

Polityka stabilizacyjna Europejskiego Banku Centralnego a nierównowaga finansów publicznych w strefie euro

Tadeusz Miruszewski*

Formułę realizacji oraz model polityki monetarnej Europejskiego Banku Centralnego (EBC) od sierpnia 2007 r., a w szczególności po wrześniu 2008 r., wyznaczają wewnętrzne i zewnętrzne uwarunkowania, wśród których kryzysowe wstrząsy na globalnych rynkach finansowych zapoczątkowane załamaniem na amerykańskim rynku kredytów hipotecznych *subprime* odegrały szczególną rolę. Procesom globalizacji towarzyszą, w szczególności od połowy pierwszej dekady XXI w., zjawiska *globalizacji nierównowag*, identyfikowane jako: nierównowagi popytowo-towarowe, których skutkiem jest wzrost zmienności i wyższy poziom tempa inflacji; szoki popytowe o charakterze wstrząsów cenowych, którym towarzyszą szoki podażowe; nierównowagi finansowo-walutowe oraz monetarno-kursowe, gdy spektrum i dynamika odchylenia realnych kursów głównych walut wykracza poza trend i pasmo przejściowych wahań o charakterze spekulacyjnym.

Można zatem przyjąć, że formuła reakcji podmiotów odpowiedzialnych za makroekonomiczne zarządzanie kryzysem finansowym i ryzykiem makroekonomicznym w strefie euro (w tym szczególna rola funkcjonalno-podmiotowa EBC), a także stan kompetencyjno-organizacyjny podmiotów instytucjonalnych i prawnych uregulowań infrastruktury rynku finansowego obszaru strefy euro w warunkach narastających globalnych wstrząsów kryzysowych, wskazuje na znaczną stabilność unijnego systemu finansowego i jego odporność na zewnętrzne szokowe wstrząsy.

W przypadku szeregu gospodarek strefy euro kryzys finansowy przerodził się jednak w roku 2010 w kryzys zadłużenia sektora publicznego, gdy w trzech krajach (Grecja, Irlandia, Portugalia) dramatyczny wymiar długu publicznego i poziomu deficytu budżetowego oraz brak zdolności regularnej jego obsługi tradycyjną emisją instrumentów dłużnych zmusił ich władze

* Dr, Wyższa Szkoła Bankowa w Gdańsku.

do bezprecedensowego przedsięwzięcia ratunkowego – zwrócenia się do instytucji Unii Europejskiej (Komisja Europejska, Europejski Fundusz Stabilności Finansowej i EBC) oraz Międzynarodowego Funduszu Walutowego o udzielenie pomocy finansowej w formie pożyczek. W tych warunkach istotnemu przeformułowaniu uległ także model 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 niestandardowe działania regulacyjno-stabilizacyjne Eurosystemu, uzupełniono o instrumenty regulacyjne ukierunkowane na wspieranie stabilizowania fiskalnego. Analiza nowej formuły modelu polityki monetarnej EBC po 2009 r. jest treścią rozważań niniejszego opracowania.

10.1. Narastanie kryzysu finansów publicznych a stabilizacja monetarna

Podjęte przez EBC w fazie nasilenia kryzysu finansowego (od września 2008 r.) działania w zakresie zasilania międzybankowego rynku pieniądza Eurosystemu w płynność operacjami refinansującymi nie wyznaczyły zasadniczo nowych, modyfikujących reguł stabilizacyjnych i instrumentów polityki monetarnej. Dostarczając poprzez operacje otwartego rynku płynność, Eurosystem zazwyczaj uwzględnia bieżącą ocenę zagregowanego zapotrzebowania na płynność ze strony systemu bankowego strefy euro.

Zapotrzebowanie na płynność w sektorze międzybankowym wyznaczają następujące czynniki strukturalne: suma rezerw obowiązkowych utrzymywanych przez banki; nadwyżki rezerw; czynniki autonomiczne. Czynniki autonomiczne, jako pozycje bilansowe Eurosystemu, obejmują gotówkę w obiegu i depozyty instytucji rządowych. Wpływają one wprawdzie na poziom środków utrzymywanych na rachunkach obrotów bieżących banków komercyjnych, jednak nie są objęte bezpośrednio procesami zarządzania płynnością w ramach Eurosystemu [Pyka, 2010, s. 81 i nast.].

Stabilność finansowa po 2008 r., a zwłaszcza od jesieni 2009 r., uwarunkowana była jednocześnie wypracowaniem nowych procedur i uregulowań decyzyjno-instytucjonalnych w monitorowaniu obszarów transformacji impulsów kryzysowych i zarządzania kryzysem. Można przyjąć zatem, że model formuły funkcjonowania i styl reakcji podmiotów instytucjonalnych odpowiedzialnych za zarządzanie kryzysem finansowym w strefie euro (w tym, w szczególności EBC), jak i struktura kompetencyjno-organizacyjna instytucji, a także zakres uregulowań nadzoru infrastruktury rynku finansowego

wskazuje w tych warunkach na względną stabilność unijnego systemu finansowego i jego odporność na popytowe szokowe wstrząsy zewnętrzne [Miruszewski, 2010, s. 90].

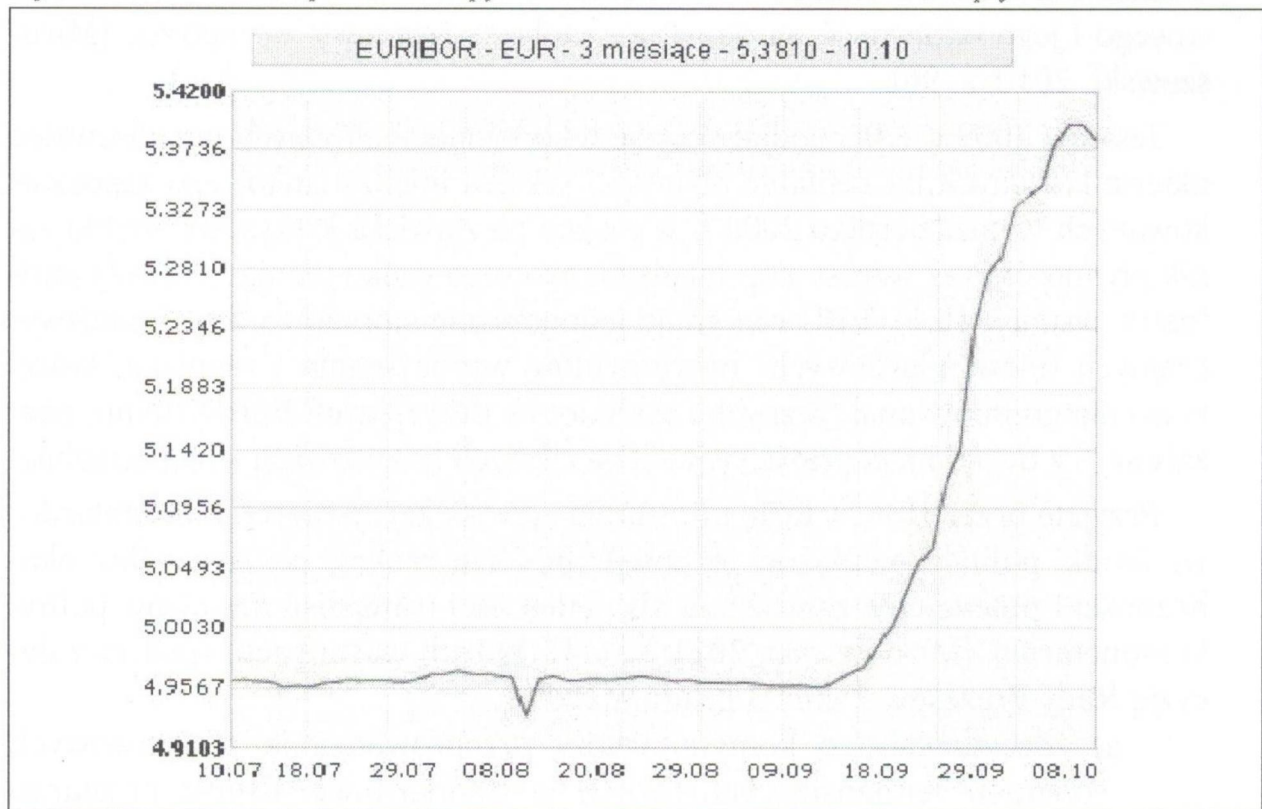
Jesienią 2009 r. EBC podjął decyzję o kontynuacji głównych przedsięwzięć ukierunkowanych na zasilanie płynności sektora międzybankowego zapoczątkowanych w październiku 2008 r. w reakcji na zjawiska kryzysowe, szybki zanik płynności oraz wzrost stóp międzybankowego rynku pieniądza strefy euro (patrz rysunek 10.1). EBC rezygnuje jednocześnie stopniowo z tych nadzwyczajnych (niestandardowych) instrumentów wspomaganie i regulacji, które, w ocenie gremiów analitycznych i podmiotów decyzyjnych Eurosystemu, okazały się – z uwagi na poprawę sytuacji na rynkach finansowych – niepotrzebne.

Przyjęte przez EBC w fazie narastania zjawisk kryzysowych niestandardowe środki polityki pieniężnej stanowiły bowiem reakcję na szczególne okoliczności i potencjalne zagrożenia dla skutecznej transmisji impulsów polityki monetarnej. [Miruszewski, 2011, s. 111]. W tych warunkach, zgodnie z decyzją Rady Prezesów z dnia 3 grudnia 2009 r.:

- a) zdecydowano o kontynuowaniu przeprowadzania podstawowych operacji refinansujących (MRO) w standardowej formie przetargu kwotowego o stałej stopie procentowej z pełnym przydziałem środków w okresie niezbędnym, przynajmniej do końca trzeciego okresu utrzymywania rezerw (upływał on 13 kwietnia 2010 r.);
- b) zapewniono, że specjalne operacje refinansujące, których termin zapadalności pokrywa się z okresem utrzymywania rezerw, nadal realizowane będą zgodnie z procedurami przetargowymi przez co najmniej trzy pierwsze okresy (w 2010 r.) utrzymywania rezerw;
- c) zdecydowano o dalszym kontynuowaniu przeprowadzania regularnych 3-miesięcznych operacji refinansujących w formie przetargu kwotowego o stopie procentowej stałej z pełnym przydziałem środków w okresie co najmniej 3 miesiące 2010 r., co objęło 3-miesięczną operację refinansującą, dla której termin zapadalności przypadał 1 kwietnia 2010 r.);
- d) dla ostatniej zrealizowanej 12-miesięcznej operacji refinansującej (przeprowadzonej 16 grudnia 2009 r.) postanowiono o zastosowaniu stopy stałej, której poziom wyznacza średnia minimalna oferowana stopa procentowa podstawowych operacji refinansujących w okresie ważności tej operacji [Biuletyn EBC, marzec 2010].

Rada Prezesów zdecydowała także, że 12-miesięczna dłuższa operacja refinansująca (LTRO) zaplanowana na grudzień 2009 r. będzie ostatnią operacją o takim terminie zapadalności, a także zaplanowano przeprowadzenie jeszcze jednej 6-miesięcznej operacji refinansującej (w marcu 2010 r.). Posta-

Rysunek 10.1. Wzrost poziomu stopy EURIBOR w fazie nasilenia braku płynności w 2008 r.



Źródło: Dane EBC.

nowiono jednocześnie, że przeprowadzanie dodatkowych 3-miesięcznych dłuższych operacji refinansujących nie będzie już kontynuowane. W związku z poprawą sytuacji na rynkach finansowych strefy euro oraz malejącym popytem w segmencie tych transakcji, wycofano się z końcem stycznia 2010 r. z prowadzenia operacji otwartego rynku realizowanych w dolarach USA i frankach szwajcarskich [Biuletyn Miesięczny EBC, październik 2010 r.].

Realizując przyjętą strategię zasilania w płynność sektora bankowego, Eurosystem utrzymywał saldo realizowanych operacji refinansujących na poziomie średnio 686 mld euro (za trzy omawiane okresy utrzymywania rezerw). Oznaczało to nieznaczny tylko wzrost podaży płynności w porównaniu z saldem poprzednich trzech okresów utrzymywania rezerw, gdy wynosiło 683 mld euro. Niewielki był także udział (ok. 8-10%) w łącznej kwocie refinansowania zrealizowanych 1-tygodniowych podstawowych operacji refinansujących, których saldo wyniosło w trzech analizowanych okresach utrzymywania rezerw ok. 58 mld euro. W 2010 r. średnie dzienne zapotrzebowanie sektora na płynność wynosiło 557 mld euro, czyli przeciętnie o ok. 3,5% mniej niż w 2009 r. Niższe zapotrzebowanie na płynność spowodowane było głównie spadkiem udziału w saldzie czynników autonomicznych (o ok. 9%), do średniego poziomu 346 mld euro, a także spadkiem rezerw obowiązkowych (do ok. 212 mld euro).

Zarządzanie płynnością w trzech okresach utrzymywania rezerw (upływały odpowiednio 7.12.2010 r., 18.01.2011 r., 8.02.2011 r.) oznaczało w tych warunkach kontynuowanie wszystkich operacji refinansujących realizowanych w formie przetargów kwotowych z pełnym przydziałem środków o stałej stopie procentowej. Jednocześnie w ramach Programu Rynku Papierów Wartościowych (został ogłoszony 10.05.2010 r.) realizowano operacje ukierunkowane na absorpcję zasobów płynności w powiązaniu z tygodniowymi operacjami sterylizacji nadwyżki płynności z jednodziennymi terminami zapadalności. W ramach tego programu Eurosystem prowadzić może interwencje na rynkach publicznych i niepublicznych dłużnych papierów wartościowych w strefie euro. Celem tego programu jest, najogólniej, zasilanie w płynność (i jej pogłębienie) tych segmentów rynków finansowych, które w warunkach wstrząsów kryzysowych niedoboru płynności oraz wskutek zaburzeń wiarygodności rynku instrumentów finansowych (np. wskutek szybkiego, skokowego obniżania ratingu) nie funkcjonują właściwie.

Rynki obligacji skarbowych odgrywają we współczesnej gospodarce kluczową rolę w mechanizmie transmisji impulsów polityki monetarnej, zaś w sytuacji zaburzeń i destabilizacji, szczególnie w funkcjonowaniu rynków obligacji decyzje w zakresie podstawowego instrumentu polityki monetarnej, czyli krótkoterminowych bazowych stóp banku centralnego przestają przekładać się na odpowiednie zmiany stóp długoterminowych, a one determinują decyzje inwestycyjne, zarówno gospodarstw domowych, jak i przedsiębiorstw, a także, ostatecznie, zmiany cen w gospodarce. Oprocentowanie (rentowność) obligacji skarbowych jest jednocześnie jednym z głównych parametrów wyznaczających poziomy stawek oprocentowania (rentowności), jakie płacą podmioty niepubliczne (instytucje finansowe i przedsiębiorstwa), emitując obligacje własne (kanał cenowy).

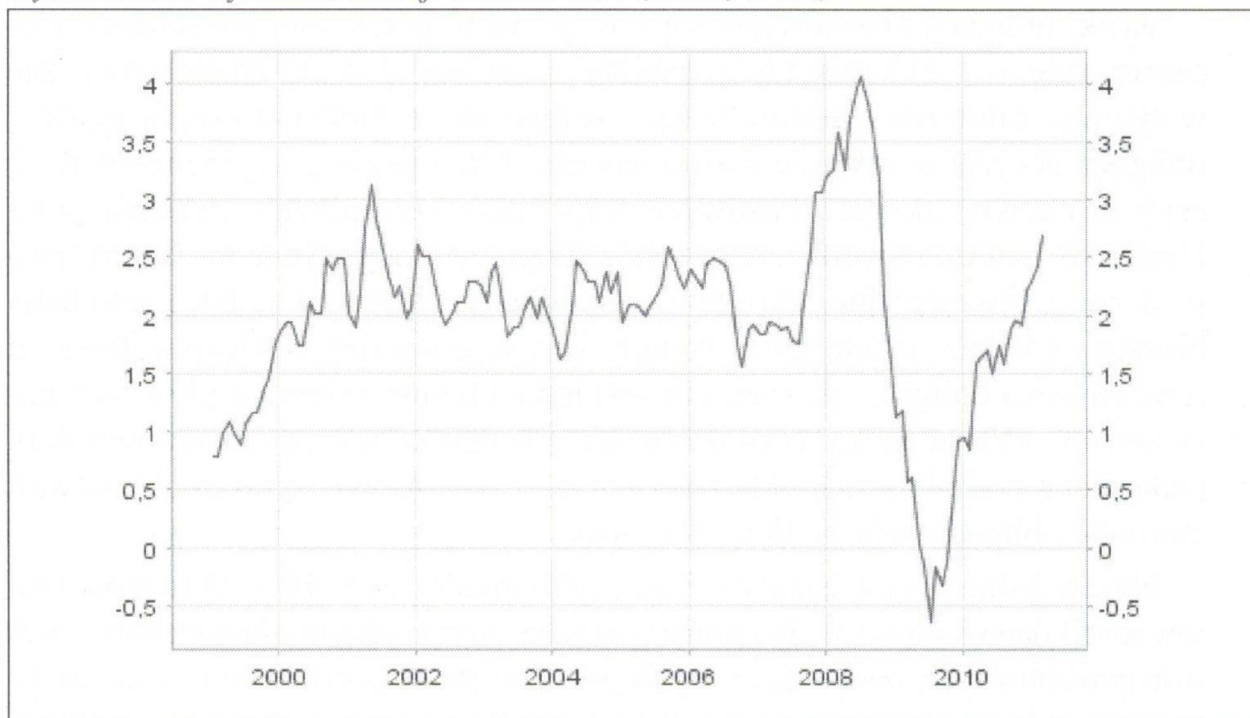
Należy jednocześnie zaznaczyć, że szybki spadek cen obligacji (wzrost rentowności) determinowany dynamicznym wzrostem poziomu długoterminowych stóp procentowych powoduje z reguły znaczne straty portfelowe w sektorze finansowym (a także, częściowo, poza sektorem finansowym), co osłabia zdolność instytucji bankowych w zakresie kredytowego zasilania gospodarki (kanał bilansowy). Wskutek wstrząsów płynności na rynkach obligacji skarbowych i pogorszenia dostępności kredytów bankowych (kanał płynnościowy), zmniejsza się możliwość wykorzystania tych obligacji w operacjach refinansujących.

Operacje otwartego rynku generowały w omawianym okresie (grudzień 2010 r. – marzec 2011 r.) w średnim ujęciu łączną podaż płynności na kwotę 574,3 mld euro, zaś w formie operacji przetargowych (podstawowe operacje refinansujące – MRO, dłuższe operacje refinansujące – LTRO oraz operacje dostrajające) EBC przydzielił płynność o łącznej warto-

ści 441,3 mld euro [EBC, Biuletyn Miesięczny, marzec 2011, s. 40 i nast.]. Wzrost poziomu płynności wynikający z transakcji zakupu przez Eurosystem obligacji (73,5 mld euro) został całkowicie zneutralizowany w ramach specjalnych operacji absorbujących płynność.

Pierwsza decyzja o zmianie (podwyżce) stóp procentowych podjęta została przez Radę Zarządzającą 7 kwietnia 2011 r., gdy wszystkie stopy wzrosły (symetrycznie) o 25 punktów bazowych, po relatywnie długim okresie (od 13 maja 2009 r.) utrzymywania na niezmiennym, najniższym w historii podstawowej stopy referencyjnej, poziomie 1%. Modyfikacja tak długotrwałego, szczególnie akomodacyjnego nastawienia w polityce monetarnej wynikała z trwałego – w ocenie analityków EBC – powrotu impulsów podażowej presji inflacyjnej (por. rysunek 10.2) i dynamiki procesu inflacji HICP na poziomie 2,8% w ujęciu rocznym, przy umiarkowanie dynamicznym trendzie ekspansji monetarnej, czyli podaży agregatu monetarnego M3 (por. rysunek 10.3).

Rysunek 10.2. Dynamika inflacji w strefie euro (HICP, % r.r.)



Źródło: Dane EBC, <http://sdw.ecb.europa.eu/home.doc>

Powróciły bowiem obawy, by presja inflacyjna ponownie nie nasiliła się, szczególnie w sytuacji, gdy zasoby płynności w systemie finansowym są odpowiednio trwale wysokie, zaś powrót dynamiki wzrostu w sferze gospodarki realnej okazał się zrównoważony, stabilny i względnie trwały. W tych warunkach decyzje w zakresie stóp procentowych służyły głównie zakotwiczeniu oczekiwań inflacyjnych zgodnie z bezpośrednim celem inflacyjnym, czyli w pobliżu poziomu 2%, czyli celu inflacyjnego HICP w perspektywie średniookresowej.

Rysunek 10.3. Podaż pieniądza w strefie euro (dynamika M3, r./r.)



Źródło: Dane EBC, <http://sdw.ecb.europa.eu/home.doc>

Zakotwiczenie oczekiwań inflacyjnych jest warunkiem uniknięcia tzw. efektów drugiej rundy, czyli trudnego do opanowania zjawiska stopniowego „przezornościowo-zabezpieczającego” podnoszenia cen, kosztów i artykułowania roszczeń płacowych na coraz wyższym poziomie, w przekonaniu, że ceny będą w średniookresowej perspektywie stopniowo, lecz trwale rosły, wskutek czego narasta rzeczywista presja kosztowo-inflacyjna. Perspektywy inflacji w 2010 r. i w pierwszym kwartale 2011 r. pozostały, w ocenie gremiów EBC, umiarkowane, ponieważ w średniookresowym horyzoncie analizy przyjętym w ocenie skuteczności polityki monetarnej nie wystąpiły zjawiska presji inflacyjnej ani deflacyjnej. Na przestrzeni 2010 r. inflacja HICP stopniowo rosła, średnio o 1,6%, wobec tempa średnio 0,3% w 2009 r.

10.2. Destabilizacja systemu fiskalno-budżetowego strefy euro po 2008 r.

Wysoka i trwale utrzymująca się nierównowaga sektora finansów publicznych generuje stopniowe narastanie nierównowagi zewnętrznej, czyli deficytu rachunku obrotów bieżących, narażając kraj na asymetryczne szoki podażowe i monetarne. Brak ze strony władz politycznych woli reform finansów publicznych oddala jednocześnie realną szansę wspomaganie regulacyjnego, w tym także ze strony polityki monetarnej.

Wzrost poziomu zadłużenia sektora publicznego niektórych gospodarek strefy euro, a w konsekwencji tego nieuchronnie coraz wyższe poziomy rentowności ich obligacji rządowych (i związane z tym, konsekwentnie, zjawisko szybko rosnących kosztów obsługi długu publicznego) wymagają dla tej obsługi wzrostu przychodów budżetu, dzięki m.in. podwyżkom podatków. Redukuje to równocześnie szanse przyspieszenia rozwoju gospodarczego i możliwości wyjścia z recesji, ponieważ rosnące koszty odsetkowe oznaczają konieczność redukcji wydatków budżetowych, np. w sektorach związanych z finansowaniem rozwoju edukacji, sfery badawczo-rozwojowej, czyli w obszarach gospodarki związanych z poprawą innowacyjności i konkurencyjności produkcji w przyszłości, czyli ostatecznie tych obszarach, które decydują o trwałym zrównoważonym przyspieszeniu wzrostu gospodarczego. Niedostateczny poziom finansowania potrzeb inwestycyjno-rozwojowych w tych sektorach gospodarki szybko skutkuje spowolnieniem tempa wzrostu gospodarczego, a wówczas nawet najbardziej pragmatyczna, akomodacyjna i spójna polityka monetarna okazuje się zazwyczaj nieskuteczna [Miruszewski, 2011, s. 108].

Dane statystyk gospodarczych i finansowych pierwszego kwartału 2011 r. potwierdziły, że kryzys finansowy i poziom dynamiki aktywności gospodarczej wywiera nadal wpływ na sytuację w sferze finansów publicznych w strefie euro. Szybki wzrost stabilizująco-wspomagających wydatków publicznych w latach 2007-2009 w przypadku praktycznie wszystkich gospodarek strefy euro, przy naturalnym dla ekonomicznej recesji osłabieniu dynamiki przychodów budżetowych, przyczynił się do wzrostu luki między przychodami i wydatkami w finansach publicznych. Oznacza to, że sytuacja budżetowa zależy będzie od funkcjonowania tzw. automatycznych stabilizatorów w słabym środowisku makroekonomicznym, a także oddziaływania bodźców fiskalnych.

Opublikowany przez Eurostat wiosną 2011 r. komunikat statystyki fiskalnej strefy euro potwierdził, że deficyt sektora finansów publicznych strefy euro w latach 2009-2010 osiągnął poziom 6,4% PKB, notując dalszy wzrost w stosunku do poziomu z 2008 r., gdy wynosił średnio 2,0%. Tylko Luksemburg i Finlandia utrzymały stan równowagi finansów publicznych zgodnie z kryteriami Traktatu z Maastricht (deficyt budżetowy), czyli poniżej 3,0% PKB. Załamanie równowagi fiskalno-budżetowej w przypadku gospodarek Irlandii, Grecji i Portugalii objawiło się przekroczeniem poziomu 10% wskaźnika deficytu budżetowego.

Zweryfikowano w listopadzie 2010 r. wskaźniki poziomu nierównowagi finansowo-budżetowej tzw. gospodarek peryferyjnych (mianem tym określa się gospodarki o stosunkowo wysokim poziomie deficytu budżetowego zagrożone perspektywą niewypłacalności, tzn. brakiem możliwości bieżącej obsługi

zadłużenia), czyli Grecji (-15,4%), Irlandii (-14,4%), Portugalii (-13,4%), a wśród większych gospodarek także Hiszpanii (-11,1%) i Włoch (-5,3%).

Stabilność sfery finansów publicznych warunkuje w warunkach unii walutowej skuteczność prowadzenia jednolitej polityki monetarnej, szczególnie w fazie pokryzysowego przywracania równowagi w sferze realnej i monetarnej, a w szczególności w sytuacji stosowania przez EBC niestandardowych instrumentów realizacji tej polityki, kontynuacji ich stosowania lub strategii zaprzestania i powrotu do standardowego modelu (*exit strategy*) [Weber, 2010]. Dramatyczne naruszenie równowagi fiskalno-budżetowej, zarówno w przypadku deficytu budżetowego, jak i długu publicznego w krajach strefy euro rodzi niebezpieczeństwo powrotu wzrostu poziomu oczekiwań inflacyjnych, obecnie zakotwiczonych na stabilnym, względnie niskim poziomie.

Duże potrzeby pożyczkowe w ramach programów sprzedaży dużych transz instrumentów dłużnych plasowanych na rynku obligacji mogą stanowić mechanizm presji na wzrost realnych stóp procentowych (średnio- i długoterminowych) w warunkach zintegrowanego rynku finansowego strefy euro, wywołując potencjalnie negatywne konsekwencje i, jako efekt wtórny, drenaż kapitału pożyczkowego na rynkach kapitałowych także w krajach utrzymujących dyscyplinę fiskalno-budżetową [Zeitler, 2010].

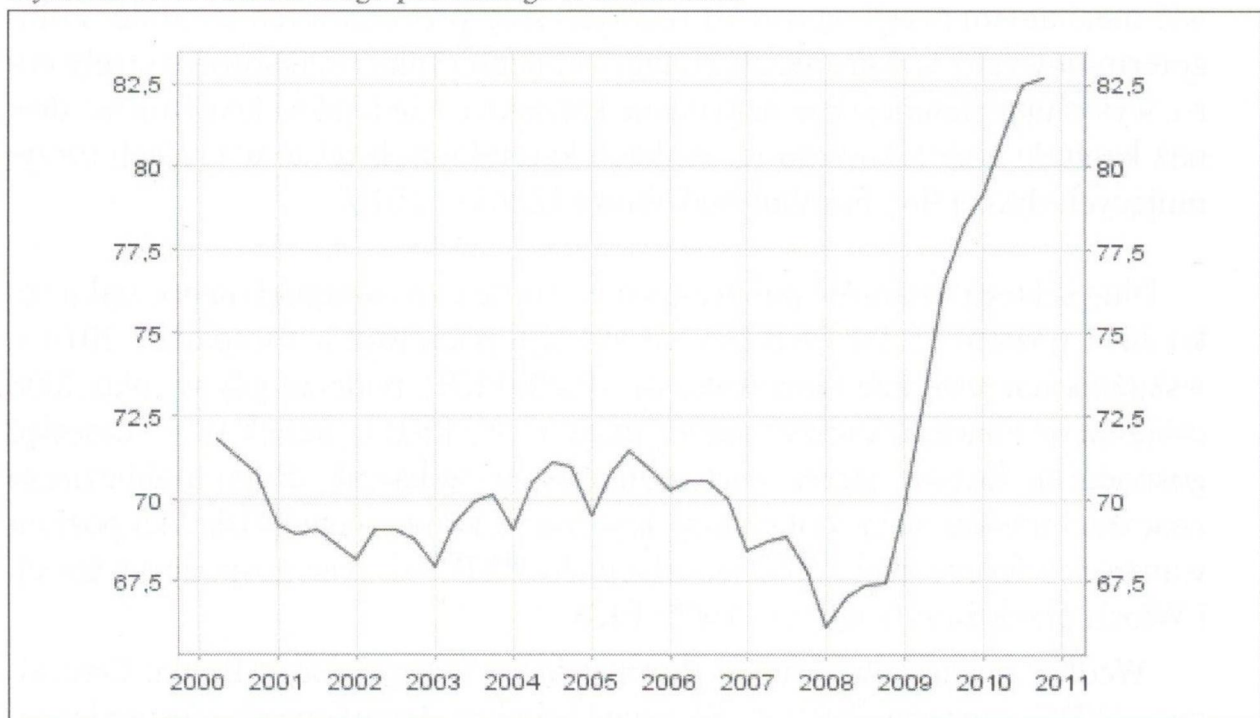
Dług sektora finansów publicznych w strefie euro osiągnął na początku roku 2011 poziom 85,1% PKB (po weryfikacji, ponieważ w listopadzie 2010 r. wskaźnik ten wstępnie szacowano na 79,2% PKB), podczas gdy w roku 2008 osiągnął on znacznie niższy poziom, czyli 69,4% PKB (rysunek 10.4). Dziesięć gospodarek krajów strefy euro odnotowało wskaźnik długu publicznego znacznie przekraczający określony kryteriami konwergencji fiskalnej poziom wartości referencyjnej (60% w relacji do PKB), w tym gospodarki Grecji i Włoch przekroczyły poziom 100% PKB.

Według szacunków Komisji Europejskiej i Europejskiego Banku Centralnego [EBC, czerwiec 2010, s. 83 i nast.] wpływ dodatkowych niestandardowych działań stabilizujących rynek finansowy w ograniczonym zakresie determinował poziom równowagi fiskalno-budżetowej, w tym w zakresie deficytu budżetowego. Działania stabilizujące przełożyły się bowiem na dynamikę wzrostu wskaźnika zadłużenia sektora publicznego rządu 0,5% PKB, głównie wskutek przesunięć pomiędzy długiem publicznym i deficytem budżetowym.

W ramach przygotowanych projektów budżetów na 2011 r., kraje strefy euro, które odnotowują wysokie deficyty, przygotowały programy konsolidacji fiskalnej. Redukcja tak wysokich wskaźników nierównowagi fiskalnej prognozowana dla szeregu krajów wymagać będzie w perspektywie jeszcze silniejszej konsolidacji fiskalnej, głównie z uwagi na fakt, iż w najbliższych la-

tach średnie tempo wzrostu realnego PKB może okazać się na tyle niskie, że zamierzona skokowa redukcja poziomu zadłużenia sektora publicznego (wynikająca z różnicy między stopą procentową a stopą wzrostu) może okazać się umiarkowanie skuteczna. Doświadczenia wielu krajów wskazują bowiem, że oczekiwany dodatkowy przychód z emisji i sprzedaży dłużnych aktywów finansowych (obligacji i bonów skarbowych) w trakcie kryzysu finansowego lub w pierwszej fazie pokryzysowej stabilizacji jest stosunkowo niepewny, a w związku z tym konieczne okazuje się kumulowanie nadwyżek pierwotnych w drodze konsolidacji finansowej. W przypadku rozwiniętych gospodarek strefy euro konsolidacja oparta na redukcji wydatków jest zazwyczaj bardziej trwała, a jednocześnie bardziej sprzyjająca zrównoważonemu wzrostowi w sektorze realnym niż zakładająca równoważenie w drodze zwiększania dochodów [ECB Occasional Paper, 2008, nr 87].

Rysunek 10.4. Poziom dług publiczny w strefie euro



Źródło: Dane EBC, <http://sdw.ecb.europa.eu/home.doc>

W warunkach istniejących już względnie wysokich średnich obciążeń podatkowych konsolidacja oparta na przychodach budżetowych może okazać się pozbawiona wiarygodności, ponieważ podmioty gospodarcze oczekiwać mogą w przyszłości odwrócenia tendencji wzrostu dodatkowych podatków, przede wszystkim z uwagi na ich tłumiący aktywność ekonomiczną charakter i negatywny wpływ na bodźce ekonomiczne, potencjalny wzrost i międzynarodową konkurencyjność gospodarki [ECB, 2008, nr 87]. Redukcja wydatków może jednocześnie utwierdzić podmioty gospodarcze w przekonaniu, że wysiłki zmierzające do korekty strukturalnej mogą okazać się skuteczne w perspektywie długo-

okresowej, przyczyniając się do trwałej poprawy równowagi fiskalnej. Ograniczona skuteczność dostosowań fiskalno-realnych otwiera w tych warunkach przestrzeń dla regulacyjnych procedur w obszarze polityki monetarnej.

W zakresie polityki fiskalnej postęp w realizacji uzgodnionych planów konsolidacji fiskalnej krajów, które otrzymały pożyczki stabilizacyjne w ramach pomocowych programów *bailout* (Grecja 110 mld euro, Irlandia 85 mld euro, Portugalia 78 mld euro) sytuacja jest zróżnicowana. Istnieje bowiem coraz silniejsze przekonanie, że kraje te nie osiągną poziomu docelowych wartości wskaźników redukcji nadmiernego długu i deficytu budżetowego, co uzgodniono wraz z udzieleniem transz pożyczkowych z Radą ECOFIN. EBC decyzją z 3 maja 2010 r. zawiesił dalsze stosowanie kryterium najniższego dopuszczalnego ratingu zabezpieczenia w transakcjach refinansujących w odniesieniu do instrumentów dłużnych (obligacji), które zostały wyemitowane przez rząd Grecji po wprowadzeniu przez UE i MFW programu stabilizacyjno-pomocowego dla gospodarki greckiej. Na początku lipca 2011 r. analogiczną decyzję podjęto dla dopuszczenia jako zabezpieczeń w transakcjach refinansujących obligacji rządu Portugalii, wkrótce po niespodziewanej i dużej obniżce ratingu dla tych instrumentów przez najważniejsze agencje. Statut EBC nadal jednak nie dopuszcza przyjmowania w transakcjach operacji otwartego rynku instrumentów dłużnych (obligacji), które uzyskały najniższą ocenę wiarygodności, czyli gospodarki-bankruta (Standard&Poor's – „D”, Moody's – „C”, Fitch – „D”).

* * *

Rada Zarządzająca EBC z 17.02.2011 r. w opinii w sprawie sześciu projektów legislacyjnych dotyczących zarządzania gospodarczego i zarządzania ryzykiem makroekonomicznym w strefie euro, wezwała Radę ECOFIN, Komisję Europejską i Parlament Europejski do przyjęcia wspólnych uzgodnień w zakresie wymagań, spójnych i konsekwentnych procedur wobec krajów, które objęte zostały programami wsparcia i stabilizacyjnych dostosowań fiskalnych, zarówno z uwagi na dotychczasową niespójną politykę fiskalno-budżetową, jak i spadek konkurencyjności i innowacyjności. Jest bowiem niezwykle istotne, aby kraje te swoim zaangażowaniem w uzgodnione przedsięwzięcia konsolidacyjne uczyniły krok ku powrotowi wiarygodności i zaufaniu rynków finansowych. Oznaczać to może otwarcie ponownej możliwości zasilania finansowego na rynku długu. Obecna różnica (*spread*) między rentownością obligacji 10-letnich niemieckich a greckich wynosi ok. 14 pkt. proc., irlandzkich – ok. 8,20 pkt. proc., portugalskich – ok. 6,90 pkt. proc., co oznacza dla tych rządów dramatycznie wysoki koszt obsługi długu publicznego.

Łączny udział tych krajów w PKB strefy euro kształtuje się na poziomie ok. 6%, lecz obligacje tych krajów, emitowane dla sfinansowania obsługi długu publicznego i bieżących potrzeb wydatków budżetowych, mają istotny udział w aktywach komercyjnych banków niemieckich i francuskich. EBC w ramach stabilizacyjnych transakcji także skupił instrumenty dłużne (obligacje) tych krajów na kwotę ok. 74 mld euro, redukując od maja 2010 r. zakres potencjalnych transakcji spekulacyjnych na rynku długu, co pozwoliło powstrzymać szybki wzrost poziomów rentowności tych instrumentów. Instrumenty finansowe emitowane przez Europejski Fundusz Stabilności Finansowej (obligacje), służące sfinansowaniu transz pożyczek w ramach programów pomocy finansowo-stabilizacyjnej dla Grecji, Irlandii i Portugalii, uzyskały najwyższy rating (AAA), niską rentowność (ok. 5,6%), a także status instrumentów zabezpieczonych w transakcjach repo EBC.

Streszczenie

W warunkach narastającej presji inflacyjnej i utrzymującej się chronicznej nierównowagi w sferze finansów publicznych w wybranych gospodarkach strefy euro Europejski Bank Centralny, w ramach realizowanego modelu polityki monetarnej po 2009 r., realizuje politykę stabilizacji płynności w sektorze bankowym, przy stopniowym rozbudowaniu działań w obszarze makroekonomicznego nadzoru ostrożnościowego. EBC kontynuuje w niezmienionym modelu realizację podstawowego celu polityki monetarnej, czyli kształtowanie HICP w średnim okresie na poziomie 2%, przy jednoczesnym stopniowym odchodzeniu od niestandardowych przedsięwzięć stabilizacyjnych wprowadzonych po nasileniu wstrząsów kryzysowych jesienią 2008 r., a jednocześnie rozszerzeniu ulegają działania konsultacyjno-opiniotwórcze w formule udziału w gremiach (EFSF) i strukturach w procesie wypracowania uregulowań i mechanizmów decyzyjnych trwale stabilizujących system finansowy strefy euro.

Summary

The Policy of Stabilisation of European Central Bank Under Imbalances in Public Finance Sector

Chronic and deep imbalances in the public finances in euro zone, under return of traditional inflationary impulses (f.e., soaring of commodity prices in the world market, second – round – effect, so called „basis effect”) make the reducing of temporary introduced in the autumn 2008 stabilizing instruments, rules and procedures still impossible. The *exit strategy* in the monetary policy depends on stability in public finances and new rules in macro – prudential systemic risk management, so ECB built up his activities

in structures and institutions as subject of assessment, consultations and opinions to provide sufficient mechanism of financial stability in states and economics of Eurozone.

Bibliografia

- Biuletyn Miesięczny EBC, marzec 2010, www.ecb.int
- Biuletyn Miesięczny EBC, czerwiec 2010, www.ecb.int
- Biuletyn Miesięczny EBC, marzec 2011, www.ecb.int
- Labour Supply and Employment in the Euro Area Countries – Developments and Challenges* (2008), „ECB Occasional Paper”, nr 87.
- Miruszewski T. (2008), *Modyfikacja czy kontynuacja – polityka monetarna Europejskiego Banku Centralnego w obliczu kryzysów na rynkach finansowych 2007/2008*, [w:] *Innowacje finansowe*, S. Antkiewicz, M. Kalinowski (red.), CeDeWu, Warszawa.
- Miruszewski T. (2010), *Polityka monetarna w strefie euro w okresie stabilizacji pokryzysowej*, [w:] *Gospodarka Nowe perspektywy po kryzysie*, (red.) Kalinowski, Pronobis M., CeDeWu, Warszawa.
- Miruszewski T. (2011), *Architektura systemu finansowego strefy euro w fazie stabilizacji pokryzysowej – podmioty i procedury*, „Prace Naukowe Wyższej Szkoły Bankowej w Gdańsku”, Tom 9, WSB-CeDeWu, Warszawa.
- Non-standard Monetary Policy: Five Questions About the Exit* (2009), Speech by Jose Manuel Gonzales-Paramo, Member of the Executive Board of the ECB, London, 6 November.
- Pyka I. (2010), *Bank centralny na współczesnym rynku pieniężnym*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa.
- Weber A. (2010), *Herausforderungen der Finanzkrise für die Geldpolitik*, Mannheim, 20. April, www.bundesbank.de
- Zeitler F.-Ch. (2010), *Welche Lehren ziehen wir aus der Finanzkrise?*, Politische Akademie, Tutzing, 12. März, www.bundesbank.de