

Polityka monetarna Europejskiego Banku Centralnego a stabilność finansowa strefy euro

Tadeusz Miruszewski*

Kierunki i reguły polityki monetarnej Europejskiego Banku Centralnego (EBC) w 2007 roku wyznaczane były przez szczególne zewnętrzne globalne uwarunkowania, wśród których wstrząsy kryzysowe na światowych rynkach finansowych wywołane załamaniem na amerykańskim rynku kredytów hipotecznych *subprime* odgrywały szczególną rolę. Jednocześnie procesom globalizacji towarzyszą od kilku lat szczególnie w swym charakterze zjawiska *globalizacji nierównowag*, identyfikowane jako: nierównowagi popytowo-towarowe, szoki popytowe o charakterze wstrząsów cenowych, nierównowagi finansowe, a także nierównowagi monetarno-kursowe, gdy zakres odchyłeń głównych walut wykracza poza pasmo przejściowych wahań spekulacyjnych.

Kryzysom na międzynarodowych rynkach finansowych, nierównowagom na rynkach towarowych (dynamiczny popyt w segmencie surowców i nośników energii zgłaszany przez kraje Azji, głównie Chiny) towarzyszyło jednocześnie utrzymujące się od kilku lat zjawisko tzw. globalnej nierównowagi finansowej, generowanej chronicznym deficytem rachunku bieżącego USA, czyli zjawiska zidentyfikowane jako chroniczny, strukturalny czynnik globalnej destabilizacji. Szybka i znaczna deprecjacja dolara USA oraz narastająca od jesieni 2007 roku presja inflacyjna stanowią dla EBC czynniki szczególnego potencjalnego zagrożenia dla stabilności monetarnej i finansowej strefy euro, a w istotnym zakresie jednocześnie dla makroekonomicznej stabilności całej UGW.

* Doktor, Wyższa Szkoła Bankowa w Gdańsku, Katedra Ekonomii.

Wstrząsy destabilizacyjne na światowych rynkach finansowych rozszerzają spektrum funkcji i działań Europejskiego Banku Centralnego o przedsięwzięcia związane z zarządzaniem ryzykiem¹. Łączy się to m.in. z systematyczną analizą zalet i wad dotychczasowego systemu transferu ryzyka według modelu *originate-to-distribute*, przyjętego w transakcjach sekurytyzacyjnych przed wystąpieniem wstrząsów na rynkach finansowych i narastającym szybko w pierwszej fazie kryzysu niedoborem płynności w niektórych sektorach systemu bankowego. Jednocześnie sformułowano postulat wprowadzenia większej przejrzystości w odniesieniu do transakcji i instrumentów wszystkich podmiotów – uczestników rynku finansowego i nowych produktów inżynierii finansowej, szczególnie tzw. instrumentów pozabilansowych, sekurytyzowanych². W dobie globalizacji rynków finansowych sekurytyzacja kredytów hipotecznych staje się głównym kanałem „zarażania się” kryzysem kredytowym przez podmioty i instytucje poza sektorem MIF (monetarnych instytucji finansowych), szczególnie w sytuacji przyjęcia błędnych przesłanek zarządzania ryzykiem, przewartościowania zabezpieczeń i przeszacowań ratingu. Banki komercyjne, które oprócz transz *senior* skupiły także część bardziej ryzykownych transz CDO (*mezzanine*, a nawet *equity*), poniosły straty³, zwiększały odpisy rezerwowe, zaś na rynku międzybankowym szybko rośnie niepewność, a w ślad za tym niedobór płynności. Wstrząsy i zaburzenia, m.in. w obszarze płynności, przeniosły się jesienią 2007 r. na rynki pieniężne i kredytowe strefy euro.

2.1. Globalne uwarunkowania makroekonomiczne

2.1.1. Obroty w handlu światowym i inwestycje bezpośrednie

Współczesne procesy globalizacji w gospodarce światowej, postępująca liberalizacja przepływów kapitałowych, a także dynamiczny rozwój światowych rynków finansowych, to w konsekwencji zarówno wyższy stopień ich płynności, a jednocześnie tworzenie warunków dla wystąpienia zjawisk nierównowagi finansowej i kryzysów w międzynarodowych finansach.

Powstanie globalnych nierównowag w gospodarce światowej rozpatrywać i analizować należy na tle ogólnoświatowych trendów i zmian.

Po pierwsze, trend zmian i globalizacji wyznacza tempo wzrostu obrotów handlu światowego na przestrzeni kilku ostatnich dekad i wyprzedza półtorakrotnie tempo wzrostu gospodarczego, mierzone stopą wzrostu PKB w gospodarce światowej. Gospodarki otwierały się szybciej niż rozwijały, zaś w latach 90. wzrost wolumenu obrotów handlu światowego nawet **dwukrotnie** przewyższył tempo wzrostu

PKB na świecie. Na przykład, dla Niemiec współczynnik ten osiągnął w 2005 r. poziom 75%, a dla gospodarki Japonii i USA zbliżył się do poziomu 22%⁴, co w ich przypadku oznacza bardzo wysoki jego poziom, m.in. z uwagi na historyczno-strukturalną specyfikę ich umiarkowanego zewnętrznego handlowego otwarcia.

Po drugie, rosnącemu umiędzynarodowieniu produkcji towarzyszy m.in. dynamiczny przyrost wartości obrotów w dziedzinie bezpośrednich inwestycji zagranicznych. Dla strategii funkcjonowania wielu transnarodowych korporacji istotne okazało się uwzględnienie czynnika międzynarodowej przewagi w zakresie czynnika kosztów produkcji i rozszerzenia sieci zbytu. Według szacunków UNCTAD, przepływy światowych inwestycji bezpośrednich osiągnęły w roku 2005 poziom ok. 900 mld USD, co oznaczało wzrost o ok. 30% w stosunku do ich wielkości w 2004 r. We współczesnej gospodarce światowej za ok. 2/3 obrotów światowego handlu odpowiadają korporacje transnarodowe. Liczba korporacji transnarodowych szacowana jest obecnie na ok. 70 tys.

2.1.2. Rynki kapitałowe i globalne nierównowagi finansowe

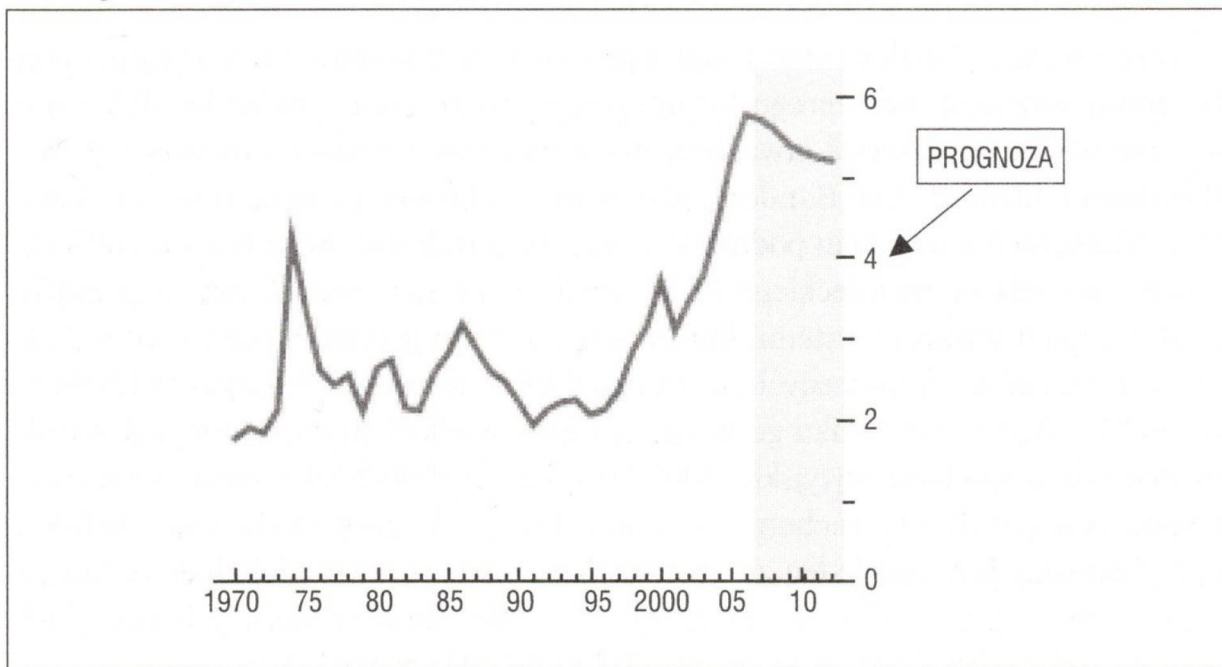
Trzeci ważny globalny trend zmian i procesów dostosowawczych w gospodarce światowej wyznacza od szeregu lat integracja światowych rynków kapitałowych, w coraz większym zakresie otwartych dla podmiotów i rynków finansowych. Według danych niemieckiego Bundesbanku, wartość obrotów papierami wartościowymi w Niemczech z udziałem podmiotów zagranicznych stanowiła w roku 2005 sześciokrotną wielkość niemieckiego PKB⁵, czyli ok. 80 razy więcej, niż na początku lat 80. Stopień otwarcia systemu finansowego, mierzony relacją sumy wartości aktywów i pasywów zagranicznych do wartości PKB, wyniósł w Niemczech (2004 r.) ok. 300%, także w przypadku gospodarek USA i Wielkiej Brytanii osiągnął wysoki poziom (dla gospodarki brytyjskiej 700%!) i w latach 1990-2004 wzrósł dwukrotnie. Szybko rosnący deficyt rachunku obrotów bieżących gospodarki amerykańskiej identyfikowany jest jako jeden z najważniejszych symptomów globalnej nierównowagi finansowej. W 2005 r. łączny deficyt rachunku obrotów bieżących amerykańskiej gospodarki zamknął się kwotą ok. 792 mld USD (rysunek 2.1).

W 2006 r. deficyt bieżący osiągnął poziom 811 mld USD, czyli ok. 6,2% PKB. Obok rozmiarów i szczególnej dwubiegowości „USA – reszta świata”, globalną nierównowagę cechowała sytuacja o wymiarze strukturalnym, gdy amerykański deficyt obrotów bieżących stanowił w latach 2003-2006 ok. 80% łącznej globalnej światowej nadwyżki finansowej reszty świata. Znaczna część tej kwoty nadwyżek, które stanowiły źródło sfinansowania amerykańskiego niedoboru i napłynęły do USA jako kapitałowe pozycje finansujące, ujęte w rachunku kapitałowym bilan-

su płatniczego USA, pochodziła z nielicznej grupy krajów, tzn. 166 mld USD z Japonii, 116 mld USD z Chin, 262 mld USD z krajów OPEC, a także 78 mld USD z kilku azjatyckich gospodarek wschodzących⁶.

Szczególna rola amerykańskiej gospodarki i amerykańskiego rynku aktywów, zarówno dłużnych, jak i kapitałowych, określa we współczesnej globalnej gospodarce światowej mechanizm chronicznej destabilizacji globalnej równowagi światowych rynków finansowych, także z implikacjami dla polityki monetarnej i kursowej. Według danych Departamentu Skarbu dług publiczny w USA osiągnął pod koniec lutego 2008 r. poziom 9,4 bln USD, zaś obsługa zadłużenia przekroczyła (w 2007 r.) rekordowy poziom 425 mld USD. Na liście zagranicznych wierzycieli od wielu lat pierwsze miejsce zajmuje Japonia (620 mld USD), Chiny ułożyły w amerykańskie papiery dłużne ok. 409 mld USD, Wielka Brytania ok. 169 mld USD, zaś kraje arabskie eksportujące ropę naftową zakupiły amerykański dług na kwotę ok. 123 mld USD.

Rysunek 2.1. Globalna nierównowaga w gospodarce światowej (saldo rachunku bieżącego w relacji do PKB)



Źródło: *World Economic Outlook*, October 2007, IMF, Washington DC.

2.1.3. Struktura rezerw walutowych i deprecjacja dolara USA

Zmiany udziału dolara USA w strukturze światowych rezerw walutowych w 2007 r. wskazują na spadek zaufania międzynarodowych inwestorów do amerykańskiej waluty, jako konsekwencję generowanych przez amerykański system

bankowo-finansowy wstrząsów kryzysowych, przy utrzymywaniu się wskaźnika poziomu amerykańskiej nierównowagi zewnętrznej (deficyt rachunku obrotów bieżących) na poziomie ok. 6,4% PKB, co w teorii finansów międzynarodowych traktowane jest jako wskaźnik sygnalizujący początek kryzysu walutowego. Nadal (stan na koniec 2007 r.) ok. 64% światowych rezerw walutowych, szacowanych łącznie na 6,04 bln USD⁷, utrzymywane jest w aktywach denominowanych w dolarze USA, gdy udział euro wynosi ok. 26,4%, brytyjskiego funta sterlinga 4,7%, jena japońskiego 2,7%⁸. W tak ukształtowanej nowej „architekturze światowych rynków finansowych” i walutowych euro i podmiotowi gwarancji stabilności wspólnej waluty przypada szczególna rola.

Po kilkunastu kolejnych podwyżkach stóp procentowych o 0,25 pkt. proc. między czerwcem 2003 roku a czerwcem 2006 roku, poziom stopy referencyjnej Fed wzrósł z rekordowo niskiego poziomu 1% do 5,25%. Na rosnące zagrożenie recesją i szybko narastający braki płynności na rynkach pieniężnych, czemu towarzyszyły straty w przypadku banków zaangażowanych w ryzykowne transakcje kredytowe i gwarancyjne na rynku kredytów hipotecznych, Fed zareagował szybkimi i znacznymi obniżkami stóp, łącznie o 3 pkt. proc. w okresie pięciu miesięcy, do aktualnego poziomu 2,25%⁹. Od początku 2008 roku łączna wielkość obniżek stopy benchmark Fed wynosi 2 pkt. proc., czyli najwięcej od końca lat 80., gdy stopa funduszy federalnych przyjęta została przez Fed jako instrument polityki monetarnej o szczególnym znaczeniu. Warto jednocześnie zauważyć, że wskaźnik inflacji (CPI) w USA wzrósł do nienotowanego od dwóch lat poziomu 4,3%, co oznacza dwukrotny wzrost tego wskaźnika na przestrzeni ostatnich dwunastu miesięcy.

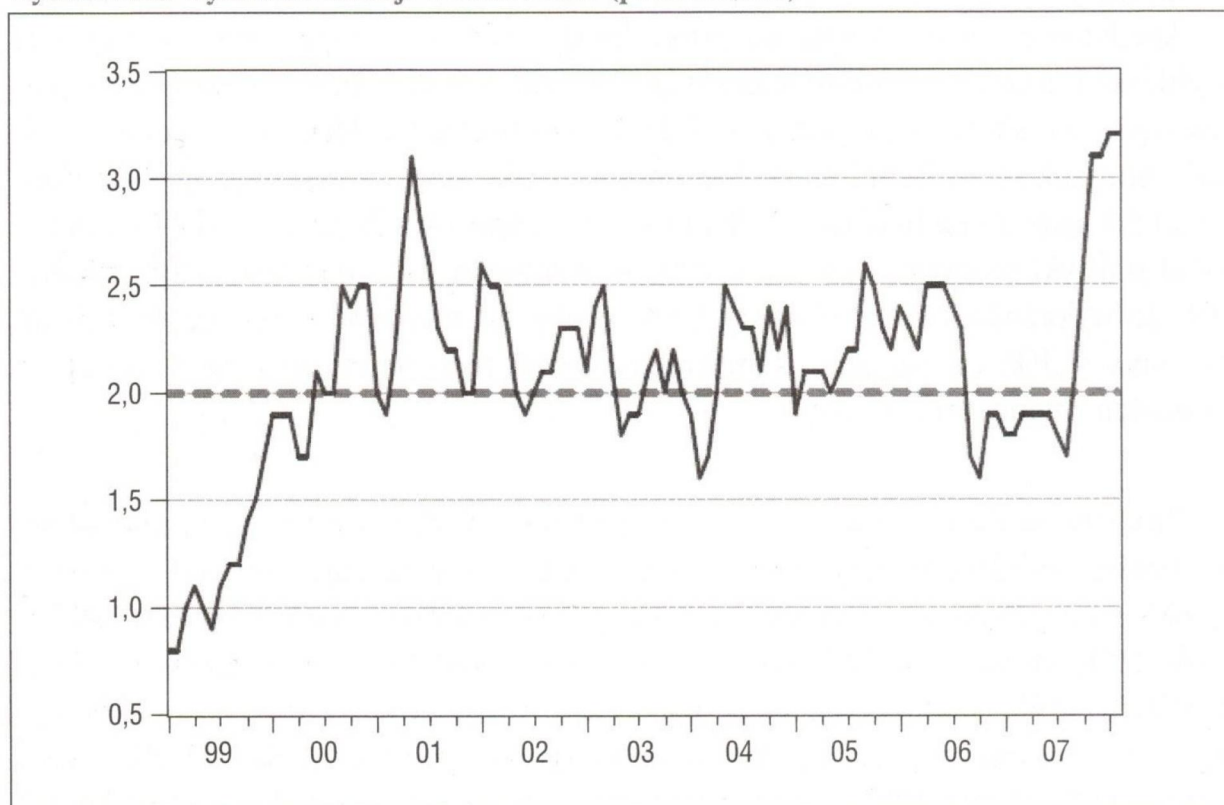
Ilustruje to determinację, z jaką amerykański Fed otwarcie zaangażował się po stronie stabilizacji sfery realnej i przeciwdziałania recesji (polityka akomodacyjna), szczególnie w warunkach, gdy ceny ropy naftowej wzrosły od lata 2007 r. o ok. 25%, zaś od roku 2004 o ok. 200%, a wskaźniki cen innych surowców i nośników energii również wskazują na trwałą presję cenowo-podażową. Dlatego przyczyn znacznej deprecjacji dolara wobec euro do poziomu 1,58 USD/EUR, czyli o ok. 18% od lata 2007 r., upatrywać należy nie tylko po stronie uwarunkowań typowo monetarnych (relacja kursu walutowego na obniżkę stóp procentowych), lub działań spekulacyjnych uczestników – graczy na światowych rynkach walutowych, lecz tak istotne zmiany relacji kursowych w przypadku tej pary walut kluczowych determinowane są stopniowo narastającą, lecz już względnie trwałą utratą zaufania do dolara USA.

2.1.4. Inflacja a dyscyplina fiskalna i reforma finansów publicznych w strefie euro

W 2007 roku w warunkach zaburzeń nierównowag i szoków podaży-inflacyjnych polityka monetarna EBC konfrontowana jest ze swoistą dekompozycją „ładu monetarno-finansowego” wyznaczonego regułami traktatu z Maastricht i ukierunkowana w zakresie reguł i stylu, instrumentarium, horyzontu czasowego realizacji celów na złagodzenie destabilizującego w sferze monetarnej i spowalniającego w sferze realnej wpływu szokowych impulsów zewnętrznych¹⁰.

O ile globalizację przez wiele lat symbolizował trend wzrostu gospodarczego w warunkach niskiej inflacji, to w drugiej połowie 2007 r. także w strefie euro znacznie przyspieszyły ceny (rysunek 2.2).

Rysunek 2.2. Dynamika inflacji w strefie euro (proc. rok/rok)



----- cel inflacyjny EBC (2 proc. stopa HICP)

Źródło EBC, Eurostat.

EBC realizował politykę monetarną w warunkach wysokiej dynamiki wzrostu gospodarczego, przy wysokiej i stale rosnącej stopie podaży pieniądza i dużej dynamice akcji kredytowej.

Szczególna suwerenność w polityce monetarnej EBC oznacza możliwość koncentrowania się wyłącznie na swym głównym statutowym celu (art. 105 Traktatu), czyli utrzymaniu stabilności cen wyznaczonym i skwantyfikowanym jako *blisko, lecz poniżej 2%* tempa inflacji HICP (*closed, but below*) w strefie euro, zaś Eurosystem realizuje stabilizację cen przy równoczesnym wsparciu ogólnej sytuacji gospodarczej (wzrost, zatrudnienie), jednak bez uszczerbku dla realizacji celu głównego. Niektóre przedsięwzięcia w zakresie polityki monetarnej, czyli podejmowane w interesie płynności sektora bankowego stabilizująco-refinansujące operacje, przy konsekwentnym utrzymaniu podstawowej stopy na poziomie 4% wskazują, że zgodnie z niezmiennie prezentowanym poglądem władz EBC, najlepszy wkład, jaki bank centralny może wnieść dla stworzenia warunków długotrwałego i zrównoważonego wzrostu jest zapewnienie stabilnych cen.

W przypadku strefy euro wieloletnia konsolidacja fiskalno-budżetowa stworzyła „automatyczne stabilizatory” dla szoków podażyowych, potencjalnych wahań i zakłóceń cenowo-podażyowych generowanych zarówno przez rynki surowcowo-towarowe, jak i rynki finansowe. Szoki asymetryczne, wywołane przez spowolnienie dynamiki rozwoju wskutek bieżącej i oczekiwanej inflacji oraz narastającej niepewności, w przypadku gospodarek strefy euro oznaczają m.in. zróżnicowanie faz i dynamiki cyklu koniunkturalnego. W fazie spowolnienia gospodarki, gdy przyczyny wyhamowania dynamiki i asymetrii spowodowane są tak szczególnymi uwarunkowaniami wewnętrznymi i zewnętrznymi, natury zarówno realnej, jak i finansowo-monetarnej, utrzymanie stabilności fiskalno-budżetowej w wymiarze strukturalnym w sytuacji, gdy fundamenty europejskiej gospodarki są dostatecznie silne, nie wyklucza możliwości działań rządów niektórych państw strefy euro na rzecz stymulowania instrumentami fiskalno-budżetowymi wybranych sektorów gospodarki¹¹. Większość gospodarek państw Unii wchodzi w fazę spowolnienia dynamiki koniunktury w sytuacji nieco bardziej komfortowej niż niektóre gospodarki poza strukturami integracyjnymi. Dotyczy to gospodarek strefy euro, które wykorzystały wzrost gospodarczy trwający od drugiej połowy 2005 r. dla zreformowania swoich finansów publicznych, a dziś kraje te mają szerszy margines manewru dla polityki budżetowej w sytuacji, gdy ewentualnemu spadkowi dochodów towarzyszy wzrost wydatków.

2.2. Kierunki, cele i instrumenty polityki monetarnej EBC w 2007 roku

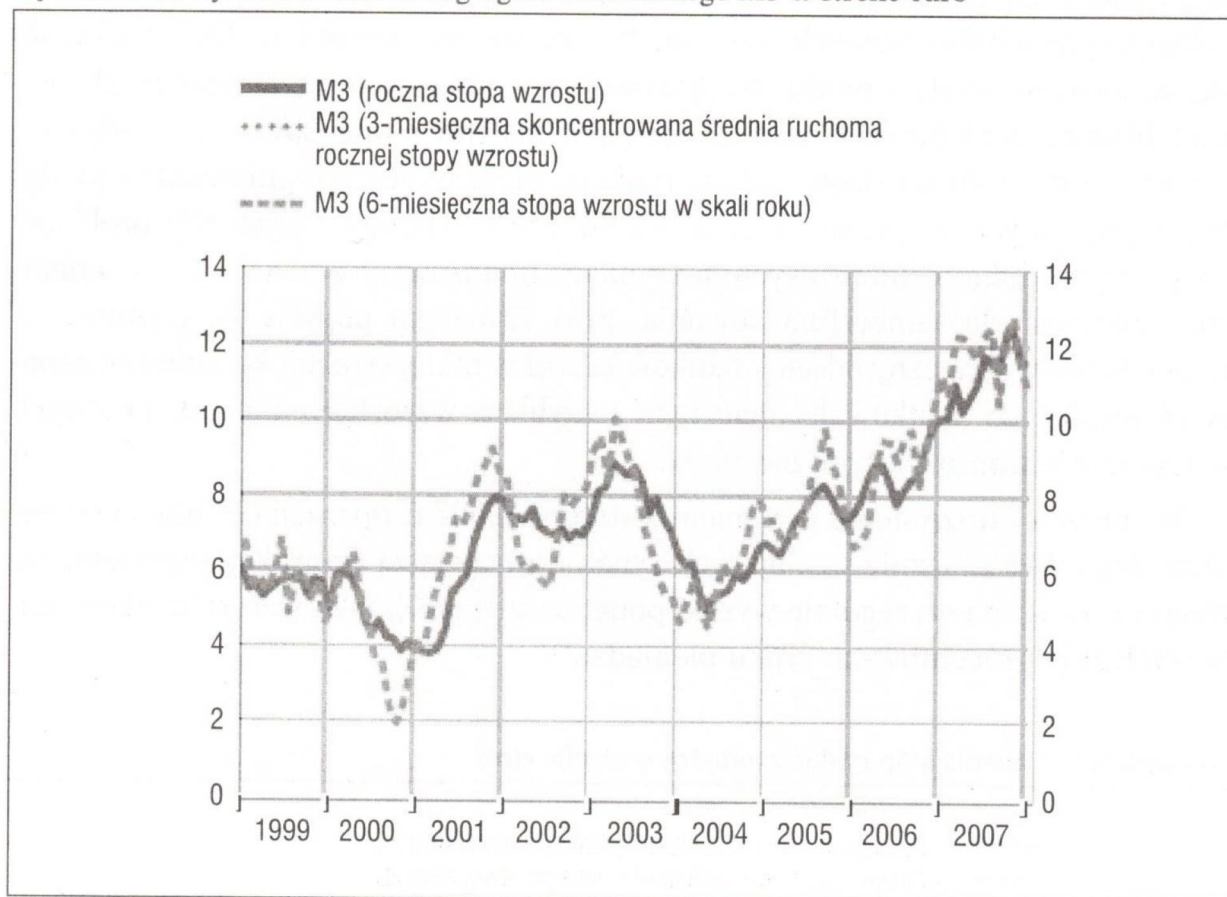
2.2.1. Polityka pieniężna – najważniejsze decyzje

W warunkach utrzymujących się, a w drugiej połowie 2007 r. rosnących, zagrożeń inflacyjnych¹² średniookresowych Rada Prezesów EBC decydowała o podwyższeniu głównej stopy procentowej dwukrotnie, w marcu i w czerwcu po 25 pkt. bazowych, w efekcie czego minimalna stopa operacji refinansujących utrzymała się na poziomie 4%. W drugim półroczu 2007 r. ECB pozostawił podstawowe stopy procentowe bez zmian, gdy wraz z pojawieniem się wstrząsów i niepewności na rynkach finansowych rosło ryzyko szoków podaźowych i pogorszenie perspektyw wzrostu gospodarczego. Mimo zagrożeń i rosnącej niepewności wzrost PKB (w ujęciu realnym) utrzymał się w strefie euro na poziomie 2,6%. Podczas gdy w odniesieniu do wzrostu gospodarczego zagrożenia o charakterze krótkookresowym w perspektywie roku utrzymywały się na niezmiennym poziomie, w analizie ogólnogospodarczej wskazywano na osłabienie perspektyw zagrożeń długookresowych.

Drugi filar strategii decyzyjnej EBC obejmuje analizę sfery monetarnej. Zestawienie danych analizy ogólnoekonomicznej (tzw. pierwszy filar) i monetarnej (tzw. drugi filar) wskazało na rosnące prawdopodobieństwo sytuacji, że w średnim i długim okresie przeważają czynniki mogące stanowić sprzyjające uwarunkowania dla przyspieszenia inflacji. Analiza monetarna pokazała zjawisko trwałego i dynamicznego wzrostu agregatów monetarnych i kreacji kredytów. Odzwierciedleniem rosnącej ekspansji monetarnej i kredytowej był wskaźnik M3 kształtujący się odpowiednio na poziomie 12% w III kw. i 11,1% w IV kw. 2007 r. (rysunek 2.3) Analiza monetarna zwracała uwagę na fakt, że wstrząsy i przecena ryzyka, a także rosnąca niepewność na rynkach pieniężnych i kapitałowych w kontekście utrzymujących się zaburzeń na globalnych rynkach finansowych, mogły wpłynąć na dynamikę monetarną poprzez zmiany portfolio sektora prywatnego, z preferencją restrukturyzacji portfela w kierunku wzrostu udziału bezpiecznych i płynnych aktywów.

Według ocen ekspertów EBC, zawirowania finansowe zaobserwowane od sierpnia 2007 r. miały stosunkowo niewielki wpływ na akcję kredytową wobec sektora prywatnego i tempo wzrostu podaży pieniądza, o dynamice których decydowały nadal głównie czynniki endogeniczne. Ocena co do utrzymujących się perspektyw wzrostowych dla stabilności cen, szczególnie wobec ograniczeń mocy produkcyjnych, rosnących cen surowców energetycznych i żywności oraz

Rysunek 2.3. Dynamika wzrostu agregatu monetarnego M3 w strefie euro



Źródło: *Biuletyn Miesięczny EBC*, marzec 2008.

szybkiej obniżki stopy bezrobocia¹³, EBC dostrzegł potrzebę zapobieżenia wystąpieniu tzw. efektów drugiej rundy, czyli spirali cenowo-płacowo-kosztowej. W takiej sytuacji Rada Prezesów zdecydowała o pozostawieniu podstawowych stóp procentowych na niezmiennym poziomie także w czwartym kwartale 2007 r. Komunikaty EBC i wypowiedzi członków Zarządu EBC jednoznacznie podkreślały gotowość podjęcia, także w bieżących działaniach, przedsięwzięć służących przeciwdziałaniu zagrożeniom w ramach traktatowego mandatu EBC (stabilizacja cen), przy założeniu, że nie wystąpią efekty drugiej rundy wywołane wysokimi stopami inflacji, czyli wskazanie na wagę zakotwiczenia oczekiwań inflacyjnych na stabilnym, niskim poziomie.

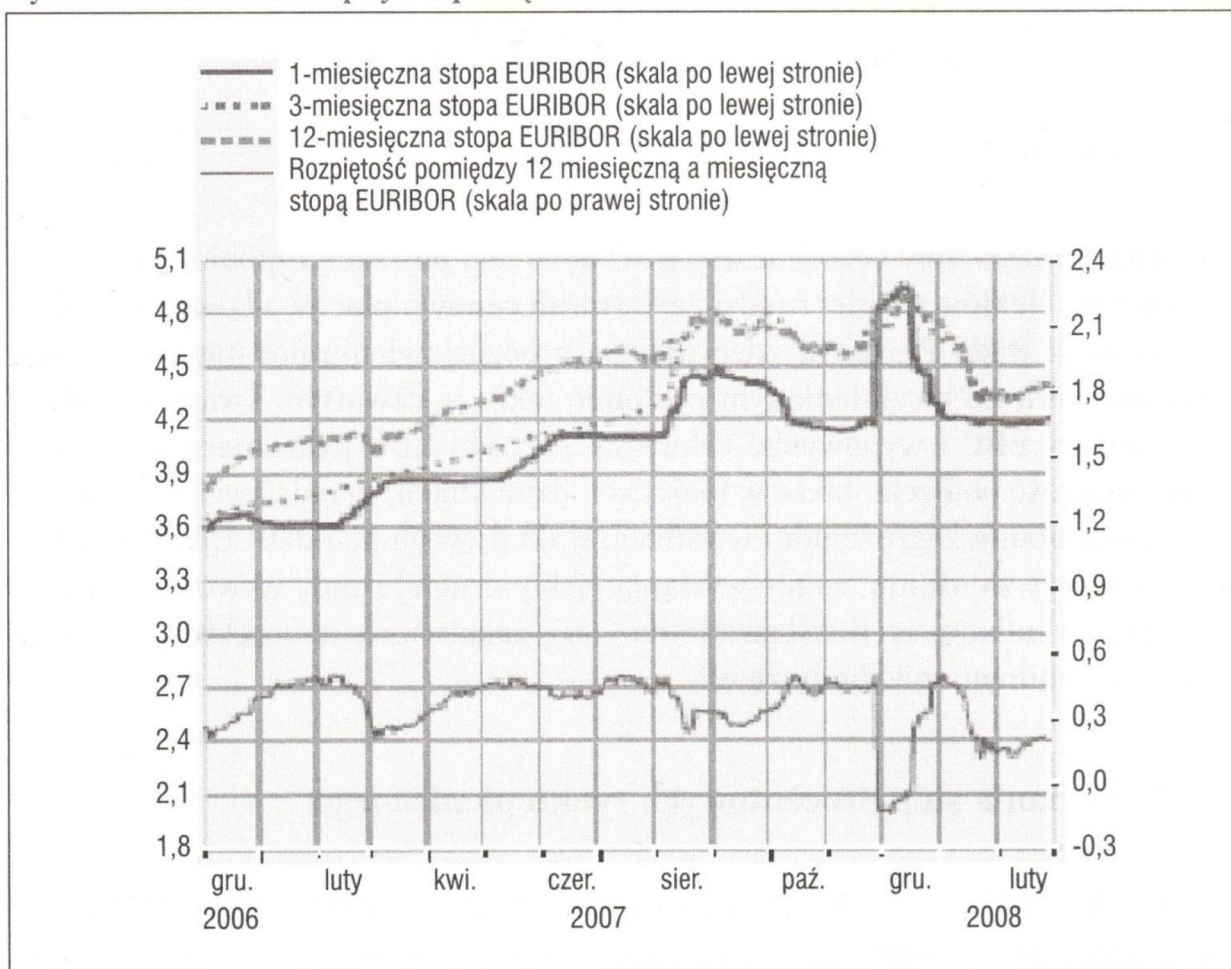
2.2.2. Wahania stóp procentowych rynku pieniężnego

W roku 2007 wystąpiło zjawisko dynamicznego wzrostu krótkoterminowych stóp rynku pieniężnego (dla wszystkich okresów zapadalności) (rysunek 2.4). Szczególnie w drugiej połowie roku znaczące wzrosty stóp rynku odnoszą się do transakcji niezabezpieczonych, co jest skutkiem zarówno wzrostu podstawowo-

wych stóp EBC, jak i niepewności i awersji do ryzyka wskutek zawirowań na globalnych rynkach finansowych. Gdy między czerwcem a sierpniem 2007 r. okazało się, że znaczne straty z tytułu zaangażowania w inwestycje na ryzykownych rynkach hipotecznych poniosły także europejskie instytucje finansowe¹⁴, wzrosły obawy odnośnie wielkości ekspozycji na rynkach nieterminowo regulowanych kredytów hipotecznych *subprime*. W tych warunkach (dodatkowo wystąpiły problemy z wyceną produktów finansowych) na rynkach finansowych szybko wystąpiła obniżona zdolność do samorefinansowania, przy rosnącym popycie na płynność ze strony banków. Znaczny odsetek banków zaczął w takiej sytuacji kumulować zapasy płynności, co skutkowało znacznym i szybkim wzrostem stóp procentowych w segmencie transakcji typu *overnight*.

W ramach Eurosystemu dokonano 9 sierpnia 2007 r. operacji (95 mld euro według stopy 4%) znacznie zasilających rynek dostrajającej transakcji *overnight*, zarówno z uwagi na szczególnie wysoki popyt na płynność, jak i wzrost krótkoterminowych stóp procentowych rynku pieniądza¹⁵.

Rysunek 2.4. Wahania stóp rynku pieniądza w strefie euro



Źródło: EBC.

Polityka monetarna EBC obejmuje, z jednej strony, operacje otwartego rynku, czyli podstawowe operacje refinansujące, operacje refinansujące o dłuższym terminie oraz operacje dostrajające, zaś z drugiej strony, operacje banku centralnego na koniec dnia. Wraz z systemem rezerw obowiązkowych, jednym z zasadniczych realizowanych celów związanych ze stosowaniem tych instrumentów przez EBC jest zarządzanie płynnością na międzybankowym rynku pieniężnym. W przypadku stopy O/N celem jest utrzymanie jej na poziomie zbliżonym do minimalnej oferowanej stopy procentowej dla operacji refinansujących, czyli podstawowej stopy procentowej Eurosystemu.

Istotnym czynnikiem oceny skuteczności sterowania krótkoterminowymi stopami procentowymi przez EBC jest *spread* pomiędzy stopą O/N rynku pieniądza¹⁶ i podstawową stopą EBC. Mimo transakcji dostrajających zmienność rozpiętości EONIA (w relacji do odchylenia standardowego) wzrósł w 2007 r. do 12 punktów bazowych, wobec 5 punktów bazowych w 2006 r. Wzrost ten odzwierciedla większą zmienność międzybankowego rynku pieniądza w strefie euro.

2.2.3. Zapotrzebowanie na płynność w Eurosystemie

Realizując operacje otwartego rynku Eurosystem reguluje i zapewnia płynność (dostarcza ją) w zakresie, jaki umożliwia utrzymanie rachunków bieżących w Eurosystemie na poziomie zbliżonym do ich wymagań w zakresie utrzymywania rezerwy obowiązkowej. W 2007 r. średnie dzienne zapotrzebowanie systemu bankowego strefy euro na płynność wynosiło 441,5 mld euro. W ślad za transakcjami dostrajającymi w sierpniu 2007 r. od września płynność dostarczana i osiągnana była na początku okresów utrzymywania rezerwy obowiązkowej poprzez stałe podstawowe operacje refinansujące. Zgodnie z ogłaszanymi komunikatami (8 października i 23 listopada) EBC zadeklarował wolę konsekwentnego i stabilnego zasilania systemu w płynność. Zgodnie z tak sformułowaną deklaracją EBC stale przydzielał kwoty znacznie wyższe od kwot referencyjnych dla podstawowych operacji refinansujących.

W przypadku segmentu średnio- i długoterminowego także pojawiły się napięcia, co uzewnętrzniło się np. poprzez spadek obrotów. Dla unormowania sytuacji Eurosystem zwiększył udział w tym segmencie refinansowania poprzez 3-miesięczne operacje refinansujące, redukując zakres transakcji o 1-tygodniowym terminie zapadalności. Wskutek tego kwota nierozliczonego refinansowania nie uległa zmianie, a osiągnięto pożądany skutek wydłużenia średniego okresu zapadalności, co na pewien czas ograniczyło przyszłe potrzeby popytu na płynność. W pierwszej kolejności (23 sierpnia i 12 września) przeprowadzono dwie operacje refinansujące z 3-miesięcznym okresem zapadalności¹⁷, przy wzroście stałej kwoty operacji refinansują-

cych do 265 mld euro. Uzupełniające dłuższe operacje refinansujące uruchomiono ponownie (odnowiono) po upływie terminu zapadalności (listopad i grudzień), przy korekcie przydziałów do 60 mld euro w odniesieniu do każdej transakcji¹⁸.

2.2.4. Linie kredytowe (swapowe) w dolarach USA

Banki strefy euro deklarowały obawy co do dostępności do środków na finansowanie przedsięwzięć denominowanych w USD, na co EBC zareagował uruchomieniem szczególnego rodzaju wzajemnych umów walutowych w ramach tzw. linii swapowej. Linia ta obejmowała krótkoterminowe kredyty w USD udzielane w ramach aukcji Systemu Rezerwy Federalnej USA. Tą drogą Eurosystem udostępniał bankom – kontrahentom finansowanie w USD, jakie otrzymał w ramach linii swapowej, z zabezpieczeniem kwalifikowanym dla operacji kredytowych Eurosystemu. Kontrahentom, którzy mieli dostęp do kredytu banku centralnego na koniec dnia o zapadalności ok. 1 miesiąca, udostępniono środki finansowe w USD w ramach dwóch operacji po 10 mld USD każda. Operacje te zrealizowano według stałej stopy (4,65% i 4,67%), czyli równej stopie przetargów FED. Jakkolwiek operacje te, ze względu na poziom, nie miały bezpośredniego wpływu na ogólną płynność finansową w strefie euro, lecz spełniły rolę poprawy globalnych warunków finansowania.

* * *

W warunkach wstrząsów i wzrostu niepewności na rynkach finansowych strefy euro EBC dla operacji dostrajających, które zasilają system bankowy w płynność i, w razie potrzeby, mają charakter transakcji absorbujących płynność, wybrał grupę (127) najbardziej aktywnych kontrahentów. Na ogólną liczbę 24 operacji dostrajających, 18 przeprowadzono po 9 sierpnia, z uwagi na wstrząsy destabilizacyjne na rynku finansowym (a następnie także pieniężnym) strefy euro. Poprzednio, w okresie 8 lat po 1999 r. transakcji tego rodzaju przeprowadzono łącznie 31, co ilustruje zakres i aktywność zaangażowania EBC w działania regulacyjno stabilizacyjne w reakcji na zawirowania kryzysowe.

Logicznym uzupełnieniem działań w zakresie regulowania płynności i działań dostrajających pozostają przedsięwzięcia związane z ograniczeniem ryzyka niewykonania zobowiązań przez kontrahentów, czyli kwestie związane z zarządzaniem ryzykiem. W celu zapewnienia odpowiednio wysokich standardów wiarygodności kredytowej zabezpieczeń, szczególnie ważnych w obecnej sytuacji rosnącej niepewności, Eurosystem opiera się na zasadach i procedurach ujętych w *Eurosystem Credit Assessment Framework (ECAAF)*, czyli zasadach oceny kredytowej Eurosystemu.

mu. Próg jakości wiarygodności kredytowej zabezpieczeń kwalifikowanych dla operacji kredytowych w Eurosystemie wyznacza rating A agencji Standard & Poors. W 2007 r. wprowadzono szereg uzupełnień do ECAF, m.in. decyzję Rady Prezesów EBC, zgodnie z którą zabezpieczone obligacje bankowe poddane są takim samym wymogom oceny kredytowej, jakim podlegają inne aktywa zbywalne.

Streszczenie

Polityka monetarna Europejskiego Banku Centralnego konfrontowana jest od sierpnia 2007 r. ze szczególnymi uwarunkowaniami i wyzwaniem. Układ potencjalnych (i rzeczywistych) zagrożeń dla stabilizacji realnej i finansowej w strefie euro stanowią: wstrząsy i zawirowania na globalnych rynkach finansowych wywołane kryzysem na amerykańskim rynku kredytów hipotecznych *subprime*, silna presja inflacyjna generowana przez rosnące ceny na światowych rynkach surowców i żywności, a także utrzymująca się globalna nierównowaga finansowa i aprecjacja euro w stosunku do dolara.

Realizowana w tych warunkach polityka monetarna, przy traktatowym mandacie inflacyjnego celu głównego, czyli stabilizacji cen, przy niezmiennych regułach i dostępnym instrumentarium, wymaga szczególnej wiarygodności i konsekwencji, a jednocześnie przewidywalności i przejrzystości. Podjęte przez EBC działania dla, z jednej strony, kontynuacji przyjętej po 1999 r. strategii, z drugiej operatywno-aktywnych działań w reakcji na wstrząsy kryzysowe, w 2007 r. odpowiadały tym standardom.

Przypisy

- ¹ Por. *Financial Stability Review*, ECB, April 2008.
- ² Instytucje finansowe, które bezpośrednio udzielały kredytów hipotecznych podmiotom o bardzo wątpliwej wiarygodności kredytowej, czyli tzw. kredytów hipotecznych *subprime*, transferowały ryzyko odsprzedając prawa do przychodów z tego typu kredytów specjalistycznym funduszom inwestycyjnym (SPV). Fundusze SPV sekurytyzowały następnie skupione należności, czyli zamieniały niepłynny instrument, jakim jest kredyt, na płynny i notowany instrument papierów dłużnych CDO (*collateralized debt obligations*), zapewniający nabywcom dochody ze skupionych przez SPV należności *subprime*. Gdy udział złych i niespłaconych kredytów hipotecznych zaczął rosnąć, nawet w transzach *senior* o wysokim ratingu AAA, następuje gwałtowne załamanie zaufania do wartości papierów CDO i spadek ich wartości.
- ³ Międzynarodowy Fundusz Walutowy szacuje łączne straty banków i innych MIF na ok. 945 mld USD. Por. *Global Financial Stability Report. Ch. 3*, IMF, Washington, April 2008, s. 86-117.
- ⁴ *World Economic Outlook*, IMF, April 2006, Washington DC.
- ⁵ H. Remsperger: *Globale Ersparnisstrome, Bretton Woods II und dunkle Materie*. Vortrag auf der ACI Mitgliederversammlung am 1. April 2006, Bremen, s. 5.
- ⁶ Bilans obrotów bieżących strefy euro wykazał w tym czasie deficyt rządu 36 mld USD, czyli ok. 0,4% PKB, jakkolwiek bilans obrotów bieżących gospodarki niemieckiej zamknął się nadwyżką 116 mld USD, czyli ok. 4% PKB. Por. IMF. *World Economic Outlook*, April 2006.
- ⁷ Dane o światowych rezerwach walutowych według raportów: Bloomberg, Reuters, IMF Statistics.

- ⁸ Relacja między dolarem i euro w strukturze światowych rezerw ulega stałej ewolucji, na korzyść euro. W 1999 roku 71,1% aktywów rezerwowych utrzymywane było w dolarze, 18,1% rezerw walutowych w euro.
- ⁹ Na ostatnim, kwietniowym (2008 r.) posiedzeniu Fed obniżył podstawową stopę do 2%, wyraźnie sugerując, że oznacza to zakończenie cyklu podwyżek
- ¹⁰ W takiej sytuacji formuła polityki monetarnej EBC staje się „konserwatywna”, czyli zasadniczo ukierunkowana na wyeliminowanie impulsu inflacyjnego, w dalszej perspektywie bez strat w poziomie zatrudnienia. Przypadek taki analizuje P. de Grauwe, jako dostosowania do przejściowych szoków na rynku pracy. P. de Grauwe, *Unia walutowa*, PWE, Warszawa 2003, s. 170-176.
- ¹¹ W latach 2003-2007 średni deficyt budżetowy w strefie euro obniżył się z ponad 3% (2003) do ok. 0,6% (2007). W Niemczech zapoczątkowana w bieżącym roku obniżka podatku od osób prawnych o 10 pkt. proc., przy zmniejszeniu składek na ubezpieczenie społeczne na wypadek bezrobocia wywoła – szacunkowo – tylko niewielki deficyt, rzędu 0,5%. We Francji pakiet fiskalny przedstawiony latem 2007 r., przewiduje np. znaczne obniżenie podatków od spadków, odliczania od podatku odsetek od kredytów hipotecznych. Obniżki podatków przewidują także programy gospodarcze we Włoszech, w Hiszpanii (obniżka podatku CIT), w Luksemburgu (obniżka progów podatkowych).
- ¹² Ostatecznie średnioroczna inflacja HICP wyniosła w 2007 r. 2,1%, w porównaniu ze wskaźnikiem 2,2 proc. w 2006 r.
- ¹³ Stopa bezrobocia osiągnęła pod koniec 2007 r. najniższy od 25 lat poziom 7,6%.
- ¹⁴ Z uwagi na fakt, że instrumenty sekurytyzowane należą do grupy tzw. pozabilansowych, wahań i niepewności co do rozmiarów strat nie usunęło zapoznanie się z bieżącymi i okresowymi sprawozdaniami.
- ¹⁵ W sierpniu i we wrześniu EBC dokonał dwóch operacji uzupełniających długoterminowych, odpowiednio 40 mld euro i 75 mld euro. W efekcie tych operacji udział refinansowania dostarczonego za pomocą operacji uzupełniających długoterminowych refinansujących wzrósł z 33% do 60%. Por. *Biuletyn EBC*, listopad 2007, s. 32-33.
- ¹⁶ Przyjmuje się w tym przypadku wskaźnik EONIA, czyli uśrednionej efektywnej stopy dla jednodniowych transakcji (*overnight*) na międzybankowym rynku pieniężnym strefy euro.
- ¹⁷ Transakcje opiewały odpowiednio na kwotę 40 mld euro i 75 mld euro.
- ¹⁸ W ramach szczególnego rodzaju operacji refinansujących, dla złagodzenia napięć w końcu roku, gdy banki tradycyjnie niechętnie udzielają pożyczek na rynku pieniężnym, EBC ogłosił (17 grudnia), że w przypadku najbliższej 14-dniowej podstawowej operacji refinansującej zrezygnuje z tradycyjnych procedur przydziału i uwzględni wszystkie oferty na poziomie rentowności równym lub wyższym od średniej ważonej stopy dla poprzedniej operacji refinansującej (4,21%). W wyniku tej decyzji EBC przydzielił kwotę 348,6 mld euro.

Bibliografia

- Bernanke B., *The Global Saving Glut and the U. S. Current Account Deficit*, Homer Jones Lecture, St. Louis, 11 March 2005.
- De Grauwe P., *Unia walutowa*, PWE, Warszawa 2003.
- EBC, *Biuletyn Miesięczny*, 12/2007, 03/2008.
- EZB, *Monatsbericht*, 11/2007.
- Gorgens E., Ruckriegel K., Seitz F., *Europäische Geldpolitik*, Lucius and Lucius, Stuttgart 2004.
- Remsperger H., *Globale Ersparnisströme, Bretton Woods II und dunkle Materie*. Vortrag auf der ACI Mitgliederversammlung am 1. April 2006, Bremen.
- Weber A., *Aktuelle Finanzmarktfragen*, Deutsche Bundesbank, 7. April 2008.
- Weber A., *Finanzmärkte und Wirtschaftsausblick*, Deutsche Bundesbank, 21. April 2008.
- Global Financial Stability Report*, IMF, April 2008
- World Economic Outlook*, IMF, October 2007.
- Raport Roczny 2007*, EBC, czerwiec 2008.