

**Ewa Dziwok**

Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach

# **STREFA EURO W OBLICZU KRYZYSU. ROLA EUROPEJSKIEGO BANKU CENTRALNEGO W KSZTAŁTOWANIU NOWEJ POLITYKI PIENIĘŻNEJ**

## **Wstęp**

Kryzys finansowy, z jakim gospodarka światowa boryka się od 2007 r. wymusił na bankach centralnych poszukiwanie nowych metod minimalizowania jego skutków. Po raz pierwszy na taką skalę wykorzystano możliwość zsynchronizowanego oddziaływania na rynki, co z jednej strony potwierdziło wolę współpracy, z drugiej zaś zwielokrotniło skuteczność takich działań na globalnym rynku. Efekty kryzysu w znacznym stopniu odczuwa Unia Gospodarcza i Walutowa, która będąc tworem o ściśle określonych ramach instytucjonalnych dopiero poszukuje skutecznych rozwiązań. Europejski Bank Centralny (EBC) oprócz ponoszenia skutków kryzysu światowego zmaga się także z problemami wewnętrznymi, dotyczącymi przede wszystkim ogromnego zadłużenia krajów strefy euro. Wyzwania, jakie stoją przed EBC obejmują nie tylko utrzymanie stabilnego poziomu cen, ale przede wszystkim podtrzymanie zaufania do euro jako waluty europejskiej.

Celem artykułu jest przedstawienie tradycyjnych oraz nowatorskich działań podejmowanych przez EBC, a także ocena ich wpływu na stabilność finansową strefy euro.

## Europejski Bank Centralny w obliczu kryzysu

Podstawowym celem Europejskiego Banku Centralnego jest utrzymanie – w całym obszarze walutowym – wzrostu cen i usług konsumpcyjnych, mierzonego wskaźnikiem HCPI (Harmonised Consumer Price Index) poniżej 2%<sup>1</sup>. Aby osiągnąć cel, bank centralny posługuje się stopami procentowymi, których poziom powinien regulować procesy inflacyjne we wszystkich krajach strefy euro. Za pomocą mechanizmu transmisji impulsów monetarnych, decyzje monetarne wpływają na sferę realną poprzez kanały transmisji, z których najistotniejszą rolę odgrywają kanał stopy procentowej, kursu walutowego, aktywów finansowych oraz kanał oczekiwań.

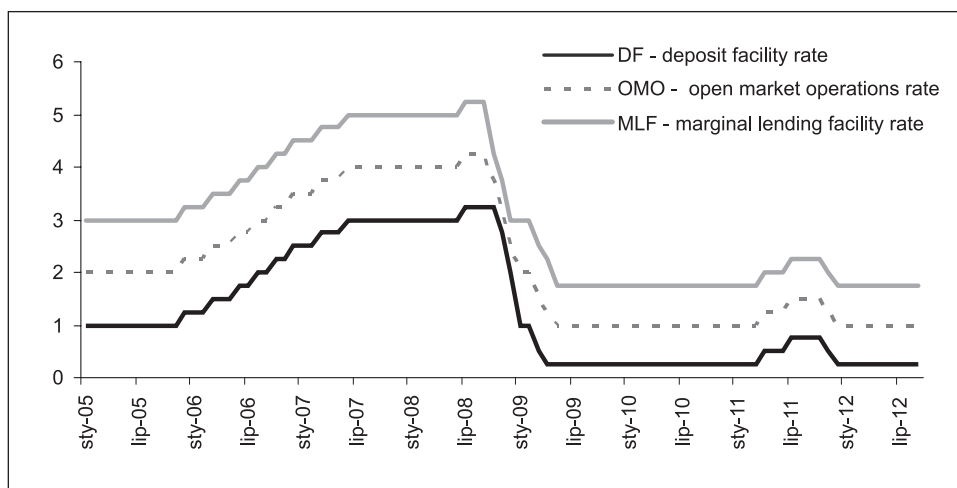
Do tradycyjnych instrumentów używanych przez Europejski Bank Centralny należy zaliczyć operacje otwartego rynku (OMO – open market operations), operacje depozyt na koniec dnia (deposit facility) oraz kredyt lombardowy, którego stopa (marginal lending facility rate) wyznacza górną granicę stóp rynkowych. W efekcie ustalenia tych trzech stóp bank centralny wyznacza korytarz, wewnątrz którego zamierza utrzymywać stopy rynku międzybankowego, aby najkrótsze stopy oscylowały wokół stopy referencyjnej operacji otwartego rynku, będącej zamierzonym „środkiem” rynku.

Od początku funkcjonowania Unii Walutowej EBC stosuje także nieoprocentowany kredyt techniczny, umożliwiający otrzymanie przez bank komercyjny środków na pokrycie przejściowych niedoborów płynności (intra-day credit). Operacje depozytowo-kredytowe, tzw. standing facilities, wykorzystywane są przez banki pod koniec dnia roboczego, kiedy zamierający rynek międzybankowy uniemożliwia dokonanie transakcji. Efektem tych ułatwień jest ugruntowanie pozycji banku centralnego jako kredytodawcy ostatniej instancji, co zapobiega gwałtownym wahaniom na krótkoterminowym rynku lokat.

Działania, jakie podjął Europejski Bank Centralny wobec kryzysu, który ogarnął światową gospodarkę we wrześniu 2007 r., objęły w pierwszej kolejności politykę stóp procentowych. Mechanizm transmisji przenoszący impulsy monetarne (zmiany stóp procentowych) do gospodarki i efektywnie funkcjonujący do 2007 r., na skutek turbulencji na rynkach finansowych zatracił swoją skuteczność. Pomimo wielokrotnych obniżek oficjalnych stóp procentowych w strefie euro, stopy lokat międzybankowych były bardzo wysokie, a obrót dłuższymi lokatami praktycznie zamarł. Na skutek spadku zaufania na rynkach inwestorzy rekompensowali sobie ryzyko związane z tradycyjnymi transakcjami poprzez wzrost

<sup>1</sup> Art 105 Traktat z Maastricht, za ECB (2004), *The monetary policy of the ECB*, p. 42

ich oprocentowania. Jednocześnie nastąpił wzrost zainteresowania transakcjami zabezpieczonymi, np. swapami (instrumentami wymiany odsetkowej). Utrzymywała się wysoka niepewność mierzona różnicą pomiędzy stopą EURIBOR<sup>2</sup> a stopą transakcji OIS<sup>3</sup>.



Rys. 1. Oficjalne stopy procentowe w strefie euro w okresie 2005-wrzesień 2012

Bank centralny może wpływać na rynek nie tylko za pomocą poziomu oficjalnych stóp procentowych, ale również sterując ilością pieniądza na rynku poprzez operacje zasilające bądź drenujące pieniądź z rynku (operacje otwartego rynku). Europejski Bank Centralny korzystał z tej możliwości oferując bankom na cotygodniowych przetargach możliwość zakupu lub sprzedaży 7-dniowych bonów pieniężnych. Dodatkowo istniała możliwość złożenia (pod koniec dnia) depozytu w banku centralnym po z góry ustalonej stopie (tzw. deposit facility rate).

Gdy polityka obniżania stóp procentowych osiągnęła kres swoich możliwości, a stopy procentowe zostały obniżone do poziomu bliskiego zeru, Europejski Bank Centralny stanął przed koniecznością zastosowania innych, bardziej niestandardowych procedur.

<sup>2</sup> Stopa rynku międzybankowego strefy euro (European Interbank Offer Rate) wyrażająca średnią stopę, po której banki skłonne są dopożyczać środki.

<sup>3</sup> Overnight indexed swap – instrument zbudowany ze złożonych transakcji jednodniowych, przy czym w trakcie transakcji dochodzi jedynie do wymiany odsetkowej, przez co ryzyko takiej transakcji jest znacznie niższe niż standardowego depozytu międzybankowego.

## Kształtowanie nowej polityki pieniężnej

Europejski Bank Centralny w obliczu nowych warunków, jakimi okazał się kryzys finansowy zdecydował o wykorzystaniu nowych bądź zmodyfikowanych instrumentów polityki pieniężnej. Najważniejszymi były dłuższe operacje refinansujące LTRO (Long Term Refinancing Operations), program zakupu obligacji zabezpieczonych CBPP (Covered Bond Purchase Programme) oraz program skupu papierów wartościowych SMP (Securities Market Programme).

Program wydłużenia operacji dostrajających LTRO został wprowadzony już w 2007 r. i polegał na stopniowym wydłużaniu zapadalności operacji zasilających rynki w pieniądź, co miało na celu zapewnienie bankom płynnych środków niezbędnych do wypełnienia wymogów związanych z utrzymaniem poziomu rezerwy obowiązkowej<sup>4</sup>. Początkowo Europejski Bank Centralny wydłużył zapadalność operacji do dwóch tygodni, następnie do 1 miesiąca oraz 3 i 6 miesięcy. W maju 2009 r. zaoferowano również bankom środki na okres około jednego roku. Charakterystyczną cechą większości przetargów była ich nowa formuła (fixed rate full allotment) – EBC nie ustalał kwoty środków przeznaczonych do zasilenia, lecz akceptował wszystkie potrzeby pożyczkowe banków. Jak się później okazało, większość banków aplikowała po większą ilość wolnych środków niż było w ich przypadku konieczne i zmuszona była następnie odsprzedawać nadwyżki bądź składać je powrotnie do EBC w formie depozytu na koniec dnia.

Europejski Bank Centralny w celu utrzymania kontroli nad najkrótszym pieniądzem zdecydował także o wprowadzeniu operacji dostrajających do zarządzania poziomem płynności na rynku<sup>5</sup> (STRO – Special Term Refinancing Operations). Polegały one na oferowaniu środków o zapadalności nieprzekraczającej długości okresu utrzymania rezerwy obowiązkowej. W pierwszej połowie jej trwania były to operacje zasilające, a w drugiej absorbujące po to, aby suma operacji w jednym okresie rozliczeniowym wyniosła zero<sup>6</sup>. Umożliwiło to uzupełnianie środków przez banki, swobodne zarządzanie rezerwą obowiązkową, a także zmniejszenie zmienności krótkoterminowych stóp procentowych (interest rate smoothing) i utrzymanie ich poziomu w okolicy stopy refinansowej banku centralnego. Jako uzupełnienie, EBC rozpoczął również program zakupu obligacji

<sup>4</sup> Obowiązek utrzymywania rezerwy obowiązkowej obejmuje wszystkie banki posiadające depozyty – ich część musi być utrzymywana na rachunku w banku centralnym, przy czym jest wymagane utrzymywanie średniego stanu w okresach w przybliżeniu miesięcznych, co oznacza, że w poszczególne dni okresu rozliczeniowego stan na rachunku w banku centralnym może ulegać wahaniom.

<sup>5</sup> EBC, Raport Roczny 2009, s. 110.

<sup>6</sup> ECB, Monthly Bulletin, October 2010, p. 64.

zabezpieczonych w celu zasilenia rynków w pieniądź (CBPP – Covered Bond Purchase Programme). Ponieważ europejskie przedsiębiorstwa pozyskują środki na swój rozwój głównie z kredytów, a nie poprzez emisję papierów wartościowych, jak w przypadku przedsiębiorstw amerykańskich, rynek wtórny tych papierów nie jest zbyt obszerny. Mimo to EBC zadeklarował się kupić te papiery i utrzymywać do wykupu. Choć w założeniu program miał mieć charakter doraźny i zakończyć się w 2010 r., na skutek nowych zakłóceń program wznowiono 6 października 2011 r. (CBPP2).

Od maja 2010 r., w efekcie wzrostu zadłużenia krajów strefy euro (początkowo Grecji, następnie Irlandii, Hiszpanii, Portugalii oraz Włoch) obniżenie ratingu długu tych krajów spowodowało gwałtowny wzrost oprocentowania obligacji emitowanych przez te kraje w celu pokrycia rosnącego deficytu budżetowego. Aby zapobiec zaburzeniom pieniężnym w strefie, EBC zdecydował o zakupie rządowych papierów emitowanych przez kraje zagrożone kryzysem zadłużenia (SMP, Securities Market Programme). Począwszy od maja 2010 r. skupione zostały obligacje Grecji, Hiszpanii, Irlandii, Włoch oraz Portugalii. Pozwoliło to na obniżenie oprocentowania, a zatem i kosztów obsługi długu, a także zmniejszyło zmienność oprocentowania tych papierów będących podstawową miarą ryzyka. Nowatorskim działaniem było zaproponowanie swapów walutowych – transakcji wymiany, polegających na dostarczeniu płynnych środków dolarowych w zamian za euro (euro-denominated collateral).

Można stwierdzić, że w okresie 2007-2011 działalność EBC miała na celu ustabilizowanie stóp zarówno w krótkim, jak i długim okresie. Należy jednocześnie podkreślić, że instrumenty stosowane przez EBC mogą mieć również negatywne konsekwencje w postaci wzrostu środków płynnych, bazy monetarnej, a w efekcie podaży pieniądza i presji inflacyjnej. Stąd też nacisk banku na operacje wymiany, transakcje o sumie zerowej o znaczeniu głównie psychologicznym. Skuteczność takich działań jest wysoka pod warunkiem ich krótkotrwałości i szybkiego powrotu do działań standardowych. Chodzi o to, aby nie dopuścić do przyzwyczajania banków komercyjnych do otrzymywania taniego pieniądza od banku centralnego, a nie w naturalny sposób poprzez pozyskiwanie depozytów. Choć efekty takiej polityki pieniężnej były widoczne i przyniosły oczekiwany skutek na przełomie 2009 i 2010 r., kryzys zadłużenia zmusił EBC do ponownej rewizji dostępnych narzędzi.

Mimo wielu działań, olbrzymich kosztów, jakie poniósł system bankowy, po pięciu latach od momentu rozpoczęcia kryzysu rynki finansowe są nadal niestabilne. Co więcej, wspomniane działania nie przyczyniły się w istotny sposób do zwiększenia dostępności kredytowej, będącej podstawą funkcjonowania gospodarki.

## Przyczyny niezadowolającej skuteczności polityki pieniężnej EBC

Przyczyn słabej skuteczności polityki pieniężnej Europejskiego Banku Centralnego należy poszukiwać w kilku obszarach. Pierwszym z nich jest zapewne ogólnoswiatowa sytuacja gospodarcza, która w następstwie globalizacji rynków finansowych przyczynia się do efektu naczyń połączonych. Kolejnym elementem jest zachowanie samych rynków, czyli czynnik behawioralny. Strach nadal jest istotną częścią życia finansistów, co przejawia się w skali operacji niezabezpieczonych. Liczba depozytów i lokat na rynku międzybankowym znacząco spadła, a transakcje przekraczające 3 miesiące (do 2007 r. uznawane za standardowe i niezwykle popularne) są wręcz sporadyczne. Istnieją również uzasadnione obawy, że banki przygotowują się na reformę strefy. Analizując bilanse banków można również zauważyć ich skłonność do gromadzenia nadwyżek środków płynnych. Jedną z przyczyn może być konieczność wypełnienia warunków narzuconych wymogami Bazylejskiego Komitetu Nadzoru Bankowego, który ustalił nowe wymogi kapitałowe i płynnościowe (tzw. Bazylea III)<sup>7</sup>.

Kolejnym istotnym czynnikiem mogącym mieć wpływ na niską skuteczność działań EBC było pojawienie się w całej strefie euro ujemnych stóp realnych, rozumianych jako różnica pomiędzy stopą rynkową a inflacją. Aby bank centralny mógł skutecznie wpływać swoimi instrumentami na sferę realną, na rynku muszą funkcjonować dodatnie realne stopy procentowe<sup>8</sup>. Wzrost realnych stóp procentowych przekłada się na zwiększoną skłonność inwestorów do oszczędzania, jako reakcja na wzrost siły nabywczej pieniądza. Analogicznie spadek stóp realnych przyczynia się do wzrostu popytu na kredyt. Presja inflacyjna, która nastąpiła w latach 2009-2010 jako reakcja na zwiększoną ilość pieniądza na rynku przyczyniła się do wzrostu wskaźnika inflacji w większości krajów strefy euro. Na skutek rekordowo niskich oficjalnych stóp procentowych, od 2010 r. stopy realne są ujemne i nie pozwalają na prawidłowe funkcjonowanie mechanizmu transmisji impulsów monetarnych. Dodatkowo nie przyczyniły się do wzrostu akcji kredytowej – to banki stały się beneficjentami płynnych środków, które w znaczącym stopniu przyczyniły się do polepszenia wyniku finansowego sektora bankowego.

<sup>7</sup> Szeroki opis norm proponowanych przez Bazylejski Komitet Nadzoru Bankowego można znaleźć w: W. Sikorzewski, *Bazylea III. Założenia, konsekwencje i mankamenty*. „Bank” 2011, nr 2(219), s. 15-17.

<sup>8</sup> A. Sławiński, *Ryzyko utraty kontroli nad wysokością realnej stopy procentowej w systemie izby walutowej*, „*Ekonomista*” 2007, s. 147-157.

Tabela 1

## Poziom realnych stóp procentowych w strefie euro w okresie 2009-2012

Lata	Belgia	Niemcy	Irlandia	Grecja	Hiszpania	Francja	Włochy	Cypr	Luksemburg	Malta	Holandia	Austria	Portugalia	Słowenia	Finlandia	Słowacja
2009-01	0,9	2,1	1,9	1,0	2,2	2,2	1,6	2,1	3,0	-0,1	1,3	1,8	2,9	1,6	0,5	0,3
2009-02	1,1	2,0	2,9	1,2	2,3	2,0	1,5	2,4	2,3	-0,5	1,1	1,6	2,9	0,9	0,3	0,6
2009-03	1,9	2,1	3,2	1,0	2,6	2,1	1,4	1,6	2,8	-1,4	0,7	1,9	3,1	0,9	0,5	0,7
2009-04	1,6	1,5	3,0	1,2	2,5	2,2	1,1	1,7	2,6	-1,8	0,5	1,8	2,9	1,2	0,2	0,9
2009-05	2,0	1,8	3,5	1,1	2,7	2,1	1,0	1,3	2,7	-1,7	0,3	1,7	3,0	1,3	0,3	0,7
2009-06	2,8	1,8	4,0	1,1	2,8	2,4	1,2	1,7	2,8	-1,1	0,4	2,1	3,4	1,6	0,2	1,1
2009-07	3,5	2,5	4,4	1,1	3,1	2,6	1,9	2,6	3,3	1,0	1,9	2,2	3,2	2,4	0,6	1,2
2009-08	2,5	1,9	4,2	0,8	2,5	2,0	1,7	2,7	2,0	0,8	1,9	1,6	3,0	1,7	0,5	1,3
2009-09	2,8	2,3	4,8	1,1	2,7	2,2	1,4	3,0	2,2	1,0	1,8	1,8	3,6	1,8	0,7	1,8
2009-10	2,7	1,9	4,6	0,6	2,4	2,0	1,5	2,8	2,0	2,3	1,4	1,7	3,4	1,6	1,2	1,9
2009-11	1,8	1,5	4,6	-0,4	1,4	1,3	1,0	0,8	0,1	1,9	1,1	1,2	2,6	-0,1	0,5	1,8
2009-12	1,5	1,0	4,4	-0,9	0,9	0,8	0,7	0,2	-0,8	2,2	1,1	0,7	1,9	-0,4	-0,1	1,8
2010-01	1,0	1,0	4,2	-0,6	1,1	0,6	0,5	-0,8	-1,3	0,6	1,4	0,6	1,7	-0,1	0,2	2,0
2010-02	1,0	1,3	4,2	-1,2	1,4	0,4	0,7	-1,1	-0,6	1,1	1,5	0,9	1,6	0,2	0,5	2,0
2010-03	-0,2	0,6	4,2	-2,2	-1,0	0,1	0,4	-0,6	-1,5	1,2	1,1	-0,1	1,2	-0,1	0,3	1,5
2010-04	-0,4	0,8	4,3	-3,0	-0,7	-0,2	0,2	-0,8	-1,4	1,0	1,2	-0,1	1,1	-1,0	0,2	1,1
2010-05	-0,8	0,6	3,7	-3,6	-0,8	-0,2	0,2	-0,1	-1,4	-0,1	1,4	0,1	0,7	-0,7	0,4	1,1
2010-06	-1,0	1,0	3,8	-3,5	-0,4	0,1	0,3	-0,4	-0,6	-0,1	1,6	-0,1	0,7	-0,4	0,5	1,1
2010-07	-0,7	0,6	3,0	-3,8	-0,1	-0,2	-0,1	-1,0	-1,2	-0,8	0,5	0,1	-0,2	-0,6	0,5	0,8
2010-08	-0,7	0,8	3,0	-3,9	0,2	0,2	-0,1	-1,7	-0,8	-1,3	0,6	0,2	-0,3	-0,7	0,5	0,7
2010-09	-1,2	0,5	2,8	-4,0	-1,1	-0,1	0,2	-1,9	-0,9	-0,7	0,4	0,1	-0,3	-0,4	0,4	0,7
2010-10	-1,4	0,5	2,6	-3,5	-0,8	-0,1	-0,3	-1,5	-1,2	-0,5	0,4	-0,3	-0,6	-0,4	-0,6	0,8
2010-11	-1,3	0,2	2,6	-3,1	-0,6	-0,1	-0,2	0,1	0,8	-1,7	0,4	-0,1	-0,5	0,2	-0,7	0,8
2010-12	-1,7	-0,2	2,0	-3,5	-1,2	-0,3	-0,4	-0,2	-1,4	-2,3	-0,1	-0,5	-0,7	-0,5	-1,1	0,5
2011-01	-1,9	-0,3	1,6	-3,2	-1,3	-0,2	-0,2	-1,3	-1,7	-1,5	-0,2	-0,8	-1,8	-0,6	-1,4	-1,5
2011-02	-1,8	-0,5	0,9	-2,4	-1,6	-0,1	-0,4	-1,4	-2,2	-0,9	-0,2	-1,4	-1,7	-0,3	-1,8	-1,8
2011-03	-1,7	-0,6	0,6	-2,6	-1,6	-0,4	-1,1	-1,5	-2,3	-1,1	-0,1	-1,6	-2,1	-0,6	-1,7	-2,0

cd. tabeli 1

2011-04	-1,3	-0,7	0,5	-1,7	-1,5	-0,2	-0,9	-1,6	-2,0	-0,4	-0,1	-1,7	-2,0	0,0	-1,4	-1,9
2011-05	-1,2	-0,4	0,8	-1,1	-1,4	-0,2	-1,0	-2,1	-1,8	-0,5	-0,3	-1,7	-1,7	-0,4	-1,4	-2,2
2011-06	-1,4	-0,4	0,9	-1,1	-1,1	-0,3	-1,0	-2,6	-1,8	-1,1	-0,3	-1,7	-1,3	0,4	-1,5	-2,1
2011-07	-2,0	-0,6	1,0	-0,1	-1,0	-0,1	-0,1	-1,5	-1,2	-0,4	-1,2	-1,8	-1,1	0,	-1,7	-1,8
2011-08	-1,4	-0,5	1,0	0,6	-0,7	-0,4	-0,3	-0,8	-1,7	-0,5	-1,2	-1,7	-0,8	0,8	-1,5	-2,1
2011-09	-1,4	-0,9	0,7	-0,9	-1,0	-0,4	-1,6	-0,6	-1,8	-0,9	-1,0	-1,9	-1,5	-0,3	-1,5	-2,4
2011-10	-1,4	-0,9	0,5	-0,9	-1,0	-0,6	-1,8	-1,2	-1,8	-0,6	-0,8	-1,8	-2,1	-0,9	-1,2	-2,6
2011-11	-1,9	-1,1	0,1	-1,1	-1,1	-1,0	-2,0	-2,3	-2,2	0,1	-0,8	-2,1	-2,1	-1,0	-1,4	-3,0
2011-12	-1,7	-0,8	0,1	-0,7	-0,9	-1,2	-2,2	-2,7	-1,9	0,0	-1,0	-1,9	-2,0	-0,6	-1,1	-3,1
2012-01	-1,8	-0,8	0,2	-0,6	-0,5	-1,1	-1,9	-1,6	-1,7	-0,2	-1,4	-1,4	-1,9	-0,8	-1,5	-2,6
2012-02	-1,9	-1,0	-0,1	-0,2	-0,4	-1,1	-1,9	-1,6	-1,8	-1,1	-1,4	-1,1	-2,1	-1,3	-1,5	-2,5
2012-03	-1,6	-0,8	-0,7	0,1	-0,3	-1,1	-2,3	-2,0	-1,4	-1,1	-1,4	-1,1	-1,6	-0,9	-1,4	-2,4
2012-04	-1,4	-0,7	-0,4	-0,0	-0,5	-0,9	-2,2	-2,1	-1,5	-2,3	-1,3	-0,8	-1,4	-1,4	-1,5	-2,2
2012-05	-1,1	-0,7	-0,4	0,6	-0,4	-0,8	-2,0	-2,2	-1,2	-2,2	-1,0	-0,8	-1,2	-0,9	-1,6	-1,9



Przedstawiona tabela pokazuje, jak zmieniały się realne stopy procentowe w latach 2007-2012. Napływ pieniądza spowodowany operacjami EBC przyczynił się do wzrostu presji inflacyjnej wyrażonej poprzez wyższy wskaźnik inflacji. Taka polityka prowadzi z jednej strony do zubożenia tych, którzy posiadają oszczędności, z drugiej strony sprzyja kredytobiorcom, którzy finansowali swoje inwestycje kredytem o zmiennej stopie procentowej.

## Zakończenie

Polityka stabilizacyjna Europejskiego Banku Centralnego prowadzona w latach 2007-2012 polegała nie tylko na modyfikacji istniejących instrumentów, ale również przyczyniła się do utworzenia kilku programów, których celem było uspokojenie nastrojów i stabilizacja rynków finansowych. Pięć lat działań EBC skłania do podsumowań i oceny skuteczności prowadzonych operacji.

W efekcie szeroko zakrojonych działań Europejskiego Banku Centralnego sytuacja finansowa strefy euro nadal nie jest satysfakcjonująca. Brak możliwości dalszego obniżania stóp skłania do dalszej rewizji dotychczas prowadzonej polityki pieniężnej. Za kluczową uznaje się rewizję paktu fiskalnego, który ograniczałby możliwości kreatywnej księgowości przez państwa<sup>9</sup>, a także pozwoliłby na zacieśnienie polityki na tym polu. Dodatkowo pojawiają się propozycje modyfikacji mierników, sposobów wyznaczania fixingu dla międzybankowych stóp procentowych, czy wskaźnika inflacji, tak aby wierniej oddawały one aktualną sytuację na rynku.

## Literatura

De Grauwe P., *Economics of Monetary Union*. Oxford University Press, Oxford 2007.

ECB: *Monthly Bulletin*, October 2010.

ECB: *Raport Roczny 2009*.

ECB: *The monetary policy of the ECB*,

EuroStat, <http://epp.eurostat.ec.europa.eu>,

<sup>9</sup> Problem kreatywnej księgowości stosowanej przez Grecję i jej możliwe konsekwencje podkreślał już Paul de Grauwe w 2007 r. P. de Grauwe, *Economics of Monetary Union*, Oxford University Press, Oxford 2007, s. 229-230.

Sikorzewski W., *Bazylea III. Założenia, konsekwencje i mankamenty*, „Bank” 2011 nr 2(219).

Sławiński A., *Ryzyko utraty kontroli nad wysokością realnej stopy procentowej w systemie izby walutowej*, „Ekonomista” 2007, s. 147-157.

## **EURO AREA IN THE FACE OF CRISIS. THE ROLE OF EUROPEAN CENTRAL BANK IN CREATION A NEW MONETARY POLICY**

### **Summary**

The European Central Bank has tried to face with a crisis since 2007. It has applied both traditional instruments and completely new ones. Five years of that politics let summarize its effects.

The aim of the article is to describe these instruments of monetary policy and to show how they have influenced the economies of the countries involved in euro area. It is shown among others that one of results is bigger inflation pressure which lead to negative real rates.