Zeszyty Naukowe
Wyższej Szkoły Bankowej w Poznaniu
2013, t. 48, nr 3

Tadeusz Miruszewski

Wyższa Szkoła Bankowa w Gdańsku,
Katedra Ekonomii

Operacje zasilania w płynność Europejskiego Banku Centralnego w latach 2009-2012

Streszczenie. *W warunkach narastania kryzysu finansowego w strefie euro po 2008 r. Europejski Bank Centralny (EBC) wprowadza szereg niestandardowych procedur i instrumentów regulacyjnego zarządzania płynnością. Tradycyjne procedury i instrumentarium zasilania w płynność ulegają po 2010 r. stopniowej ewolucji, gdy przedsięwzięcia programu „nadzwyczajnego wsparcia kredytowego" dla sektora bankowego uzupełnione zostają długoterminowymi operacjami refinansującymi (LTRO), programem zakupu obligacji zabezpieczonych (CBPP) oraz programem rynku papierów wartościowych (SMP). Ten model strukturalnej regulacji płynności, obok stabilności antydeflacyjnej i antyrecesyjnej, warunkuje skuteczną transmisję impulsów polityki monetarnej przy niskim poziomie stóp procentowych i – w konsekwencji – rosnącym spekulacyjnym popycie na pieniądz, czyli w warunkach zbliżonych do tradycyjnie rozumianej „pułapki płynności".*

Słowa kluczowe: *Europejski Bank Centralny, polityka monetarna, płynność banków*

1. Wprowadzenie

Cele, instrumentarium i formułę procedur realizacji modelu polityki monetarnej Europejskiego Banku Centralnego (EBC) od sierpnia 2007 r., a w szczególności po upadku banku Lehmann Brothers we wrześniu 2008 r., wyznaczają wewnętrzne i zewnętrzne uwarunkowania. Szczególną rolę odegrały wśród nich kryzysowe wstrząsy na globalnych rynkach finansowych w konsekwencji załamania na amerykańskim rynku kredytów hipotecznych *subprime*. Procesom globalizacji rynków finansowych towarzyszą zjawiska *globalizacji nierównowag*, identyfikowane jako: a) nierównowagi popytowo-towarowe, których skutkiem jest wzrost zmienności w warunkach szoków podażowych i wyższy poziom tempa

inflacji; b) szoki popytowe o charakterze wstrząsów cenowych, którym towarzyszą szoki asymetryczne o charakterze monetarnym; c) nierównowagi finansowo-walutowe oraz monetarno-kursowe, gdy zakres i dynamika odchyleń realnych kursów głównych walut wykracza poza długookresowy trend i pasmo krótkookresowych wahań o charakterze spekulacyjnym.

Można zatem przyjąć, że formuła reakcji podmiotów odpowiedzialnych za makroekonomiczne zarządzanie kryzysem finansowym i ryzykiem makroekonomicznym w strefie euro, a także stan kompetencyjno-organizacyjny podmiotów instytucjonalnych i prawnych uregulowań w zakresie nadzoru makroostrożnościowego rynku finansowego obszaru strefy euro w warunkach narastających globalnych wstrząsów kryzysowych, determinuje potrzebę szerszego zastosowania narzędzi i procedur niestandardowych.

W przypadku niektórych gospodarek strefy euro kryzys finansowy przerodził się w 2010 r. w kryzys zadłużenia sektora publicznego, gdy jednocześnie w trzech krajach (Grecja, Irlandia, Portugalia) dramatyczny wymiar długu publicznego i poziomu deficytu budżetowego oraz brak zdolności regularnej jego obsługi tradycyjną emisją instrumentów dłużnych na rynkach finansowych zmusił władze tych krajów do bezprecedensowego przedsięwzięcia ratunkowego – zwrócenia się do instytucji Unii Europejskiej (Komisji Europejskiej, Europejskiego Funduszu Stabilności Finansowej i EBC) oraz do Międzynarodowego Funduszu Walutowego o udzielenie kredytowej pomocy finansowej (tzw. *bailout*). W tych warunkach adekwatnemu przeformułowaniu ulega także model, instrumentarium i formuła realizacji polityki monetarnej EBC, gdy charakterystyczne dla pierwszego etapu działań stabilizacyjnych (lata 2007-2009) zasilanie sektora bankowego strefy euro w płynność, a szczególnie pierwsze niestandardowe działania regulacyjno-stabilizacyjne Eurosystemu, uzupełniono o instrumenty regulacyjne ukierunkowane na wspieranie stabilizowania fiskalnego. Analiza nowej formuły modelu polityki monetarnej EBC w zakresie zasilania w płynność po 2009 r. jest treścią rozważań niniejszego artykułu.

2. Triada polityki monetarnej EBC: cel inflacyjny – zasilanie w płynność – stabilność finansowa

Do 2007 r., czyli w okresie poprzedzającym obecny kryzys finansowy, banki centralne gospodarek krajów rozwiniętych realizowały model polityki pieniężnej w powiązaniu ze strategią finalnego bezpośredniego celu inflacyjnego (BCI). Strategię tę powszechnie zaadaptowano w modelach polityki monetarnej jako uniwersalnie skuteczną, zarówno w stabilizowaniu inflacji, jak również w przywracaniu i utrzymaniu stabilności makroekonomicznej. Procesy kryzysu finansowego w strefie euro, w dwóch głównych fazach jego rozwoju, czyli początkowo

Rys. 1. Tempo inflacji HICP w strefie euro (r/r)

Źródło: dane EBC, http://sdw.ecb.europa.eu/home.do?chart=t1.1 [7.11.2012].

w latach 2007-2010, gdy szybko narastający niedobór płynności na rynkach pieniężnych, w powiązaniu z dominującą awersją do ryzyka, przekształcił się – jako faza druga – po 2011 r. w kryzys finansów publicznych, gdy zakłócenia strukturalne na rynkach finansowych (wahania cen i rentowności instrumentów dłużnych) nie stanowią przesłanki do zmiany usytuowania BCI w strategii polityki monetarnej Europejskiego Banku Centralnego jako celu finalnego.

Możemy zatem przyjąć hipotezę, że polityka zasilania w płynność w ramach standardowych i niestandardowych operacji Eurosystemu, generując kontrolowane saldo nadwyżkowe nierozliczonych transakcji w systemie bankowym strefy euro, umożliwia jednocześnie realizację polityki dostarczania „płynności fiskalnej", w uzupełnieniu polityki regulacji płynności rynku pieniądza, m.in. poprzez stabilizowanie segmentu rynku instrumentów długu w warunkach braku unii fiskalnej i unii bankowej.

Doświadczenia realizacji polityki monetarnej w pierwszej fazie kryzysu, wnioski i syntezy formułowane na gruncie teorii polityki pieniężnej i realizowanych badań empirycznych w odniesieniu do grupy gospodarek rozwiniętych wskazują, że zasadniczym wyzwaniem, a jednocześnie ważnym kryterium skuteczności, okazał się dla polityki pieniężnej wyjątkowo silny szok recesyjny sfery realnej w reakcji na kryzys w systemie finansowym, gdy polityka pieniężna utraciła oczekiwaną możliwość jego zneutralizowania[1]. Mechanizm i obszary trans-

[1] F.S. Mishkin, *Monetary Policy Strategy. Lessons from the Crisis,* NBER Working Paper No. 16755, MIT, Washington DC, February 2011.

misji wstrząsów kryzysowych nie stanowią jednak przesłanki do zasadniczej zmiany poglądu o roli BCI w polityce monetarnej. Stąd, mimo generalnie dominujących pozytywnych ocen skuteczności stosowania strategii BCI (rys. 1), szczególnie dla uniknięcia recesyjnej deflacji i pułapki płynności w warunkach wstrząsów kryzysowych, nieskuteczność stabilizacyjna polityki pieniężnej w odniesieniu do sfery realnej w warunkach tradycyjnego, standardowego modelu obecnie wskazuje równocześnie na potrzebę zmian i uzupełnienia wybranych obszarów uregulowań i instrumentarium rozwiązaniami dotychczas uznawanymi za niestandardowe, a częstokroć nawet w potocznym rozumieniu za niedopuszczalne (skup skarbowych instrumentów dłużnych).

Przypomnijmy, że wypełniając swój, zdefiniowany w Traktacie ustanawiającym Wspólnotę Europejską (art. 105 Traktatu), mandat utrzymania stabilności cen w unii walutowej, EBC wspierać może jednocześnie ogólną politykę gospodarczą w całej Wspólnocie, jednak pod warunkiem, że działania i cele te, np. „stały i bezinflacyjny wzrost gospodarczy" lub „wysoki poziom zatrudnienia", nie kolidują z zadaniami i celami Eurosystemu. Należy podkreślić jednocześnie, że badania empiryczne wielokrotnie potwierdziły negatywną korelację (o zróżnicowanym nasileniu) między tempem inflacji i wzrostem gospodarczym (PKB). W przypadku strefy euro stała inflacja na poziomie 100 punktów bazowych łączy się ze spadkiem o 10 do 30 punktów bazowych tempa wzrostu produkcji[2]. Średnia stopa inflacji HICP w gospodarkach strefy euro (gospodarkach, które później ją utworzyły) dla lat 1996-2000 wyniosła 1,6%, zaś dla lat 2001-2010 2,0%, czyli zgodnie z celem inflacyjnym.

W treści Traktatu o funkcjonowaniu Unii Europejskiej (2010 r.), w art. 127 ust. 1 oraz art. 282 ust. 2, stwierdzono jednocześnie, że głównym celem Europejskiego Systemu Banków Centralnych (ESBC), w skład którego, przypomnijmy, wchodzą, oprócz Europejskiego Banku Centralnego (EBC), także krajowe banki centralne państw Unii, jest utrzymanie stabilności cen. Również dla krajowych banków centralnych strefy euro, które występują w podwójnej roli, czyli wraz z EBC tworzą ESBC i jednocześnie wchodzą w skład Eurosystemu, zakres celów i instytucjonalne usytuowanie określono w sposób podobny.

Sposobem, w jaki EBC przyczynia się do realizacji tak określonych celów i realnych zmian, jest realizowanie polityki pieniężnej stwarzającej monetarne stabilne środowisko dla realizacji zadań i celów gospodarczych. W warunkach, gdy nawet najbardziej skuteczna polityka pieniężna ma ograniczone możliwości oddziaływania na procesy zmian i współzależności w obszarze kategorii sfery realnej, dominująca jest rola polityki fiskalno-budżetowej i strukturalnej. Wstrząsy kryzysowe po 2007 r., szczególnie w warunkach towarzyszącego im szybkiego

[2] ECB, *Monthly Bulletin,* May 2008, s. 75-77, www.ecb.int/pub/pdf/mobu/mb200805en.pdf [12.09.2012].

i głębokiego załamania w sferze realnej, postawiły zarówno zakres funkcjonalnej kompetencji EBC, jak również strategię BCI w nowym, postulatywno-teoretycznym kontekście.

Jakkolwiek EBC uniknął formułowanych, często otwarcie, ocen i krytycznych opinii pod adresem niektórych banków centralnych (m.in. Systemu Rezerwy Federalnej w USA), że ich błędy w istotny sposób przyczyniły się do wybuchu kryzysu[3], otwarta pozostaje kwestia zakresu i kierunków modyfikacji modelu i instrumentów jego polityki monetarnej. Wymóg przewidywalności, czytelności zmian i celów oraz spójności w polityce monetarnej odnosi się bowiem nie tylko do bieżąco podejmowanych decyzji i przedsięwzięć, lecz także, a raczej przede wszystkim, do realizowanej strategii, jej celów, instrumentów i kierunków. Wśród najważniejszych propozycji zastąpienia BCI w warunkach kryzysu, lub bezpośrednio po jego ustąpieniu, wskazać można:

– podwyższenie celu inflacyjnego, gdy w warunkach wstrząsów kryzysowych realne pozostaje ryzyko utraty przez bank centralny wiarygodności, ponieważ oczekiwania inflacyjne utraciłyby stabilnościowe zakotwiczenie[4],

– przejście na cel nominalnego PKB, jednak wówczas obawy przed powrotem wysokiej dynamiki inflacji powróciłyby, wraz z dekompozycją logiki oczekiwań inflacyjnych,

– przechodzenie na cel stabilizowania poziomu cen (*price-level targeting*), co oznaczałoby kompensowanie zmianami stóp procentowych każdorazowych odchyleń poziomu cen od przyjętej ścieżki celu.

Przyjęte w polityce monetarnej EBC rozwiązania i kierunki modyfikacji modelu realizowanej polityki potwierdzają, że skuteczność polityki monetarnej, niezależnie od formuły celu finalnego, celów operacyjnych, a także strategii i instrumentów jego realizacji, determinowana jest ostatecznie skutecznością w transmisji impulsów (decyzji) polityki monetarnej do gospodarki. Uzupełnienie modelu i uregulowań polityki monetarnej instrumentami, rozwiązaniami i przedsięwzięciami niestandardowymi oznacza także, że jednocześnie instrumenty i regulacje standardowe, tradycyjne, uprzednio stosowane, pozostają jako rękojmia stabilnej kontynuacji dotychczasowych skutecznych rozwiązań.

Kryzys ostatnich kilku lat pokazał bowiem, że skuteczność realizacji celu inflacyjnego nie musi automatycznie implikować stabilnego funkcjonowania systemu finansowego[5]. W skrajnej sytuacji może dojść do konfliktu celów pomiędzy stabilnością inflacyjną i stabilnością finansową, co dla banków centralnych ozna-

---

[3] A. Wojtyna, *Banki centralne po kryzysie: czy konieczne są zmiany instytucjonalne w strategii bezpośredniego celu inflacyjnego?*, „Gospodarka Narodowa" 2012, nr 7-8, s. 46.

[4] O. Issing, *Lessons for Monetary Policy: What Should the Consensus Be?*, IMF Working Paper, WP/11/97, April 2011.

[5] *Współczesna bankowość centralna*, red. W.L. Jaworski, A. Szelągowska, CeDeWu, Warszawa 2012, s. 113-114.

cza zaangażowanie w nadzór makroostrożnościowy nad systemem finansowym[6]. Współczesny kryzys oznacza dla makroekonomicznej podmiotowości banków centralnych ukształtowanie, obok wiarygodności podmiotowo-inflacyjnej płaszczyzny, potrzeby stabilności podmiotowo-stabilizacyjnej, czyli, obok działań ukierunkowanych na zasilanie w płynność, trwały system „zasilania w stabilność" systemu finansowego.

Prowadzenie polityki pieniężnej, przy równoczesnym wspieraniu stabilności systemu finansowego, stanowi w warunkach współczesnej formuły regulacji finansowej warunek niezakłóconej transmisji impulsów polityki monetarnej, zarówno w relacjach z rynkami pieniężnymi, jak i w odniesieniu do sfery realnej. Okres po 2008 r. dla większości banków centralnych, a w przypadku EBC narastanie destabilizacji po wybuchu kryzysu w sektorze finansów publicznych w 2010 r., oznacza standardowe sprzężenie tych dwóch celów w realizowanej polityce. W uregulowaniach Traktatu o funkcjonowaniu Unii Europejskiej (2010 r.) nie wyposażono jednak Europejskiego Banku Centralnego w jednoznacznie określone kompetencje nadzorcze, a także później, gdy w procesie wypracowania modelu reform instytucjonalnych nadzoru mikro- i makroostrożnościowego regulacje te pozostały tylko częściowo wprowadzone. Należy przy tym podkreślić, że cel i kwestie podmiotowych kompetencji w odniesieniu do stabilizowania systemu finansowego odmiennie ujęto w aktach prawnych regulujących funkcjonowanie banków centralnych należących do ESBC.

W statucie ESBC/EBC brak jest precyzyjnych zapisów regulujących podmiotowo-funkcjonalny zakres działań stabilizacyjnych[7]. Określając cele i zadania ESBC w zakresie stabilności systemu finansowego, art. 3.1 Protokołu w sprawie statutu ESBC i EBC określa je jako przyczynianie się do płynnego funkcjonowania systemów płatniczych. W zakresie swych kompetencji ESBC przyczynia się do należytego wykonywania polityk prowadzonych przez właściwe władze w odniesieniu do nadzoru ostrożnościowego nad instytucjami kredytowymi i do stabilności systemu finansowego (art. 3.3 Protokołu).

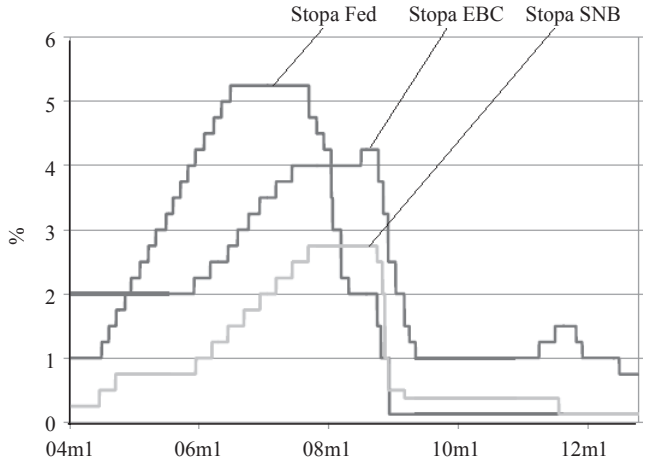
Stabilizacja systemu finansowego jednocześnie ściśle łączy się z kompetencjami nadzoru finansowego, lecz analiza tendencji zmian instytucjonalnych w latach przedkryzysowych wskazuje na dominujące zjawisko przenoszenia kompetencji w zakresie nadzoru finansowego z banków centralnych do niezależnych organów nadzorczych[8]. Mimo to część kompetencji nadzorczych przekazano w Unii Europejskiej do Europejskiego Systemu Banków Centralnych, do

---

[6] J. Weidmann, *Der Euro verlangt eine Stabilitätsunion,* „Süddeutsche Zeitung", 27 czerwca 2012 r.

[7] A. Matysek-Jędrych, *Rola banków centralnych w działaniach na rzecz stabilności finansowej*, cz. I, „Bank i Kredyt" 2011, nr 3, s. 19.

[8] ECB, *The Role of Central Banks in Prudential Supervision*, 2001, www.ecb.int/pub/pdf/other/prudentialsupcbrole_en.pdf [11.9.2012].



Rys. 2. Zmiany stóp procentowych banków centralnych w okresie kryzysu

Źródło: opracowanie własne, dane banków centralnych.

kompetencji podmiotu nadzoru makroostrożnościowego, jakim jest Europejska Rada ds. Ryzyk Systemowych (European Systemic Risk Board), co w obecnych warunkach można uznać za istotne uzupełnienie funkcji stabilizacyjnych ESBC, a jednocześnie traktować w kategoriach daleko idącego kompromisu geopolitycznego. Członkami Rady Generalnej ERRS (General Board) są m.in.: prezesi banków centralnych państw Unii Europejskiej, prezes oraz wiceprezes EBC, członek Komisji Europejskiej oraz przewodniczący Europejskiego Urzędu Nadzoru (EBA).

Już od 2006 r. EBC pośrednio nadzorował wybrane grupy banków zdefiniowanych jako systemowo istotne (*large and complex banking groups* – LCBG), a dzięki temu przygotowano, z punktu widzenia możliwości weryfikacji i analizy ich sprawozdań finansowych i adekwatności kapitałowej, funkcjonowanie tej grupy w zintegrowanych strukturach (unia bankowa). Problemem jest – z punktu widzenia zintegrowanego nadzoru – pozostawanie grupy krajów poza strukturami strefy euro. Pomimo różnic zdań i narodowych separatystycznych postaw w kwestii zintegrowania nadzoru, rozwiązanie rozgraniczające nadzór mikro- i makroostrożnościowy, a jednocześnie przekazanie kompetencji makroostrożnościowych do struktur instytucjonalnych stworzonych na podstawie doświadczenia i kompetencji EBC, zostało powszechnie w obecnej sytuacji zaakceptowane.

Ważnym aspektem działań stabilizacyjnych pozostaje obecnie międzynarodowa koordynacja przedsięwzięć w zakresie polityki pieniężnej, głównie w celu zapobieżenia efektom „zarażania niestabilnością". Znamiennym przykładem może być skoordynowane zdecydowane obniżenie poziomu stóp bazowych ban-

ków USA, Szwajcarii, EBC (a także Szwecji, Wielkiej Brytanii i Kanady) w dniu 8 października 2008 r. (rys. 2). Równocześnie szereg skoordynowanych przedsięwzięć interwencyjno-stabilizacyjnych dotyczyło rynków walutowych, w tym także transakcji *swap*.

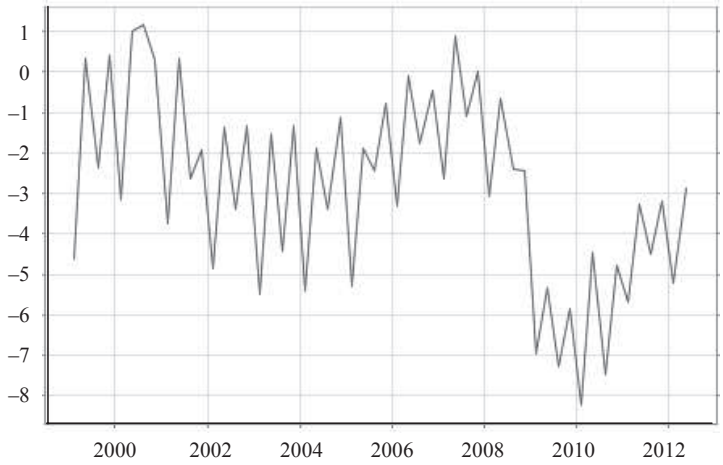
3. Zasilanie w płynność w warunkach kryzysu finansów publicznych

Działania podejmowane w ramach polityki pieniężnej banków centralnych determinowane są obecnie w istotnym zakresie realizowaną w poszczególnych gospodarkach strefy euro polityką fiskalno-budżetową[9]. W strefie euro polityka fiskalno-budżetowa pozostaje nadal w suwerennej gestii decyzji władz narodowych, zaś polityka pieniężna kształtowana i realizowana jest przez Europejski Bank Centralny. Mimo to skutki decyzji podejmowanych przez władze poszczególnych krajów w obszarze polityki fiskalnej przekładają się na sytuację makroekonomiczną wielu innych gospodarek w strukturach gospodarek strefy euro, stąd także polityka fiskalna podlega – zgodnie z Traktatem – na szczeblu ugrupowania swoistym regulacjom i koordynacji. Przejawem tego są sformułowane w kryteriach konwergencji wymogi uporządkowanej („zdrowej") polityki fiskalno-budżetowej, a także zapisy o procedurach nadmiernego deficytu zgodnie z zapisami Paktu stabilności i wzrostu (1997 r.).

Dzisiejsze problemy związane z kryzysem finansów publicznych strefy euro warto ocenić w kontekście błędów popełnionych w polityce gospodarczej, a z drugiej strony – nadmiernego liberalizmu w identyfikowaniu tych problemów na szczeblu kompetentnych organów Unii w pierwszej połowie minionej dekady, przy uznaniowości i elastyczności w stosowaniu dyscyplinujących reguł Paktu.

Wprawdzie w okresie poprzedzającym powstanie (1.01.1999 r.) Unii Gospodarczej i Walutowej (UGW) zredukowano deficyty budżetowe krajów wchodzących do strefy euro do poziomu wyznaczonego kryteriami konwergencji z Maastricht, czyli 3% PKB, lecz w wielu krajach, m.in. w Niemczech i Francji, wskutek pogorszenia koniunktury wskaźnik ten w kilku następnych latach zaczął szybko wzrastać. Przypomnijmy, że deficyty te już w 2002 r. wyniosły w Niemczech 3,7% PKB, we Francji 3,2% PKB; w 2003 r. w Niemczech 4,0% PKB, we Francji 4,1% PKB; w 2004 r. w Niemczech 3,8 % PKB, we Francji 3,6% PKB. Sytuacja ta spowodowała wystąpienie przez Komisję Europejską do Rady Unii Europejskiej o wszczęcie procedury nadmiernego deficytu.

[9] T. Miruszewski, *Polityka monetarna Europejskiego Banku Centralnego w warunkach niestabilności fiskalno-budżetowej gospodarek krajów strefy euro po roku 2008*, w: *Wyzwania dla uczestników rynków finansowych w obliczu współczesnego kryzysu ekonomicznego*, red. J. Stachurska-Targosz, J. Szostak, „Zeszyty Naukowe WSB w Poznaniu" 2011, nr 35, s. 416.



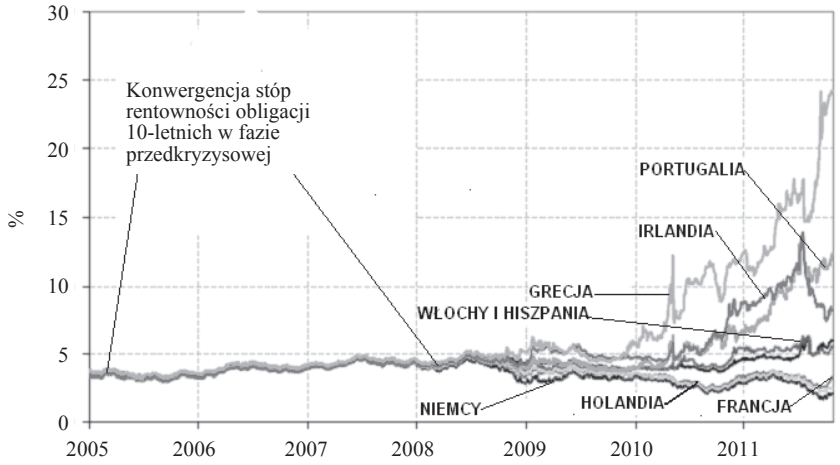
Rys. 3. Deficyt budżetowy (lub nadwyżka) krajów strefy euro (% PKB)

Źródło: dane EBC, http://sdw.ecb.europa.eu/home.do?chart=t1.10 [2.11.2012].

Wniosek ten został jednak odrzucony na posiedzeniu Rady Ecofin, co oznaczało zawieszenie procedury nadmiernego deficytu, zaś wskutek dyskusji, inicjowanych głównie przez środowiska polityczne zainteresowanych krajów, wiosną 2005 r. dokonano częściowej reformy Paktu stabilności i wzrostu[10]. Skutkiem tych zmian, oznaczających większe uelastycznienie procedur i złagodzenie potencjalnych sankcji, była dekompozycja dyscyplinujących reguł w polityce fiskalno-budżetowej gospodarek strefy euro, a także znaczny zakres subiektywnej tolerancji w ocenie czynników i zakresu nierównowagi fiskalnej (rys. 3). Dramatyczne załamanie równowagi finansów publicznych gospodarek strefy euro w połowie 2010 r. było w istotnym stopniu skutkiem kryzysu finansowego, lecz jednocześnie efektem braku konsekwencji w egzekwowaniu traktatowych zasad konieczności utrzymywania zrównoważonych finansów publicznych w fazie pomyślnej koniunktury, w działaniach nadzorujących zarówno ze strony organów Unii Europejskiej, jak i pozbawieniu EBC stabilizacyjno-nadzorczych kompetencji praktycznie do 2010 r.

Szybkie pogorszenie się sytuacji w niektórych segmentach rynków finansowych w strefie euro skłoniło EBC w 2011 r. do wdrożenia w polityce monetarnej wybranych instrumentów i procedur niestandardowych. Utrzymujące się napięcia na rynkach obligacji, od 2010 r. generowane kryzysem finansów publicznych w Grecji, Irlandii i Portugalii, przenoszą się na Włochy i Hiszpanię, a jednocześnie, z nieco umiarkowanym nasileniem, na niektóre inne gospodarki.

[10] R. Wierzba, *Euro – dziesięć lat funkcjonowania,* w: *Studia z bankowości centralnej i polityki pieniężnej*, red. W. Przybylska-Kapuścińska, Difin, Warszawa 2009, s. 260-262.



Rys. 4. Rentowność obligacji 10-letnich wybranych krajów strefy euro

Źródło: opracowanie własne, dane Thomson Reuters, Bloomberg.

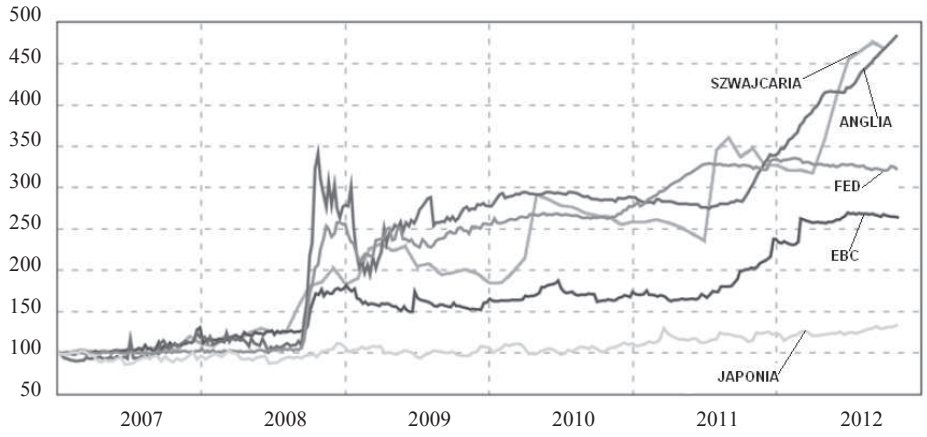
Napięcia na rynkach obligacji skarbowych w drugim półroczu 2011 r. przenoszą się na rynek pieniężny strefy euro (rys. 4). W tej sytuacji Rada Prezesów EBC podjęła w sierpniu 2011 r. decyzję o przyjęciu niestandardowych środków w polityce monetarnej. Zdecydowano, że w perspektywie pozostałych miesięcy 2011 r. i pierwszego kwartału 2012 r. Eurosystem będzie nadal zasilał banki w płynność w drodze przetargów kwotowych z pełnym przydziałem. Ponadto EBC zapowiedział wznowienie programu dotyczącego papierów wartościowych (SMP), który został uruchomiony w 2010 r. w uzupełnieniu ówczesnych decyzji w polityce pieniężnej podejmowanych w warunkach pierwszego wstrząsu na rynku instrumentów skarbowych (przełom kwietnia/maja 2010 r.).

Rynki obligacji skarbowych odgrywają kluczową rolę w mechanizmie transmisji impulsów polityki monetarnej poprzez:

– kanał płynnościowy – niska płynność na rynkach obligacji oznacza brak możliwości wykorzystania ich w zabezpieczeniu operacji refinansujących banku centralnego,

– kanał bilansowy – załamanie cen obligacji generuje duże straty portfelowe i dalsze osłabienie zdolności banków do kredytowania,

– kanał cenowy – oprocentowanie obligacji skarbowych jest jednym z głównych czynników wyznaczających stawki oprocentowania (rentowności) emitowanych instrumentów dłużnych instytucji finansowych i korporacji. Silne zaburzenia na rynkach obligacji skarbowych powodują, że stopy krótkoterminowe nie przekładają się na stopy długoterminowe, a to one determinują decyzje konsumentów i inwestorów (akcja kredytowa).



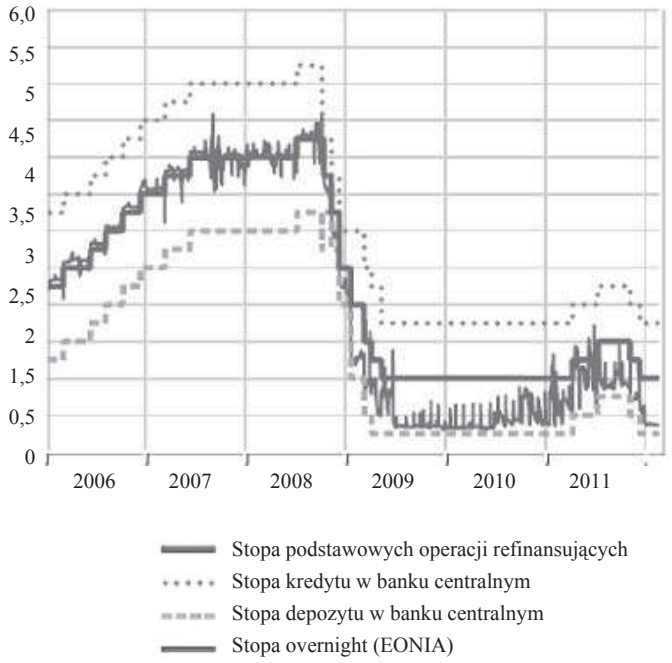
Rys. 5. Dynamika zmian sum bilansowych
wybranych banków centralnych (2007 = 100)

Źródło: opracowanie własne, na podstawie danych Swiss National Bank, www.bis.org/review/r121109c.pdf [7.11.2012].

Warunki realizacji programu rynku papierów wartościowych nie zmieniły się, gdyż transakcje skupu instrumentów skarbowych ograniczono wyłącznie do rynków wtórnych, zaś wzrost płynności związany z transakcjami skupu obligacji zostaje w pełni sterylizowany za pomocą operacji absorbujących płynność, co oznacza jednak wzrost sumy bilansowej EBC, czyli ok. 2,6-krotnie (rys. 5).

Na koniec 2011 r. saldo skupionych obligacji w sumie aktywów EBC wyniosło 211,4 mld euro. W ramach dalszych działań niestandardowych w dniu 6.10.2011 r., w celu poprawy poziomu płynności sektora bankowego i poprzez to tworzenia potencjalnie bardziej sprzyjających warunków dla wzrostu dynamiki akcji kredytowej, na grudzień 2012 r. zapowiedziano uruchomienie dwóch dłuższych operacji refinansujących, jedną z terminem zapadalności 12 miesięcy, drugą z terminem zapadalności 13 miesięcy, wszystkie przeprowadzane w trybie przetargu kwotowego z pełnym przydziałem. Jednocześnie ogłoszono nowy program skupu obligacji zabezpieczonych, umożliwiający Eurosystemowi dokonanie na przestrzeni roku, czyli od listopada 2011 do października 2012 r., zakupu obligacji zabezpieczonych na łączną kwotę ok. 40 mld euro (CBPP2). Poprzedni program (CBPP), funkcjonujący od 1.7.2009 do 30.6.2010 r., zakończył się, zaś w jego ramach zakupiono obligacje na kwotę nominalną 60 mld euro. Dostarczaną w ramach SMP płynność EBC absorbował w tygodniowych operacjach dostrajających, przyjmując od sektora bankowego jednotygodniowe depozyty terminowe.

8 grudnia 2011 r. Rada Prezesów EBC zapowiedziała decyzję o wprowadzeniu dodatkowych środków wsparcia płynnościowego rynku pieniężnego strefy euro poprzez wprowadzenie dwóch operacji refinansujących (LTRO) z długim



Rys. 6. Stopy procentowe strefy euro w latach 2006-2011

Źródło: dane EBC.

okresem zapadalności, czyli operacji o 3-letnich terminach zapadalności. W przypadku zabezpieczeń w transakcjach otwartego rynku, dla zwiększenia dostępności zabezpieczeń dopuszczono obniżenie ratingu dla wybranych rodzajów papierów wartościowych zabezpieczonych aktywami (do poziomu BBB-), a jednocześnie zezwolono krajowym bankom centralnym na przyjmowanie w ramach zabezpieczeń dodatkowych regularnie obsługiwanych kredytów bankowych zgodnie z określonymi kryteriami kwalifikacji. Równocześnie obniżono stopę rezerwy obowiązkowej z 2 do 1%. W ramach pierwszej z zapowiedzianych LTRO, którą przeprowadzono 21 grudnia 2011 r., zasilono system bankowy dodatkową płynnością rzędu 489,2 mld euro, zaś przeprowadzenie drugiej (29.02.2012 r.) przyniosło dodatkowe zasilenie w płynność w kwocie 529,5 mld euro[11].

W związku z wyraźnym narastaniem presji inflacyjnej w pierwszym półroczu 2011 r. oraz koniecznością zakotwiczenia oczekiwań inflacyjnych podjęto decyzję (7.04.2011 r.) o podniesieniu wszystkich stóp bazowych o 25 punktów bazowych, co w efekcie dla stopy referencyjnej oznaczało poziom 1,25%. Następnie

[11] EBC, *Raport roczny 2011*, s. 16, www.NBP.pl/publikacje_ecb/ar2011pl.pdf [12.9.2012].

w dniu 7 lipca zdecydowano ponownie o podniesieniu o dalsze 25 punktów bazowych, czyli w przypadku stopy referencyjnej do poziomu 1,50%.

W drugiej połowie roku dwukrotnie obniżono następnie stopy procentowe o 25 punktów bazowych (decyzje z 3.11.2011 r., 8.12.2011 r.) i ostatecznie utrzymały one poziom 1% dla operacji refinansujących, 1,75% dla kredytu lombardowego oraz 0,25% dla stopy depozytowej (rys. 6).

4. Podsumowanie

Zaburzenia kryzysowe i – w konsekwencji – wprowadzenie niestandardowych instrumentów w tym obszarze pozostawiają otwarty problem procedur i regulacji wycofania się z ich stosowania, np. w kwestii roli zmian poziomu stóp procentowych. Kryzys zmodyfikował bowiem tradycyjne podejście „jeden cel (cel inflacyjny) – jedno narzędzie (stopy procentowe)", zaś uzupełnienie polityki banków centralnych (w tym – EBC) o coraz szerszy zakres przedsięwzięć stabilizacyjnych systemu finansowego wymaga trwałego wbudowania regulacji i instrumentów tradycyjnie traktowanych jako niestandardowe.

Model zasilania w płynność w warunkach kryzysu finansów publicznych ma aspekt:

– standardowy – gdy oznacza uzupełnienie płynności na rynkach finansowych,

– fiskalny – gdy oznacza dostarczanie „płynności fiskalnej" na rynkach instrumentów dłużnych,

– stabilizacyjny – gdy zasilanie w płynność łagodzi wahania cen i rentowności instrumentów finansowych,

– mechanizmu transmisyjnego – gdy sprzyja likwidacji zakłóceń transmisji impulsów w polityce pieniężnej,

– selektywności – gdy oznacza zasilanie w płynność skierowane do wybranych struktur rynku finansowego.

Strategia BCI okazywała się umiarkowanie skuteczna w ograniczaniu wahań inflacji i łagodzeniu szoków asymetrycznych, natomiast bezradna w obliczu powstawania, narastania i likwidowania baniek spekulacyjnych na rynkach aktywów finansowych. W sytuacji, gdy stabilność makroekonomiczna nie gwarantuje stabilności systemu finansowego, regulacyjne stabilizowanie rynków finansowych powinno być trwałym elementem systemu decyzyjnego polityki pieniężnej banków centralnych. Przed wyzwaniem takim stanęła w ostatnich latach polityka pieniężna EBC, stąd wzrost roli procedur i narzędzi polityki makroostrożnościowej, w tym także optymalnego instytucjonalnego usytuowania nadzoru bankowego.

Literatura

EBC, *Raport roczny 2011*, www.NBP.pl/publikacje_ecb/ar2011pl.pdf [12.9.2012].
ECB, *Monthly Bulletin,* May 2008, www.ecb.int/pub/pdf/mobu/mb200805en.pdf [12.09.2012].
ECB, *The Role of Central Banks in Prudential Supervision*, 2001, www.ecb.int/pub/pdf/other/prudentialsupcbrole_en.pdf [11.09.2012].
Issing O., *Lessons for Monetary Policy: What Should the Consensus Be?*, IMF Working Paper, WP/11/97, April 2011.
Matysek-Jędrych A., *Rola banków centralnych w działaniach na rzecz stabilności finansowej,* cz. I, „Bank i Kredyt" 2011, nr 3.
Miruszewski T., *Polityka monetarna Europejskiego Banku Centralnego w warunkach niestabilności fiskalno-budżetowej gospodarek krajów strefy euro po roku 2008*, w: *Wyzwania dla uczestników rynków finansowych w obliczu współczesnego kryzysu ekonomicznego*, red. J. Stachurska-Targosz, J. Szostak, „Zeszyty Naukowe WSB w Poznaniu" 2011, nr 35.
Mishkin F.S., *Monetary Policy Strategy. Lessons from the Crisis*, NBER Working Paper No. 16755, MIT, February 2011.
Weidmann J., *Der Euro verlangt eine Stabilitätsunion,* „Süddeutsche Zeitung", 27 czerwca 2012 r.
Wierzba R., *Euro – dziesięć lat funkcjonowania,* w: *Studia z bankowości centralnej i polityki pieniężnej,* red. W. Przybylska-Kapuścińska, Difin, Warszawa 2009.
Wojtyna A., *Banki centralne po kryzysie: czy konieczne są zmiany instytucjonalne w strategii bezpośredniego celu inflacyjnego?*, „Gospodarka Narodowa" 2012, nr 7-8.
Współczesna bankowość centralna, red. W.L. Jaworski, A. Szelągowska, CeDeWu, Warszawa 2012.

Liquidity Provision by the European Central Bank in 2009-2012

Abstract. *After 2008, as the financial crisis in the Euro area worsened, the European Central Bank (ECB) deployed a number of non-standard procedures and regulatory liquidity management instruments. In 2010 and the following years, traditional instruments and procedures of liquidity provision continued to evolve: we not only saw the "emergency liquidity assistance" facilities addressed to the banking sector, but also the Longer-Term Refinancing Operations (LTRO), the Covered Bond Purchase Programme (CBPP) and another program targeted at securities markets (Securities Markets Programme – SMP). In addition to stabilizing anti-deflationary and anti-recession effects, this model of structural liquidity regulation ensures effective transmission of monetary policy impulses while maintaining low interest rates (which otherwise leads to a hypothetical increase in demand for a currency), that is, under conditions traditionally identified with a "liquidity trap".*

Keywords: *European Central Bank, monetary policy, liquidity of banks*