesów wzrostowych. Wykorzystuje przy tym zróżnicowane narzędzia, oddziałujące na podaż pieniądza w strefie euro.

---

<sup>1</sup> Mgr Arkadiusz Niedźwiecki – Wydział Ekonomiczny, Uniwersytet w Białymstoku.

## 2. Unia Gospodarcza i Walutowa

Unia Gospodarcza i Walutowa (*Economic and Monetary Union – EMU*) funkcjonuje we Wspólnocie Europejskiej od 1999 roku w związku z zapisami Traktatu z Maastricht.

W jej skład weszło początkowo 11 krajów Unii Europejskiej (Hiszpania, Portugalia, Francja, Belgia, Holandia, Luksemburg, Irlandia, Niemcy, Austria, Włochy, Finlandia), które przyjęły wspólną walutę – euro oraz uznały, że polityka pieniężna będzie w nich realizowana przez Europejski Bank Centralny przy współpracy z narodowymi bankami centralnymi. Od 2001 roku w EMU uczestniczy również Grecja [1]. W związku z przyjętymi zasadami, do Unii Gospodarczej i Walutowej wejść również państwa, które współtworzą Unię Europejską od 1 maja 2004 roku, w tym Polska<sup>2</sup>.

Istotą współpracy w ramach Unii Gospodarczej i Walutowej jest wspólny pieniądź zachodnioeuropejski [6]. Zasady jego wprowadzenia określono w Traktacie z Maastricht oraz Zielonej Księdze z 1995 roku, a skonkretyzowano rok później – na szczycie Unii Europejskiej w stolicy Hiszpanii – zatwierdzając tzw. „scenariusz madrycki”. Dokument ten określił ramy czasowe, środki oraz podział kompetencji w procesie wprowadzania wspólnej waluty, którą nazwano „euro”. W 1997 roku przyjęto jej trzyliterowy kod- „EUR”. Uznano też, że graficzne oznaczenie wspólnego pieniądza zachodnioeuropejskiego powinna stanowić litera „€”.

Euro stało się walutą Unii Gospodarczej i Walutowej dnia 1 stycznia 1999 roku. W okresie przejściowym, począwszy od daty jego wprowadzenia do 31 grudnia 2001 roku, było wykorzystywane wyłącznie w obrocie bezgotówkowym, początkowo wspólnie z walutami narodowymi krajów członkowskich *EMU*<sup>3</sup>. Równocześnie banki i inne instytucje finansowe Unii Gospodarczej i Walutowej zostały zobowiązane do dokonywania wszelkich transakcji międzybankowych za pośrednictwem wspólnego pieniądza. Natomiast zlecenia płatnicze klientów indywidualnych oraz przedsiębiorców były realizowane w zgłoszonej walucie transakcji [10].

Od 1 stycznia 2002 roku całość obrotu bezgotówkowego *EMU* prowadzona jest wyłącznie w euro, a pieniądź ten występuje w obrocie gotówkowym, przy czym w okresie styczeń – luty 2002 roku realizowano koncepcję tzw. „podwójnego obiegu”. W związku z nią dopuszczono możliwość regulowania zobowiązań i należności pieniężnych za pomocą wspólnego pieniądza lub walut krajów unii monetarnej [13].

<sup>2</sup> Termin ten, według stanu na koniec czerwca 2005 roku, nie jest jeszcze konkretnie określony, a zależy od efektów uczestnictwa tych krajów w Europejskim Systemie Walutowym II oraz osiągnięcia kryteriów konwergencji, zwłaszcza inflacyjnego oraz budżetowo-fiskalnych [3].

<sup>3</sup> Relacje wymienne między środkami pieniężnymi *EMU* wyrażono przy pomocy nieodwracalnie usztywnionych kursów walut narodowych względem euro, obowiązujących od 1 stycznia 1999 roku [5].

W tym czasie na obszarze *EMU* wobec osób indywidualnych, rozliczających się za pomocą gotówki, obowiązywała zasada „brak nakazu, brak zakazu”. Oznaczała, że nie można było obligować do stosowania euro lub walut narodowych w obiegu gotówkowym ani tego zabronić. Natomiast zasadę ciągłości kontraktów, według której wejście euro do obiegu kasowego nie mogło być podstawą do jednostronnego zerwania umowy zawartej w walucie narodowej, stosowały wszystkie podmioty gospodarujące.

Okres podwójnego obiegu gotówkowego trwał w poszczególnych krajach Unii Gospodarczej i Walutowej od niespełna 1 miesiąca do 2 miesięcy. Wyjątkiem w tym zakresie były Niemcy, których marka z dnia na dzień (31 grudnia 2001 roku) została zastąpiona przez euro [22].

Oprócz wspólnej waluty, z koncepcją Unii Gospodarczej i Walutowej związane są tzw. kryteria konwergencji, określone również w Traktacie z Maastricht. Są one rozumiane jako warunki dopuszczeniowe, które muszą spełnić państwa członkowskie Unii Europejskiej, aby mogły uczestniczyć w *EMU*.

Zgodnie z postanowieniami Traktatu o Unii Europejskiej, wyróżnia się pięć kryteriów konwergencji:

- stabilność cenowa: stopa inflacji nie powinna być wyższa niż 1,5 punktu procentowego od wskaźnika odnotowanego w trzech krajach Wspólnoty o najniższej inflacji;
- deficyt budżetowy: udział deficytu finansów publicznych w produkcie krajowym brutto nie powinien przekraczać 3%;
- dług publiczny: udział zadłużenia publicznego w PKB nie powinien przekraczać 60%;
- stopy procentowe: średnia nominalna długookresowa stopa procentowa nie powinna być wyższa więcej niż o 2 punkty procentowe od stopy procentowej w trzech krajach Wspólnoty o najniższym poziomie inflacji;
- uczestnictwo państwa aspirującego do *EMU* w mechanizmie kursowym Europejskiego Systemu Walutowego II: kraj członkowski powinien respektować bez szczególnych napięć gospodarczych normalny przedział wahań kursów walut, przewidziany w ramach mechanizmu kursowego przynajmniej przez 2 lata przed wejściem do *EMU*, a dewaluacja jego waluty narodowej może być dokonana tylko w razie konieczności i za zgodą pozostałych państw członkowskich Wspólnoty [1]<sup>4</sup>.

<sup>4</sup> Od 1997 roku Pakt na Rzecz Stabilizacji i Wzrostu przewiduje, że kryterium deficytu budżetowego powinno być spełnione nie tylko przed przystąpieniem danego kraju do *EMU*, ale też podczas jego funkcjonowania w ramach unii monetarnej. Jednocześnie stwierdzono w nim, że:

- deficyt budżetowy nie może być finansowany przez działania narodowego banku centralnego, zwiększające podaż pieniądza w gospodarce;
- władze państwowe nie powinny poddawać naciskom instytucji finansowych w celu pozyskania środków, służących finansowaniu niedoboru budżetowego;

Uważa się, że uruchomienie Unii Gospodarczej i Walutowej przyniosło jej krajom członkowskim określone korzyści ekonomiczne, których oczekuje się również w krajach przyjętych do Wspólnoty w 2004 roku, po wprowadzeniu przez nie euro. Wśród pozytywnych efektów integracji walutowej w *EMU* wymienia się:

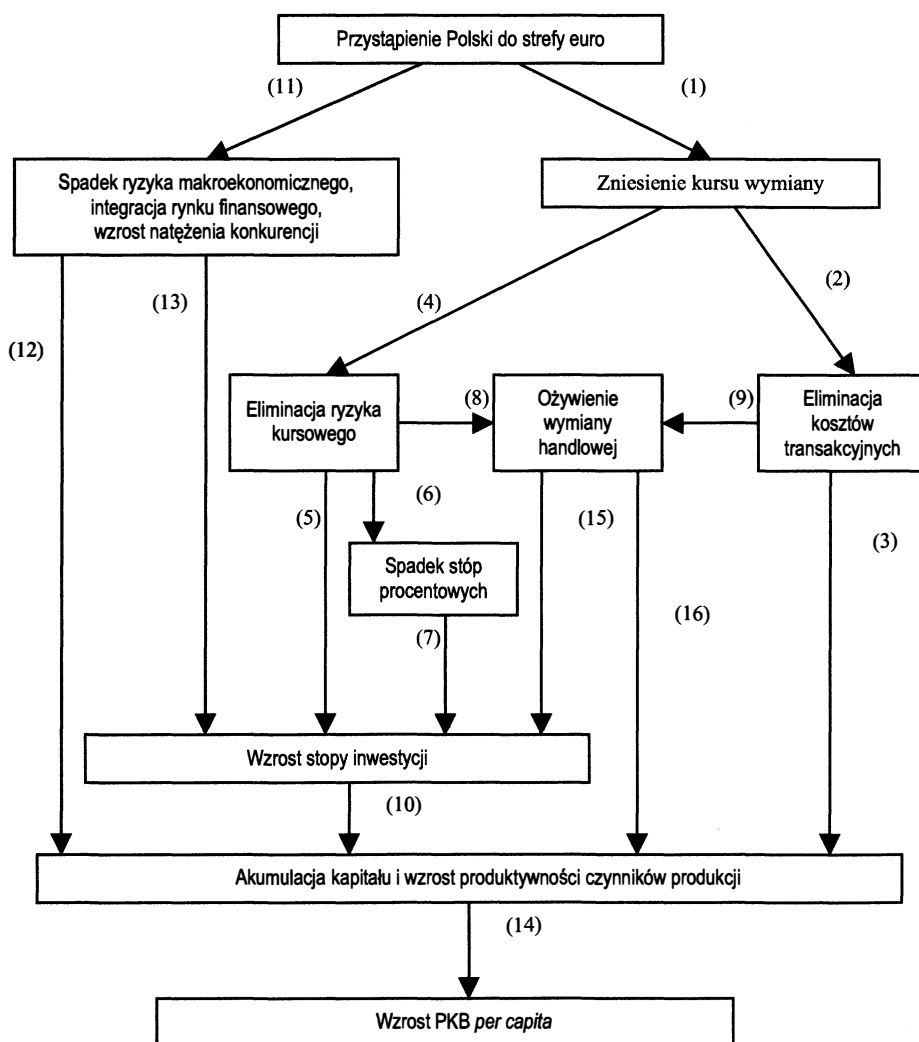
- a) bezpośrednie korzyści krótkoterminowe, w tym:
- wyeliminowanie w krajach unii kosztów transakcji związanych z wymienialnością kilkunastu walut narodowych;
  - wzrost przejrzystości cen, co zwiększyło racjonalność decyzji rynkowych konsumentów i przedsiębiorców;
  - minimalizację ryzyka wynikającego z niestabilności walut oraz ich kursów (ryzyko kursowe);
  - spadek stóp procentowych;
- b) korzyści długoterminowe, przede wszystkim:
- ożywienie wymiany handlowej;
  - wzrost natężenia konkurencji (zwłaszcza wewnątrzsektorowej);
  - wyrównywanie się poziomu cen;
  - wzrost oszczędności i inwestycji;
  - zwiększenie efektywności alokacji zasobów gospodarczych, zwłaszcza kapitału finansowego;
  - zdynamizowanie wzrostu gospodarczego;
  - wzrost ogólnej stabilności gospodarczej;
  - korzyści polityczne (większa siła oddziaływania politycznego na arenie międzynarodowej).

Jednak, oprócz korzyści, wyróżnia się też koszty integracji walutowej, m.in.:

- koszty adaptacji systemów finansowych do obsługi transakcji w euro (w tym koszty unowocześnienia urzędzeń „posługujących się” znakami pieniężnymi euro);
- utrata przez banki strefy euro części dochodów z transakcji na rynku walutowym (dokonywanych walutami narodowymi);
- utrata suwerenności krajowych banków centralnych w sferze pieniężnej, a więc ograniczenie możliwości oddziaływania na gospodarkę poprzez wykorzystanie narzędzi krajowej polityki monetarnej [3].

W aspekcie przystąpienia do strefy euro krajów nowo przyjętych do Unii Europejskiej w 2004 roku należy nadmienić, iż w literaturze [19] przedstawiane jest również nieco inne ujęcie efektów integracji monetarnej (Schemat 1.).

- 
- kraj stosujący politykę znacznego przekraczania dopuszczalnego poziomu deficytu nie będzie objęty pomocą pieniężną ze strony Wspólnoty [8].

**Schemat 1.** Schemat korzyści przystąpienia Polski do strefy euro

Źródło: [19].

Jak stwierdzają autorzy *Raportu na temat korzyści i kosztów przystąpienia Polski*

zniesieniem kursu wymiany złotego do euro (1), w wyniku czego następuje eliminacja kosztów transakcyjnych w obrębie wspólnego obszaru walutowego (2). Tym samym uwolnione zostają zasoby dotychczas zaangażowane w obsługę operacji walutowych. Ich wykorzystanie powinno pozwolić na wytworzenie do-

datkowej wartości PKB przy niezmiennych nakładach pracy i kapitału. W ten sposób eliminacja kosztów transakcyjnych może przyczynić się do wzrostu produktywności czynników wytwórczych w skali całej gospodarki narodowej (3). Wprowadzenie wspólnej waluty niweluje również ryzyko kursowe (4). W wyniku likwidacji niepewności co do kształtowania się kursu walutowego następuje spadek krajowych stóp procentowych o wielkość zawartej w nich premii za ryzyko kursowe (6). Obniżenie kosztu kapitału prowadzi do wzrostu stopy inwestycji krajowych (7). Ponadto znaczne zmniejszenie całkowitego ryzyka kursowego obniża akceptowaną stopę zwrotu z inwestycji w wyniku likwidacji jednego z czynników ryzyka, co sprzyja napływowi bezpośrednich inwestycji zagranicznych (5). Uczestnictwo w unii monetarnej oraz związana z nim eliminacja kosztów transakcyjnych i ryzyka kursowego powinny w długim okresie przyczynić się do ożywienia wymiany handlowej między Polską a pozostałymi krajami strefy euro (8), (9). Spowoduje to wzrost inwestycji (15) oraz poprawę wydajności, związaną z napływem do kraju najnowszych technologii (16). Wprowadzenie wspólnej waluty pozwala zminimalizować ryzyko kryzysu walutowego, związanego z przepływami finansowymi między partnerami gospodarczymi, rozliczającymi się za pomocą walut narodowych (11). Gospodarka zaczyna być postrzegana jako bardziej stabilna, co może prowadzić do wzmożonego napływu kapitału zagranicznego (13). Przystąpienie Polski do wspólnego obszaru walutowego prowadzi ponadto do wzrostu integracji rynków finansowych Polski i strefy euro oraz zwiększenia natężenia konkurencji na rynku towarów i usług (11). Czynniki te przyczyniają się do usprawnienia działających w gospodarce mechanizmów rynkowych, powodując zwiększenie efektywności gospodarowania (12) oraz przyspieszenie wzrostu gospodarczego (14). Wzrost stopy inwestycji wiąże się ze zwiększeniem akumulacji kapitału (10). Ta zaś, wraz ze wzrostem produktywności czynników wytwórczych, następującym w wyniku opisanych wyżej procesów, prowadzi gospodarkę na wyższą ścieżkę wzrostu. W efekcie następuje wzrost PKB *per capita* oraz konsumpcji (14).

Jednak wprowadzenie wspólnej waluty *EMU* w Polsce będzie mogło przynieść wymienione pozytywne rezultaty w przypadku osiągnięcia przez nasz kraj znacznego poziomu stabilności gospodarczej, w tym w sferze finansowej, określonej za pomocą kryteriów konwergencji. Zostały one scharakteryzowane m.in. w *Raporcie o konwergencji* [20].

Analiza ta, przeprowadzona przez EBC, wskazuje na potrzebę intensyfikacji procesu konwergencji w krajach, o które została poszerzona Wspólnota Europejska w 2004 roku, zwłaszcza w świetle wzrostu stóp inflacji w okresie poprzedzającym ich przystąpienie do Wspólnot oraz powiększenia się dysparytetu stóp procentowych. Wśród czynników proinflacyjnych, obecnych w tych krajach, EBC wymienia zarówno te o charakterze jednorazowym (wzrost stawek podatków pośrednich, będący następstwem dostosowania przepisów podatkowych do wymogów wspólnotowych oraz wzrost cen administracyjnych), jak i te, które mogą wywierać presję inflacyjną w dłuższym okresie (wzrost popytu krajowego



oraz wzrost płac). Oprócz tego, autorzy raportu uważają, że proces wyrównywania poziomów PKB *per capita* między „nowymi” i „starymi” krajami UE, czyli tzw. konwergencja realna, może prowadzić do wzrostu presji inflacyjnej lub do aprecjacji nominalnego kursu walutowego w krajach Wspólnoty, charakteryzujących się względnie niskim poziomem rozwoju gospodarczego.

Jak stwierdzono w *Raporcie o konwergencji* [20], wymogiem uzyskania trwałej konwergencji makroekonomicznej jest realizacja konsolidacji finansów publicznych w „nowych” krajach Unii Europejskiej, co dotyczy również Polski. *ECB* wskazuje na relatywnie wysoki poziom wydatków publicznych w tych krajach, a także na potrzebę reform systemów podatkowych oraz świadczeń społecznych, ukierunkowanych na wspieranie zatrudnienia. Autorzy opracowania są zdania, że zmniejszenie deficytu finansów publicznych jest także niezbędne, aby w pełni umożliwić efektywne działanie gospodarcze tzw. automatycznych stabilizatorów koniunktury, co powinno pozytywnie wpłynąć na procesy wzrostowe w tych gospodarkach.

### 3. Zadania Europejskiego Systemu Banków Centralnych

Ocenia się, że dla realizacji polityki pieniężnej w Unii Europejskiej pierwszoplanowe znaczenie ma działalność Europejskiego Systemu Banków Centralnych, a zwłaszcza podmiotu, który jest odpowiedzialny za określenie celów i wdrożenie polityki monetarnej, czyli wspólny Europejski Bank Centralny.

Kraje Wspólnoty określiły, że w skład ponadnarodowego Europejskiego Systemu Banków Centralnych (ESBC), powinny wchodzić: Europejski Bank Centralny (*European Central Bank – ECB*), a także narodowe banki centralne strefy euro. Z kolei do realizacji przepływów finansowych, w związku z polityką monetarną, ma być wykorzystywany system bezpośrednich płatności wielokwotowych *TARGET* [11].

Głównym celem działalności Europejskiego Systemu Banków Centralnych jest utrzymanie stabilności cen, zarówno w bliskim, jak i odległym horyzoncie czasowym (utrzymanie stabilnego, relatywnie wysokiego, nieinflacyjnego wzrostu gospodarczego), czyli cel antyinflacyjny (*Direct Inflation Targeting – DIT*) [4; 14]. Do podstawowych zadań ESBC, których realizacja służy osiągnięciu celu antyinflacyjnego można zaliczyć:

- określanie strategii polityki pieniężnej we Wspólnocie;
- przechowywanie i zarządzanie oficjalnymi rezerwami dewizowymi państw członkowskich ugrupowania;
- przeprowadzanie operacji dewizowych;
- prowadzenie działań usprawniających funkcjonowanie systemów płatniczych Unii Europejskiej;

- czynności w zakresie kontroli instytucji finansowych, w szczególności banków.

Odpowiedzialność za realizację polityki pieniężnej EMU spoczywa głównie na Europejskim Banku Centralnym. Narodowe banki centralne strefy euro wykonują przede wszystkim zadania, które stawia przed nimi *ECB*, zwłaszcza dokonują transakcji na krajowych rynkach pieniężnych oraz pełnią nadzór nad krajowymi systemami finansowymi [7]. W związku z tym, Eurosystem jako całość organizacyjna jest niezależny, natomiast znaczny stopień zależności pionowej widoczny jest między Europejskim Bankiem Centralnym, a narodowymi bankami centralnymi strefy euro.

Wyróżnia się kilka aspektów niezależności Eurosystemu, a mianowicie:

- niezależność funkcjonalna, w ramach której dopuszcza się wykonywanie przez narodowe banki centralne innych zadań niż te, które służą bezpośrednio utrzymaniu stabilności cenowej w strefie euro (w tym: nadzór bankowy, badania i analizy ekonomiczne oraz statystyka gospodarcza);
- niezależność instytucjonalna (organa i instytucje Wspólnoty nie mogą wpływać na Europejski Bank Centralny oraz narodowe banki centralne podczas wykonywania postawionych przed nimi zadań<sup>5</sup>, również osoby trzecie nie mają prawa do zezwalania, znoszenia, zawieszania lub odrażania decyzji narodowych banków centralnych, wykonujących zadania ESBC);
- niezależność personalna (kadencyjność prezesa i członków Zarządu EBC oraz ich nieusuwalność, a także wyłanianie władz EBC w drodze jednomyślnej decyzji państw członkowskich Unii Europejskiej);
- niezależność finansowa (zdolność narodowych banków centralnych do samodzielnego zaopatrywania się w środki finansowe, niezbędne do prawidłowego wypełniania zadań powierzonych im przez EBC) [9].

Jednym z głównych zadań Europejskiego Banku Centralnego jest rola banku emisyjnego. W związku z tym *ECB* ma możliwość kreacji pieniądza gotówkowego euro oraz refinansowania banków komercyjnych za pomocą pieniądza kredytowego. Ponadto ustala bieżące i długoterminowe cele polityki pieniężnej Unii Gospodarczej i Walutowej. Do innych funkcji *ECB* można zaliczyć:

- utrzymywanie rezerw walutowych;
- gromadzenie informacji statystycznych;
- nadzór bankowy;
- doradztwo gospodarcze (przede wszystkim dla organów unijnych);
- wydawanie przepisów prawnych w ramach posiadanych kompetencji [2].

<sup>5</sup> Według zaleceń *ECB*, przed wejściem do Unii Gospodarczej i Walutowej wszystkie kraje przyjęte do Unii Europejskiej w 2004 roku powinny wprowadzić do krajowego prawa bankowego zapisy postanowień wprost zakazujących rządowi oraz organom państwowym wpływania w jakiegokolwiek formie na funkcjonowanie narodowego banku centralnego przy wykonywaniu jego zadań, wynikających z członkostwa w ESBC [8, 17, 18].



Jeżeli chodzi o zadania narodowych banków centralnych, należy stwierdzić, że realizują one bieżące zadania w ramach polityki pieniężnej, za jaką odpowiedzialny jest *ECB*. Banki centralne strefy euro działają zgodnie z wytycznymi *EBC*, który wymaga zrzeczenia się przez nie uprawnień w zakresie kształtowania narodowej polityki pieniężnej.

**TARGET**, czyli *Trans-European Automated Real Time Gross Settlement Express Transfer*, to system teleinformatyczny, służący realizacji transakcji na rynku międzybankowym pomiędzy *ECB* a narodowymi bankami centralnymi *ESBC*. Jego celem jest zapewnienie szybkiej, sprawnej, bezpiecznej i względnie taniej realizacji transakcji finansowych, odbywających się w związku z polityką monetarną.

Płatności, realizowane w tym systemie, bazują na wystandaryzowanych procedurach i zleceniach, zgodnych ze standardami *RTGS* („decentralizacja i oparcie na narodowych systemach rozliczeń wielkokwotowych”), realizowanych w czasie rzeczywistym [9].

#### 4. Instrumenty polityki pieniężnej Europejskiego Banku Centralnego

Polityka monetarna Europejskiego Banku Centralnego reguluje podaż pieniądza w Eurosystemie. *ECB*, oddziałując na ilość środków finansowych w obiegu, wykorzystuje – oprócz emisji wspólnego pieniądza – przede wszystkim instrumenty rynkowe związane z operacjami otwartego rynku, polityką rezerw obowiązkowych oraz refinansowaniem [5; 20].

Celem operacji otwartego rynku jest głównie niwelowanie napięć inflacyjnych dzięki bezpośredniemu wpływowi na podaż pieniądza. W przypadku nadpłynności systemu bankowego bank centralny sprzedaje, a w przypadku niedoboru środków finansowych – skupuje papiery wartościowe będące przedmiotem obrotu na rynku międzybankowym.

Operacje otwartego rynku można podzielić na: operacje bezzwrotne i zwrotne (warunkowe). Wśród operacji zwrotnych wyodrębnia się przede wszystkim:

- transakcje zwrotnej sprzedaży *repo*, czyli *repurchase agreement* (sprzedaż papierów wartościowych po określonej cenie z jednoczesnym przyrzeczeniem ich odkupienia po wyższej cenie w przyszłości);
- transakcje zwrotnego odkupu *reverse repo*, czyli *reverse repurchase agreement* (kupno papierów wartościowych z przyrzeczeniem ich sprzedaży po niższej cenie w przyszłości), przy czym dzięki różnicom w cenach transakcji zwrotnych bank centralny ma możliwość elastycznego wpływu na krótkoterminowe stopy procentowe instrumentów rynku pieniężnego.

Stopa rezerwy obowiązkowej oznacza relację między rezerwami banków a zgromadzonymi w nich depozytami; podobnie jak polityka otwartego rynku wpływa bezpośrednio na możliwość kreacji pieniądza depozytowego w systemie bankowym.

Bank centralny oddziałuje na możliwości kredytowe banków również poprzez politykę refinansową, udzielając im kredytów w celu uzupełnienia zasobów pieniężnych, jak też określając oprocentowanie wypożyczonych środków finansowych. W ten sposób regulowane są krótkoterminowe zaburzenia płynności systemu bankowego.

**Tabela 1. Instrumenty operacji otwartego rynku ECB**

Rodzaj instrumentu	Rodzaj (cel) transakcji		Okres zapadalności	Częstotliwość
	Zasilające w płynność	Absorbujące płynność		
krótkoterminowe operacje głównego refinansowania	transakcje warunkowe	–	1 tydzień	tygodniowa
operacje długoterminowego refinansowania	transakcje warunkowe	–	3 miesiące	miesięczna
operacje precyzyjnego dostrajania (sterowania)	transakcje warunkowe, swapy dewizowe	transakcje warunkowe, swapy dewizowe, przyjmowanie depozytów terminowych	niewystandaryzowany	nieregularna
	ostateczny wykup	ostateczna sprzedaż	–	nieregularna
operacje strukturalne	transakcje warunkowe	emisja skryptów dłużnych	wystandaryzowany lub niewystandaryzowany	regularna lub nieregularna
	ostateczny wykup	ostateczna sprzedaż	–	nieregularna

Źródło: opracowanie własne na podstawie: Die Einheitliche Geldpolitik in Stufe 3. Allgemeine Regelungen für die geldpolitischen Instrumente und Verfahren des ESZB, ECB, wrzesień 1998.

Dwoma podstawowymi kredytami, służącymi celom refinansowym, są: kredyt lombardowy i redyskontowy. Kredyt lombardowy udzielany jest na krótkie okresy pod zastaw zdematerializowanych obligacyjnych skarbowych papierów wartościowych. Stanowi jeden z głównych instrumentów minimalizacji ryzyka utraty płynności w sektorze bankowym. Jego stopa wyznacza górny próg wahań ceny rynkowej pieniądza. Również stopa kredytu redyskontowego jest jednym z istotnych parametrów, decydujących o cenie pieniądza. Jej wzrost, będący

przykładem restrykcyjnej polityki pieniężnej banku centralnego, podraża koszt pozyskania środków finansowych, w konsekwencji ograniczając podaż pieniądza. Z kolei spadek oprocentowania kredytu redyskontowego prowadzi do zwiększenia akcji kredytowej banków, wpływając na wzrost podaży pieniądza.

**Tabela 2.** Podstawowe operacje, refinansujące w pierwszym półroczu 2005 roku (mln EUR)

Data rozliczenia	Kwota ofert	Liczba uczestników	Kwota przydzielonych środków	Przetargi o zmiennej stopie procentowej			Ważna przez (...) dni
				Minimalna oferowana stopa	Stopa krańcowa	Średnia ważona stopa z przydzielonych środków	
2 lutego	332 198	329	277,5	2,00	2,06	2,06	6
8 lutego	327 172	305	275,5	2,00	2,06	2,06	8
16 lutego	352 917	341	276,5	2,00	2,05	2,06	7
23 lutego	349 248	352	284,5	2,00	2,05	2,06	7
2 marca	329 036	325	275,0	2,00	2,05	2,05	7
9 marca	320 545	335	272,5	2,00	2,05	2,05	7
16 marca	317 574	350	276,5	2,00	2,05	2,05	7
23 marca	346 871	370	291,0	2,00	2,05	2,05	7
30 marca	312 429	337	276,0	2,00	2,05	2,05	7
6 kwietnia	292 103	350	275,0	2,00	2,05	2,05	7
13 kwietnia	313 575	348	270,5	2,00	2,05	2,05	7
20 kwietnia	328 593	370	282,0	2,00	2,05	2,05	7
27 kwietnia	329 984	351	280,5	2,00	2,05	2,05	7
4 maja	339 182	301	273,0	2,00	2,05	2,05	7
11 maja	349 569	325	267,5	2,00	2,05	2,05	7
18 maja	358 949	342	272,5	2,00	2,05	2,05	7
25 maja	37 692	351	271,0	2,00	2,05	2,05	7
1 czerwca	369 397	337	281,5	2,00	2,05	2,06	7

Źródło: opracowanie własne na podstawie: „Biuletyn Miesięczny Europejskiego Banku Centralnego”, czerwiec 2005 roku, materiał zamieszczony na stronie internetowej <http://www.nbp.pl>, s. 88.

Realizując politykę otwartego rynku, EBC współpracuje z bankami centralnymi strefy euro, które organizują skup i sprzedaż oferowanych instrumentów finansowych, a także wykorzystuje kilka grup narzędzi (Tabela 1.). Jak się ocenia, prowadzone w cyklu cotygodniowym operacje głównego refinansowania, realizowane za pomocą transakcji warunkowych, stanowią główny instrument

krótkoterminowego zasilenia finansowego banków (Tabela 2.). W warunkach przejściowego zmniejszenia płynności systemu bankowego *EMU*, umożliwiają przepływ strumieni pieniężnych z ECB do banków komercyjnych. Operacje długoterminowego refinansowania, podobnie jak operacje krótkoterminowe, przeprowadza się w formie przetargowej (Tabela 3.). Banki komercyjne zgłaszają zapotrzebowanie na środki pieniężne, podając poziom stopy procentowej, jaką w zamian za nie oferują (ale bez minimalnego poziomu, który wstępnie określa *ECB*), przy czym zasilane w środki finansowe są podmioty, zgłaszające akceptowane przez *EBC* poziom ceny ofertowej. Operacje precyzyjnego sterowania oraz operacje strukturalne przeprowadza się nieregularnie: w przypadku, kiedy istnieje potrzeba regulowania nieoczekiwanych wahań płynności na rynku pieniężnym i jej wpływu na stopę procentową. Za ich pomocą *ECB* może zwiększać płynność systemu bankowego strefy euro, jak również ją absorbować [21].

**Tabela 3.** Długoterminowe operacje, refinansujące w pierwszym półroczu 2005 roku (mln EUR)

Data rozliczenia	Kwota ofert	Liczba uczestników	Kwota przydzielonych środków	Przetargi o zmiennej stopie procentowej			Ważna przez (...) dni
				Minimalna oferowana stopa	Stopa krańcowa	Średnia ważona stopa z przydzielonych środków	
27 stycznia	58 133	164	30,0	-	2,1	2,1	91
24 lutego	4 034	145	30,0	-	2,1	2,1	91
31 marca	38 462	148	30,0	-	2,1	2,1	91
28 kwietnia	47 958	148	30,0	-	2,1	2,1	91
26 maja	48 282	140	30,0	-	2,1	2,1	98

Źródło: opracowanie własne na podstawie: „Biuletyn Miesięczny Europejskiego Banku Centralnego”, czerwiec 2005 roku, materiał zamieszczony na stronie internetowej <http://www.nbp.pl> [23], s. 88.

Europejski Bank Centralny w ramach polityki rezerw obowiązkowych określa wielkość rezerw, tworzonych przez banki *EMU*, od wybranych pozycji pasywów, a przechowywanych na rachunkach w bankach centralnych, wchodzących w skład Euro-systemu.

Rezerwy obowiązkowe mogą, ale nie muszą być oprocentowane. Decyzja w tej sprawie należy do organów zarządzających ESBC. Jeżeli ustalą, że od kwot zdeponowanych na rachunkach rezerwy obowiązkowej powinny być naliczane od-

setki, ich wysokość określa się najczęściej jako średnią ważoną stóp procentowych dla danego typu depozytów. Odsetki te są dopisywane do stanu rachunku rezerwy obowiązkowej na koniec danego okresu rozliczeniowego. Uważa się, że system rezerw obowiązkowych zapewnia w Eurosystemie względną stabilność rynkowych stóp procentowych, a także wpływa na pożądane, w danej sytuacji gospodarczej, zmiany popytu banków na środki pieniężne [21].

W ramach polityki refinansowej EBC określa przede wszystkim stopy procentowe depozytów, przyjmowanych od banków oraz udzielanych im pożyczek.

### *Margina*

czającej cenę kredytu, udzielanego pod zastaw rządowych papierów wartościowych strefy euro lub instrumentów podmiotów gospodarczych, których rating jest odpowiednio wysoki. Z kolei *deposi* kontową, a więc z dolnym poziomem cen rynkowych pieniądza *overnight* rodowych bankach centralnych [21].

## 5. Zakończenie

Niniejsze opracowanie stanowi próbę scharakteryzowania głównych zagadnień, związanych z polityką pieniężną prowadzoną w Unii Ekonomicznej i Walutowej, niezwykle istotnej części Wspólnoty Europejskiej, do której należy też Polska. Problematyka ta zyska jeszcze bardziej na znaczeniu, kiedy nasz kraj, podobnie jak dwanaście innych państw kilka lat temu, przyjmie wspólną zachodnioeuropejską walutę, a Narodowy Bank Polski stanie się jednym z banków strefy euro, realizujących politykę pieniężną *ECB*. Jak się oczekuje, Polska gospodarka zyska wówczas nowy impuls rozwojowy. Z drugiej strony, możliwe są pewne zakłócenia, wynikające z procesów dostosowawczych w ramach Europejskiego Systemu Walutowego II, konieczności spełnienia kryteriów konwergencji, a także ograniczenia suwerenności NBP w kształtowaniu polityki pieniężnej. Jednak w świetle dotychczasowych doświadczeń EMU należy stwierdzić, że korzyści integracji monetarnej, w tym polityki monetarnej, prowadzonej na poziomie ponadnarodowym, powinny przewyższyć koszty z tym związane, również w przypadku Polski.

## Literatura

1. Healey N. M., *One currency for Europe: the next steps*, w: Zarzecki D. (red.), *Zarządzanie finansami: klasyczne zasady – nowoczesne narzędzia*, t. 2, ECONOMICUS, Szczecin 2002, s. 753–777.
2. Kołodziejczyk K., *Geneza wspólnej waluty euro*, Wydawnictwo Naukowe SCHOLAR, Warszawa 2000, s. 86.

3. Kosterna U., I. Pszczółka, *Unia gospodarcza i walutowa w Europie- teoria i praktyka*, w: J. Sikorski (red.), *System bankowy w Polsce, dekada przemian*, Wydawnictwo Uniwersytetu w Białymstoku, Białystok 2001, s. 293–297.
4. Lutkowski K., *Zarys problemu dostosowania banku centralnego i systemu pieniężnego Polski do członkostwa w Unii Europejskiej*, w: H. Żukowska (red.), *Ewolucja systemów bankowych w Europie Środkowej i Wschodniej*, Wydawnictwo UMCS, Lublin 2003, s. 117–122.
5. Proniewski M., Niedźwiecki A., *Formy europejskiej integracji gospodarczej*, Wydawnictwo Uniwersytetu w Białymstoku, Białystok 2004, s. 112, 140–143.
6. Sobczyński D., *Euro: historia, praktyka, instytucje*, KiK, Warszawa 2002, s. 24–28.
7. Wierzba R., *Europejski Bank Centralny*, TWIGGER, Warszawa 2003, s. 39–74.
8. Zawajska A., *Unia Europejska. Unia Gospodarcza i Walutowa*, Wydawnictwo SGGW, Warszawa 2002, s. 87–89, 102–110.
9. Nowak-Far A., *Niezależność Europejskiego Systemu Banków Centralnych w Europejskiej Unii Gospodarczej i Walutowej*, „Bank i Kredyt” 1998, nr 11.
10. Nowak-Far A., *Europejska Unia Gospodarcza i Walutowa: główne elementy infrastruktury prawnej i organizacyjnej przejścia od walut narodowych do euro*, „Bank i Kredyt” 1999, nr 9.
11. Solarz J. K., *Europejski System Banków Centralnych*, w: *Bankowe abc*, „Bank i Kredyt” 1999, nr 6.
12. Szelaż K., Żak R., Jakubiec S., Glibowska M., *Analiza wpływu wprowadzenia euro na polski system bankowy*, „Materiały i Studia”, z. 107, NBP, Warszawa 2000, s. 37–44.
13. Szelaż K., Jakubiec S., Glibowska M., Pawelczyk B., *Analiza przygotowań państw członkowskich i państw kandydujących do wprowadzenia euro w formie gotówkowej*, „Materiały i Studia”, z. 122, NBP, Warszawa 2001, s. 9–27.
14. Urbańska A., *Polityka monetarna: współczesna teoria i analiza empiryczna dla Polski*, „Materiały i Studia”, z. 148, NBP, Warszawa 2002, s. 9–16.
15. *Biuletyn Miesięczny Europejskiego Banku Centralnego*, czerwiec 2005 roku, materiał zamieszczony na stronie internetowej <http://www.nbp.pl>, s. 88.
16. *Die Einheitliche Geldpolitik in Stufe 3. Allgemeine Regelungen für die geldpolitischen Instrumente und Verfahren des EZB*, ECB, 1998.
17. *Euro coraz bliżej*, NBP, Warszawa 2004, opracowanie zamieszczone na stronie internetowej <http://www.nbp.pl>, s. 1–24.
18. *Komunikat prasowy w związku z opublikowaniem przez EBC raportu o konwergencji*, NBP, Warszawa 2004, opracowanie zamieszczone na stronie internetowej <http://www.nbp.pl>, s. 1–2.
19. *Raport na temat korzyści i kosztów przystąpienia Polski do strefy euro*, Warszawa 2004, opracowanie zamieszczone na stronie internetowej <http://www.nbp.pl>, s. 44–75, 102–109.
20. *Raport o konwergencji 2004*, ECB, Frankfurt 2004 (Komunikat prasowy w związku z opublikowaniem przez EBC Raportu o konwergencji zamieszczony na stronie internetowej <http://www.nbp.pl>, s. 1–4).



### Użyteczne adresy internetowe

1. <http://www.ecb.int/home/html/index.en.html> – oficjalna strona internetowa Europejskiego Banku Centralnego
2. <http://europa.eu.int/euro/entry.html> – część oficjalnej strony internetowej Unii Europejskiej, charakteryzująca integrację monetarną, w tym euro
3. <http://www.nbp.pl> – oficjalna strona internetowa NBP

### Test

1. EMU funkcjonuje od:
  - a) 1999 r.,
  - b) 2002 r.,
  - c) 2003 r.,
  - d) żadne z powyższych.
2. Euro jest pieniądzem księgowym (rozliczeniowym) od:
  - a) 1999 r.,
  - b) 2001 r.,
  - c) 2002 r.,
  - d) 2003 r.
3. W styczniu 2002 roku we wszystkich krajach strefy euro obowiązywała zasada:
  - a) że euro jest jedynym gotówkowym środkiem płatniczym,
  - b) potrójnego obiegu gotówkowego,
  - c) podwójnego obiegu gotówkowego,
  - d) że jedynym środkiem płatniczym są ich waluty narodowe.
4. W krajach EMU udział długu publicznego w PKB:
  - a) powinien być mniejszy niż 60%,
  - b) nie powinien przekraczać 60%,
  - c) może być większy niż 60%,
  - d) powinien wynosić co najmniej 3%.
5. W krajach EMU udział deficytu budżetowego w PKB:
  - a) powinien być mniejszy niż 3%,
  - b) może być większy niż 3%,
  - c) nie powinien przekraczać 3%,
  - d) powinien wynosić co najmniej 60%.
6. Wyrażenie prawdziwe to:
  - a) Polska nie powinna spełnić kryteriów konwergencji, aby wejść do EMU,
  - b) Polska ma obowiązek przyjęcia euro jako swojej waluty po spełnieniu kryteriów konwergencji,
  - c) po wejściu do EMU polityka pieniężna NBP pozostanie całkowicie niezależna,
  - d) wszystkie powyższe odpowiedzi można uznać za poprawne.

7. „Stabilność cenowa” to:

- a) jedna z zasad, które obowiązywały przez 2 miesiące po wprowadzeniu euro do obiegu gotówkowego,
- b) jedno z 6 kryteriów konwergencji,
- c) jedno z 3 kryteriów konwergencji,
- d) żadne z powyższych.

8. Najbardziej racjonalne wyrażenie ekonomiczne spośród zamieszczonych poniżej to:

- a) integracja walutowa nie przynosi korzyści ekonomicznych,
- b) integracja walutowa przynosi tylko korzyści ekonomiczne,
- c) integracja walutowa przynosi zarówno korzyści, jak i koszty ekonomiczne,
- d) międzynarodowa integracja gospodarcza grupy krajów zawsze wiąże się z ich integracją walutową.

9. Cechą organizacyjną Europejskiego Systemu Banków Centralnych jest:

- a) niezależność,
- b) podporządkowanie,
- c) żadne z powyższych,
- d) kooperacja.

10. Jednym z bezpośrednich instrumentów oddziaływania ECB na zmniejszenie możliwości kreacji pieniądza depozytowego przez banki komercyjne strefy euro jest:

- a) polityka kursowa,
- b) polityka redyskontowa,
- c) polityka dyskontowa,
- d) polityka rezerw obowiązkowych.