

EUROPEJSKA INTEGRACJA MONETARNA od A do Z



Magdalena Proczek

Polityka monetarna w strefie euro

- Polityka pieniężna w strefie euro
- Struktura EBC
- Zadania instytucji ESBC
- Niezależność EBC
- Stabilność cen jako nadrzędny cel EBC
- Definicja ilościowa stabilności cen
- Strategia realizacji polityki pieniężnej w Eurolandzie
- Narzędzia polityki pieniężnej EBC
- Polityka kursowa EBC
- ERM II

6

czerwiec 2008





dr **MAGDALENA PROCZEK**

Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Kolegium Gospodarki Światowej,
Instytut Handlu Zagranicznego i Studiów Europejskich, Zakład Unii Europejskiej

Polityka monetarna w strefie euro



1. POLITYKA MONETARNA I STREFA EURO – ZAGADNIENIA WPROWADZAJĄCE

Polityka monetarna obejmuje politykę pieniężną oraz kursową. Polityka pieniężna jest głównie działalnością banku centralnego, polegającą na wyborze pieniężnych celów makroekonomicznych i ich realizacji przez regulowanie podaży pieniądza i popytu na pieniądź, za pomocą wybranych instrumentów. Polityka ta jest obecnie jedną z najważniejszych dziedzin polityki makroekonomicznej. Instrumentami polityki pieniężnej są narzędzia, dzięki którym bank centralny może realizować cele pieniężne. Mogą one mieć różnorodny charakter, jednakże ich stosowanie ma prowadzić do oczekiwanych zmian w popycie na pieniądź lub podaży pieniądza (Skopowski, Wiśniewski 2007, s. 5).

Podstawowym zadaniem polityki kursowej jest stworzenie warunków do kształtowania się w długim okresie kursu oscylującego wokół kursu równowagi wyznaczonego przez zmiany podstawowych wielkości makroekonomicznych. Polityka kursowa jest realizowana głównie za pośrednictwem (Bilski 2006, s. 83):



- wyboru denominatora i sposobu definiowania kursu walutowego,
- wyboru mechanizmu kursowego,
- interwencji banku centralnego na rynku walutowym.

Najważniejszą władzą monetarną realizującą jednolitą politykę pieniężną w strefie euro od 1 stycznia 1999 r. jest Europejski Bank Centralny (EBC) (Baka 2001a, s. 61), EBC oraz banki centralne państw UE, w których wprowadzono wspólną walutę euro, określa się mianem Eurosystemu, strefy euro bądź Eurolandu. Faktycznie zadania z zakresu wspólnej polityki pieniężnej wypełniają EBC oraz banki centralne krajów strefy euro¹.

Europejski System Banków Centralnych (ESBC) składa się z EBC oraz narodowych (krajowych) banków centralnych (NBC/KBC) wszystkich 27 członków Unii Europejskiej. Banki centralne państw członkowskich nienależących do Eurosystemu są członkami ESBC, mającymi specjalny status. Wyróżnia się obecnie dwie grupy krajów będących poza strefą euro.

Zgodnie z protokołem stanowiącym załącznik do Traktatu ustanawiającego Wspólnotę Europejską (TWE) z uczestnictwa w strefie euro zostały wyłączone Dania i Wielka Brytania. Oznacza to, że państwa te wynegocjowały prawo do własnej decyzji o wprowadzeniu euro (tzw. klauzula *opt-out*). Oba kraje skorzystały z przysługującego im prawa i nie przystąpiły do Eurosystemu (Oręziak 2004, s. 14). Wyłączenia przyznane Danii i Wielkiej Brytanii mają charakter stały, ale oba państwa zachowały jednak możliwość wejścia do strefy euro w późniejszym okresie, jeżeli będą wówczas spełniać warunki konieczne do przyjęcia wspólnej waluty².

Państwa UE, które nie spełniły warunków koniecznych do przyjęcia euro, zostały natomiast objęte tzw. derogacją³. Zachowują one, tak jak Dania i Wielka Brytania, suwerenność monetarną – własną walutę oraz dotychczasowe uprawnienia w dziedzinie polityki pieniężnej i kursowej. Derogacja

¹ Obecnie jest 15 NBC strefy euro.

² Wyróżnia się kryteria ekonomiczne, dotyczące poziomu stopy inflacji, długoterminowej stopy procentowej, uczestnictwa waluty w ERM II; budżetowe, dotyczące poziomu zadłużenia publicznego i deficytu budżetowego, oraz prawne, związane z niezależnością banku centralnego oraz dostosowaniem przepisów prawnych do uczestnictwa w Eurosystemie.

³ Derogacja oznacza przejściowe wyłączenie obowiązywania prawa wspólnotowego dotyczącego jednolitej polityki pieniężnej i kursowej dla krajów UE, które nie są członkami strefy euro, ale mają obowiązek zostać nimi w przyszłości.



wyklucza jednak banki centralne tych krajów z procesu podejmowania decyzji dotyczących wspólnej polityki pieniężnej i kursowej oraz z ich realizacji. Objęcie państwa członkowskiego derogacją nie oznacza jednak jego rezygnacji z wprowadzenia wspólnej waluty. Państwo takie ma obowiązek dążenia do osiągnięcia konwergencji gospodarczej i prawnej jako warunków umożliwiających przyjęcie euro. Derogacja ma charakter tymczasowy. Rada UE co dwa lata dokonuje przeglądu sytuacji na podstawie raportów EBC i Komisji Europejskiej. Jeśli Rada (obradująca w składzie ECOFIN – ministrów gospodarki i finansów oraz szefów państw lub rządów) stwierdzi, że dane państwo członkowskie spełnia kryteria zbieżności gospodarczej i prawnej, derogacja jest uchylana i dany kraj przyjmuje Euro (Scheller 2006, s. 39). Obecnie jest 10 państw członkowskich objętych derogacją – Szwecja oraz 9 nowych członków UE⁴.

Polityka kursowa w Eurolandzie również została przeniesiona z poziomu państw członkowskich na szczebel ponadnarodowy. Ponieważ wspólna waluta oznacza wspólny kurs wymiany, możliwe jest istnienie tylko jednolitej polityki kursowej. Decyzje dotyczące polityki kursowej dla strefy euro podejmowane są wspólnie przez EBC i Radę ECOFIN, przy czym ostatnie słowo należy w tym przypadku jednak do Rady.

Celem niniejszego opracowania jest analiza polityki monetarnej Eurosystemu, tzn. charakterystyka jednolitej polityki pieniężnej i kursowej w krajach Unii Europejskiej, które przyjęły wspólną walutę euro.



2. SPECYFIKA POLITYKI PIENIĘŻNEJ W EUROLANDZIE

Wyłącznie odpowiedzialność za wspólną politykę pieniężną strefy euro powierzono Europejskiemu Bankowi Centralnemu, stanowiącemu centralną instytucję zarówno ESBC, jak i Eurosystemu. Wspólna waluta wymaga jednolitej polityki pieniężnej oraz centralizacji uprawnień decyzyjnych. Ponieważ niektóre decyzje dotyczące polityki pieniężnej podejmowane są na bieżąco, struktura Eurosystemu jest trwała. Ma on formę podmiotu prawnego, ponoszącego odpowiedzialność za swoją działalność. Ponadto ze względu

⁴ Słowenia przystąpiła do strefy euro 1 stycznia 2007 r., a Malta i Cypr 1 stycznia 2008 r.



na to, że głównym celem polityki pieniężnej w strefie euro jest utrzymanie stabilności cen (art. 105 ust. 1 TWE), uprawnienia decyzyjne powierzono organowi niezależnemu zarówno od instytucji wspólnotowych, jak i od państw członkowskich (Scheller 2006, s. 32).

EBC został powołany 1 czerwca 1998 r., a 1 stycznia 1999 r. rozpoczął swoją statutową działalność. Jego siedzibą jest Frankfurt nad Menem. Ze względu na to, że uwzględnienie wszystkich sugestii NBC podczas kształtowania EBC było niemożliwe (Szelağ 2003, s. 7), został on utworzony na wzór niemieckiego Bundesbanku, zwłaszcza jeżeli chodzi o zasadę niezależności i przyjęcie stabilności cen za główny cel jego polityki pieniężnej, a także wiarygodność i pozycję międzynarodową (Mucha-Leszko 2007, s. 118).

Narodowe banki centralne strefy euro nie zostały jednak zlikwidowane, lecz stały się od 1 stycznia 1999 r. integralną częścią Eurolandu. Banki te nie prowadzą niezależnej polityki pieniężnej, straciły także prawo do samodzielnej emisji pieniądza, a ich obecna rola sprowadza się do wykonywania zadań określonych przez EBC (Kawecka-Wyrzykowska, Synowiec 2004, s. 320).

Za organizacją europejskiej bankowości centralnej w formie systemu, a nie tylko jednej instytucji przemawiały trzy argumenty⁵:

- Funkcjonowanie Eurosystemu opiera się na istniejących rozwiązaniach instytucjonalnych, infrastrukturze, doświadczeniu i znacznych możliwościach operacyjnych krajowych banków centralnych. Wiele banków centralnych wykonuje przy tym dodatkowe zadania, niezwiązane z funkcjami Eurosystemu.
- Ze względu na duży zasięg terytorialny strefy euro oraz budowane przez lata relacje krajowych społeczności bankowych z ich bankami centralnymi uznano za właściwe zapewnienie instytucjom kredytowym bezpośredniego dostępu do bankowości centralnej w każdym państwie członkowskim.
- Wobec mnogości narodów, języków i kultur w strefie euro to krajowe banki centralne (a nie jeden podmiot) są najlepiej przygotowane, by służyć jako łącznik między obywatelami a Eurosystemem.

⁵ http://www.ecb.int/ecb/educational/facts/orga/html/or_002.pl.html



Materialną podstawą funkcjonowania EBC jest kapitał założycielski. Obowiązek wpłat do kapitału został nałożony na wszystkie narodowe banki centralne, również tych państw, które nie uczestniczą w strefie euro⁶. Są one wyłącznymi udziałowcami i dysponentami kapitału. Statut EBC przewiduje możliwość zwiększenia kapitału, z zachowaniem warunków i ograniczeń określonych przez Radę UE na wniosek EBC. W celu zapewnienia EBC środków finansowych nałożono na narodowe banki centralne także obowiązek przekazania EBC zagranicznych rezerw dewizowych. Jednocześnie zyski wypracowane w ramach prowadzonej polityki pieniężnej są przekazywane narodowym bankom centralnym proporcjonalnie do wysokości udziału w kapitale EBC, który „został ustalony w odniesieniu do udziału danego państwa w ogólnej liczbie ludności UE w przedostatnim roku poprzedzającym ustanowienie Banku oraz do udziału państwa w produkcie krajowym brutto UE w cenach rynkowych, według notowań z ostatnich pięciu lat poprzedzających przedostatni rok przed ustanowieniem EBC”. Wagi przyznane poszczególnym bankom są dostosowywane co pięć lat (Kociuba 2007, s. 222).

Eurosystemem zarządzają organy EBC – Rada Prezesów, Zarząd i Rada Ogólna. Organy te – w ramach swoich kompetencji – podejmują wszystkie decyzje związane z realizacją zadań Eurolandu. Oprócz określenia zadań należących do wyłącznej kompetencji EBC statut nie wskazuje, w jakim zakresie Bank ma samodzielnie prowadzić politykę, a w jakim mają to robić krajowe banki centralne. W przypadku większości działań Eurosystemu podział pracy opiera się na zasadzie decentralizacji. Zgodnie z nią EBC, w zakresie uznanym za możliwy i odpowiedni, ma prawo zwracać się do krajowych banków centralnych o przeprowadzenie operacji stanowiących część zadań Eurosystemu. W ten sposób EBC i krajowe banki centralne razem przyczyniają się do realizacji wspólnych celów Eurosystemu. EBC odpowiada za prawidłowe i systematyczne wykonanie wszystkich zadań. W tym celu ma prawo wydawania wytycznych i instrukcji dla krajowych banków centralnych⁷.

Głównym organem decyzyjnym w dziedzinie kształtowania polityki pieniężnej w Eurolandzie jest Rada Prezesów, która zbiera się co dwa tygodnie.

⁶ Kraje te jednak do momentu przyjęcia euro wpłacają 7% przypadających na nie udziałów.

⁷ http://www.ecb.int/ecb/educational/facts/orga/html/or_011.pl.html



Składa się z sześciu członków Zarządu oraz prezesów narodowych banków centralnych krajów strefy euro. Do jej obowiązków należą:

- uchwalanie wytycznych i podejmowanie decyzji niezbędnych do wykonywania zadań powierzonych Eurosystemowi,
- podejmowanie decyzji w sprawach celów pieniężnych, podstawowych stóp procentowych, wielkości rezerw w Eurosystemie oraz określanie wytycznych koniecznych do realizacji tych decyzji.

Na pierwszym posiedzeniu każdego miesiąca Rada Prezesów ocenia zjawiska pieniężne oraz wydarzenia gospodarcze, a następnie podejmuje decyzję w sprawie polityki pieniężnej na dany miesiąc. Na drugim posiedzeniu Rada omawia kwestie związane z innymi zadaniami i obowiązkami EBC oraz Eurosystemu⁸.

Na poziomie operacyjnym jednolitą politykę pieniężną realizuje Zarząd, który składa się z Prezesa i Wiceprezesa oraz czterech innych członków. Wszyscy członkowie są mianowani za wspólnym porozumieniem szefów państw lub rządów krajów obszaru euro. Do najważniejszych zadań Zarządu należą⁹:

- przygotowywanie posiedzeń Rady Prezesów;
- realizowanie polityki pieniężnej obszaru euro zgodnie z wytycznymi i postanowieniami Rady Prezesów; w tych ramach Zarząd wydaje krajowym bankom centralnym obszaru euro niezbędne polecenia;
- kierowanie codzienną działalnością EBC;
- wykonywanie określonych uprawnień przekazanych w drodze delegacji przez Radę Prezesów, w tym uprawnień o charakterze regulacyjnym.

Rada Ogólna składa się z Prezesa i Wiceprezesa EBC oraz prezesów krajowych banków centralnych państw UE. W posiedzeniach Rady Ogólnej mogą uczestniczyć także pozostali członkowie Zarządu EBC, Przewodniczący

⁸ <http://www.ecb.int/ecb/orga/decisions/govc/html/index.pl.html>

⁹ <http://www.ecb.int/ecb/orga/decisions/eb/html/index.pl.html>



Rady UE oraz członek Komisji Europejskiej, jednak bez prawa do głosowania. Radę Ogólną można uznać za organ tymczasowy, który zostanie rozwiązany po przyjęciu wspólnej waluty przez wszystkie państwa UE. Do kompetencji Rady Ogólnej należy udział w¹⁰:

- działaniach doradczych EBC,
- zbieraniu informacji statystycznych,
- sporządzaniu raportów rocznych EBC,
- ustalaniu zasad koniecznych do normalizacji procedur rachunkowych i sprawozdawczych stosowanych przez krajowe banki centralne,
- podejmowaniu wszelkich działań związanych z określeniem klucza subskrypcji kapitału EBC innych niż określone w Traktacie,
- ustalaniu warunków zatrudnienia personelu EBC,
- przygotowaniach niezbędnych do nieodwołalnego ustalenia kursów walut państw członkowskich objętych derogacją wobec euro.

Poza organami zarządzającymi EBC ważną rolę w tej organizacji odgrywiają pracownicy analityczno-badawczy, którzy na bieżąco badają sytuację pieniężną Unii oraz przygotowują materiały do podejmowania decyzji przez Radę Prezesów oraz Zarząd. Wielkie znaczenie doboru zarówno kierownictwa EBC, jak ekspertów banku wynika z faktu, że instytucja ta buduje swą reputację praktycznie od zera. Liczy się więc każdy element, który pozwala uczestnikom rynku kształtować pogląd na temat działalności EBC (Latoszek 2007, s. 424).

W rzeczywistości prawie wszystkie zadania operacyjne Eurosystemu są wykonywane przez krajowe banki centralne, zgodnie z decyzjami podejmowanymi przez Radę Prezesów EBC. Do zadań narodowych banków centralnych należą¹¹:

¹⁰ <http://www.ecb.int/ecb/orga/decisions/genc/html/index.pl.html>

¹¹ http://www.ecb.int/ecb/educational/facts/orga/html/or_014.pl.html



- **Realizacja operacji pieniężnych** – tzn. krajowe banki centralne faktycznie realizują transakcje, np. związane z dostarczaniem bankom komercyjnym pieniądza banku centralnego.
- **Zarządzanie operacyjne rezerwami zagranicznymi EBC**, obejmującymi przeprowadzanie i rozliczanie transakcji rynkowych w ramach inwestowania rezerw zagranicznych EBC.
- **Zarządzanie własnymi rezerwami zagranicznymi**. Planowe działania krajowych banków centralnych w tym zakresie podlegają zatwierdzeniu przez EBC w przypadku, gdyby mogły wpłynąć na kursy walutowe lub sytuację płynnościową, oraz gdy przekraczają limity określone w wytycznych EBC. Ustalenia te mają zapewnić zgodność z polityką pieniężną i kursową EBC.
- **Eksploatacja systemów płatniczych i nadzór nad nimi**. Systemy płatnicze służą do przekazywania pieniędzy w obrębie systemu bankowego. Krajowe banki centralne eksploatują i nadzorują systemy krajowe, które łączą się w system płatności TARGET, obsługujący płatności w euro. Istnieją ponadto prywatne systemy płatności i rozrachunku papierów wartościowych, w przypadku których nadzór ze strony banku centralnego ma zapewnić ich sprawne funkcjonowanie.
- **Emisja banknotów wspólnie z EBC**. Emitentami banknotów euro są EBC i krajowe banki centralne, natomiast wprowadzaniem ich do obiegu zajmują się tylko krajowe banki centralne. W celu zaspokojenia istniejącego zapotrzebowania składają one roczne zamówienia na produkcję oraz prowadzą system zarządzania zapasami dla całego Eurosystemu. Koordynatorem obu tych działań jest EBC. Krajowe banki centralne podejmują też czynności mające zapewnić wysoką jakość banknotów będących w obiegu i analizują wykryte fałszyfikaty.
- **Gromadzenie statystyk i współpraca z EBC**. Do prowadzenia polityki pieniężnej i realizacji innych zadań Eurosystemu EBC potrzebuje szerokiego zakresu danych ekonomiczno-finansowych. Krajowe banki centralne pomagają, przede wszystkim zbierając od krajowych instytucji finansowych dane dotyczące rynku pieniężnego, bankowego i finansowego,



statystyk bilansu płatniczego i rezerw międzynarodowych Eurosystemu oraz rachunków finansowych.

Funkcjonalna integracja krajowych banków centralnych Eurosystemu nie narusza ich dotychczasowej autonomii instytucjonalnej, finansowej i administracyjnej. Krajowe banki centralne pełnią funkcje niezwiązane z Eurosystemem na własną odpowiedzialność, pod warunkiem że funkcje te nie kolidują z celami i zadaniami Eurolandu. Należą do nich różne – w zależności od kraju – rodzaje usług finansowych i administracyjnych świadczonych na rzecz rządów danego kraju. Większość krajowych banków centralnych sprawuje także nadzór nad instytucjami finansowymi w swoim kraju.

W celu zintegrowania narodowych banków centralnych z Eurosystemem wprowadzono odpowiednie zmiany do przepisów krajowych. Zgodnie z prawem wspólnotowym krajowe przepisy i statuty mają w szczególności gwarantować, że narodowe banki centralne i ich organy decyzyjne są niezależne od innych władz danego kraju UE. Niezależność jest wymogiem niezbędnym ze względu na udział krajowych banków centralnych i ich prezesów w funkcjonowaniu Eurosystemu (Scheller 2006, s. 46).

EBC jest także całkowicie niezależny od instytucji i organów UE oraz rządów jej państw członkowskich (EMI 1998, s. 291–295). Niezależność EBC ma cztery aspekty:

- Niezależność funkcjonalna – tzn. zdolność do samodzielnego kształtowania i realizacji polityki pieniężnej oraz wypełniania innych zadań statutowych. Aby mógł sprostać tym zadaniom, EBC został wyposażony w odpowiednie uprawnienia decyzyjne i operacyjne, m.in. w dziedzinie polityki emisyjnej (emisja pieniądza), w dziedzinie kredytowej (ustalenie stóp procentowych kredytów), a także w odniesieniu do polityki rezerw obowiązkowych (ustalenie stóp rezerwy obowiązkowej).
- Niezależność instytucjonalna, oznaczająca, że żaden organ decyzyjny, członkowie EBC ani personel banków centralnych nie mogą starać się o instrukcje ani nie mogą przyjmować instrukcji od instytucji czy organów Wspólnoty, od rządów państw członkowskich czy od jakiegokolwiek innego organu. Instytucje i organy Wspólnoty oraz rządy państw członkowskich zobowiązują się natomiast nie wywierać wpływu na

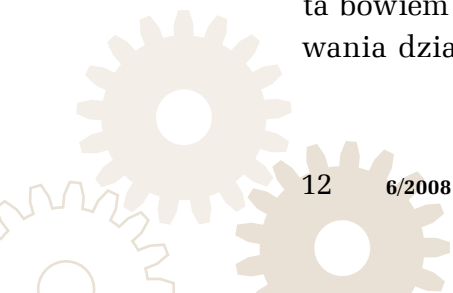


członków organów decyzyjnych Europejskiego Banku Centralnego lub narodowych banków centralnych w wykonywaniu ich obowiązków.

- Niezależność personalna (osobowa) to pewien zbiór procedur dotyczących powoływania członków organów decyzyjnych EBC, bezpieczeństwa ich kadencji oraz możliwości zatrudniania własnego personelu. Przestrzeganie wszystkich powyższych procedur nie daje jednak całkowitej gwarancji niezależności i bezstronności członków organów Europejskiego Banku Centralnego ani członków organów decyzyjnych poszczególnych banków centralnych. Osoby te są bowiem wybierane z klucza politycznego. Ważne jest jednak to, aby mogły swobodnie podejmować decyzje w trakcie uczestnictwa w określonych organach. Służą temu zapisy o odpowiednio długiej kadencji, braku możliwości uznaniowego odwołania przed jej upływem, a przede wszystkim zapis o jednokadencyjności członków Zarządu Europejskiego Banku Centralnego oraz spełnianie kryterium fachowości.
- Niezależność finansowa dotyczy zasad prowadzenia gospodarki finansowej EBC, do których zaliczono m.in. zasady wyposażenia w kapitał, jego powiększania, podziału zysków, postanowienia dotyczące sposobu kształtowania warunków pracy i płacy dla personelu EBC oraz zakazu kredytowania instytucji rządowych.

Biorąc pod uwagę wyżej wymienione aspekty niezależności, należy uznać, że EBC cieszy się bardzo dużą autonomią w wykonywaniu swych zadań. Statutowo zagwarantowana niezależność Banku wraz z celem osiągnięcia i utrzymania stabilności cen stanowią bowiem warunek konieczny do prowadzenia wiarygodnej polityki pieniężnej w strefie euro (Baran 2002, s. 79.).

Niezależność EBC wydaje się mieć podstawowe znaczenie zarówno dla skuteczności jego antyinflacyjnej polityki pieniężnej i w efekcie dla międzynarodowej pozycji euro, jak i dla harmonijnego funkcjonowania samej Unii Europejskiej. Doświadczenia z okresu powojennego pokazują, że kraje, w których bank centralny cieszył się prawdziwą autonomią w systemie władzy, notowały najlepsze rezultaty w dziedzinie stabilności cen. Autonomia ta bowiem stwarza bankowi centralnemu swobodę niezbędną do podejmowania działań nastawionych na walkę z inflacją. Wolny od nacisków poli-





tycznych bank centralny nie potrzebuje uwzględniać celów doraźnych, lecz może się skupić na swym celu podstawowym, którym jest ochrona wartości pieniądza (Oreziak 1998, s. 26).

Przekazanie władzy monetarnej jednej z najbardziej niezależnych instytucji finansowych pociąga za sobą problem zakresu i możliwości sprawowania nad nią demokratycznej kontroli. Demokratyczne społeczeństwo ma prawo wymagać od tej organizacji odpowiedzialności za podejmowane decyzje, osiągnięcia mandatowych celów, a także przejrzystości działania. Ze względu na to, że przejrzystość i właściwa komunikacja z otoczeniem są niezwykle ważne, na EBC nałożono obowiązek publikowania i udostępniania rocznych sprawozdań finansowych. EBC publikuje także miesięczne raporty, w których przedstawiane są analizy sytuacji ekonomicznej, będące podstawą podjętych decyzji monetarnych. Działalność Banku jest również przedmiotem obserwacji i analiz ze strony innych instytucji. Utworzono liczne centra skupiające znanych i cenionych ekonomistów, zajmujące się monitorowaniem działalności EBC, np. Centre for Economic Policy Research Monitoring the European Central Bank, Centre for European Policy Studies, The Observatory of the European Central Bank. Jednocześnie Bank stara się o dobrą komunikację z otoczeniem. Świadczą o tym konferencje prasowe Prezesa i Wiceprezesa po spotkaniach Rady Prezesów i ich publikacja w Internecie, duża aktywność wydawnicza, częste wystąpienia członków Rady na konferencjach i seminariach oraz ich udostępnianie na stronie internetowej Banku¹².

Nadrzędnym celem polityki pieniężnej Eurolandu, jak wspomniano wcześniej, jest dbanie o utrzymywanie trwałej stabilności cen. Uznano, że jest to najlepszy instrument służący realizacji zadania, jakim jest popieranie „harmonijnego, zrównoważonego i stałego rozwoju działalności gospodarczej, wysokiego poziomu zatrudnienia i ochrony socjalnej (...)” (art. 2 TWE) (Barcz et al. 2007, s. 289).

Postanowienie to odzwierciedla współczesne koncepcje ekonomiczne na temat roli, zakresu i ograniczeń polityki pieniężnej oraz stanowi podstawę instytucjonalnego i organizacyjnego kształtu bankowości centralnej UGW. Polityka pieniężna ukierunkowana na trwałe utrzymanie stabilności cen przy-

¹² <http://www.ecb.int/ecb/orga/transparency/html/index.pl.html>; <http://www.ecb.int/ecb/orga/accountability/html/index.pl.html>



czynia się do poprawy perspektyw gospodarczych i podniesienia standardu życia obywateli. Stabilne ceny minimalizują zniekształcenia mechanizmu cenowego w gospodarce rynkowej i w ten sposób ułatwiają konsumentom, jak też przedsiębiorstwom podejmowanie właściwych decyzji w sprawie alokacji zasobów. Pozwala to więc na jak najbardziej efektywne ich wykorzystanie.

Po drugie, teoretyczne podstawy polityki pieniężnej oraz doświadczenia z przeszłości dowodzą, że polityka pieniężna w ostatecznym rozrachunku może wpływać jedynie na poziom cen w gospodarce. Stabilność cen jest zatem jedynym realistycznym celem polityki pieniężnej w średnim okresie. Pomijając pozytywne skutki utrzymania stabilności cen, polityka pieniężna nie jest natomiast w stanie wywierać długotrwałego wpływu na inne zmienne realne (Scheller 2006, s. 47).

Możliwość utrzymywania stabilności cen w średnim okresie za pomocą polityki pieniężnej zależy od tego, w jakim stopniu system bankowy jest uzależniony od pieniądza emitowanego przez bank centralny (pieniądza bazowego) w ramach realizacji funkcji zaspokajania popytu na pieniądź w obiegu, rozrachunku sald międzynarodowych oraz spełniania wymogu utrzymywania rezerw obowiązkowych w banku centralnym. Zadanie realizacji polityki pieniężnej strefy euro wiąże się zatem z koniecznością zapewnienia Eurosystemowi pełnej kontroli nad bazą monetarną i jest funkcją polityki publicznej realizowaną głównie za pośrednictwem operacji na rynku finansowym. W związku z tym EBC oraz krajowe banki centralne Eurolandu to jedyne instytucje uprawnione do emitowania banknotów euro, będących prawnym środkiem płatniczym w tej strefie. Eurosystem jest monopolistą w kreacji pieniądza bazowego i tym samym ma dominujący wpływ na warunki panujące na rynku pieniężnym oraz stosowane na nim stopy procentowe.

Zmiana stóp procentowych rynku pieniężnego z inicjatywy banku centralnego uruchamia wiele mechanizmów i działań podmiotów gospodarczych, by ostatecznie wpłynąć na poziom takich zmiennych ekonomicznych, jak wielkość produkcji oraz ceny. Proces ten znany jest jako mechanizm transmisji polityki pieniężnej. Ponieważ angażuje on, na różnych etapach, szereg procesów ekonomicznych i działań podmiotów gospodarczych, jego wpływ na poziom cen można zwykle zaobserwować dopiero po dłuższym czasie. Ponadto skala i siła oddziaływania mogą być różne, zależnie od kondycji gospodarki, przez co trudno jest dokładnie je oszacować. EBC musi liczyć się



z większą niepewnością niż inne banki centralne, gdyż odpowiada za wielowymiarowy obszar walutowy istniejący dopiero od 1999 r. Ponadto zmiany instytucjonalne i zmiany zachowań, które nastąpiły po wprowadzeniu wspólnej waluty, mogły wpłynąć na relacje między różnymi zmiennymi ekonomicznymi (Scheller 2006, s. 79–81).

Z tego powodu EBC stworzył strategię realizacji polityki pieniężnej składającą się z dwóch elementów, tzn. z ilościowej definicji stabilności cen oraz informacji i analiz, które Rada Prezesów EBC powinna uwzględniać, podejmując perspektywistyczne decyzje w zakresie tej polityki.

TWE wyraźnie wyznacza utrzymanie stabilności cen jako podstawowy cel EBC, jednak nie definiuje dokładnie tego pojęcia. Dlatego Rada Prezesów postanowiła opracować ilościową definicję stabilności cen, kierując się tym, że (Scheller 2006, s. 82):

- Definicja ilościowa zapewnia większą przejrzystość polityki pieniężnej.
- Definicja ilościowa jest punktem odniesienia oceny przez opinię publiczną, czy EBC wywiązuje się ze swoich obowiązków. Ponieważ łatwo stwierdzić, kiedy poziom ceny odbiega od definicji, EBC przedstawia wówczas wyjaśnienia długotrwałego odchylenia i informuje, jak zamierza przywrócić stabilność cen w rozsądnym czasie.
- Celem definicji jest kształtowanie oczekiwań dotyczących rozwoju sytuacji cenowych, a tym samym zwiększenie efektywności polityki pieniężnej EBC. Ze względu na to, że podstawowym obowiązkiem Banku jest utrzymanie stabilności cen, rynki finansowe i opinia publiczna mają prawo oczekiwać, że w średnim okresie inflacja będzie się kształtować na poziomie zasadniczo zgodnym z definicją stabilności cen.

W październiku 1998 r. Rada Prezesów EBC zdefiniowała stabilność cen jako „roczny wzrost Zharmonizowanego Wskaźnika Cen Konsumpcyjnych (*HICP – Harmonised Index of Consumer Price*) dla strefy euro poniżej 2%” (Baka 2001b, s. 29-30) i dodała, że stabilność cen „należy utrzymywać w średnim okresie”. Wyjaśniła przy tym, że dążąc do osiągnięcia stabilności cen, będzie się starała utrzymywać stopę inflacji w średnim okresie blisko tego poziomu.



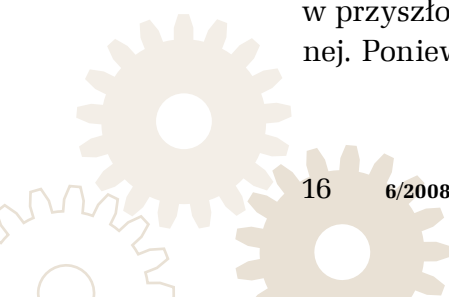
Odniesienie do wskaźnika HICP dla strefy euro wskazuje na dwie kwestie. Po pierwsze, celem polityki pieniężnej EBC jest osiągnięcie stabilności cen w całej strefie, a po drugie, wynika to ze znaczenia cen konsumpcyjnych dla ogółu społeczeństwa. Wskaźnik HICP umożliwia najpełniejsze oszacowanie zachodzących z upływem czasu zmian cen reprezentatywnego koszyka towarów i usług konsumpcyjnych nabywanych przez gospodarstwa domowe Euro-landu. Zwrot „poniżej 2%” jasno określa górną granicę wskaźnika HICP wyznaczającą poziom cen, jaki w średnim okresie uznaje się za stabilny. Jednocześnie docelowy poziom inflacji – dodatni, bliski 2% – zapewnia wystarczający margines pozwalający uniknąć ryzyka deflacji. Pozwala także uwzględnić ewentualny błąd pomiaru wskaźnika HICP oraz wpływ zróżnicowania stóp inflacji w strefie euro wynikającego z konstrukcji wskaźnika.

Należy dodać, że EBC jest jedynym bankiem centralnym, który realizuje cel stabilności cen określony ilościowo (European Commission 2004, s. 69).

Sformułowanie „w średnim okresie” wynika z powszechnego przekonania, że niemożliwe jest precyzyjne kształtowanie sytuacji cenowej czy stopy inflacji w krótkim – kilkutygodniowym, a nawet kilkumiesięcznym – horyzoncie czasowym. Zmiany polityki pieniężnej odbijają się na cenach z pewnym opóźnieniem i w stopniu, którego nie można dokładnie przewidzieć. Dlatego polityka pieniężna nie może w krótkim okresie zneutralizować wszystkich nieoczekiwanych wstrząsów cenowych. Pewna krótkookresowa zmienność inflacji jest zatem możliwa (Scheller 2006, s. 82–83).

Oddziałując na poziom cen za pośrednictwem procesu transmisji monetarnej, EBC wpływa na warunki panujące na rynku pieniężnym (a tym samym na poziom krótkoterminowych stóp procentowych) w taki sposób, by jak najskuteczniej utrzymać stabilność cen w średnim okresie. Jest to zgodne ze strategią polityki pieniężnej, która wymaga, by decyzje w sprawie polityki pieniężnej były podejmowane konsekwentnie i systematycznie. Konsekwencja pomaga stabilizować oczekiwania inflacyjne oraz zwiększa wiarygodność EBC.

Z powodu opóźnień transmisji monetarnej banki centralne powinny określać, jaki kierunek w polityce pieniężnej pozwoli utrzymać stabilne ceny w przyszłości. Na tym właśnie polega perspektywiczność polityki pieniężnej. Ponieważ opóźnienie transmisji monetarnej uniemożliwia zneutralizo-





wanie w krótkim okresie nieoczekiwanych wstrząsów cenowych (spowodowanych na przykład skokami cen surowców na rynkach międzynarodowych) za pomocą narzędzi polityki pieniężnej, nie da się uniknąć, jak już wcześniej wspomniano, pewnej krótkookresowej zmienności stóp inflacji. Ponadto z powodu złożonego charakteru procesu transmisji monetarnej skutki polityki pieniężnej zawsze są obarczone znaczną niepewnością. Dlatego właśnie istotne jest przyjęcie średniookresowej perspektywy. Jest to zgodne z tezą EBC, że stabilność cen należy utrzymać w średnim okresie oraz pozwala uniknąć nadmiernego aktywizmu gospodarczego i wprowadzania niepotrzebnego (i samonapędzającego się) elementu zmienności do sfery realnej gospodarki.

EBC powinien się zatem liczyć ze znaczną niepewnością związaną z wiarygodnością wskaźników ekonomicznych, strukturą gospodarki strefy euro i mechanizmem transmisji wspólnej polityki pieniężnej, zwłaszcza w ciągu pierwszych lat funkcjonowania UGW. Z czynnikiem niepewności muszą się zresztą liczyć wszystkie banki centralne, nie tylko europejski. Polityka pieniężna powinna zatem opierać się na jak najszerszych podstawach i uwzględniać wszystkie istotne informacje (Scheller 2006, s. 83–85). Dlatego drugim filarem strategii polityki pieniężnej EBC jest analiza makroekonomiczna i monetarna.

W analizie makroekonomicznej oceniane są czynniki wpływające na sytuację cenową w perspektywie krótko- i średniookresowej, głównie aktywność realna i kondycja finansowa gospodarki. Analiza ta obejmuje przede wszystkim podstawowe wielkości ekonomiczne, takie jak produkcja całkowita, popyt, ceny i koszty, a także ocenę sytuacji na rynku pracy, w bilansie płatniczym, na rynku finansowym (w tym ceny aktywów finansowych) oraz polityki fiskalnej. Istotnym ułatwieniem tej analizy są przygotowywane przez EBC i narodowe banki centralne prognozy makroekonomiczne dla Eurosystemu (Mucha-Leszko 2007, s. 131).

Analiza monetarna polega natomiast na badaniu wzrostu podaży pieniądza w stosunku do wzrostu rozszerzonego agregatu pieniądza M3¹³. Analiza mo-

¹³ W skład agregatu M3 w strefie euro wchodzi: gotówka w obiegu, depozyty *a vista*, depozyty terminowe do 2 lat, depozyty z terminem wypowiedzenia do 3 miesięcy, umowy z przyrzeczeniem odkupu, udziały/jednostki w funduszach rynku pieniężnego, papiery wartościowe rynku pieniężnego oraz papiery dłużne z okresem zapadalności do 2 lat (Coffey 2001, s. 48).



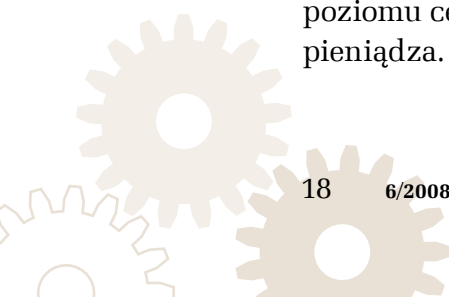
netarna służy przede wszystkim do weryfikacji – w perspektywie średnio- i długookresowej – przesłanek wynikających z analizy makroekonomicznej.

Stosując takie dwutorowe podejście EBC uzyskuje ogólny obraz zagrożeń dla stabilności cen. Przyjęte podejście ogranicza ryzyko podjęcia błędnej decyzji wskutek nadmiernego zaufania tylko do jednego wskaźnika, prognozy czy modelu (Scheller 2006, s. 88).

Formułując swoją politykę pieniężną, EBC może się więc oprzeć nie tylko na celu bezpośrednim w postaci stabilności cen, ale również na celach pośrednich – inflacyjnym lub monetarnym.

Cel inflacyjny określiła Rada Prezesów EBC, wskazując zagrożenia, jakie mogą wynikać ze zbyt niskiej stopy inflacji bądź, co gorsze, z deflacji. Europejski Bank Centralny powinien więc dążyć do utrzymania niskiej dodatniej stopy inflacji, która zbliża się do poziomu 2%, co zostało uznane za odpowiedni margines bezpieczeństwa, pozwalający na uniknięcie ryzyka związanego z deflacją i spadkiem nominalnych stóp procentowych blisko zera. Gdyby nominalne stopy procentowe osiągnęły wartość równą zero, podważyłoby to skuteczność polityki pieniężnej, a w sytuacji silnego spadku popytu EBC mógłby nawet utracić zdolność przywrócenia stabilności cen za pomocą stóp procentowych. Aby zabezpieczyć się przed ryzykiem spadku nominalnych stóp procentowych w pobliże zera, bank centralny powinien dążyć do utrzymania stopy inflacji na poziomie powyżej 1%. Utrzymanie dodatniej stopy inflacji jest także uzasadnione występowaniem trwałych strukturalnych różnic w poziomie inflacji w poszczególnych regionach obszaru euro, wynikających z niedostatecznej realnej konwergencji między tymi regionami (np. dużego zróżnicowania poziomu dochodów). Może to powodować poważne problemy gospodarcze w krajach lub regionach o poziomie inflacji niższym niż średni w strefie euro oraz konieczność ponoszenia kosztów utrzymywania niższych nominalnych cen i radzenia sobie z przedłużającą się deflacją. Dodatnia stopa inflacji realizowana przez EBC ogranicza takie ryzyko (Mucha-Leszko 2007, s. 128).

Cel monetarny określono jako wartość odniesienia, która mierzona jest rozszerzonym agregatem pieniężnym M3. Ustalając ją, uwzględnia się: wzrost poziomu cen, zakładany wzrost realnego PKB oraz zmiany szybkości obiegu pieniądza.





Przed ustanowieniem UGW agregaty miały podstawowe znaczenie w polityce pieniężnej Bundesbanku oraz kilku innych krajów UE, natomiast stopa inflacji odgrywała bardzo ważną rolę w polityce pieniężnej banków centralnych Wielkiej Brytanii, Hiszpanii, Finlandii, Szwecji.

Można oczekiwać, że EBC w swojej działalności będzie dalej uwzględniał cele pośrednie, mimo że występowanie innowacji finansowych jest jednym z czynników, który jednak podważa skuteczność opierania polityki pieniężnej na celach pośrednich (Oręziak 2003, s. 68). Uwzględnianie celów pośrednich przez EBC wynika głównie z chęci kontynuowania tradycji Bundesbanku. Branie pod uwagę celu dotyczącego inflacji jest natomiast rezultatem dotychczasowych niezbyt dobrych doświadczeń niektórych krajów związanych z trudnościami w przewidywaniu wpływu wielkości agregatów monetarnych na stopę inflacji.

Aby osiągnąć swoje cele – przede wszystkim bezpośredni tzn. stabilność cen, ale również pośrednie – Eurosystem ma do dyspozycji zestaw narzędzi polityki pieniężnej. Posługując się tymi narzędziami, EBC zakłada, że okażą się skutecznym środkiem oddziaływania na sferę monetarną gospodarki oraz że za ich pomocą będzie mógł wpływać na kształtowanie się warunków gospodarczych w strefie euro (Jaremko, Ziemia 2003, s. 70). Eurosystem prowadzi operacje otwartego rynku, oferuje operacje banku na koniec dnia oraz wymaga od instytucji kredytowych utrzymywania rezerw obowiązkowych na rachunkach w EBC. Wszystkie te operacje służą do bieżącego kształtowania stóp procentowych, stałego regulowania wielkości płynności na rynku, przekazywania innym uczestnikom rynku informacji na temat polityki pieniężnej Eurosystemu (Nowak-Far 2001, s. 243). Operacje polityki pieniężnej Eurosystemu są prowadzone na jednolitych zasadach i warunkach we wszystkich państwach strefy euro (EBC 2005, s. 9).

Główną rolę w polityce pieniężnej Eurosystemu odgrywają operacje otwartego rynku. Strefa euro dysponuje pięcioma rodzajami instrumentów do prowadzenia operacji otwartego rynku (ECB (2004, s. 83). Eurosystem może realizować transakcje warunkowe, bezwarunkowe, swapy walutowe, emisję certyfikatów dłużnych i przyjmowanie depozytów terminowych.

Operacje warunkowe polegają na zakupie lub sprzedaży odpowiednich papierów wartościowych przez narodowe banki centralne ze zobowiązaniem



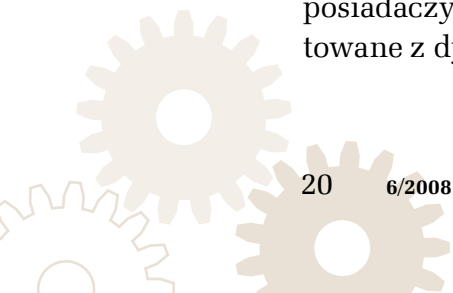
do ich późniejszej odsprzedaży bądź odkupu po określonej cenie. W zależności od istniejących w danym kraju uregulowań prawnych mogą mieć również formę pożyczki zabezpieczonej odpowiednimi aktywami. Operacje warunkowe przeprowadzane są na zasadzie transakcji odwracalnej, w której prawo własności do papieru wartościowego będącego zabezpieczeniem transakcji jest przeniesione na kredytodawcę, podczas gdy partnerzy zobowiązują się, że w określonym terminie w przyszłości nastąpi transakcja odwrotna oraz retransfer papierów wartościowych z powrotem do kredytobiorcy (Szczepańska 2002, s. 7). Mogą mieć na celu zarówno absorpcję płynności, jak i jej dostarczenie. Różnica między ceną nabycia a ceną sprzedaży stanowi wartość oprocentowania transakcji.

Operacje bezwarunkowe polegają natomiast na zakupie lub sprzedaży odpowiednich papierów wartościowych przez banki centralne. Prowadzeniu tych operacji, jak wskazuje sama nazwa, nie towarzyszą wzajemne zobowiązania stron do odsprzedaży czy odkupu papierów wartościowych. Operacje te przyjmują formę zarówno transakcji dostarczających płynność jak i ją wchłaniających (Wierzba 2003, s. 88).

Swapowe transakcje dewizowe polegają na wymianie jednych dewiz na inne, jednocześnie w formie kasowej (*spot*) i terminowej (*forward*). W ramach tych operacji banki centralne kupują lub sprzedają euro w formie kasowej za inne dewizy i jednocześnie odsprzedają lub odkupują je na termin. W ramach każdej swapowej transakcji dewizowej banki centralne uwzględniają ze swymi kontrahentami różnicę punktową między kursem wymiany transakcji typu *forward* a kursem wymiany transakcji *spot*.

Przyjmowanie przez narodowe banki centralne depozytów instytucji kredytowych na z góry określony termin ma na celu wchłanianie płynności rynku. Instytucje kredytowe mogą na prośbę Eurosystemu lokować swoje dochody w narodowych bankach centralnych państw członkowskich, w których mają swoje siedziby.

EBC może także emitować certyfikaty dłużne w celu dostosowania pozycji strukturalnej ESBC do sektora finansowego, gdy pojawi się nadpłynność na rynku. Certyfikaty dłużne stanowią zobowiązanie EBC w stosunku do ich posiadaczy i nie ma żadnych restrykcji co do ich zbywalności. Są one emitowane z dyskontem, czyli różnica między wartością nominalną a wartością





emisijną stanowi wartość ich oprocentowania. Mogą być emitowane regularnie bądź dowolnie, a okres ich zbywalności nie może być dłuższy niż jeden rok (Białous et al. 2004, s. 90–91).

Operacje otwartego rynku są przeprowadzane z inicjatywy EBC, który również decyduje o stosowanych instrumentach oraz zasadach i warunkach ich wykonania. Operacje te można realizować w drodze przetargów standardowych, przetargów szybkich lub procedur bilateralnych¹⁴.

Z punktu widzenia celów, regularności i procedur stosowanych w Eurosystemie operacje otwartego rynku można podzielić na cztery kategorie (EBC 2006, s. 9–10):

- Podstawowe operacje refinansujące. Są to regularne transakcje odwracalne zasilające w płynność system bankowy w strefie euro, przeprowadzane co tydzień, z zasady z jednodniowym terminem zapadalności. Operacje te przeprowadzane są przez krajowe banki centralne w drodze przetargów standardowych i odgrywają zasadniczą rolę w dążeniu do realizacji celów Eurosystemu na otwartym rynku. Zapewniają one podstawową część środków refinansujących sektor finansowy oraz odgrywają główną rolę w łagodzeniu wahań stóp procentowych.
- Dłuższe operacje refinansujące. Są to transakcje odwracalne zasilające w płynność, przeprowadzane co miesiąc, z zasady z trzymiesięcznym terminem zapadalności. Operacje te mają na celu dostarczenie kontrahentom, czyli instytucjom kredytowym strefy euro oraz ich filiom poza strefą, dodatkowych środków refinansujących w dłuższym okresie i są przeprowadzane przez krajowe banki centralne w drodze przetargów standardowych. Operacje te z zasady nie służą Eurosystemowi do wysyłania sygnałów na rynek i dlatego zazwyczaj przyjmuje w nich bierną rolę podmiotu akceptującego oferowaną stopę procentową.

¹⁴ W przypadku przetargów standardowych między ogłoszeniem przetargu a potwierdzeniem wyników przydziału upływają nie więcej niż 24 godziny. W przetargach standardowych mogą uczestniczyć wszyscy kontrahenci spełniający ogólne kryteria kwalifikujące. Przetargi szybkie są przeprowadzane w czasie 90 minut. Do udziału w przetargach szybkich Eurosystem może wybrać ograniczoną liczbę kontrahentów. Termin „procedury bilateralne” dotyczy każdego przypadku przeprowadzania przez Eurosystem transakcji z jednym lub kilkoma kontrahentami bez stosowania procedur przetargowych. Procedury bilateralne obejmują operacje realizowane przez giełdy papierów wartościowych lub podmioty rynkowe.



- Operacje dostrajające. Są przeprowadzane doraźnie w celu kontrolowania płynności na rynku oraz sterowania stopami procentowymi, w szczególności w celu złagodzenia wpływu niespodziewanych wahań płynności na rynku na stopy procentowe. Potencjalna konieczność szybkiego reagowania sprawia, że operacje te mogą przyjmować formę zarówno operacji refinansujących, jak i absorbujących. Ich częstotliwość jest dowolna, termin zapadalności nie jest określony i EBC może swobodnie dobierać partnerów do transakcji (Szczepańska 2000, s. 107). Operacje dostrajające są przede wszystkim realizowane jako transakcje odwracalne, ale mogą też przyjąć formę transakcji bezwarunkowych, swapów walutowych i przyjmowania depozytów terminowych. Instrumenty i procedury stosowane na potrzeby operacji dostrajających są dostosowane do rodzajów transakcji i konkretnych celów realizowanych w ramach tych operacji. Operacje dostrajające są zazwyczaj prowadzone przez krajowe banki centralne w drodze przetargów szybkich lub procedur bilateralnych. Rada Prezesów EBC może zdecydować, że w wyjątkowych okolicznościach EBC może sam przeprowadzić bilateralne operacje dostrajające.
- Operacje strukturalne. Są realizowane w drodze emisji certyfikatów dłużnych, transakcji odwracalnych i transakcji bezwarunkowych. Operacje te są przeprowadzane (regularnie lub nieregularnie) w każdym przypadku, gdy EBC zamierza skorygować strukturalną pozycję płynnościową Eurosystemu wobec sektora finansowego. Operacje strukturalne w formie transakcji odwracalnych i emisji instrumentów dłużnych są przeprowadzane przez krajowe banki centralne na przetargach standardowych. Operacje strukturalne w formie transakcji bezwarunkowych są przeprowadzane w drodze procedur bilateralnych.

Drugim narzędziem polityki pieniężnej Eurosystemu są operacje banku centralnego na koniec dnia, które mają zwiększać płynność systemu finansowego (operacje kredytowe) lub absorbować bieżącą płynność (operacje depozytowe). Pozwalają bankom na zdeponowanie w EBC krótkoterminowych nadwyżek środków płynnych na korzystnych warunkach lub na udzielenie bankom krótkoterminowego kredytu pod zastaw papierów wartościowych. Sygnalizują ogólne nastawienie EBC do polityki pieniężnej, służą łagodzeniu wpływu zmian płynności w sektorze bankowym na poziom stóp procentowych oraz ograniczają wahania rynkowej jednodniowej stopy procentowej



(*overnight*)¹⁵. Operacje banku centralnego na koniec dnia są zarządzane w sposób zdecentralizowany przez krajowe banki centralne.

Kontrahenci mogą skorzystać z operacji banku centralnego na koniec dnia pod warunkiem spełnienia operacyjnych warunków dostępu (EBC 2006, s. 10):

- Mogą skorzystać z kredytu banku centralnego na koniec dnia w celu uzyskania płynności *overnight* z krajowego banku centralnego w zamian za aktywa kwalifikowane. W zwykłych okolicznościach nie stosuje się limitów kredytowych ani innych ograniczeń dostępu kontrahentów do kredytu, z wyjątkiem wymogu przedstawienia wystarczających aktywów zabezpieczających. Oprocentowanie kredytu banku centralnego na koniec dnia zazwyczaj określa górny pułap rynkowej stopy procentowej typu *overnight*.
- Mogą skorzystać z depozytu w banku centralnym na koniec dnia w celu złożenia depozytu *overnight* w krajowym banku centralnym. W zwykłych okolicznościach nie stosuje się limitów depozytowych ani innych ograniczeń dostępu do tego instrumentu. Oprocentowanie depozytu w banku centralnym na koniec dnia zazwyczaj określa minimalny poziom rynkowej stopy procentowej typu *overnight*.

W celu realizowania polityki pieniężnej EBC zobowiązuje instytucje kredytowe Eurolandu do utrzymywania rezerw obowiązkowych na jego rachunkach oraz na rachunkach narodowych banków centralnych. Do podmiotów zobligowanych do odprowadzania rezerwy obowiązkowej zalicza się wszystkie instytucje kredytowe i ich oddziały działające na obszarze euro, a także filie i oddziały instytucji kredytowych, których siedziba znajduje się poza tym obszarem. EBC dopuszcza jednak możliwość zwolnienia pewnych podmiotów z powyższego obowiązku, m.in. w sytuacji reorganizacji lub postępowania likwidacyjnego (Białous et al. 2004, s. 99).

¹⁵ Stopa procentowa, po jakiej udzielane są jednodniowe kredyty na bazie *overnight*, jako podstawowa stopa EBC pełni z reguły funkcję stopy maksymalnej, wyznaczając górny pułap wahań jednodniowych rynkowych stóp procentowych – EONIA. EONIA (*Euro Overnight Index Average*) – jest to stopa referencyjna dla operacji depozytowych typu *overnight* ustalana przez EBC na rynku międzybankowym. Oblicza się ją jako średnią ważoną kwot transakcji na podstawie faktycznych dziennych stóp procentowych, a także z uwzględnieniem rzeczywistych dziennych obrotów na rynku pieniężnym.

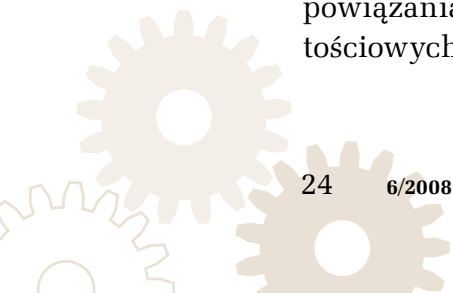


Rezerwy obowiązkowe mają przede wszystkim na celu stabilizację stóp procentowych na rynku pieniężnym oraz kontrolę podaży pieniądza. Rezerwa obowiązkowa dla każdej instytucji jest ustalana w stosunku do elementów jej bilansu. W celu stabilizowania stóp procentowych instytucje mogą korzystać z uśrednionego systemu rezerwy obowiązkowej Eurosystemu. Spełnienie wymogów w zakresie utrzymania rezerwy obowiązkowej weryfikuje się na podstawie średniej dziennej wielkości rezerw danej instytucji w okresie utrzymywania rezerwy obowiązkowej. Rezerwy obowiązkowe instytucji kredytowych są oprocentowane na poziomie stopy procentowej podstawowych operacji refinansujących Eurosystemu (EBC 2006, s. 10).

Jeśli banki nie wywiążą się z obowiązku utrzymywania rezerwy, EBC upoważniony jest do nałożenia sankcji, wśród których wyróżnia się (Solarz 1999, s. 4–5):

- karne odsetki w wysokości stopy pożyczkowej plus najwyżej 5 punktów procentowych lub wysokości dwukrotności stopy pożyczkowej (odsetki są naliczane od kwoty, która nie została utrzymana na rachunku);
- wstrzymanie danej instytucji kredytowej możliwości ubiegania się o płynność z EBC bądź uczestniczenia w operacjach otwartego rynku;
- złożenie nieoprocentowanego depozytu w EBC, w określonym narodowym banku centralnym lub wykazanie się odpowiednim poziomem rezerw.

Wszelkie operacje kredytowe Eurosystemu powinny mieć odpowiednie zabezpieczenie. Dlatego Eurosystem opracował szeroki system zabezpieczeń (zwany także „wspólną listą”) dla wszystkich prowadzonych operacji kredytowych, który wszedł w życie 1 stycznia 2007 r. System ten obejmuje aktywa rynkowe i nierynkowe spełniające jednolite w całej strefie euro kryteria kwalifikujące, określone przez EBC. Nie wprowadza się rozróżnienia między aktywami rynkowymi i nierynkowymi w odniesieniu do jakości aktywów i możliwości ich wykorzystania w różnego rodzaju operacjach polityki pieniężnej Eurosystemu (z tym wyjątkiem, że aktywa nierynkowe nie są wykorzystywane przez Eurosystem w transakcjach bezwarunkowych). Wszystkie aktywa kwalifikowane można wykorzystywać w operacjach transgranicznych, a w przypadku aktywów rynkowych przez odpowiednie powiązania między wspólnotowymi systemami rozrachunku papierów wartościowych (EBC 2006, s. 11).





Rada Prezesów EBC może w dowolnym momencie zmienić instrumenty, warunki, kryteria i procedury realizacji operacji polityki pieniężnej Eurosystemu, jednak EBC jest zobowiązany do przestrzegania następujących zasad działalności operacyjnej (Mucha-Leszko 2007, s. 133):

- efektywności, która polega na wysokiej skuteczności polityki pieniężnej w regulowaniu krótkoterminowych stóp procentowych na rynku pieniężnym;
- równego traktowania instytucji finansowych, niezależnie od ich wielkości i miejsca lokalizacji w strefie euro;
- wykonywania operacji polityki pieniężnej Eurosystemu w sposób zdecentralizowany, tj. przez narodowe banki centralne;
- prostych przejrzystych zasad, ciągłości, bezpieczeństwa i optymalności kosztów.

Proste i przejrzyste reguły mają zapewnić właściwe zrozumienie celów operacji polityki pieniężnej. Zasada ciągłości pozwala uniknąć częstych, istotnych zmian instrumentów i procedur, tak aby banki centralne i ich kontrahenci, uczestnicząc w operacjach pieniężnych, mogli korzystać ze zdobytych doświadczeń. Zasada bezpieczeństwa wymaga zachowania przez Eurosystem minimum ryzyka finansowego i operacyjnego, a optymalność kosztów oznacza utrzymanie niskich kosztów operacyjnych zarówno przez Eurosystem, jak i jego kontrahentów.



3. POLITYKA KURSOWA W STREFIE EURO

Zasadniczo polityka kursowa w strefie euro ma do spełnienia ten sam cel, co polityka pieniężna. Jednak EBC nie ma wyłączności na ustalanie kierunków tej polityki. Zasady prowadzenia polityki kursowej w ramach strefy euro reguluje art. 111 TWE. Traktat powierza odpowiedzialność za system kursowy oraz określenie głównego kierunku tej polityki, w tym kursu walutowego, narodowym ministrom Eurosystemu, zasiadającym w Radzie ECOFIN. Na-



tomiast zarządzanie kursem walutowym przekazano natomiast EBC. Opracowując politykę kursową, ECOFIN może działać z rekomendacji Komisji Europejskiej bądź EBC. Kształt polityki kursowej jest jednak konsultowany z EBC. EBC ma więc silną pozycję w stosunku do ECOFIN i może przeciwstawić się polityce sprzecznej z celem stabilizacji cen.

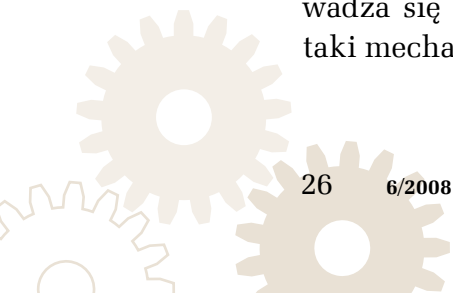
Wyróżnia się politykę kursową Eurosystemu w stosunku do państw spoza UE, państw UE, które znajdują się poza strefą euro, oraz politykę dotyczącą zarządzania rezerwami walutowymi krajów Eurolandu (Chrabonszczewska 2005, s. 178).

Polityka kursowa wobec państw spoza Unii nie jest jednoznacznie określona. Kurs euro jest płynny, co pozwala EBC prowadzić skuteczną politykę pieniężną. Nie określono jednak wspólnych kierunków polityki kursowej w stosunku do walut spoza Unii ani do tej pory nie zawarto umowy międzynarodowej dotyczącej systemu kursów wymiany euro w stosunku do innych walut krajów nienależących do UE. Art. 111 TWE przewiduje jednak możliwość zawarcia takiej umowy i określa kolejne działania, jakie należy podjąć w tym celu. Inicjatywa w tym względzie należy do EBC i Komisji Europejskiej.

W tej kwestii wypowiedziała się Rada Europejska na posiedzeniu w Luksemburgu 13 grudnia 1997 r. Podkreśliła wówczas, że kurs wymiany euro należy traktować nie tyle jako cel sam w sobie, ile jako wynik sytuacji gospodarczej i polityki w tym obszarze. Rada stwierdziła też, że ogólne wytyczne polityki kursowej strefy euro należy formułować jedynie w wyjątkowych okolicznościach, na przykład w razie wyraźnej rozbieżności. Wytyczne takie powinny zawsze respektować niezależność EBC i jego podstawowy cel, jakim jest utrzymywanie stabilności cen (Scheller 2006, s. 93).

Z powodu braku rozwiązań instytucjonalnych oraz celu kursowego EBC podczas pierwszych lat funkcjonowania UGW interwencje na rynku walutowym w odniesieniu do walut spoza Unii nastąpiły jedynie dwukrotnie – na jesieni 2000 r.

Polityka kursowa wobec państw UE znajdujących się poza strefą euro prowadzi się do zarządzania mechanizmem kursowym ERM II. Zastąpił on taki mechanizm funkcjonujący do 1999 r. w ramach Europejskiego Systemu





Walutowego (z tego względu jest też określany jako ERM II). Zasady funkcjonowania ERM II ostatecznie zatwierdziła Rada Europejska na szczycie w Amsterdamie w czerwcu 1997 r.

Podstawą funkcjonowania mechanizmu jest porozumienie między EBC a narodowymi bankami centralnymi krajów UE niebędących pełnymi członkami UGW. Celem mechanizmu jest powiązanie walut państw członkowskich spoza strefy euro ze wspólną walutą. Powiązanie to ma formę uzgodnionych dwustronnie stałych, ale dostosowywalnych kursów centralnych wobec euro i standardowego pasma wahań $\pm 15\%$. Pasma wahań może zostać zawężone za obustronnym porozumieniem pod warunkiem stwierdzenia postępów w procesie konwergencji. Decyzje dotyczące kursu centralnego i pasma wahań są podejmowane w drodze porozumienia między ministrami finansów państw członkowskich strefy euro, Europejskim Bankiem Centralnym oraz ministrami finansów i prezesami banków centralnych państw członkowskich UE spoza Eurolandu uczestniczących w mechanizmie ERM II. Obowiązkowe interwencje walutowe są podejmowane, gdy kurs waluty zbliży się do dopuszczalnej granicy. Interwencje te mają wtedy charakter automatyczny, a ich wolumen jest nieograniczony. EBC ma jednak prawo odstąpić od podjęcia takich interwencji, jeżeli uzna, że zagrażają stabilności cen na obszarze euro (Oręziak 2003, s. 76–77). Do tej pory interwencje były rzadkie. Są one przeprowadzane jedynie przez banki centralne państw członkowskich uczestniczących w mechanizmie, gdy jest to konieczne do zachowania stabilności systemu.

Trzecim elementem polityki kursowej Eurosystemu jest zarządzanie rezerwami walutowymi krajów strefy euro. Głównym celem utrzymywania i zarządzania rezerwami walutowymi przez EBC jest gromadzenie środków potrzebnych do przeprowadzenia ewentualnej interwencji walutowej¹⁶. W skład rezerw walutowych EBC wchodzi: euro, złoto, dolary amerykańskie, jeny japońskie oraz specjalne prawa ciągnięcia (SDR), nabyte nieobowiązkowo od innych posiadaczy tych instrumentów zgodnie z umową ramową z MFW.

¹⁶ Operacje walutowe mogą być prowadzone w walucie kraju spoza Unii Europejskiej, np. w dolarach amerykańskich lub jenach japońskich, w ramach polityki kursowej strefy euro lub w ramach ERM II.



EBC zarządza rezerwami walutowymi w taki sposób, aby w dowolnym momencie dysponować płynnymi zasobami w kwocie umożliwiającej przeprowadzenie interwencji walutowej. Podstawowymi kryteriami inwestowania rezerw walutowych są zatem płynność i bezpieczeństwo. Przestrzegając tej zasady, EBC zarządza rezerwami walutowymi w sposób umożliwiający maksymalizację ich wartości.



4. WNIOSKI

Trwała stabilizacja długookresowych oczekiwań inflacyjnych jest koniecznym warunkiem, by polityka pieniężna mogła przyczynić się do wspierania trwałego wzrostu gospodarczego i tworzenia miejsc pracy w strefie euro. Integracja finansowa jest zatem czynnikiem zwiększającym potencjał gospodarczy, wzmacnia także sprawną i skuteczną transmisję polityki pieniężnej, wspiera efektywne prowadzenie systemów rozliczeń i płatności i ich sprawne funkcjonowanie oraz zapewnia stabilność finansową w Eurosystemie.

Obecnie jednolita polityka pieniężna zarówno w odniesieniu do jej kierunku, celów, jak i narzędzi jest realizowana spójnie i bez zakłóceń. Eurosystem działa na rzecz stabilności systemu finansowego w strefie euro przez monitorowanie i ocenę głównych źródeł zagrożeń i podatności na ryzyko.

Nadal jednak jednolita polityka pieniężna EBC ma nieco inne skutki dla poszczególnych państw strefy euro. W praktyce poziomy inflacji różnią się od siebie ze względu na różny stopień monopolizacji gospodarki, inne tempo zmian wydajności produkcji, odmienny poziom podatków pośrednich. Ma to określone konsekwencje dla sytuacji oraz polityki gospodarczej poszczególnych krajów. W państwie, w którym inflacja jest niższa niż w większości pozostałych krajów strefy euro, określony poziom stóp procentowych EBC oznacza relatywnie realne stopy procentowe, co z kolei utrudnia ożywienie gospodarcze i poprawę sytuacji na rynku pracy (Oręziak 2004, s. 77).

Ze względu na to, że wewnętrzna wartość waluty jako rezultat polityki pieniężnej wpływa na jej wartość zewnętrzną, tzn. na jej kurs walutowy, przesądza to o niemożliwości rozdzielenia kompetencji EBC w zakresie prowa-



dzenia polityki pieniężnej i kursowej. Praktycznie politykę kursową realizuje zatem EBC, a nie Rada ECOFIN. Płynny kurs euro w stosunku do walut spoza strefy pozwala EBC koncentrować się na dbałości o stabilność cen, a nie o równowagę bilansu płatniczego. W długim okresie jest ona bowiem przywracana przez dostosowania kursu walutowego i dlatego niepotrzebne są interwencje na rynku walutowym EBC, których efekty (ze względu na zmiany ilości pieniądza w obiegu) mogłyby wpływać destabilizująco na poziom cen w Eurolandzie.



BIBLIOGRAFIA

- Baka W. (2001a), *Eurosystem – bankowość centralna XXI wieku*, „Prawo Bankowe”, nr 1, s. 61–70.
- Baka W. (2001b), *Eurosystem – kształtowanie i realizacja polityki pieniężnej*, „Prawo Bankowe”, nr 2, s. 29–35.
- Baran K. (2002), *Istota federalnego Europejskiego Systemu Banków Centralnych i jego niezależność*, „Prawo Bankowe”, nr 2, s. 75–84.
- Barcz J., Kawecka-Wyrzykowska E., Michałowska-Gorywoda K. (2007), *Integracja Europejska*, Oficyna Wolters Kluwer Business, Warszawa.
- Białous K., Orlińska A., Zarosińska M. (2004), *Instrumenty polityki pieniężnej Europejskiego Banku Centralnego*, w: K. Marchewka-Bartkowiak (red.), *Pieniądz i rynek*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, Poznań.
- Bilski J. (2006), *Międzynarodowy system walutowy. Kierunki ewolucji*, PWE, Warszawa.
- Chrabonszczewska E. (2005), *Międzynarodowe organizacje finansowe*, SGH, Warszawa.
- Coffey P. (2001), *The euro. An essential guide*, Continuum, Londyn and New York.
- EBC (2005), *Realizacja polityki pieniężnej w strefie euro, Dokumentacja ogólna instrumentów i procedur Eurosystemu*, luty, Frankfurt.
- EBC (2006), *Realizacja polityki pieniężnej w strefie euro, Dokumentacja ogólna instrumentów i procedur Eurosystemu*, wrzesień, Frankfurt.
- ECB (2004), *The monetary policy of ECB 2004*, Frankfurt.
- EMI (1998), *Convergence Report*, March, Frankfurt.
- European Commission (2004), *EMU after five years*, „European Economy. Special Report”, No. 1, Luxembourg.
- Jarenko M., Ziemba D. (2003), *Wpływ instrumentów NBP na agregaty pieniężne w świetle testów Grangera*, w: W. Przybylska-Kapuścińska (red.), *Polityka pieniężna i rynek*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, Poznań.
- Kawecka-Wyrzykowska E., Synowiec E. (2004), *Unia Europejska*, tom I, Instytut Koniunktur i Cen Handlu Zagranicznego, Warszawa.
- Kociuba A. (2007), *Europejski System Banków Centralnych*, w: A.K. Kłosiński, *Unia Europejska. Integracja, konkurencyjność, rozwój*, Wydawnictwo KUL, Lublin.



- Latoszek E. (2007), *Integracja europejska. Mechanizmy i wyzwania*, Wydawnictwo Książka i Wiedza, Warszawa.
- Mucha-Leszko B. (2007), *Strefa euro*, Wydawnictwo Uniwersytetu Marii Curie-Skłodowskiej, Lublin.
- Nowak-Far A. (2001), *Unia Gospodarcza i Walutowa w Europie*, C.H. Beck, Warszawa.
- Oreżiak L. (1998), *Polityczne i ekonomiczne uwarunkowania ustanowienia i funkcjonowania Unii Gospodarczej i Walutowej*, „Bank i Kredyt”, nr 12, s. 23–32.
- Oreżiak L. (2003), *Euro nowy pieniądz*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Oreżiak L. (2004), *Finanse Unii Europejskiej*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Scheller H.K. (2006), *Europejski Bank Centralny, Historia, rola, funkcje*, wydanie II, <http://www.ecb.eu/pub/pdf/other/ecbhistoryrolefunctions2006pl.pdf>
- Skopowski M. Wiśniewski M. (2007), *Współczesna polityka pieniężna – instrumenty*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, Poznań.
- Solarz J.K. (1999), *Europejski System Banków Centralnych*, „Bank i Kredyt”, nr 6, dodatek edukacyjny.
- Szczepańska O. (2000), *Dostosowanie instrumentarium polityki pieniężnej NBP jako warunek uczestnictwa w ESBC*, „Bank i Kredyt”, nr 7–8, s. 103–113.
- Szczepańska O. (2002), *Instrumenty polityki pieniężnej Eurosystemu*, „Bank i Kredyt”, nr 3, dodatek edukacyjny.
- Szeląg K. (2003), *Strategia jednolitej polityki pieniężnej w strefie euro*, „Materiały i Studia”, nr 162, NBP, Warszawa.
- Wierzba R. (2003), *Europejski Bank Centralny*, Twigger, Warszawa.





NBP

Narodowy Bank Polski