

EKONOMIA ECONOMICS

4(16) • 2011



Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu
Wrocław 2011

Redaktor Wydawnictwa: *Aleksandra Śliwka*
Redaktor techniczny: *Barbara Łopusiewicz*
Korektor: *Justyna Mroczkowska*
Łamanie: Comp-rajt
Projekt okładki: *Beata Dębska*

Publikacja jest dostępna na stronie www.ibuk.pl

Streszczenia opublikowanych artykułów są dostępne w międzynarodowej bazie danych
The Central European Journal of Social Sciences and Humanities <http://cejsh.icm.edu.pl>
oraz w The Central and Eastern European Online Library www.ceeol.com

Informacje o naborze artykułów i zasadach recenzowania znajdują się
na stronie internetowej Wydawnictwa
www.wydawnictwo.ue.wroc.pl

Kopiowanie i powielanie w jakiegokolwiek formie
wymaga pisemnej zgody Wydawnictwa

© Copyright Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu
Wrocław 2011

ISSN 2080-5977 (Ekonomia)

ISSN 1899-3192 (Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu)

Wersja pierwotna: publikacja drukowana

Druk: Drukarnia TOTEM

Nakład: 200 egz.

Spis treści

Wstęp	9
Ewa Pancer-Cybulska: Społeczna odpowiedzialność terytorium w świetle koncepcji zrównoważonego rozwoju	11
Sebastian Bobowski: Ewolucja polityki spójności Unii Europejskiej w perspektywie 2014-2020	29
Mirosława Klamut: Nowe mechanizmy realizacji spójności terytorialnej w Krajowej Strategii Rozwoju Regionalnego do roku 2020	41
Grażyna Adamczyk-Łojewska: Problemy konwergencji i dywergencji ekonomicznej na przykładzie krajów Unii Europejskiej, w tym Polski	57
Urszula Markowska-Przybyła: Integracja a konwergencja realna. Konwergencja regionalna w Polsce według klasycznych i alternatywnych metod badań	77
Małgorzata Markowska, Danuta Strahl: Klasyfikacja dynamiczna unijnych regionów ze względu na poziom charakterystyk innowacyjności (w zakresie INPUT)	97
Małgorzata Markowska: Klasyfikacja regionów UE ze względu na dynamikę charakterystyk innowacyjności (w zakresie INPUT)	119
Bernadeta Baran: Kierunki zmian w zakresie polityki socjalnej w krajach UE	139
Leszek Cybulski: Realizacja unijnej polityki zatrudnienia w Polsce	151
Joanna Jakubowska: Polsko-niemiecki rynek pracy po 1 maja 2011 r. – analiza sytuacji, skutki i prognozy	168
Agata Chlebicka: Kryzys modelu multikulturalizmu – przegląd wybranych problemów rynku pracy na przykładzie Holandii	180
Maciej Żmuda: Strategia Europa 2020 jako plan rozwoju społeczno-gospodarczego Unii Europejskiej	200
Artur Szmaciarski: Współpraca energetyczna Unii Europejskiej i Federacji Rosyjskiej na tle unijnej polityki energetycznej	211
Alicja Lindert-Zyznarska: Instrumenty finansowe wspierania rozwoju regionów w perspektywie finansowej 2014-2020	226
Jan Borowiec: Polityka pieniężna w Polsce i w strefie euro – analiza porównawcza	238
Jarosław Czaja: Działania Rządu RP umożliwiające dostosowanie do zmienności kursów walut	254
Agnieszka Tkaczyszyn: Nowy kształt struktury instytucjonalnej nadzoru bankowego w Unii Europejskiej	272
Alina Bartosiewicz: Dokapitalizowanie instytucji finansowych w świetle przepisów o konkurencji Unii Europejskiej	288

Waldemar Piotr Gil: Międzynarodowa sprawozdawczość finansowa europejskim językiem biznesu	305
Magdalena Broszkiewicz: Proces konwergencji regulacji ładu korporacyjnego na rynkach kapitałowych krajów Unii Europejskiej	325
Wawrzyniec Michalczyk: Perspektywy przystąpienia kolejnych krajów do strefy euro	339
Marta Wincewicz-Bosy: Logistyka i eurologistyka jako elementy systemu integracji międzynarodowej w gospodarce światowej	353
Łukasz Olipra: Tanie linie lotnicze – nowa „jakość” w przewozach lotniczych w Unii Europejskiej	368
Joanna Michalczyk: Przemiany w polskim przemyśle spożywczym po akcesji do Unii Europejskiej	387
Franciszek Kapusta: Drobiarstwo mięsne w Polsce i jego powiązania z rynkiem Unii Europejskiej	398
Zbigniew Piepiora: Rola Unii Europejskiej w przeciwdziałaniu skutkom katastrof naturalnych	412
Marcin Nowik: Wpływ Traktatu Lizbońskiego na kształt współpracy rozwojowej pomiędzy Unią Europejską a krajami AKP	423
Andrzej Raszkowski: Program TACIS w państwach postsowieckich	436
Nikita Nikiforov, Valery Nikiforov: The main directions of international co-operation in the sphere of higher education	446
Nikita Nikiforov: Политические аспекты вхождения стран Балтии в Болонский процесс	458
Magdalena Biedziak, Joanna Piotrowicz, Marta Rewera: Erasmus – nowy wymiar studiowania. Realizacja Programu LLP Erasmus na wrocławskich uczelniach w latach 2002-2011	471

Summaries

Ewa Pancer-Cybulska: Social territorial responsibility in the light of sustainable development concept	28
Sebastian Bobowski: Evolution of EU Cohesion Policy in years 2014-2020	40
Mirosława Klamut: New mechanisms of territorial cohesion realization in “National Strategy for Regional Development during the period 2010-2020”	56
Grażyna Adamczyk-Łojewska: Problems of economic convergence and divergence on the example of the European Union countries, including Poland	76

Urszula Markowska-Przybyła: Integration versus real convergence. Regional convergence in Poland according to classical and alternative methods of research	96
Małgorzata Markowska, Danuta Strahl: Dynamic classification of EU regions with regard to innovation characteristics level (regarding INPUT)	118
Małgorzata Markowska: Classification of EU regions by the dynamics of innovation characteristics (regarding INPUT)	137
Bernadeta Baran: Directions of changes in social policy of the European Union states	150
Leszek Cybulski: Accomplishment of the European Union's employment policy in Poland	167
Joanna Jakubowska: Polish-German labour market after May 1, 2011 – analysis of the situation, implications and forecasts	179
Agata Chlebicka: Crisis of multiculturalism – an overview of labour market's chosen problems on the example of the Netherlands	198
Maciej Żmuda: Europe 2020 strategy as a plan of socio-economic growth of the European Union	210
Artur Szmaciarski: Energy cooperation of the European Union and the Russian Federation against the background of EU energy policy	225
Alicja Lindert-Zyznarska: Financial instruments supporting regional development in the financial perspective 2014-2020	237
Jan Borowiec: Monetary policy in the euro zone and in Poland – a comparative analysis	253
Jarosław Czaja: Actions of Polish government enabling the adjustment to volatility of exchange rates	271
Agnieszka Tkaczyszyn: New shape of institutional structure of banking supervision in the European Union	287
Alina Bartosiewicz: Recapitalisation of financial institutions in the light of the European Union competition law	304
Waldemar Piotr Gil: International financial reporting as the European business language	324
Magdalena Broszkiewicz: Convergence process of corporate governance regulations on capital markets of the European Union member states	337
Wawrzyniec Michalczyk: Perspectives of accession another countries accession to the euro zone – an overview	352
Marta Wincewicz-Bosy: Logistics and eurologistics as the elements of the system of international integration in the global economy	367
Łukasz Olipra: Low cost airlines – a new “quality” in the air transport in the European Union	386
Joanna Michalczyk: Changes in Polish food industry after the accession to the European Union	397

Franciszek Kapusta: Poultry meat production in Poland and its relation with the European Union market	411
Zbigniew Piepióra: The role of the European Union in counteracting the results of natural disasters	422
Marcin Nowik: The impact of the Lisbon Treaty on the EU – ACP states development cooperation	435
Andrzej Raszkowski: TACIS programme in post-Soviet countries	445
Nikita Nikiforov, Valery Nikiforov: Główne determinanty międzynarodowej współpracy w zakresie szkolnictwa wyższego	457
Nikita Nikiforov: Political aspects of joining the Bologna Process by the Baltic states	470
Magdalena Biedziak, Joanna Piotrowicz, Marta Rewera: Erasmus – new dimension of studying. Implementation of LLP Erasmus at Wrocław's universities in 2002-2011	489

Jan Borowiec

Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu

POLITYKA PIENIĘŻNA W POLSCE I W STREFIE EURO – ANALIZA PORÓWNAWCZA

Streszczenie: Przedmiotem artykułu jest podobieństwo polityki pieniężnej w Polsce i w strefie euro. Badania dotyczą następujących zagadnień: cele i zasady polityki pieniężnej, ramy operacyjne tej polityki, strategia polityki pieniężnej, skuteczność działań Eurosystemu i NBP w zakresie utrzymywania stabilności cen i stabilizowania gospodarki oraz czynniki wyznaczające granice skutecznej polityki pieniężnej. Z przeprowadzonych badań wynika, że polityka pieniężna w Polsce nie różni się istotnie od polityki pieniężnej w strefie euro. Jej cele, zasady i ramy operacyjne są podobne. Pewne różnice dostrzega się w skuteczności działań banków centralnych, a także w roli, jaką odgrywają zmiany nominalnego i realnego kursu walutowego oraz zmienność cen importu w prowadzeniu skutecznej polityki pieniężnej.

Słowa kluczowe: polityka pieniężna, stabilność cen, stabilizowanie gospodarki.

1. Wstęp

Polska, przystępując do Unii Europejskiej, zobowiązała się do wypełnienia swoich obowiązków wynikających z traktatów, w tym związanych z tworzeniem i funkcjonowaniem Unii Gospodarczej i Walutowej. Ponieważ na mocy traktatu akcesyjnego została ona objęta derogacją, w okresie przejściowym nie są stosowane wobec niej postanowienia Traktatu o funkcjonowaniu Unii Europejskiej dotyczące kompetencji Unii w dziedzinie polityki pieniężnej w odniesieniu do państw członkowskich, których walutą jest euro.

Artykuł ma na celu określenie, w jakim stopniu polityka pieniężna w Polsce wykazuje podobieństwo do polityki pieniężnej w strefie euro. Aby osiągnąć ten cel, porównano politykę pieniężną prowadzoną przez Europejski Bank Centralny (EBC) i Narodowy Bank Polski (NBP). Przedmiotem porównań były takie zagadnienia, jak: cele i zasady polityki pieniężnej, ogólne ramy operacyjne tej polityki, strategia polityki pieniężnej, skuteczność działań banków centralnych w zakresie utrzymywania stabilności cen i stabilizowania gospodarki oraz główne czynniki określające granice polityki pieniężnej.

Podstawą analizy porównawczej są następujące źródła: teksty prawne określające cele, zasady i instrumenty polityki pieniężnej; dokumenty EBC i NBP dotyczące prowadzenia polityki pieniężnej w strefie euro i w Polsce; baza danych makroekonomicznych Komisji Europejskiej. Badania dotyczą okresu 1999-2010.

2. Cele i zasady polityki pieniężnej

Artykuł 127 ust. 1 Traktatu o funkcjonowaniu Unii Europejskiej stanowi, że „Głównym celem Europejskiego Systemu Banków Centralnych [...] jest utrzymanie stabilności cen. Bez uszczerbku dla stabilności cen, ESBC wspiera ogólną politykę gospodarczą w Unii, mając na względzie przyczynianie się do osiągnięcia celów Unii”¹.

Podobnie zostały zdefiniowane cele polityki pieniężnej w Polsce. Zgodnie z art. 227 ust. 1 Konstytucji RP „Narodowy Bank Polski odpowiada za wartość pieniądza”. Artykuł 3 ust. 1 ustawy o Narodowym Banku Polskim stanowi, że „Podstawowym celem działalności NBP jest utrzymanie stabilnego poziomu cen, przy jednoczesnym wspieraniu polityki gospodarczej Rządu, o ile nie ogranicza to podstawowego celu NBP”².

Taka hierarchia celów działań banków centralnych odzwierciedla współczesne koncepcje ekonomiczne dotyczące roli, zakresu i ograniczeń polityki pieniężnej. Po pierwsze, z teorii i praktyki wynika, że polityka pieniężna ukierunkowana na utrzymywanie stabilności cen przyczynia się do osiągnięcia innych celów polityki gospodarczej. Po drugie, w długim okresie polityka pieniężna może wpływać wyłącznie na poziom cen w gospodarce, bez możliwości wywierania stałego wpływu na aktywność ekonomiczną. Oddziaływanie polityki pieniężnej na poziom produkcji i zatrudnienia jest zaś możliwe w krótkim okresie.

Ta ogólna zasada, rozumiana jako neutralność pieniądza w długim okresie, stanowi kanon współczesnej myśli makroekonomicznej i podstawę teoretyczną polityki pieniężnej. W długim okresie poziom realnego PKB zależy od podaży czynników produkcji oraz od efektywnego ich wykorzystania. Banki centralne nie mogą więc wpływać na wzrost gospodarczy za pośrednictwem zmian w podaży pieniądza, natomiast mogą oddziaływać na stabilność cen, ponieważ inflacja ma zasadniczo charakter monetarny. W dodatku stabilność ta przyczynia się do zapewnienia wysokiego poziomu produkcji i zatrudnienia, ponieważ wzmacnia efektywność rynkowej alokacji zasobów (dzięki poprawie funkcji informacyjnej cen) oraz obniża koszty inwestycji (za pośrednictwem niższej premii za ryzyko zawartej w realnej stopie procentowej). Utrzymanie stabilności cen stanowi więc najlepszy wkład polityki pieniężnej do wzrostu gospodarczego, zatrudnienia i spójności społecznej – ostatecznych celów ogólnej polityki gospodarczej [Europejski Bank Centralny 2008, s. 34].

¹ DzUrz UE C 83 z 30.3.2010.

² DzU 2005, nr 1, poz. 2.

W okresach krótkich polityka pieniężna może wspierać ogólną politykę gospodarczą przez stabilizowanie poziomu produkcji, bez uszczerbku dla stabilności cen w średnim okresie. Krótkookresowe fluktuacje ogólnego poziomu cen nie w każdym wypadku będą wymagały odpowiedniej reakcji władz monetarnych, co może nieco ułatwić prowadzenie antycyklicznej polityki pieniężnej.

Traktat określa także ogólne zasady polityki pieniężnej Unii: „ESBC działa w poszanowaniu zasady otwartej gospodarki rynkowej z wolną konkurencją, sprzyjając efektywnej alokacji zasobów oraz zgodnie z zasadami określonymi w artykule 119” (art. 127 ust. 1 TFUE). Zasadami tymi są: zasada stabilnych cen, zasada zdrowych finansów publicznych i warunków pieniężnych oraz zasada trwałej równowagi płatniczej. Ponieważ wszystkie te zasady wiążą państwo członkowskie objęte derogacją, muszą być zatem poszanowane w polityce pieniężnej prowadzonej w Polsce.

Te ogólne zasady uzupełniają zasady szczegółowe, odgrywające ważną rolę w wyborze strategii polityki pieniężnej. Należą do nich [European Monetary Institute 1997, s. 3]:

- zasada skuteczności: polityka pieniężna powinna zapewnić osiągnięcie celu finalnego;
- zasada odpowiedzialności: cele powinny być w taki sposób sformułowane i ogłoszone, aby bank centralny był uważany za instytucję w pełni odpowiedzialną za swoje działania;
- zasada przejrzystości: proces ustalania celów i podejmowania decyzji musi być zrozumiały dla społeczeństwa;
- zasada średniookresowej orientacji polityki pieniężnej: bank centralny powinien być w stanie osiągnąć cel finalny w średnim okresie i w ten sposób ustabilizować oczekiwania inflacyjne, a przy tym powinien on mieć pewną swobodę działania, niezbędną do odpowiedniego zareagowania na krótkookresowe odchylenia od celu;
- zasada ciągłości: polityka pieniężna musi być oparta na wcześniejszych doświadczeniach banków centralnych;
- zasada zgodności z niezależnością ESBC: zagwarantowana traktatem niezależność banków centralnych musi być w możliwie jak największym stopniu poszanowana w określaniu i realizacji polityki pieniężnej.

Większość tych zasad ma charakter uniwersalny, nie ma więc żadnego uzasadnienia ich niestosowania w polityce pieniężnej NBP. W dodatku zasada zgodności z niezależnością banków centralnych jest zasadą, która wiąże wszystkie państwa członkowskie, z wyjątkiem Wielkiej Brytanii.

3. Strategia polityki pieniężnej

W październiku 1998 r. Rada Prezesów EBC przedstawiła społeczeństwu główne elementy swojej strategii polityki pieniężnej ukierunkowanej na stabilność cen

[European Central Bank, *A stability-oriented...* 1998]. Elementami tymi są: liczbową definicja stabilności cen, podkreślenie głównej roli pieniądza w ocenie zagrożeń dla stabilności cen oraz przeprowadzanie ocen perspektyw zmian cen na podstawie szerokiej gamy wskaźników.

Stabilność cen została zdefiniowana jako roczny wzrost zharmonizowanego wskaźnika cen konsumpcyjnych (HICP) dla strefy euro o mniej niż 2%. Stabilność cen powinna być utrzymana w średnim okresie, co podkreśla średnioterminową orientację polityki pieniężnej. Oznacza to także, że polityka pieniężna nie może kontrolować wszystkich krótkoterminowych zmian ogólnego poziomu cen. W roku 2003 Rada Prezesów potwierdziła przyjętą w 1998 r. definicję stabilności cen, wyjaśniając jednocześnie, że chodzi o utrzymanie stopy inflacji poniżej 2%, ale blisko tego poziomu. Roczny wzrost HICP poniżej 2% wyznacza poziom cen, jaki uznaje się za stabilny w średnim okresie. Jednocześnie poziom inflacji bliski 2% ma zapewnić uniknięcie ryzyka deflacji [European Central Bank, *The ECB's...* 2003].

Liczbowej definicji stabilności cen towarzyszy analiza ekonomiczna i monetarna jako podstawa prowadzenia polityki pieniężnej oraz informowania o niej (zob. [*The stability-oriented...* 1999, s. 39-51; Banque centrale européenne 2004, s. 56-69]). Analiza ekonomiczna obejmuje ocenę bieżącej sytuacji gospodarczej i finansowej oraz wynikających z niej zagrożeń dla stabilności cen w średnim okresie, zwłaszcza zagrożeń związanych z szokami i cyklami koniunkturalnymi. EBC regularnie analizuje zmiany produktu krajowego brutto, popytu globalnego, warunków na rynkach pracy, a także szeroki zakres wskaźników cen i kosztów oraz politykę budżetową i bilanse płatnicze obszaru euro.

Analiza monetarna służy przede wszystkim średnio- i długookresowej weryfikacji zagrożeń dla stabilności cen wynikających z analizy ekonomicznej. Podstawą tej analizy jest założenie, że w średnim i długim okresie wzrost podaży pieniądza i inflacja są ze sobą ściśle powiązane. W celu podkreślenia roli analizy monetarnej oraz zapewnienia punktu odniesienia do oceny sytuacji pieniężnej EBC ogłosił wartość referencyjną wzrostu agregatu M3. Pierwsza jego wartość referencyjna, ustalona na 4,5% rocznie, uwzględniała trzy czynniki zmian w podaży pieniądza: cel inflacyjny (2%), przewidywany wzrost gospodarczy (3%) oraz zmiany w cyrkulacji pieniężnej (-0,5%). Wartość referencyjna nie stanowi jednak celu pośredniego polityki pieniężnej, ponieważ EBC nie jest w stanie w pełni kontrolować przyjętego agregatu monetarnego. Wynika to zarówno z właściwości popytu na pieniądź, który jest stabilny w okresie długim, ale zmienny w okresie krótkim, jak i z niemożliwości bezpośredniej kontroli stóp procentowych, od których zmian zależy popyt na pieniądź.

Od roku 1998 polityka pieniężna w Polsce jest oparta na strategii bezpośredniego celu inflacyjnego. Począwszy od 2004 r., cel inflacyjny wynosi 2,5%, z możliwością odchylenia w górę i w dół o punkt procentowy. Strategia jest realizowana

w warunkach płynnego kursu walutowego, co nie wyklucza przeprowadzania interwencji na rynku walutowym.

Najważniejsze założenia strategii bezpośredniego celu inflacyjnego są następujące [Narodowy Bank Polski 2010, s. 4-6]:

- inflacja jest mierzona roczną zmianą cen towarów i usług konsumpcyjnych (CPI) w każdym miesiącu w stosunku do takiego samego miesiąca poprzedniego roku;
- polityka pieniężna jest ukierunkowana na utrzymanie inflacji jak najbliżej 2,5%;
- polityka pieniężna reaguje na szoki, gdy ich skutkiem jest względnie trwały wzrost oczekiwań inflacyjnych;
- reakcja polityki pieniężnej na szoki zależy od trwałości ich skutków, w tym od wtórnych efektów neutralizacji skutków szoków za pośrednictwem zmian stóp procentowych;
- ze względu na opóźnienia reakcji produkcji i inflacji na prowadzoną politykę pieniężną decyzje władz monetarnych oddziałują na dynamikę ogólnego poziomu cen w przyszłości, podobnie jak bieżąca inflacja pozostaje pod wpływem zmian stóp procentowych dokonanych w przeszłości;
- w polityce pieniężnej uwzględnia się potrzebę utrzymania stabilności finansowej, aby zapewnić stabilność w długim okresie cen oraz niezakłócone funkcjonowanie mechanizmu transmisyjnego polityki pieniężnej;
- przy ocenie zagrożeń dla stabilności systemu finansowego oraz perspektyw inflacji bierze się pod uwagę zmiany agregatów monetarnych, ponieważ szybki ich wzrost może prowadzić do powiększania się nierównowagi makroekonomicznej;
- restrykcyjne lub ekspansywne nastawienie polityki pieniężnej zależy zarówno od zmian realnych krótkoterminowych stóp procentowych, jak i od zmienności realnego kursu walutowego;
- ponieważ polityka pieniężna jest prowadzona w warunkach niepewności, podstawą podejmowania decyzji dotyczących operacji polityki pieniężnej są wszelkie informacje istotne dla procesów inflacyjnych, a nie tylko projekcje inflacji;
- ważną przesłanką decyzji w sprawie zmian podstawowych stóp procentowych banku centralnego jest ocena czynników wpływających na prawdopodobieństwo ukształtowania się inflacji powyżej lub poniżej celu inflacyjnego.

W razie podjęcia decyzji o przystąpieniu Polski do mechanizmu kursowego ERM II strategia polityki pieniężnej zostanie przystosowana do warunków związanych z koniecznością spełnienia kryteriów konwergencji niezbędnych do przyjęcia euro, w tym kryterium stabilności kursu walutowego – utrzymania parytetu centralnego waluty polskiej wobec euro w granicach pasma jego wahań wynoszącego $\pm 15\%$.

4. Ramy operacyjne polityki pieniężnej

Aby osiągnąć swoje cele, Eurosystem ma do dyspozycji trzy instrumenty polityki pieniężnej: operacje otwartego rynku, operacje kredytowo-depozytowe i rezerwy

obowiązkowe [European Central Bank, *The implementation...* 2011, s. 9-13]. W prowadzeniu polityki pieniężnej najważniejszą rolę odgrywają operacje otwartego rynku, które wpływają na rynkowe stopy procentowe i płynność finansową oraz informują o nastawieniu polityki pieniężnej. Eurosystem ma do dyspozycji pięć rodzajów instrumentów do prowadzenia operacji otwartego rynku: transakcje odwracalne (stosowane na podstawie umów odkupu lub zabezpieczonych kredytów), transakcje bezwarunkowe, emisję certyfikatów dłużnych, swapy walutowe i przyjmowanie depozytów terminowych. Operacje te są przeprowadzane za pośrednictwem krajowych banków centralnych z inicjatywy EBC, który decyduje także o wyborze instrumentów i warunkach ich użycia (tab. 1).

Tabela 1. Operacje polityki pieniężnej Eurosystemu

Operacje polityki pieniężnej	Rodzaje transakcji		Okres zapadalności	Częstotliwość	Procedura
	Zasilanie w płynność	Absorpcja płynności			
Operacje otwartego rynku					
Podstawowe operacje refinansujące	Transakcje odwracalne	–	Jeden tydzień	Co tydzień	Przetargi standardowe
Dłuższe operacje refinansujące	Transakcje odwracalne	–	Trzy miesiące	Co miesiąc	Przetargi standardowe
Operacje dostrajające	Transakcje odwracalne Swapy walutowe	Transakcje odwracalne Depozyty terminowe Swapy walutowe	Niestandardowy	Nieregularnie	Przetargi szybkie Procedury bilateralne
Operacje strukturalne	Transakcje odwracalne	Emisja certyfikatów dłużnych	Standardowy/ niestandardowy	Regularnie i nieregularnie	Przetargi standardowe
	Bezwarunkowy zakup	Bezwarunkowa sprzedaż	–		
Operacje kredytowo-depozytowe					
Kredyt w banku centralnym	Transakcje odwracalne	–	Overnight	Dostęp według uznania kontrahentów	
Depozyt w banku centralnym na koniec dnia	–	Depozyty	Overnight	Dostęp według uznania kontrahentów	

Źródło: [European Central Bank, *The implementation...* 2011, s. 9-13].

Operacje otwartego rynku obejmują: podstawowe operacje refinansujące, dłuższe operacje refinansujące, operacje dostrajające (*fine-tuning*) i operacje strukturalne. Podstawowe operacje, refinansując, mają na celu zapewnienie systemowi

bankowemu odpowiedniego poziomu płynności. Odgrywają one istotną rolę w realizacji zadań polityki otwartego rynku i stanowią główne narzędzie zarządzania płynnością sektora bankowego. Dłuższe operacje refinansujące mają na celu zapewnienie dodatkowego refinansowania na dłuższy okres. W zasadzie nie są one wykorzystywane do wysyłania sygnałów rynkowi. Operacje dostrajające polegają na doraźnym zarządzaniu płynnością finansową i na sterowaniu stopami procentowymi na rynku pieniężnym, zwłaszcza w celu złagodzenia wpływu, jaki na stopy procentowe wywierają nieoczekiwane wahania płynności na tym rynku. Sposoby przeprowadzania tych operacji są przystosowane do rodzaju transakcji i specyficznych ich zadań. Operacje strukturalne są przeprowadzane w celu skorygowania strukturalnej pozycji płynnościowej Eurosystemu do poziomu płynności dostępnej na rynku w dłuższym okresie.

Operacje kredytowo-depozytowe umożliwiają bieżące regulowanie środków płynnych sektora bankowego, sygnalizują nastawienie polityki pieniężnej i ograniczają stopy procentowe na rynku pieniężnym. Kredyt w banku centralnym umożliwia udzielanie bankom komercyjnym krótkoterminowych kredytów w zamian za kwalifikowane aktywa. Depozyt w banku centralnym pozwala na lokowanie nadwyżek środków w krajowych bankach centralnych. Stopa oprocentowania depozytów stanowi dolny pułap stóp procentowych rynku pieniężnego, natomiast stopa oprocentowania kredytu – górny ich pułap. Warunki przeprowadzania tych operacji są określone przez EBC.

Uzupełnieniem ram operacyjnych jest system rezerw obowiązkowych. System ten pełni dwie funkcje. Pierwszą jest stabilizacja stóp procentowych rynku pieniężnego. Regulując płynność bankową, system rezerw obowiązkowych zmniejsza destabilizujący wpływ przejściowych fluktuacji tej płynności na stopy procentowe rynku pieniężnego, bez interwencji banku centralnego. Drugą funkcją systemu rezerw obowiązkowych jest zwiększenie strukturalnego niedoboru płynności w systemie bankowym, prowadzącego do wzrostu zapotrzebowania na refinansowanie przez bank centralny. Ułatwia to EBC wpływanie na stopy procentowe rynku pieniężnego za pośrednictwem regularnych operacji zasilania w płynność.

Podobne są ramy operacyjne polityki pieniężnej w Polsce. Podstawowym instrumentem polityki pieniężnej NBP jest krótkoterminowa stopa procentowa – stopa referencyjna, określająca rentowność podstawowych operacji otwartego rynku. Oprócz tych operacji mogą być podjęte operacje dostrajające i operacje strukturalne. Celem operacji dostrajających jest ograniczenie wpływu zmian w warunkach płynnościowych w sektorze bankowym na poziom krótkoterminowych rynkowych stóp procentowych. Mogą one obejmować operacje absorbujące (emisję bonów pieniężnych NBP) oraz zasilające (przedterminowy wykup bonów pieniężnych NBP). Operacje strukturalne mogą być przeprowadzane w celu długoterminowej zmiany struktury płynności w sektorze bankowym. Operacje depozytowo-kredytowe mają na celu ograniczenie zakresu wahań rynkowej *overnight* (jednodniowej

stopy procentowej na rynku pieniężnym). Stopa lombardowa określa górny pułap wzrostu rynkowej stopy *overnight*, stopa depozytowa zaś – dolny pułap jej wzrostu. Główną funkcją systemu rezerw obowiązkowych jest zaś ograniczanie zmienności krótkoterminowych rynkowych stóp procentowych przez stabilizowanie stanu płynności w sektorze bankowym [Narodowy Bank Polski 2010, s. 13-15].

5. Realizacja polityki pieniężnej ukierunkowanej na stabilność cen i wspieranie ogólnej polityki gospodarczej

Podobieństwo celów, zasad i ram operacyjnych polityki pieniężnej Eurosystemu i NBP powinno sprzyjać większej zbieżności polityki pieniężnej w strefie euro i Polsce w odniesieniu zarówno do stabilności cen – głównego celu finalnego polityki pieniężnej, jak i do roli tej polityki we wspieraniu ogólnej polityki gospodarczej.

W analizie polityki pieniężnej wykorzystano następujące wskaźniki (tab. 2):

- stopę inflacji, mierzoną rocznymi procentowymi zmianami zharmonizowanego wskaźnika cen konsumpcyjnych;
- ceny importu towarów i usług;
- nominalną krótkoterminową stopę procentową;
- realną krótkoterminową stopę procentową³;
- nominalny efektywny kurs walutowy;
- realny efektywny kurs walutowy;
- lukę produktową, wyrażoną w % potencjalnego PKB.

Skuteczność polityki pieniężnej w osiągnięciu jej celu finalnego jest mierzona odchyleniem zharmonizowanego wskaźnika wzrostu cen konsumpcyjnych (HICP) od liczbowej definicji stabilności cen w strefie euro. Ponieważ definicja ta nie określa poziomu inflacji bliskiego wzrostu wskaźnika HICP dla strefy euro o mniej niż 2% rocznie, dla celów badawczych stabilność cen została zdefiniowana jako roczny wzrost tego wskaźnika o 1,9%. Dane dotyczące odchylenia rzeczywistej stopy inflacji od celu inflacyjnego polityki pieniężnej w strefie euro i Polsce są zawarte w tab. 3.

³ Krótkoterminowa stopa procentowa jest kontrolowana przez bank centralny. Jej zmiany wpływają zarówno na ceny, jak i na realny PKB. Z różnych badań ekonometrycznych wynika, że w strefie euro wzrost krótkoterminowej stopy procentowej o 1 punkt procentowy pociąga za sobą obniżenie się realnego PKB o od 0,22 do 0,34% w pierwszym roku po jej wzroście, od 0,38 do 0,71% w roku drugim i od 0,31 do 0,71% w roku trzecim. Jeżeli chodzi o reakcję cen konsumpcyjnych, to obniżyłyby się one o od 0,06 do 0,15% w pierwszym roku, od 0,1 do 0,3% w drugim roku i od 0,19 do 0,38% w trzecim roku. Wzrost krótkoterminowych stóp procentowych wpływa w różnym stopniu na poszczególne komponenty popytowe realnego PKB. Najsilniej reagują na ich wzrost inwestycje, które też w największym stopniu przyczyniają się do obniżenia się realnego PKB wskutek wzrostu stóp procentowych kontrolowanych przez banki centralne. Zob. [Recent findings... 2002, s. 43-53].

Tabela 2. Inflacja, krótkoterminowe stopy procentowe, efektywny kurs walutowy i luka produktowa w Polsce i strefie euro w latach 1999-2010*

Wskaźniki	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Strefa euro												
HICP	1,1	2,1	2,4	2,3	2,1	2,1	2,2	2,2	2,1	3,3	0,3	1,6
Ceny importu	-0,4	7,8	0,4	-2,1	-1,7	1,5	3,4	3,7	1,3	3,9	-5,7	5,5
Nominalna stopa procentowa	3,0	4,4	4,3	3,3	2,3	2,1	2,2	3,1	4,3	4,6	1,2	0,8
Realna stopa procentowa	1,9	3,0	1,8	0,7	0,1	0,2	0,2	1,2	1,9	2,5	0,7	0,3
NEER	100,0	91,9	95,0	98,3	109,6	113,1	111,9	113,2	117,2	122,0	125,4	119,4
REER	100,0	89,8	91,5	94,3	104,2	106,1	104,3	104,1	106,8	109,6	112,1	106,4
YGAP	0,6	2,1	1,8	0,7	-0,4	-0,1	-0,2	1,1	2,2	1,2	-3,8	-2,9
Polska												
HICP	7,2	10,1	5,3	1,9	0,7	3,6	2,2	1,3	2,6	4,2	4,0	2,7
Ceny importu	7,1	7,9	1,3	5,4	6,7	4,8	-3,6	2,4	1,1	0,9	8,0	-1,5
Nominalna stopa procentowa	14,7	18,8	16,1	9,0	5,7	6,2	5,3	4,2	4,7	6,4	4,4	3,9
Realna stopa procentowa	8,2	10,7	12,2	6,7	5,3	2,0	2,6	2,7	0,7	3,2	0,8	2,2
NEER	100,0	103,3	114,0	109,1	98,1	95,9	107,4	111,2	115,0	125,6	103,4	110,2
REER	100,0	108,6	120,7	115,2	101,7	101,3	114,2	117,3	122,7	134,1	113,1	122,1
YGAP	-1,4	-0,4	-1,6	-2,8	-1,7	0,4	0,1	1,6	3,0	2,7	-0,5	-1,3

* HICP – zharmonizowany wskaźnik cen konsumpcyjnych, NEER – nominalny efektywny kurs walutowy w stosunku do 36 krajów uprzemysłowionych; REER – realny efektywny kurs walutowy w stosunku do 36 krajów uprzemysłowionych (oparty na deflatorze PKB), YGAP – luka produktowa (w % potencjalnego PKB).

Źródło: [European Commission, *Cyclical...* 2010, s. 92-93; European Commission, *Quarterly...* 2010, Part 2, s. 1-2, 39-40; European Commission, *Statistical...* 2010, s. 82-81, 203; 2011; Eurostat 2011, s. 86-87, 120-121].

Tabela 3. Odchylenie wzrostu wskaźnika HICP od celu inflacyjnego w strefie euro i w Polsce w latach 1999-2010 (w punktach procentowych)

Kraje	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Strefa euro	-0,8	0,2	0,5	0,4	0,2	0,2	0,3	0,3	0,2	1,4	-1,6	-0,3
Polska	5,3	8,2	3,4	0,0	-1,2	1,7	0,3	-0,6	0,7	2,3	2,1	0,8

Źródło: obliczono na podstawie: [Eurostat 2011, s. 86-87].

Z porównania tych odchyień wynika, że ukierunkowana na stabilność cen polityka pieniężna EBC była skuteczniejsza niż polityka pieniężna NBP oparta na strategii bezpośredniego celu inflacyjnego. W latach 1999-2010 średnia odchylenie stopy inflacji od celu inflacyjnego w Polsce była czterokrotnie większa niż w strefie euro, w tym jedenastokrotnie w latach 1999-2001. Inna różnica dotyczy skuteczności działań banków centralnych w zakresie utrzymywania cen na stabilnym poziomie w długim okresie. Zmiany w inflacji w Polsce były większe niż w strefie euro, ale wynika to bardziej z cech strukturalnych polskiej gospodarki, przede wszystkim zaś z większej jej wrażliwości na zmiany kursu walutowego, niż z prowadzenia po-

lityki pieniężnej. W latach 1999-2010 roczna zmienność nominalnego efektywnego kursu walutowego w Polsce była dwa razy większa niż w strefie euro. W rezultacie większa była też zmienność cen importu, głównej determinanty zmienności cen w Polsce, a więc i odchyleń stopy inflacji od celu inflacyjnego.

Rola polityki pieniężnej w stabilizowaniu gospodarki została scharakteryzowana za pośrednictwem określenia jej anty- lub procyklicznego nastawienia (tab. 4).

Tabela 4. Nastawienie polityki pieniężnej w strefie euro i w Polsce w latach 1999-2010*

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Strefa euro	PP	PA	PP	PP	PA	PP	PA	PA	PA	PA	PA	PA
Polska	PA	PP	PP	PA	PA	PP	PA	PA	PP	PA	PA	PP

PA – polityka antycykliczna (dodatnia luka produktowa i wzrost realnej krótkoterminowej stopy procentowej lub ujemna luka produktowa i spadek realnej krótkoterminowej stopy procentowej),

PP – polityka procykliczna (dodatnia luka produktowa i spadek realnej krótkoterminowej stopy procentowej lub ujemna luka produktowa i wzrost realnej krótkoterminowej stopy procentowej),
komórki cieniowane – silnie łagodna lub silnie restrykcyjna polityka pieniężna (bezwzględne zmiany realnej stopy procentowej powyżej 1 punktu procentowego).

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych tab. 2.

Zmiany realnej krótkoterminowej stopy procentowej sugerują, że polityka pieniężna była na ogół zgodna z przebiegiem cyklu koniunkturalnego w Polsce i w strefie euro. Niemniej nastawienie tej polityki było czasami procykliczne, zwłaszcza w okresach przyspieszonego wzrostu gospodarczego⁴. Zmiany w polityce pieniężnej EBC były bardziej umiarkowane, co można wytłumaczyć nie tylko dywergencjami warunków cyklicznych wewnątrz strefy euro (większe zmiany stóp procentowych EBC wzmocniłyby procykliczne oddziaływanie polityki pieniężnej na gospodarkę krajów, których cykle nie są w wystarczającym stopniu zsynchronizowane z cyklami strefy euro), lecz także dążeniem EBC do utrzymania stabilności cen w średnim okresie. W porównaniu ze strefą euro polityka pieniężna w Polsce miała znacznie silniejsze ekspansywne bądź restrykcyjne nastawienie.

6. Czynniki wyznaczające granice skutecznej polityki pieniężnej

Rzeczywiste możliwości stabilizowania gospodarki za pomocą zmian stóp procentowych banku centralnego są ograniczone. Przede wszystkim EBC i krajowe banki centralne są związane regulacjami prawnymi dotyczącymi celów polityki pieniężnej, uzależniającymi wspieranie ogólnej polityki gospodarczej od utrzymania stabilności cen. Z tego też powodu swoboda działań EBC i NBP w tym zakresie jest

⁴ W odniesieniu do tej fazy cyklu koniunkturalnego prognozy wzrostu gospodarczego okazywały się często zbyt pesymistyczne, w wyniku czego polityka pieniężna nie była przystosowana do rzeczywistych warunków cyklicznych. Zob. [Borowiec 2009, s. 514-524].

mniejsza niż np. Rezerwy Federalnej w USA, której polityka pieniężna ma na celu zapewnienie nie tylko stabilności cen, lecz także pełnego zatrudnienia oraz umiarkowanego poziomu długoterminowych stóp procentowych [Borowiec, Kowalska 2007, s. 50]. Cel utrzymania stabilności cen odnosi się jednak do okresów średnich. Nie w każdym wypadku krótkookresowe fluktuacje ogólnego poziomu cen będą wymagały odpowiedniej reakcji polityki pieniężnej, co może nieco ułatwić stabilizowanie gospodarki za pomocą zmian stóp procentowych banku centralnego. W dodatku niektóre źródła wahań cyklicznych powodują, że stabilność cen i stabilizacja gospodarki wzajemnie się wzmacniają [Mishkin 2008]. W końcu każdy bank centralny musi dbać o wiarygodność swojej polityki pieniężnej, która zależy nie tylko od jej skuteczności w odniesieniu do utrzymywania cen na niskim i stabilnym poziomie, lecz także od zdolności polityki pieniężnej do stabilizowania poziomu produkcji i zatrudnienia.

Na przebieg cykli koniunkturalnych wpływają nieprzewidywalne z natury szoki podażowe, głównie szoki naftowe, które uniemożliwiają prowadzenie polityki pieniężnej zmierzającej zarówno do utrzymania stabilności cen, jak i do ustabilizowania produkcji na poziomie odpowiadającym równowadze makroekonomicznej. Skutkiem ujemnego szoku podażowego jest bowiem przyspieszenie inflacji, któremu towarzyszy obniżanie się tempa wzrostu gospodarczego, a czasami nawet recesja.

W latach 1999-2010 strefa euro była wielokrotnie narażona na silny wzrost cen ropy naftowej: w 2000, 2005, 2008 i 2010 r.⁵ Pierwszy szok wystąpił, gdy realny wzrost gospodarczy znacznie przewyższał wzrost potencjalny. Istniały więc dwa główne źródła zagrożeń dla stabilności cen: pierwszym był silny wzrost cen surowców energetycznych, drugim – warunki cykliczne. Pomimo systematycznego podwyższania stóp procentowych EBC nastąpił wzrost inflacji, której najważniejsze źródło – silny wzrost cen ropy naftowej – było poza antyinflacyjnym oddziaływaniem banku centralnego. Drugi szok wystąpił w całkowicie odmiennych warunkach cyklicznych. Luka produktowa w strefie euro była ujemna, co sprzyjało utrzymywaniu stóp procentowych EBC na bardzo niskim poziomie. Trzeci szok pojawił się, gdy warunki cykliczne zaczęły się pogarszać. Przez cały okres trwania szoku stopy procentowe EBC pozostawały na niezmiennym relatywnie wysokim poziomie (zob. [Borowiec 2009, s. 165-174]). Dopiero ogólnoswiatowy kryzys gospodarczy i finansowy doprowadził do zmiany nastawienia polityki pieniężnej, i to ze znacznym opóźnieniem, która stawała się coraz bardziej łagodna. Czwarty szok pojawił się w czasie powolnego wychodzenia gospodarki europejskiej z recesji. Pomimo sprzyjającej stabilności cen ewolucji jednostkowych kosztów pracy i innych wskaźników cen stopa inflacji w strefie euro w 2010 r. była wyższa o 1,3 punktu procentowego w stosunku do roku 2009. Szok naftowy nie doprowa-

⁵ W stosunku do poprzedniego roku cena baryłki ropy naftowej wzrosła o 14,2 euro w 2000 r., o 14,1 euro w 2005 r., o 13,1 euro w 2008 r. oraz o 16,1 euro w roku 2010. Zob. [European Central Bank, *Monthly Bulletin...* 2011, s. 149; 2007, s. 138; 2003, s. 114].

dził jednak do pogorszenia się względnej konkurencyjności cenowej gospodarki strefy euro. Natomiast zmiany cen ropy naftowej, pociągające za sobą zmiany cen importu towarów i usług, ułatwiały bądź utrudniały prowadzenie polityki pieniężnej ukierunkowanej na stabilność cen (tab. 5).

Tabela 5. Oddziaływanie zmian cen importu towarów i usług na stabilność cen

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2-007	2008	2009	2010
Strefa euro	+	-	+	+	+	+	-	-	+	-	+	-
Polska	-	-	+	-	-	-	+	+	+	+	-	+

„+” oddziaływanie korzystne (deflator cen importu towarów i usług niższy do wskaźnika cen konsumpcyjnych określającego liczbowo cel stabilności cen);

„-” oddziaływanie niekorzystne (deflator cen importu towarów i usług wyższy od wskaźnika cen konsumpcyjnych określającego liczbowo stabilność cen).

Źródło: opracowano na podstawie danych tab. 2.

Banki centralne nie są w stanie kontrolować warunków pieniężnych związanych ze zmianami nominalnego i realnego efektywnego kursu walutowego. Zmiany te mogą wzmacniać bądź osłabiać ekspansywne lub restrykcyjne oddziaływanie zmian stóp procentowych banku centralnego zarówno na ogólny poziom cen, jak i na stabilizowanie ogólnego poziomu działalności gospodarczej (tab. 6).

Tabela 6. Oddziaływanie zmian nominalnego i realnego efektywnego kursu walutowego na stabilność cen (HICP) i stabilizowanie ogólnego poziomu działalności gospodarczej (YGAP)

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Strefa euro												
HICP	-	-	+	+	+	+	-	+	+	+	+	-
YGAP	-	-	+	+	-	-	+	-	+	+	-	+
Polska												
HICP	-	+	+	-	-	-	+	+	+	+	-	+
YGAP	+	-	-	+	+	-	+	+	+	+	+	-

„-” niekorzystne oddziaływanie zmian nominalnego efektywnego kursu walutowego (depresji NEER) na stabilność cen oraz zmian realnego efektywnego kursu walutowego (aprecjacji REER przy ujemnej luce produktowej lub depresji REER przy dodatniej luce produktowej) na stabilizowanie ogólnego poziomu działalności gospodarczej;

„+” korzystne oddziaływanie zmian nominalnego efektywnego kursu walutowego (aprecjacji NEER) na stabilność cen (HICP) oraz zmian realnego efektywnego kursu walutowego (aprecjacji REER przy dodatniej luce produktowej lub depresji REER przy ujemnej luce produktowej) na stabilizowanie ogólnego poziomu działalności gospodarczej (YGAP).

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych tab. 2.

W strefie euro największa niezgodność kierunków zmian stóp procentowych EBC ze zmianami efektywnego kursu walutowego występowała w pierwszych dwóch latach funkcjonowania unii walutowej. Podwyżce realnej krótkoterminowej

stopy procentowej towarzyszyła deprecjacja nominalnego i realnego efektywnego kursu waluty euro w stosunku do walut państw trzecich, osłabiająca restrykcyjne oddziaływanie stóp procentowych EBC na stabilność cen i ustabilizowanie przegrzanej gospodarki na poziomie odpowiadającym równowadze makroekonomicznej. Postępująca od początku 2003 r. aprecjacja realnego efektywnego kursu waluty europejskiej utrudniała zaś ożywienie gospodarki europejskiej za pomocą niskich stóp procentowych. Podobne tendencje wystąpiły również w Polsce. Po przystąpieniu do Unii aż do 2008 r. umacniał się realny efektywny kurs walutowy, sprzyjając utrzymywaniu stabilności cen. Późniejsza silna jego deprecjacja wzmacniała stymulacyjne oddziaływanie obniżek stóp procentowych NBP na gospodarkę, utrzymując jednocześnie stopę inflacji na poziomie znacznie wyższym niż w strefie euro.

Wreszcie na skuteczność polityki pieniężnej wpływają czynniki mikroekonomiczne. Jednym z takich czynników jest elastyczność płac. Obniża ona koszty dostosowania zatrudnienia i cen do szoków oraz zwiększa skuteczność oddziaływania polityki pieniężnej na realny PKB i inflację (zob. [Mourougane, Vogel 2008; Arpaia, Pichelmann 2007]).

Tabela 7. Zmiany wzrostu wskaźnika HICP, płac nominalnych i realnych oraz luki produktowej (w stosunku do poprzedniego roku)

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Strefa euro												
HICP	·	1,0	0,2	0,1	-0,1	0,0	0,1	0,0	-0,1	1,1	-3,0	1,3
Płaca nominalna	0,9	0,4	0,0	0,0	0,0	-0,4	-0,1	0,3	0,1	0,7	-1,5	0,0
Płaca realna	1,2	-1,3	0,2	0,5	-0,2	-0,4	-0,1	0,2	0,0	0,6	1,4	-1,8
Luka produktowa	0,6	1,5	-0,3	-1,1	-1,1	0,3	-0,1	1,3	1,1	-1,0	-5,0	0,9
Polska												
HICP	·	2,9	-4,8	-3,4	-1,2	2,9	-1,4	-0,9	1,3	1,6	-0,2	-1,3
Płaca nominalna	-0,3	-2,9	-0,6	-9,9	-0,7	0,3	-0,2	0,1	3,1	4,0	-6,0	0,8
Płaca realna	4,1	-6,5	5,5	-7,2	2,2	-2,3	0,7	1,0	1,8	2,0	-4,0	0,6
Luka produktowa	0,1	1,0	-1,2	-1,2	1,1	2,1	-0,3	1,5	1,4	-0,3	-3,2	-0,8

Źródło: opracowano na podstawie: [European Commission, *Cyclical...* 2010, s. 92-93; Eurostat 2011, s. 86-87; European Commission, *Statistical...* 2010, s. 203, 211].

W latach 1999-2010 fluktuacje płac w strefie euro były mniejsze niż cen oraz komponentu cyklicznego PKB, co sprzyjało stabilności cen w długim okresie, ale jednocześnie niekorzystnie oddziaływało na ustabilizowanie poziomu produkcji w krótkich okresach (tab. 7). W dodatku zmiany płac z opóźnieniem reagowały na zmieniające się warunki cykliczne. Największe ich nieprzystosowanie do cyklu było w początkowej fazie spowolnienia wzrostu gospodarczego, gdy obniżaniu się jego dynamiki nie towarzyszyła odpowiednia obniżka tempa wzrostu płac. Główną tego przyczyną są mało elastyczne regulacje rynków pracy. Regulacje dotyczące zwolnienia pracowników przez pracodawców w Polsce i strefie euro są o wiele

bardziej surowe niż w Stanach Zjednoczonych czy Wielkiej Brytanii⁶. Ponadto w krajach należących do strefy euro w stanowieniu prawa pracy oraz w mechanizmach ustalania płac relatywnie dużą rolę odgrywają umowy zbiorowe, które są zawierane przeważnie na poziomie sektorowym⁷. W takich instytucjonalnych warunkowaniach rynków pracy płace reagują ze znacznym opóźnieniem na zmiany stóp procentowych banków centralnych, zwiększając tym samym ryzyko prowadzenia procyklicznej polityki pieniężnej. Skłania to EBC do prowadzenia ostrożnej antycyklicznej polityki pieniężnej.

7. Podsumowanie

Ogólne ramy polityki pieniężnej w Polsce i w strefie euro są podobne. Głównym celem Eurosystemu i NBP jest utrzymanie stabilności cen. Banki centralne mogą też wspierać ogólną politykę gospodarczą, o ile ich działania w tym zakresie nie stanowią przeszkody w osiągnięciu głównego celu polityki pieniężnej. Eurosystem i NBP mają do dyspozycji podobny zestaw instrumentów polityki pieniężnej: prowadzą operacje otwartego rynku, oferują operacje kredytowo-depozytowe oraz wymagają od instytucji kredytowych utrzymywania rezerw obowiązkowych na rachunkach w bankach centralnych.

Różnice dotyczyły głównie skuteczności prowadzenia polityki pieniężnej w odniesieniu do głównego jej celu. W utrzymywaniu stabilności cen działania Eurosystemu były skuteczniejsze niż NBP. Główną tego przyczyną jest większa antyinflacyjna wiarygodność EBC.

Ponadto Eurosystem i NBP wspierały ogólną politykę gospodarczą, zwłaszcza w zakresie stabilizowania ogólnego poziomu działalności gospodarczej. Nastawienie polityki pieniężnej w Polsce i strefie euro częściej było antycykliczne niż procykliczne, ale zróżnicowana była wysokość zmian stóp procentowych banków centralnych. Zmiany tych stóp w Polsce były większe niż w strefie euro, mimo że zmienność komponentu cyklicznego realnego PKB na obu obszarach walutowych była podobna.

⁶ Różnice w poziomie ochrony zatrudnienia w krajach rozwiniętych dobrze odzwierciedla wskaźnik ochrony zatrudnienia OECD (EPL – *Employment Protection Legislation*). Wskaźnik EPL przyjmuje wartość od 0 do 6 (im wartość tego wskaźnika jest większa, tym ustawodawstwo danego kraju bardziej chroni pracowników przed zwolnieniami). W roku 2008 wskaźnik EPL kształtował się następująco: Austria – 2,41; Belgia – 2,63; Estonia – 2,39; Finlandia – 2,29; Francja – 3,00; Niemcy – 2,63; Grecja – 2,97; Irlandia – 1,39; Luksemburg – 3,39; Holandia – 2,23; Polska – 2,41; Portugalia – 2,84; Słowacja – 2,13; Słowenia – 2,76; Hiszpania – 3,11; Wielka Brytania – 1,09; Stany Zjednoczone – 0,85 [Internet 1].

⁷ W roku 2009 zasięg umów zbiorowych (w % osób zatrudnionych) wynosił: w Austrii – 99, w Belgii – 96, w Estonii – 22, w Finlandii – 90, we Francji – 95, w Niemczech – 63, w Grecji – 85, we Włoszech – 80, w Luksemburgu – 60, w Holandii – 82, w Polsce – 35, w Portugalii – 62, na Słowacji – 35, w Słowenii – 100, w Hiszpanii – 80, w Wielkiej Brytanii – 35 i w Stanach Zjednoczonych – 13 [Venn 2009, s. 17-19].

Możliwości stabilizacyjnego oddziaływania zmian stóp procentowych banków centralnych na realną gospodarkę i ogólny poziom cen były jednak zróżnicowane. Gospodarka Polski jest bardziej otwarta na wymianę handlową niż gospodarka strefy euro, skutkiem czego jest ona bardziej wrażliwa na zmiany cen na rynkach światowych. NBP trudniej więc było prowadzić politykę pieniężną ukierunkowaną na utrzymanie stabilności cen.

Większe otwarcie polskiej gospodarki powoduje także, że w mechanizmach transmisji polityki pieniężnej prowadzonej przez NBP dużo większą rolę odgrywa kanał kursu walutowego. Silniejsza zmienność kursu waluty polskiej stanowiła pewną przeszkodę w prowadzeniu antyinflacyjnej polityki pieniężnej, ale w znacznie większym stopniu niż w strefie euro wspomagała stabilizacyjne oddziaływanie zmian stóp procentowych na gospodarkę. Natomiast w strefie euro zmiany nominalnego kursu walutowego bardziej sprzyjały utrzymaniu stabilności cen. Ponadto w Polsce i strefie euro zmiany płac realnych wywierają ujemny wpływ na skuteczność polityki pieniężnej w stabilizowaniu gospodarki. Główną tego przyczyną jest niewystarczająca elastyczność regulacji rynków pracy, utrudniająca dostosowania na rynkach pracy. W rezultacie zmiany płac realnych osłabiają antycykliczne oddziaływania zmian stóp procentowych banków centralnych.

Literatura

- Arpaia A., Pichelmann K., *Nominal and real wage flexibility in EMU*, „European Economy Economic Paper” 2007, no 281.
- Banque centrale européenne, *La politique monétaire de la BCE*, Francfort-sur-le-Main 2004.
- Borowiec J., *Polityka pieniężna a cykle koniunkturalne w strefie euro*, Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu nr 39, UE, Wrocław 2009.
- Borowiec J., *Stabilność cen i wspieranie ogólnej polityki gospodarczej w polityce pieniężnej w strefie euro*, [w:] *Ponadnarodowa i narodowa polityka monetarna na świecie*, red. M. Noga, M.K. Stawicka, CeDeWu, Warszawa 2009.
- Borowiec J., Kowalska M., *Polityka pieniężna – doświadczenia Stanów Zjednoczonych, strefy euro oraz Zjednoczonego Królestwa Wielkiej Brytanii i Irlandii Północnej*, [w:] *Polityka ekonomiczna. Współczesne wyzwania*, red. M. Klamut, Wyd. Naukowe PWN, Warszawa 2007.
- European Central Bank, *A stability-oriented monetary policy strategy for the ESCB*, „Press release”, 13 October 1998.
- European Central Bank, *Monthly Bulletin*, February 2003, 2007, 2011.
- European Central Bank, *The ECB's monetary policy strategy*, „Press Release”, 8 May 2003.
- European Central Bank, *The implementation of monetary policy in the euro area*, February 2011.
- European Commission, *Cyclical adjustment of budget balances*, Autumn 2010.
- European Commission, *Quarterly data on price and competitiveness of the European Union and its member states*, Second Quarter 2010, Part 2.
- European Commission, *Statistical annex to European economy*, Autumn 2010.
- European Monetary Institute, *The single monetary policy in stage three. Elements of the monetary policy strategy of the ESCB*, February 1997.
- Europejski Bank Centralny, *Biuletyn miesięczny. 10. rocznica EBC*, Frankfurt nad Menem 2008.

- Eurostat, *EU economic data pocketbook 3/2010*, Publication Office of the European Union, Luxembourg 2011.
- Mishkin F.S., *Does stabilizing inflation, contribute to stabilizing economic activity?*, „NBER Working Paper” 2008, no 13970.
- Mourougane A., Vogel L., *Speed adjustment to selected labour market and tax reforms*, „Economic Department Working Paper” 2008, no 647.
- Narodowy Bank Polski, *Założenia polityki pieniężnej na rok 2011*, Warszawa, wrzesień 2010.
- Recent findings on monetary policy transmission in the euro area*, „ECB Monthly Bulletin”, October 2002.
- The stability-oriented monetary policy strategy of the Eurosystem*, „ECB Monthly Bulletin”, January 1999.
- Traktat o funkcjonowaniu Unii Europejskiej*, DzUz UE C 83 z 30.3.2010.
- Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 r. o Narodowym Banku Polskim, DzU 2005, nr 1, poz. 2.
- Venn D., *Legislation, collective bargaining and enforcement: updating the OECD employment protection indicators*, „OECD Social, Employment and Migration Working Papers” no 89, July 2009.

Źródło internetowe

- [1] <http://www.oecd.org/employment/protecion>, 24.09.2010.

MONETARY POLICY IN THE EURO ZONE AND IN POLAND – A COMPARATIVE ANALYSIS

Summary: The subject of this article is monetary policies led in Poland and in the euro zone. The research focuses on the following issues: objectives and principles of monetary policy, operational framework of this policy, the strategy of the monetary policy, the effectiveness of the actions of the Eurosystem and National Bank of Poland with regard to maintaining the price stability and stabilizing of the economy and factors setting limits of the effective monetary policy. The study shows that monetary policy in Poland is not significantly different from the monetary policy in the euro zone. Its objectives, principles and operational framework are similar. Some differences can be reported in the effectiveness of the central banks actions, as well as the role played by changes in nominal and real exchange rate and the volatility of import prices in conducting the effective monetary policy geared to price stability and stabilizing the level of GDP by changes in interest rates of the central bank.

Keywords: monetary policy, price stability, economy stabilizing.