

# EKONOMIA I ZARZĄDZANIE W TEORII I PRAKTYCE



Tom 8

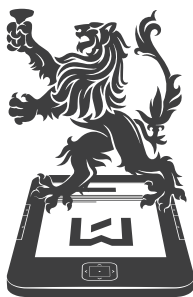
Ekonomia, finanse i nauki o zarządzaniu  
wobec wyzwań współczesnych gospodarek

redakcja naukowa  
**Piotr Urbanek i Ewa Walińska**



WYDAWNICTWO  
UNIWERSYTETU  
ŁÓDZKIEGO

EKONOMIA I ZARZĄDZANIE  
W TEORII I PRAKTYCE



WYDAWNICTWO  
UNIwersYTETU  
ŁÓDZKIEGO

# EKONOMIA I ZARZĄDZANIE W TEORII I PRAKTYCE

Tom 8

Ekonomia, finanse i nauki o zarządzaniu  
wobec wyzwań współczesnych gospodarek

redakcja naukowa  
Piotr Urbanek i Ewa Walińska



WYDAWNICTWO  
UNIWERSYTETU  
ŁÓDZKIEGO

ŁÓDŹ 2014

Piotr Urbanek – Uniwersytet Łódzki, Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny  
Katedra Ekonomii Instytucjonalnej, 90-214 Łódź, ul. Rewolucji 1905 roku nr 41/43

Ewa Walińska – Uniwersytet Łódzki, Wydział Zarządzania, Katedra Rachunkowości  
90-237 Łódź, ul. Matejki 22/26

REDAKTOR WYDAWNICTWA UŁ

*Elżbieta Marciszewska-Kowalczyk*

SKŁAD I ŁAMANIE

*AGENT PR*

OKŁADKĘ PROJEKTOWAŁA

*Barbara Grzejszczak*

© Copyright by Uniwersytet Łódzki, Łódź 2014

Publikacja recenzowana

Wydane przez Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego  
Wydanie I. W.06662.14.0.K

ISBN (wersja papierowa) 978-83-7969-364-1

ISBN (ebook) 978-83-7969-695-6

Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego  
90-131 Łódź, ul. Lindleya 8  
www.wydawnictwo.uni.lodz.pl  
e-mail: ksiegarnia@uni.lodz.pl  
tel. (42) 665 58 63, faks (42) 665 58 62

# SPIS TREŚCI

<b>WSTĘP</b> ( <i>Piotr Urbanek, Ewa Walińska</i> ) .....	5
---	---

## I. EKONOMIA

### **Rozdział 1**

Tradycyjne i rynkowe wskaźniki nastawienia polityki monetarnej. Analiza polityki Systemu Rezerwy Federalnej w latach 2008–2014 ( <i>Michał Gamrot</i> ) .....	15
---	----

### **Rozdział 2**

Determinanty przestępczości w Polsce w układzie regionalnym w świetle modelowania ekonometrycznego ( <i>Joanna Górniak</i> ) .....	33
--	----

### **Rozdział 3**

Wpływ kursu walutowego na eksport sektora MSP ( <i>Przemysław Grzegorek</i> ) .....	51
---	----

### **Rozdział 4**

Wynagrodzenie prezesów w spółkach notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie – analiza porównawcza na przykładzie indeksu WIG30 ( <i>Agata Wieczorek</i> ) .....	63
---	----

### **Rozdział 5**

Infrastruktura transportowa oraz transport pasażerski i towarowy w Unii Europejskiej ( <i>Justyna Wieloch</i> ) .....	75
---	----

## II. FINANSE

### **Rozdział 1**

Ujawnienia na temat polityki inwestycyjnej funduszy inwestycyjnych – analiza wybranych funduszy akcji ( <i>Dagmara Gad</i> ) .....	91
--	----

### **Rozdział 2**

Efekt stycznia na polskim rynku akcji – występowanie i cykliczność ( <i>Jakub Keller</i> ) .....	103
--	-----

### **Rozdział 3**

Źródła ryzyka w działalności banku inwestycyjnego ( <i>Emilia Klepczarek</i> ) .....	115
--	-----

### **Rozdział 4**

Obciążenia podatkowe osób fizycznych w Polsce w świetle metodologii przybliżeń ( <i>Jakub Koziński, Katarzyna Kuta, Krzysztof Rudnicki</i> ) .....	131
--	-----

### **Rozdział 5**

Determinanty poziomu Warszawskiego Indeksu Giełdowego (WIG) w latach 2010–2012 ( <i>Bartłomiej Krzeczewski</i> ) .....	143
--	-----

### **Rozdział 6**

Rozmyta regresja wieloraka w modelowaniu dochodów rozporządzalnych w wybranych regionach UE w roku 2010 z wykorzystaniem elementów ekonometrii przestrzennej ( <i>Joanna Górna, Karolina Górna</i> ) .....	155
--	-----

**Rozdział 7**

FADN – Farm Accountancy Data Network – rola rachunkowości rolnej dla Unii Europejskiej ( <i>Damian Paprocki</i> ) .....	169
---	-----

**Rozdział 8**

Wykorzystanie innych dowodów jako metoda szacowania w ramach odstępiania od szacowania dochodu ( <i>Radosław Witeczak</i> ) .....	185
---	-----

**Rozdział 9**

Wykorzystanie metod porządkowania liniowego do analizy $\gamma$ -konwergencji giełd papierów wartościowych ( <i>Dagna Wleklińska</i> ) .....	195
--	-----

**III. NAUKI O ZARZĄDZANIU****Rozdział 1**

Rola <i>coacha</i> we współczesnym społeczeństwie – „przyjaciół” za pieniądze, promotor, inspirator? ( <i>Karolina Dąbrowska</i> ) .....	215
--	-----

**Rozdział 2**

Monitorowanie jakości procesu obsługi klienta na przykładzie mikroprzedsiębiorstwa handlowo-usługowego ( <i>Katarzyna Zofia Gdowska, Henryk Przekłasa</i> ) ...	227
---	-----

**Rozdział 3**

Proces <i>coachingu</i> . Próba systematyzacji pojęcia oraz klasyfikacja rodzajów <i>coachingu</i> ( <i>Eunika Jedynak</i> ) .....	243
--	-----

**Rozdział 4**

Obszary strategii czołowych polskich uniwersytetów w kontekście adekwatności do opracowania i wdrożenia <i>balanced scorecard</i> ( <i>Wojciech Kariozen</i> ) .....	257
--	-----

**Rozdział 5**

Strategia międzypokoleniowego transferu w świetle badań literaturowych oraz analiz empirycznych na przykładzie polskich przedsiębiorstw rodzinnych ( <i>Aleksandra Majda</i> ) .....	271
--	-----

**Rozdział 6**

Wzrost znaczenia ośrodków miejskich w Unii Europejskiej – analiza z perspektywy zarządzania procesem zmian ( <i>Aleksandra Olejnik</i> ) .....	291
--	-----

**Rozdział 7**

Rola kontroli podczas realizacji projektu w dziedzinie kultury ( <i>Agnieszka Orankiewicz</i> ) .....	301
---	-----

**Rozdział 8**

Wyniki sondaży przedwyborczych jako metoda manipulowania informacją – egzemplifikacja dla roku 2014 ( <i>Piotr Strożek</i> ) .....	313
--	-----

**Rozdział 9**

<i>Dropshipping</i> jako logistyczny model prowadzenia e-handlu ( <i>Dagmara Zajęc</i> ) .....	325
--	-----

## WSTĘP

W dzisiejszych czasach przed światem nauki stoją nowe wyzwania, będące efektem dynamicznych zmian otoczenia gospodarczego i społecznego. Dotyczą one także doktorantów i młodych naukowców zgłębiających tajniki dziedziny nauk ekonomicznych. Wynika to, po pierwsze, z faktu wielości dyscyplin wyodrębnionych w tej dziedzinie nauki – ekonomia, finanse i nauki o zarządzaniu – które są ze sobą ściśle powiązane i wzajemnie się przenikają. Po drugie, prowadzenie badań empirycznych jest trudne, zwłaszcza w naukach o zarządzaniu stosujących głównie badania jakościowe.

Obecnie coraz większą rolę w ocenie dorobku naukowego na potrzeby uzyskania stopnia doktora czy doktora habilitowanego przywiązuje się do projektów badawczych, których uzyskanie jest determinowane w dużej mierze dorobkiem publikacyjnym. Oznacza to, iż gwarancją powodzenia w rozwoju naukowym są dobre jakościowo publikacje, co z kolei wymaga ciągłego udoskonalania umiejętności pisania tekstów naukowych.

Taki cel przyświeca niniejszej publikacji, która jest szansą dla młodych naukowców, daje im możliwość przedstawienia swoich poglądów, opinii, wątpliwości, a przede wszystkim przestrzeń do dyskusji naukowej i prezentacji wyników swoich – bardzo często – pierwszych badań własnych.

Monografia, która mamy przyjemność przedstawić Szanownym Czytelnikom jest ósmym tomem publikacji z cyklu „Ekonomia i zarządzanie w teorii i praktyce”. Składają się na nią opracowania napisane przez doktorantów i młodych pracowników naukowych Wydziału Ekonomiczno-Socjologicznego i Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Łódzkiego oraz innych polskich uczelni. Podobnie jak w poprzednich edycjach, poszczególne rozdziały książki są poświęcone prezentacji wyników badań prowadzonych przez autorów dotyczących różnych aspektów funkcjonowania współczesnych gospodarek. Nawiązują one do aktualnych zjawisk obserwowanych w światowej i polskiej gospodarce. Bardzo ważnym wkładem w dyskusję na temat problemów gospodarczych są te rozdziały, w których zostały zaprezentowane wyniki własnych badań empirycznych.

Pomimo bardzo szerokiego spektrum zainteresowań naukowych autorów monografii, można wskazać trzy grupy zagadnień poruszanych w rozdziałach, mieszczących się w ramach trzech dyscyplin: ekonomii, finansów i nauk o zarządzaniu.

Pierwsza część książki – **Ekonomia** – obejmuje sześć rozdziałów. Tę część monografii zaczyna rozdział, w którym podjęta została próba oceny wskaźników nastawienia polityki pieniężnej w odniesieniu do polityki prowadzonej przez System Rezerwy Federalnej USA w latach 2008–2013. Autor konstruuje indeks nastawienia polityki monetarnej oraz przedstawia rekomendacje dla teorii i praktyki bankowości centralnej. Modelowanie procesów ekonomicznych napotyka różnego typu problemy. Przede wszystkim mogą pojawić się trudności z dostępem do danych, brakiem pewnych danych w ogóle czy brak możliwości przeprowadzenia



powtarzalnego eksperymentu naturalnego. Jednym ze sposobów rozwiązania problemu nieprecyzyjności wiedzy ekonomicznej jest skorzystanie z teorii zbiorów rozmytych. W drugim rozdziale autorka wykazuje, że użycie rozmytych metod modelowania regresji pozwala opisać badany proces w sposób bardziej zgodny z rzeczywistością.

Szkodliwy wpływ przestępczości na gospodarkę oraz jakość życia spowodował, że zjawisko to stało się jednym z nadrzędnych celów wielu państw. Istotną kwestią jest związek pomiędzy czynnikami ekonomicznymi i przestępczością, co jest obecnie celem nadrzędnym wielu prowadzonych badań. Autorka kolejnego rozdziału analizuje wpływ zmiennych ekonomiczno-społecznych na przestępczość. Należy podkreślić walory aplikacyjne takiego badania. Poznanie zmiennych determinujących zachowania przestępcze pozwala odpowiednio oddziaływać na poszczególne czynniki, co w konsekwencji może przyczynić się do zmniejszenia stopy przestępczości.

Funkcjonowanie przedsiębiorstwa na rynkach międzynarodowych niesie za sobą wiele wyzwań oraz ryzyk mających wpływ na jego działalność operacyjną. Jednym z najbardziej znaczących jest ryzyko związane z kursem walutowym. W następnym rozdziale zaprezentowano wpływ kursu walutowego na eksport sektora małych i średnich przedsiębiorstw w Polsce. Wskazano w nim również, w jaki sposób przedsiębiorstwa sektora MSP zarządzają ryzykiem walutowym.

Wynagrodzenie kadry kierowniczej najwyższego szczebla od lat jest tematem wielu badań naukowych. Jedną z przyczyn tak dużego zainteresowania tą tematyką były skandale korporacyjne z początku XXI wieku oraz ostatni kryzys finansowy, które wykazały, że czołowi menedżerowie otrzymywali ponadprzeciętne wynagrodzenie, niewspółmierne z wynikami ekonomicznymi osiąganymi przez spółki oraz sytuacją panującą na rynku. Autorka rozważań poświęconych tej problematyce dokonuje analizy polityki wynagradzania osób zarządzających w największych polskich spółkach notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie.

Ostatni rozdział pierwszej części książki poświęcono analizie jednego z kluczowych elementów warunkujących rozwój gospodarczy, którym jest odpowiednia infrastruktura. Przedstawiono w nim istotę infrastruktury transportowej, charakterystykę wybranych gałęzi transportu oraz analizę danych statystycznych dotyczących różnych gałęzi transportu pasażerskiego i towarowego w Unii Europejskiej, ze szczególnym uwzględnieniem Polski.

Druga część monografii – **Finanse** – zawiera osiem rozdziałów, w których poruszono zagadnienia związane z funkcjonowaniem współczesnych rynków finansowych oraz finansami publicznymi. Pierwszy z tych rozdziałów odnosi się do oceny funkcjonowania funduszy inwestycyjnych, będących kluczowymi „pośrednikami finansowymi” rynku finansowego. Zdolność funduszy do efektywnego realizowania ich funkcji powierniczych zależy między innymi od zakresu ujawnień na temat ich polityki inwestycyjnej. Autorka rozdziału dokonała analizy

porównawczej, dzięki której możliwa była identyfikacja i porównanie ujawnień dotyczących polityki inwestycyjnej w wybranych funduszach akcji. Problematyka efektywności rynków finansowych jest kontynuowana w następnym rozdziale, którego Autor podejmuje próbę sprawdzenia, czy tzw. „efekt stycznia” jest zjawiskiem możliwym do odnotowania na polskim rynku akcji. Analiza ta jest prowadzona w szerszym kontekście nawiązującym do twierdzeń formułowanych na gruncie ekonomii behawioralnej, które podejmują próbę wyjaśnienia licznych anomalii zachodzących w procesie inwestowania, zarówno na poziomie jednostkowego inwestora, jak i całego rynku.

Niezwykle ważną i aktualną problematykę badawczą podejmuje autorka rozdziału, w którym przeprowadzona została analiza funkcjonowania współczesnego banku inwestycyjnego, mająca na celu wskazanie najistotniejszych źródeł ryzyka w działalności tego rodzaju instytucji. Rozważania te mogą stanowić punkt wyjścia do dyskusji nad ograniczaniem niebezpieczeństwa związanego z niedoszacowaniem poziomu ryzyka oraz ukierunkowaniem zamian w systemach zarządzania i nadzoru nad podmiotami sektora bankowego.

Kolejny rozdział drugiej części książki, porusza kwestię przybliżeń w zakresie podatku dochodowego od osób fizycznych. Jego celem jest zasygnalizowanie szerszego problemu, jakim jest stosowanie odpowiedniej metodologii przybliżeń na tle zawyżania podatku dochodowego. W rozdziale zweryfikowano hipotezę mówiącą, że aktualnie stosowana metoda przybliżeń zwiększa obciążenia podatkowe obywateli w Polsce.

W dobie wielu zawirowań na rynkach finansowych, a także niskich poziomów stóp zwrotu oferowanych poprzez inwestycje w tradycyjne lokaty bankowe, coraz większego znaczenia nabierają inwestycje na rynku giełdowym. Są one jednak obciążone również znacznie wyższym ryzykiem w stosunku do wielu innych form inwestycji. Celem następnego rozdziału było wskazanie narzędzia, które umożliwiłoby opisanie zmienności indeksu WIG, a tym samym mogłoby przyczynić się do wspomagania procesu decyzyjnego w zakresie realnych inwestycji dokonywanych na polskim rynku kapitałowym.

Rachunkowość rolna zyskuje coraz większe znaczenie, z uwagi na zmieniający się nieustannie charakter rolnictwa. Współczesne gospodarstwo rolne staje się przedsiębiorstwem, które generuje stale wzrastające dochody. W tym kontekście istotnym problemem jest zmiana systemu opodatkowania polskiego rolnika. Odnosi się do tego rozdział, w którym przedstawiono metodologię systemu Farm Accountancy Data Network, która mogłaby zostać wykorzystana w procesie ustalania dochodu do opodatkowania w rolnictwie. Jeszcze w jednym rozdziale znajdujemy nawiązanie do problematyki podatkowej. Autor podkreśla w nim, że zmiany jakie wystąpiły w polskim systemie gospodarczym w wyniku transformacji ustrojowej spowodowały zwiększenie skali oszustw podatkowych. Jednym ze sposobów zwalczania nielegalnych działań podmiotów zobowiązanych do rozliczenia obciążeń podatkowych jest szacowanie podstawy opodatkowania.

W rozdziale tym przedstawiono teoretyczne uwarunkowania szacowania podstawy opodatkowania oraz odstępiania od szacowania. Zaprezentowano również wyniki badań własnych.

Ostatni rozdział drugiej części monografii powraca do problematyki funkcjonowania rynków kapitałowych. Podjęto w nim próbę wykorzystania metod taksonomicznych do klasyfikacji giełd papierów wartościowych, a następnie wykorzystując otrzymany taksonomiczny miernik rozwoju, weryfikacji hipotezy o występowaniu tzw.  $\gamma$ -konwergencji między parkietami. Przeprowadzone badanie miało również na celu potwierdzenie tezy, że w przyjętym horyzoncie czasowym można zaobserwować przesuwanie się środka finansowej ciężkości świata z Zachodu na Wschód.

Ostatnia część monografii – **Nauki o zarządzaniu** – składa się z ośmiu rozdziałów. Pierwszy z nich podejmuje kwestię roli *coacha* we współczesnym społeczeństwie. Autorka podkreśla w nim, że *coaching* może być dopełnieniem różnorodnych metod wspierania drugiego człowieka, natomiast nie jest on panaceum na wszystkie rozwojowe potrzeby człowieka. Zaprezentowane w rozdziale różnorodne podejścia do osoby *coacha* zostały tylko zasygnalizowane, a ich dokładna analiza otwiera możliwości i propozycje dotyczące dalszych badań tej tematyki. W kolejnym rozdziale przedstawiono problem monitorowania jakości procesu obsługi klienta w mikroprzedsiębiorstwie handlowo-usługowym, wykonywanego na podstawie diagnozowania poziomu zadowolenia klientów z procesu obsługi oraz zaprezentowano metodę badania jakości zastosowaną dla wspomnianego problemu.

Strategiczna karta wyników (*Balanced Scorecard* – BSC) jest narzędziem strategicznej rachunkowości zarządczej, którego zadaniem jest pomiar, ocena i komunikacja dokonań celem przełożenia strategii na działania. W przypadku uczelni wyższych zasadniczą barierą przy opracowywaniu i wdrażaniu BSC jest specyfika ich funkcjonowania, co znacząco utrudnia adaptację modeli ze świata biznesu i wymaga opracowywania modeli dostosowanych. Podkreśla to autor rozdziału, w którym dokonana została analiza obszarów strategii czołowych, polskich uniwersytetów oraz określenie ich adekwatności do opracowania i wdrożenia BSC w tych jednostkach.

Przedsiębiorczość rodzinna jako forma prowadzenia działalności gospodarczej buduje założenia rozwoju przedsiębiorczości i w wielu krajach świata tworzy naturalną dźwignię rozwoju społecznego oraz gospodarczego. Celem autorki kolejnego rozdziału książki było przedstawienie teoretycznych założeń strategii międzygeneracyjnego transferu władzy i własności. Autorka odwołuje się do wyników badań empirycznych, przedstawiających obecną sytuację rodzimych biznesów rodzinnych względem planowania, implementacji oraz przeprowadzania sukcesji, aby w ostatnim fragmencie ukazać rozbieżności pomiędzy literaturą przedmiotu a praktycznym podejściem do zarysowanej tematyki przez krajowe przedsiębiorstwa rodzinne.

W rozdziale na temat roli ośrodków miejskich w Unii Europejskiej z perspektywy zarządzania procesem zmian podkreśla się znaczenie spójnej i zrównoważonej europejskiej polityki miejskiej, która powinna przyczynić się do wzrostu konkurencyjności miast, regionów i krajów członkowskich Unii Europejskiej. Celem autorki następnego rozdziału było omówienie specyfiki i istoty kontroli w kulturze. Podjęto w nim próbę analizy różnych jej form, zarówno z punktu widzenia instytucji kontrolującej, jak i kontrolowanej organizacji. Ponadto zbadano zasady poprawności projektów kulturalnych prowadzonych w Polsce, a finansowanych z najczęściej wykorzystywanych źródeł, tj. funduszy europejskich, środków Ministerstwa Kultury i Dziedzictwa Narodowego oraz Polskiego Instytutu Sztuki Filmowej.

Rozprzestrzenianie się wiedzy oraz umiejętność jej absorpcji przyczynia się do wytwarzania długotrwałych przewag konkurencyjnych. Podmioty, które posiadają wiedzę i informację mogą nią manipulować i w wielu przypadkach zachodzi taki proceder. Wskazuje na to autor rozdziału, w którym, bazując na teorii władzy i teorii konfliktu, przedstawia przykłady podstępnych zagrywek stosowanych wobec opozycji, ale również potencjalnego elektoratu przez partie polityczne. Książkę kończy artykuł prezentujący model logistyczny sprzedaży, który jest *dropshipping*. Autorka dokonała w nim charakterystyki modelu *dropshippingu*, wskazała zalety i wady oraz możliwości wykorzystania w polskim sektorze e-biznesu.

Książka jest adresowana do osób, które interesują się problematyką nauk ekonomicznych. Zawarte w niej rozważania mogą być również przydatne dla nauczycieli akademickich oraz studentów kierunków ekonomia, zarządzanie, finanse i rachunkowości, stanowiąc lekturę uzupełniającą do wykładów kursowych i specjalizacyjnych.

Piotr Urbanek  
Ewa Walińska

### *Post Scriptum*

Tegoroczna publikacja ma szczególny charakter, ponieważ wpisuje się w obchody XX-lecia Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Łódzkiego. Kluczowym celem strategicznym Wydziału jest utrzymywanie wysokiej pozycji naukowej, a jednym z jego wyznaczników – interdyscyplinarne podejście do specjalizacji naukowo-badawczych. Dlatego też nadzór merytoryczny – wspólnie z Wydziałem Ekonomiczno-Socjologicznym UŁ – nad działaniami doktorantów i młodych pracowników naukowych podejmujących badania w różnych dyscyplinach (ekonomii, finansów, nauki o zarządzaniu), jest jedną z wielu aktywności Wydziału Zarządzania mających na celu realizację jego misji.

**I**

**EKONOMIA**

## TRADYCYJNE I RYNKOWE WSKAŹNIKI NASTAWIENIA POLITYKI MONETARNEJ. ANALIZA POLITYKI SYSTEMU REZERWY FEDERALNEJ W LATACH 2008–2014

### Wstęp

Polityka pieniężna, definiowana jako celowe działania podejmowane przez władze monetarne w celu kontroli podaży pieniądza, inflacji, kursu walutowego i stóp procentowych, odgrywa znaczącą rolę w kształtowaniu się koniunktury makroekonomicznej<sup>1</sup>. Zmieniając wartość instrumentów polityki monetarnej, bank centralny jest w stanie wpływać na wielkość zatrudnienia, produkcję i skalę wykorzystania czynników produkcji. Analizując decyzje banków centralnych dotyczących ich celów i używanych instrumentów, ekonomiści zwykli wyróżniać dwa nastawienia polityki monetarnej<sup>2</sup> (*monetary stance*): ekspansywne (akomodacyjne) i restrykcyjne<sup>3</sup>. Celem akomodacyjnej polityki monetarnej<sup>4</sup> jest pobudzenie koniunktury, tj. zwiększenie produkcji i zatrudnienia (nawet kosztem wzrostu cen). Z drugiej strony, prowadzenie restrykcyjnej polityki utożsamiane jest z chęcią „schładzania” koniunktury, wynikającego głównie z chęci ograniczenia presji inflacyjnych w gospodarce<sup>5</sup>.

O ile określenie dominującego nastawienia władz monetarnych jest relatywnie łatwe w kontekście wypowiedzi przedstawicieli banku centralnego<sup>6</sup>,

---

\* Doktorant, Katedra Makroekonomii, Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny, Uniwersytet Łódzki.

<sup>1</sup> F. Mishkin, *The Economics of Money Banking and Financial Markets*, Pearson Addison-Wesley, New York, 2004, s. 335–357.

<sup>2</sup> Nastawienie polityki monetarnej określane jest również jako jej „stan” lub jako poziom jej akomodacyjności/restrykcyjności.

<sup>3</sup> F. Mishkin, *The Economics...*, 335–357.

<sup>4</sup> Polityka monetarna nastawiona na stymulowanie koniunktury nazywana jest również „luźną” (*loose*). Decyzje o prowadzeniu akomodacyjnej polityki pieniężnej nazywane są więc często decyzjami o „luzowaniu polityki monetarnej”. Zwolenników akomodacyjnej polityki pieniężnej w bankach centralnych nazywa się często gołębiami (*doves*), podkreślając ich łagodny (w stosunku do inflacji) charakter.

<sup>5</sup> Restrykcyjną politykę pieniężną nazywa się często „ciasną” (ang. *tight*) a decyzje o jej wprowadzeniu „zacieśnieniem polityki monetarnej” (*monetary tightening*). Zwolenników takiej polityki w bankach centralnych nazywa się jastrzębiami (*hawks*).

<sup>6</sup> W praktyce może okazać się to problematyczne, jeśli komunikacja władz monetarnych jest niespójna. Sytuacja taka może mieć miejsce w przypadku dużego stopnia niezależności członków ciał kolegialnych odpowiedzialnych za prowadzenie polityki pieniężnej. Zob. D. Gerdesmeier, F.P. Mongelli, B. Roffia, *The Eurosystem, the US Federal Reserve and the Bank of Japan*, ECB Working Paper 2007, no. 742, s. 7–37.

określenie jej na podstawie instrumentów polityki pieniężnej jest bardziej problematyczne. Komentatorzy ekonomiczni oraz część ekonomistów, określając nastawienie polityki monetarnej, koncentrują się najczęściej na nominalnym poziomie głównej stopy procentowej banku centralnego (*central bank policy rate*)<sup>7</sup>. O ile podejście takie jest uzasadnione w czasach dobrej koniunktury, może się ono okazać niewystarczające w trakcie recesji. Określenie nastawienia polityki pieniężnej jest szczególnie problematyczne w sytuacji, w której nominalne stopy procentowe osiągają wartości bliskie zera. Sytuacja taka, określana często jako zerowe ograniczenie ilościowe (*zero lower bound*), powoduje utratę przez nominalne stopy procentowe wartości informacyjnej, sugerując tym samym konieczność zastosowania alternatywnych mierników stanu polityki monetarnej.

W artykule przybliżone zostały wskaźniki nastawienia polityki pieniężnej dominujące w literaturze oraz ich wartość w opisie polityki monetarnej Systemu Rezerwy Federalnej USA w latach 2008–2013. Autor konstruuje indeks nastawienia polityki monetarnej oraz przedstawia rekomendacje dla teorii i praktyki bankowości centralnej, nie oceniając prowadzonej polityki pieniężnej, skupiając się wyłącznie na określeniu wskaźników jej nastawienia.

## 1. Wskaźniki nastawienia polityki monetarnej w teorii ekonomii

Wymieniane w literaturze wskaźniki stanu polityki monetarnej dzielą się na tradycyjne i rynkowe<sup>8</sup>. Podstawową różnicą pomiędzy dwoma grupami jest sposób ich ustalania. Czynniki tradycyjne ustalane są przez władze monetarne na podstawie swoich preferencji. Przykładem tego typu czynników jest nominalna stopa procentowa banku centralnego, wartość aktywów banku centralnego i podaż pieniądza bazowego. Czynniki rynkowe powstają z kolei w wyniku decyzji wszystkich uczestników gospodarki, a na ich wysokość nie ma wpływu jedna osoba. Najpopularniejszymi wskaźnikami tego typu są wartości indeksów giełdowych, poziom nominalnego dochodu, oczekiwania inflacyjne i szerokie agregaty monetarne<sup>9</sup>.

---

<sup>7</sup> Stopa ta jest zazwyczaj krótkoterminową stopą procentową na rynku międzybankowym lub stopą lombardową, tj. stopą, po której bank centralny udziela zabezpieczonych pożyczek bankom komercyjnym.

<sup>8</sup> L. Christensen, *Market Monetarism – The Second Monetarist Counter Revolution*, 2011, s. 1–36 (niepubl.).

<sup>9</sup> Warto w tym miejscu zaznaczyć, że w powyższej klasyfikacji bez znaczenia jest to, kto publikuje wartości danego czynnika. Choć wartości nominalnego dochodu i szerokich agregatów monetarnych są obliczane przez instytucje rządowe, ich zdecentralizowany charakter sprawia, że zaliczają się one do wskaźników rynkowych. Innym wyznacznikiem nastawienia polityki monetarnej jest kurs walutowy. Ponieważ władze monetarne danego kraju mają jedynie częściowy wpływ na wartość swojej waluty, tematyka wpływu polityki pieniężnej na kurs walutowy wykracza poza ramy niniejszego artykułu.

## 1.1. Stopy procentowe banku centralnego

Dominującym wskaźnikiem nastawienia polityki monetarnej jest wysokość stóp procentowych. Wynika to bezpośrednio ze strategii celu inflacyjnego stosowanej przez większość banków centralnych. W strategii tej, nadrzędnym celem władz monetarnych jest stabilizowanie siły nabywczej pieniądza<sup>10</sup>. Strategia ta może być modyfikowana przez uwzględnienie w niej komplementarnych celów, związanych najczęściej ze stabilizacją koniunktury, dbaniem o wzrost gospodarczy i zapewnieniem stabilności systemu finansowego<sup>11</sup>.

Podstawowym instrumentem banku centralnego, tj. narzędziem służącym osiągnięciu celu polityki monetarnej, jest krótkoterminowa stopa procentowa. Manipulacja stopami procentowymi wpływa bezpośrednio na koszt finansowania na rynku międzybankowym i pośrednio na koszt kredytu dla przedsiębiorstw i konsumentów. Zmiana krótkoterminowych stóp procentowych ma więc pośredni wpływ na wielkość konsumpcji i inwestycji, a co za tym idzie poziom agregatowego popytu w gospodarce. Choć bank centralny może wpływać na poziom nominalnych wydatków w inny sposób<sup>12</sup>, kanał stóp procentowych pozostaje dominującym czynnikiem w mechanizmie transmisji monetarnej. Z tego powodu, zmiany w wysokości stóp procentowych są jednymi z najdokładniej śledzonych zmiennych ekonomicznych a ich publikacja jednym z najistotniejszych wydarzeń na rynku finansowym<sup>13</sup>.

Ze względu na postulowany kierunek wpływu na wielkość inwestycji, spadek stopy procentowej interpretowany jest zazwyczaj jako poluzowanie polityki monetarnej, wzrost jako jej zacieśnienie<sup>14</sup>. Ze względu na zerowe ograniczenie nominalnych stóp procentowych, ich zastosowanie jako wskaźnika nastawienia polityki monetarnej prowadzi do konstatacji, że luzowanie polityki pieniężnej nie może być kontynuowane w nieskończoność<sup>15</sup>. Jednocześnie, ze względu na brak

<sup>10</sup> F. Mishkin, *Monetary Policy Strategy*, The MIT Press, London 2007, s. 37–58.

<sup>11</sup> O ile nie zagraża to osiągnięciu podstawowego celu banku centralnego, tj. stabilizacji inflacji. Większość banków centralnych stosujących strategię celu inflacyjnego stara się kontrolować inflację jedynie w długim okresie, pozwalając jednocześnie na krótkookresowe odstępstwa od określonego celu.

<sup>12</sup> Na przykład poprzez zmiany w poziomie rezerwy obowiązkowej lub bezpośrednie zakupy aktywów na rynku, tzw. luzowanie ilościowe (*quantitative easing*).

<sup>13</sup> F. Mishkin, *Monetary Policy...*, s. 515–518.

<sup>14</sup> G. Mankiw, *Macroeconomics*, Worth Publishers, New York 2004, s. 396.

<sup>15</sup> Obniżenie stóp procentowych poniżej zera, skutkowało by powstaniem możliwości arbitrażu na rynku kredytowym. Zaciągnięcie ujemnie oprocentowanych kredytów umożliwiałoby osiągnięcie (wolnego od ryzyka) dochodu przez utrzymywanie uzyskanych środków w gotówce. Teoria ta zakłada, zgodnie z praktyką współczesnej bankowości, zerowe oprocentowanie bazy monetarnej. Oprocentowanie pieniądza bazowego może być jednak ujemne. Zob. W.H. Buiter, *Overcoming the Zero Bound on Nominal Interest Rates: Gesell's Currency Carry Tax vs. Eisler's Parallel Virtual Currency*, 2005 (niepubl.).



ograniczeń przy podnoszeniu stóp procentowych, polityka monetarna może zawsze być zacieśniona. Obniżka (podwyżka) stóp procentowych nie oznacza, że polityka monetarna jest ekspansywna (restrykcyjna). Aby to ocenić należy odnieść wysokość rynkowej stopy procentowej do wielkości zapewniającej neutralność polityki pieniężnej. Najczęściej w tym celu stosuje się stopę procentową wynikającą z reguły Taylora<sup>16</sup>.

## 1.2. Podaż pieniądza bazowego i bilans banku centralnego

Kolejnym tradycyjnym wskaźnikiem stanu polityki monetarnej jest podaż pieniądza bazowego<sup>17</sup>. W standardzie papierowym decyzja o zmniejszeniu lub zwiększeniu ilości pieniądza bazowego w gospodarce pozostaje w rękach banku centralnego<sup>18</sup>. Zmiany w podaży pieniądza polegają na zakupie i sprzedaży aktywów na rynku. Zgodnie z ilościową teorią pieniądza, zwiększenie podaży pieniądza interpretowane jest jako poluzowanie polityki monetarnej, zmniejszenie oznacza z kolei zacieśnienie polityki. Zakładając stały poziom popytu na pieniądź<sup>19</sup>, jakiegokolwiek zmiany w podaży pieniądza bazowego powodują analogiczny wzrost nominalnego popytu. O ile w długim okresie wzrost podaży pieniądza powoduje jedynie wzrost cen<sup>20</sup>, ze względu na istnienie sztywności nominalnych, w krótkim okresie zwiększone wydatki nominalne przyczyniają się do wzrostu realnej produkcji.

---

<sup>16</sup> Innym podejściem jest oszacowanie naturalnej stopy procentowej. Oszacowanie naturalnej stopy procentowej dla gospodarki amerykańskiej jest jednak skomplikowane i wykracza poza ramy niniejszego artykułu. Zob. M. Brzoza-Brzezina, *Estimating the Natural Rate of Interest: A SVAR Approach*, National Bank of Poland Working Papers 2002, no. 27, s. 3–18; Zob. także J. Taylor, *Discretion versus Policy Rules in Practice*, „Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy” 1993, no. 39, s. 195–214.

<sup>17</sup> Pieniądza, w którym denominowane są substytuty pieniądza emitowane przez sektor finansowy. Więcej na temat klasyfikacji pieniądza zob. L. von Mises, *Theory of Money and Credit*, Yale University Press, New Haven 1953, s. 482–483.

<sup>18</sup> Dotyczy to wyłącznie systemów, w których podaż pieniądza nie jest bezpośrednio związana z towarem rezerwowym lub inną walutą. O ile współczesne banki centralne zwiększając podaż pieniądza dokonują tego zazwyczaj przez kanał kredytowy, tj. pożyczając pieniądze bankom, nie jest to konieczne. Bank centralny może zwiększyć podaż pieniądza nie dokonując jakiegokolwiek transakcji. Aby tego dokonać bank centralny może wysłać nowo wydrukowane banknoty do wybranych osób w gospodarce.

<sup>19</sup> Popyt na pieniądź ( $M^d$ ) może być rozumiany, jako odwrotność szybkości obiegu pieniądza ( $V$ ). Zmiany podaży pieniądza ( $M$ ), przy stałej szybkości obiegu są tożsame ze wzrostem nominalnego dochodu. Relację tę można zapisać za pomocą równania wymiany:  $MV = PY$ , gdzie  $P$  – poziom cen,  $Y$  – realny dochód,  $PY$  – nominalny dochód.

<sup>20</sup> Zjawisko to nazywane jest neutralnością pieniądza, zob. S. Horwitz, *Microfoundations and Macroeconomics*, Routledge, New York 2003, s. 11–12.

Według monetarystów zmiany w podaży pieniądza są lepszym wyznacznikiem nastawienia w polityce monetarnej niż stopy procentowe<sup>21</sup>. Friedman uważał nawet, że niskie stopy procentowe są zazwyczaj wyznacznikiem restrykcyjnej a nie ekspansywnej polityki monetarnej<sup>22</sup>. Przyczyną takiego stanu rzeczy może być niski popyt na kredyt, spowodowany negatywnymi oczekiwaniami dotyczącymi przyszłego dochodu. W sytuacji tej ekspansywna polityka monetarna, polegająca na bezpośrednim zakupie aktywów przez bank centralny, przyczynia się do wzrostu oczekiwanego nominalnego dochodu i przyszłej inflacji. Przy stałej, determinowanej niemonetarnymi czynnikami realnej stopie procentowej<sup>23</sup>, wzrost oczekiwanej inflacji oznacza wzrost nominalnych stóp procentowych w teraźniejszości<sup>24</sup>. Według monetarystów, w celu pobudzenia gospodarki pogrążonej w recesji, bank centralny nie powinien koncentrować się na utrzymywaniu niskich stóp procentowych, skupiając się zamiast tego na zwiększaniu podaży pieniądza.

Z podażą pieniądza bazowego związana jest bezpośrednio wysokość aktywów banku centralnego. Wyemitowane monety i banknoty, rezerwy banków komercyjnych i inne depozyty utrzymywane przez władze monetarne składają się na pasywa banku centralnego. Zwiększenie podaży pieniądza powoduje więc jednoczesne zwiększenie aktywów banku centralnego.

### 1.3. Oczekiwana inflacja i wysokość indeksów giełdowych

Nastawienie polityki pieniężnej widoczne jest również w wysokości oczekiwanej inflacji<sup>25</sup>. Im bardziej ekspansywna jest polityka monetarna tym wyższy oczekiwany poziom cen w przyszłości. Działanie tego mechanizmu jest relatywnie proste: nadwyżka podaży pieniądza (nad popytem na pieniądź) powoduje wzrost popytu na dobra i usługi, co w prowadzi (*ceteris paribus*) do wzrostu

---

<sup>21</sup> M. Friedman, A.J. Schwartz, *A Monetary History of the United States, 1867–1960*, Princeton University Press, Princeton 1963.

<sup>22</sup> Friedman nazywa przekonanie o ekspansywnym charakterze niskich stóp procentowych „mitem stopy procentowej” (*interest rate fallacy*). M. Friedman, *Reviving Japan*, „Hoover Digest” 1998, no. 2, s. 1–2.

<sup>23</sup> J. Hirshleifer, *Investment, Interest, and Capital*, Prentice-Hall, New York 1970, s. 135–138.

<sup>24</sup> Wniosek ten jest wynikiem bezpośrednio z równania Fishera:  $i = r + \pi(e)$ , gdzie  $i$  to nominalna stopa procentowa,  $r$  – realna stopa procentowa,  $\pi(e)$  oczekiwana inflacja. Jeśli oczekiwania dotyczące przyszłości są na tyle negatywne, że oczekiwana deflacja cenowa (jej wartość bezwzględna) jest wyższa od realnej stopy procentowej, w celu zapewnienia równowagi w gospodarce, nominalna stopa procentowa musi spaść poniżej zera – co jest niemożliwe. W rezultacie, spaść musi realna stopa procentowa a co za tym idzie, ceny aktywów. Zob. D. Glasner, *The Fisher Effect Under Deflationary Expectations*, 2011 (niepubl.).

<sup>25</sup> Koncepcja inflacji opisywana w niniejszym artykule jest tożsama z indeksem CPI. W praktyce inflacja mierzona jest na wiele sposobów. Konkurencyjne miary inflacji w różnym stopniu oddają nastawienie polityki monetarnej. Zob. M. Gamrot, *Analiza konkurencyjnych miar inflacji w kontekście optymalnej polityki monetarnej*, 2013 (niepubl.).