

Mateusz Benedyk  
Uniwersytet Wrocławski

# Polityka pieniężna Europejskiego Banku Centralnego 1999–2013

**JEL Classification:** E520, E580

**Keywords:** monetary policy, European Central Bank, banking.

## Abstract

### Monetary policy of the European Central Bank: 1999–2013

The expansionary monetary policy of the European Central Bank at the beginning of the 21st century gave rise to a big credit expansion. The expansion was distributed unevenly among the Eurozone member states and it led to an economic boom, especially in the real estate market. The malinvestments from the boom period brought about severe economic crisis. Since the crisis ECB acts (lends banks unprecedented amounts of money, against poor collateral, for extended period of time, at record low interest rates) like his main end is keeping the European banking sector afloat, not the officially stated inflation targeting.

Europejski Bank Centralny (EBC) prowadzi politykę pieniężną państw strefy euro od 1999 r. Już w pierwszych latach swojego funkcjonowania musiał zmierzyć się z silnym spowolnieniem gospodarczym, jakie dotknęło kraje strefy euro w latach 2002–2003, gdy wzrost PKB państw strefy spadł poniżej 1%. Niespotykaną wcześniej uwagę mediów działania EBC przykuły jednak dopiero po wybuchu kryzysu finansowego w Stanach Zjednoczonych w 2008 r., a zwłaszcza odkąd niektóre państwa strefy euro mają problemy z obsługą swojego długu publicznego (mniej więcej od 2010 r.). W tym artykule chciałbym przedstawić, jak kształtowała się polityka EBC od jego utworzenia aż do czasu pisania tego artykułu (październik 2013 r.). W kolejnych częściach zajmę się: polityką EBC w zakresie stóp procentowych, rezerw obowiązkowych, operacji otwartego rynku do 2008 r.; wpływem tej polityki na sektor bankowy, strukturę kapitałową gospodarki i poziom cen; zmianami po-

lityki EBC od wybuchu kryzysu finansowego w 2008 r. i od wybuchu kryzysu zadłużenia publicznego w 2010 r.

Przy analizie powyższych punktów zwrócę uwagę na różnice w dynamice wydarzeń pomiędzy poszczególnymi państwami strefy euro. Będę starał się wykazać, że w strefie euro doszło do monetarnej redystrybucji bogactwa — kreacja pieniądza nie była rozłożona równomiernie pomiędzy członków strefy euro — na której skorzystały takie państwa, jak Irlandia i Hiszpania kosztem takich państw, jak Niemcy i Portugalia. Tam, gdzie kreacja pieniądza była najszybsza, odnotowano szybszy wzrost gospodarczy i silne wzrosty cen aktywów (np. nieruchomości) w latach 2002–2007. Te same państwa doświadczyły jednocześnie silniejszej recesji pomiędzy 2008 a 2010 r. Ponadto, można zauważyć, że w czasie dobrej koniunktury kreacja pieniądza odbywała się głównie z korzyścią dla sektora prywatnego, podczas gdy od 2009 r. głównym odbiorcą nowych pieniędzy są rządy państw strefy euro. Chciałbym także się zastanowić, czy kolejne interwencje EBC przeprowadzone do połowy 2012 r. nie zmieniły zasadniczo natury działania EBC — czy z pożyczkodawcy ostatniej instancji EBC nie stał się przypadkiem właścicielem ostatniej instancji. Na koniec zwrócę uwagę na stopniowe wycofywanie się EBC z kolejnych interwencji w ostatnich kilkunastu miesiącach.

## Polityka Europejskiego Banku Centralnego przed wybuchem kryzysu finansowego

EBC próbuje oddziaływać na gospodarkę głównie poprzez kształtowanie rynku krótkoterminowych pożyczek międzybankowych<sup>1</sup>. Ustalając stopę oprocentowania depozytów w EBC (*deposit facility* — DF), wyznacza minimalną stopę procentową na tym rynku — banki nie będą pożyczać komuś środków po stopie procentowej niższa niż oprocentowanie DF, jeśli zawsze mogą ulokować swoje pieniądze w EBC. Górną granicę rynku wyznacza stopa oprocentowania pożyczek, których EBC udziela na prośbę banków komercyjnych (*marginal lending facility* — MLF) — żaden bank nie będzie chciał zaciągnąć pożyczki przy wyższym oprocentowaniu, jeśli zawsze może skorzystać z oferty EBC. Zarówno DF, jak i MLF służą do udzielania pożyczek bądź przyjmowania depozytów na jeden dzień (*overnight*). Ponadto EBC regularnie przeprowadza „operacje

<sup>1</sup> Bardziej wyczerpujący (niż przedstawiony w kolejnych zdaniach) opis instrumentów polityki pieniężnej EBC można znaleźć np. w D. Blenck *et al.*, *The main features of the monetary policy frameworks of the Bank of Japan, the Federal Reserve and the Eurosystem*, „BIS Papers” 9, 2001; P. Bagus, *The Tragedy of the Euro*, wyd. 2, Auburn 2012, s. 81–87; Wtyczne Europejskiego Banku Centralnego z dnia 20 września 2011 r. w sprawie instrumentów i procedur polityki pieniężnej Eurosystemu, EBC/2011/14, [http://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/l\\_33120111214pl00010095.pdf](http://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/l_33120111214pl00010095.pdf), 27.06.2012.

refinansujące” (*main refinancing operation* — MRO). W ramach tych operacji bank centralny oferuje określoną pulę pożyczek (zwykle tygodniowych lub dwutygodniowych) dla banków. Oprocentowanie MRO znajduje się zazwyczaj pomiędzy DF a MLF.

EBC udziela także finansowania na dłuższy okres w ramach LTRO (*long term refinancing operation*). Pożyczki LTRO są udzielane na różne okresy, zwykle były to trzy miesiące, ale zdarzały się już pożyczki na okres trzech lat. W ostatnich miesiącach operacje LTRO stały się głównym instrumentem polityki EBC, chociaż w omawianym tutaj wycinku działalności EBC odgrywały jeszcze nieco mniejszą rolę<sup>2</sup>. Dodajmy także, że w ciągu całego omawianego tutaj okresu EBC nie zmieniał stopy rezerw obowiązkowych<sup>3</sup>.

Wraz z pierwszymi sygnałami osłabienia koniunktury w Stanach Zjednoczonych w 2001 r. EBC zaczął luzować swoją politykę pieniężną. W maju, sierpniu, wrześniu i listopadzie tegoż roku EBC obniżał stopy procentowe używane w ramach DF, MLF i MRO (w przypadku wszystkich trzech operacji były to obniżki o odpowiednio 25 p.b., 25 p.b., 50 p.b., 50 p.b.). Jednak, jak można zobaczyć na Wykresie 1., nie był to koniec okresu luzowania polityki monetarnej. W 2002 r. w najważniejszych gospodarkach strefy — niemieckiej, francuskiej, włoskiej — wyraźnie dało odczuć się spowolnienie tempa rozwoju<sup>4</sup>. EBC postanowił jeszcze bardziej poluzować politykę pieniężną i zdecydował się na kolejną rundę obniżek stóp procentowych: w grudniu 2002 r. o 50 p.b., w marcu 2003 r. o 25 p.b. i w czerwcu 2003 r. o 50 p.b. Tym samym między 2001 a 2003 r. wszystkie trzy stopy operacji EBC obniżono o 2,5 punktu procentowego. Oprocentowanie DF, MLF i MRO osiągnęło rekordowo niski poziom i ten stan utrzymywał się aż do grudnia 2005 r.

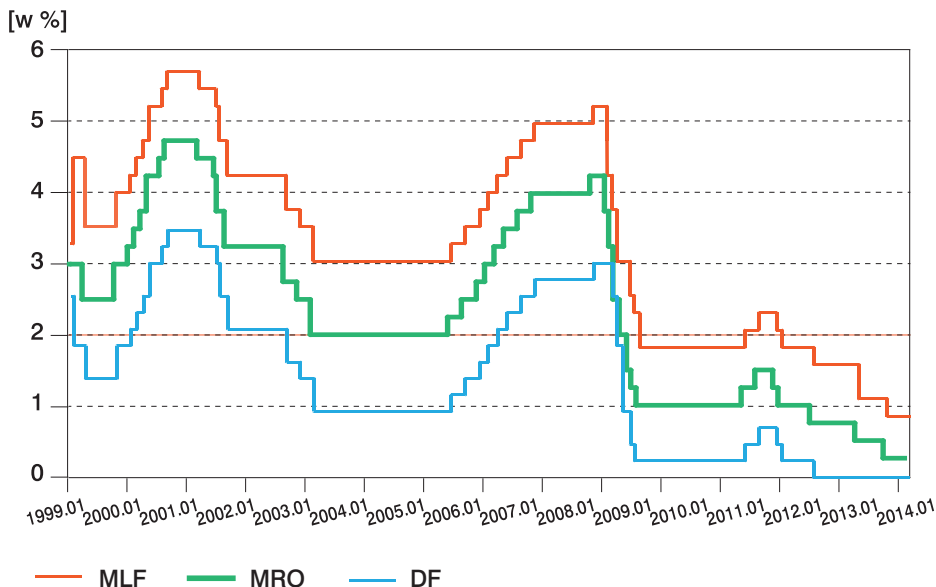
Koniec 2005 r. stanowił początek okresu zaostrzania polityki pieniężnej. Między grudniem 2005 r. a czerwcem 2007 r. EBC osiem razy podnosił stopy procentowe, za każdym razem o 25 p.b. w przypadku każdego z trzech omawianych tu instrumentów polityki pieniężnej. Zanim kryzys finansowy w Stanach Zjednoczonych nabrał rozpędu we wrześniu 2008 r., EBC dokonał jeszcze jednej podwyżki stóp procentowych — w lipcu 2008 roku podniósł stopy procentowe o 25 p.b.

Jeśli patrzymy zatem na poziomy stóp procentowych, to możemy stwierdzić, że łatwo wyróżnić dwa okresy w działaniach EBC — V 2001–XII 2005 to okres luźnej polityki pieniężnej, XII 2005–X 2008 to czas zaostrzania tej polityki.

<sup>2</sup> Nie są to wszystkie instrumenty, jakimi posługuje się EBC w prowadzeniu polityki pieniężnej. Przy analizie późniejszych działań trzeba także wziąć pod uwagę bezpośredni skup obligacji państw strefy euro czy zmiany w polityce zabezpieczeń wymaganych przy udzielaniu pożyczek — te elementy zostaną omówione w kolejnych częściach tego artykułu.

<sup>3</sup> Stopa ta wynosiła 2%. Dopiero od stycznia 2012 r. obowiązuje obniżona stawka — 1%.

<sup>4</sup> W 2002 r. Niemcy odnotowały zerową zmianę realnego PKB względem poprzedniego roku, PKB Francji wzrósł o 0,9% a Włoch o 0,5% — dane Eurostatu.



Wykres 1. Stopy procentowe stosowane w operacjach Europejskiego Banku Centralnego od 1999 r.

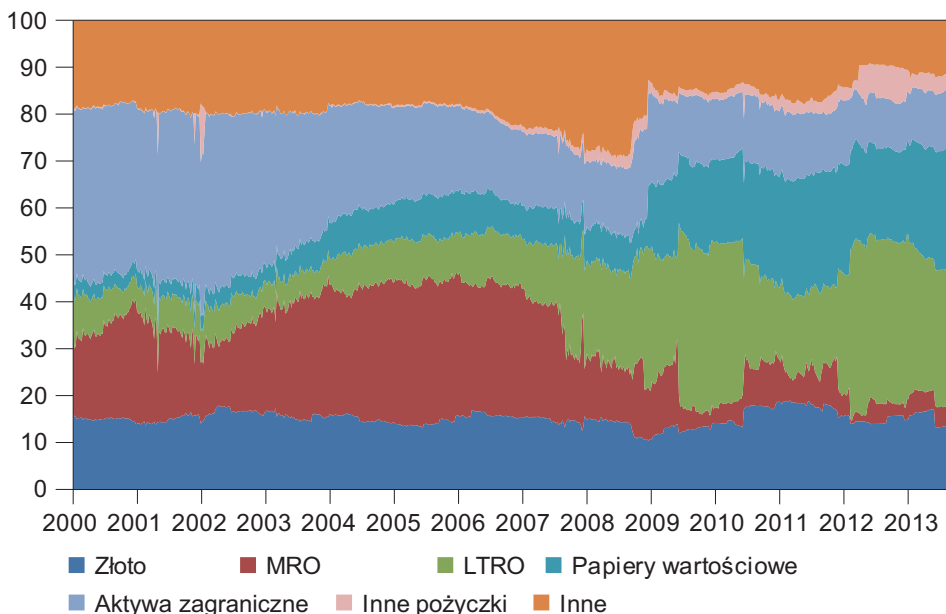
Źródło: Europejski Bank Centralny.

Na wykresie 2 przedstawiono udział różnych klas aktywów w bilansie EBC. Widzimy, że do połowy 2007 r. największą rolę w prowadzeniu polityki pieniężnej EBC odgrywały operacje MRO. Około 10% aktywów EBC stanowiły dłuższe pożyczki dla banków w ramach LTRO. Inne pożyczki dla banków (w tym MLF) nie odgrywały znaczącej roli. Wzrost roli LTRO kosztem MRO, który widzimy mniej więcej od połowy 2007 r. można interpretować jako syndrom pogarszających się nastrojów w świetle niepokojących danych z amerykańskich rynków finansowych. W sierpniu i wrześniu 2007 r. EBC ogłosił przeprowadzenie dodatkowych trzymiesięcznych operacji LTRO a banki, obawiające się o źródła finansowania, chętnie z propozycji EBC skorzystały. Pożyczki te były sukcesywnie odnawiane, a w marcu 2008 r. EBC zdecydował się na przeprowadzenie operacji LTRO o rekordowej zapadalności sześciu miesięcy. Oferowanie bankom dodatkowego długoterminowego finansowania można uznać za przejaw poluzowania polityki monetarnej i swego rodzaju odejście od tradycyjnej roli banku centralnego, który powinien raczej pomagać bankom w krótkoterminowych problemach z płynnością, potrzebną do spełniania wymogów związanych z minimalnymi rezerwami, a nie angażować się długoterminowo w finansowanie aktywów instytucji, które nadzoruje.

EBC w porozumieniu z Systemem Rezerwy Federalnej i innymi bankami centralnymi od grudnia 2007 r. zaczął także oferować bankom pożyczki w dolarach, potrzebne głównie instytucjom finansowym, które zaangażowały się silnie w amerykańskie papiery wartościowe (np. związane z kredytami hipotecz-

nymi)<sup>5</sup>. Wprowadzenie tego nowego instrumentu do operacji EBC można także interpretować jako krok w kierunku rozluźnienia polityki monetarnej.

[w %]



Wykres 2. Procentowy udział różnych klas aktywów w bilansie Europejskiego Banku Centralnego

Źródło: Europejski Bank Centralny.

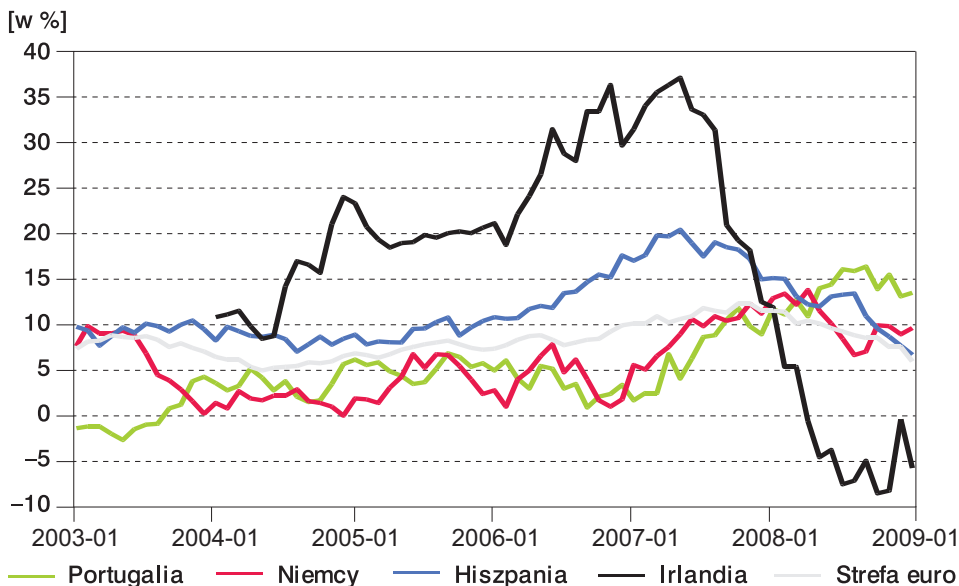
Widzimy zatem, że zmiany w instrumentarium EBC idą w przeciwną stronę niż trwający jednocześnie cykl podwyżek stóp procentowych. Dlatego też trudno uznać politykę frankfurckiego banku w drugiej połowie 2007 i w początkach 2008 roku za restrykcyjną. Trzeba raczej uznać, że pojawiały się wówczas już pierwsze oznaki nadchodzącej silnie ekspansywnej polityki pieniężnej EBC.

## Wpływ polityki Europejskiego Banku Centralnego na sektor bankowy i gospodarkę strefy euro

Chociaż EBC rozpoczął luzowanie polityki monetarnej w 2001 r., to na efekty jego działań trzeba było dość długo poczekać. Jeśli przyjrzymy się, na dynami-

<sup>5</sup> O operacjach EBC z Fedem z lat 2007–2011 zob. J. Lewiński, *Fed ratuje Europę, czyli banki z USA*, <http://mises.pl/blog/2011/12/21/lewinski-fed-ratuje-europe-czyli-banki-z-usa/>, 12.10.2013. O zaangażowaniu banków europejskich w amerykańskie aktywa zob. H.S. Shin, *Global Banking Glut and Loan Risk Premium*, Mundell-Fleming Lecture zaprezentowany na 2011 IMF Annual Research Conference, 10–11 listopada 2011, [http://www.princeton.edu/~hsshin/www/mundell\\_fleming\\_lecture.pdf](http://www.princeton.edu/~hsshin/www/mundell_fleming_lecture.pdf), 12.10.2013.

kę przyrostu agregatu pieniężnego M3 w strefie euro (wykres 3), to zauważymy, że pomimo wysiłków EBC roczne przyrosty omawianego agregatu raczej malały (z wyjątkiem początku 2003 r.). W maju 2004 r. roczna zmiana M3 osiągnęła minimalną wówczas wartość i wyniosła 5%. Dopiero od tego momentu akcja kredytowa w strefie euro nabrała rozpędu i wzrost M3 systematycznie podnosił się aż do przełomu 2007 i 2008 r.



Wykres 3. Roczne przyrosty agregatu M3 w strefie euro i jej wybranych państwach między I 2003 a I 2009 r. (w procentach)<sup>6</sup>

Źródło: Europejski Bank Centralny, banki centralne państw strefy euro.

Zaostrzanie polityki monetarnej od końca 2005 r. przełożyło się na spadek dynamiki M3 dopiero na początku 2008 r. Patrząc jednak na dane dla całej strefy euro, nie zauważymy znacznych różnic pomiędzy dynamiką M3 w poszczególnych państwach strefy euro. W Tabeli 1 zaprezentowano dane dotyczące średniego rocznego przyrostu M3 w 12 państwach strefy<sup>7</sup>. Kreacja pieniądza odbywała się najszybciej w takich państwach, jak Irlandia i Hiszpania, podczas gdy banki niemieckie i portugalskie kreowały relatywnie niewiele nowych środków. Tę różnicę jeszcze łatwiej zaobserwować na wykresie 3, gdzie widać, że roczne przyrosty M3 w Irlandii przekraczały nawet 35%, podczas gdy w Niemczech i Portugalii przyrosty te były raczej jednocyfrowe.

<sup>6</sup> W przypadku Irlandii dane dotyczą okresu I 2004–I 2009.

<sup>7</sup> W naszym opisie pomijamy państwa, które przystąpiły do strefy euro później (Słowenia, Cypr, Malta, Słowacja, Estonia) — z racji relatywnie niewielkich rozmiarów ich gospodarek i przystąpienia do strefy dopiero w końcowej fazie opisywanych tu zdarzeń.

**Tabela 1.** Średni roczny przyrost agregatu M3 między I 2002 a I 2009 r.

|            |       |
|------------|-------|
| Irlandia*  | 12,5% |
| Hiszpania  | 10,7% |
| Finlandia  | 9,5%  |
| Austria    | 9%    |
| Grecja     | 8,7%  |
| Włochy     | 7,7%  |
| Holandia   | 7,4%  |
| Francja    | 7%    |
| Belgia     | 6,8%  |
| Niemcy     | 5,9%  |
| Luksemburg | 5,9%  |
| Portugalia | 5,3%  |

\* Dla Irlandii dane dotyczą okresu I 2003–I 2009.

Źródło: banki centralne państw strefy euro.

Tempo ekspansji kredytowej ma wyraźne przełożenie na koniunkturę gospodarczą i strukturę kapitałową<sup>8</sup>. Jeśli nowe kredyty nie płyną ze zwiększenia dobrowolnych oszczędności, a raczej są wynikiem kreacji przez banki nowych depozytów *ex nihilo*, to istnieje zagrożenie wywołania cyklu koniunkturalnego. Inwestorzy błędnie oceniają zasób dostępnych oszczędności i rozpoczynają projekty inwestycyjne, których nie można skończyć z powodu braku rzadkich, zaoszczędzonych zasobów. Rozpoczęte inwestycje podbijają ceny czynników produkcji — rosną płace i ceny aktywów, na rynkach kapitałowych panuje hossa, a konsumenci, zarabiający coraz więcej, przeceniają swoje bogactwo i powiększają wydatki konsumpcyjne<sup>9</sup>. Struktura kapitałowa, która powstanie w wyniku takiego procesu jest jednak nietrwała i kiedy napływ nowego kredytu zacznie maleć, ujawnią się błędy inwestycyjne — gospodarka potrzebuje fazy likwidacji błędnych inwestycji i przeniesienia czynników do rentownych linii produkcji. W powszechnej terminologii ten okres nazywany jest recesją.

Takie właśnie procesy mogliśmy zaobserwować w gospodarkach strefy euro, zwłaszcza w tych, gdzie dynamika akcji kredytowej była największa. Charakterystyczną cechą tego cyklu koniunkturalnego był boom na rynku nieruchomości, który szczególnie skorzystał na kreacji nowego pieniądza w strefie euro. Według danych OECD, przedstawionych w tabeli 2 pomiędzy rokiem 2000 a 2008 ceny domów w dwóch państwach, gdzie przyrost M3 był najwyższy — Hiszpanii i Ir-

<sup>8</sup> F.A. von Hayek, *Prices and Production*, [w:] *idem, Prices and Production and Other Works. F.A. Hayek on Money, the Business Cycle, and the Gold Standard*, Auburn 2008, s. 189–329; Ludwig von Mises, *Ludzkie działanie*, przeł. W. Falkowski, Warszawa 2007, s. 457–497; J. Huerta de Soto, *Pieniądz, kredyt bankowy i cykle koniunkturalne*, przeł. G. Łuczkiewicz, Warszawa 2009, s. 199–381.

<sup>9</sup> J.T. Salerno, *A Reformulation of Austrian Business Cycle Theory in Light of the Financial Crisis*, „Quarterly Journal of Austrian Economics” 15, 1 (2012), s. 3–44.

landii — wzrosły odpowiednio o 160% i 133%. W tym samym czasie ceny domów praktycznie nie zmieniły się w Niemczech (spadek o 2%), gdzie kreacja pieniądza była stosunkowo niewielka.

**Tabela 2.** Zmiany cen domów pomiędzy rokiem 2000 a 2008 w wybranych państwach strefy euro (w procentach)

|           |        |
|-----------|--------|
| Hiszpania | 160,23 |
| Irlandia  | 132,91 |
| Francja   | 128,15 |
| Grecja    | 109,64 |
| Belgia    | 97,3   |
| Włochy    | 90,46  |
| Holandia  | 75,84  |
| Finlandia | 52,36  |
| Niemcy    | -2,09  |

Źródło: OECD.

Jeśli przyjrzymy się wskaźnikom wzrostu gospodarczego, to dojdziemy do podobnych wniosków. W tabeli 3 przedstawiono dane o zmianie realnego PKB państw strefy euro w latach 2002–2007 i 2008–2010. Państwa te są uporządkowane w tej samej kolejności co w tabeli 1 (według tempa przyrostu M3). Średni wzrost PKB państw z górnej połowy tabeli wyniósł 21,5% w latach 2002–2007 (co daje ok. 3,3% rocznie), a państw z dolnej połowy 13,8% (ok. 2,2% rocznie)<sup>10</sup>. Państwa, gdzie podaż pieniądza rosła szybciej, boleśniej odczuły także spowolnienie gospodarcze lat 2008–2010. W krajach z górnej połowy tabeli PKB spadł wówczas średnio o 5%, podczas gdy PKB pozostałych członków strefy euro zmalał średnio o 0,9%.

**Tabela 3.** Zmiana realnego PKB w państwach strefy euro w latach 2002–2007 i 2008–2010 (w procentach)

| Kraj      | Lata 2002–2007 | Lata 2008–2010 |
|-----------|----------------|----------------|
| Irlandia  | 34,51          | -10,15         |
| Hiszpania | 22,09          | -2,93          |
| Finlandia | 22,28          | -4,73          |

<sup>10</sup> Nie twierdzę tutaj, że zmiany w dynamice M3 przekładają się 1:1 na zmiany w dynamice gospodarczej. W strefie euro istnieją silne powiązania gospodarcze pomiędzy przedsiębiorstwami, które nie respektują granic narodowych, w związku z czym efekty ekspansji kredytowej w jednym państwie nie będą widoczne jedynie na jego terytorium. Nawet gdyby tak było, to nie można powiedzieć, że istnieje ścisła ilościowa zależność pomiędzy wielkością ekspansji kredytowej a zmianami PKB. Pomimo tego zmiany w dynamice M3 wydają się być jednym z czynników, które pozwalają zrozumieć nam różnice w tempie rozwoju poszczególnych państw strefy euro. Moje rozumienie zadania historii gospodarczej jest tutaj zbieżne z rozważaniami przedstawionymi w dziele L. von Mises, *Teoria a historia. Interpretacja procesów społeczno gospodarczych*, przeł. G. Łuczkiewicz, Warszawa 2011.

|            |       |       |
|------------|-------|-------|
| Austria    | 15,94 | –0,21 |
| Grecja     | 27,08 | –6,87 |
| Włochy     | 7,19  | –4,95 |
| Holandia   | 12,44 | –0,09 |
| Francja    | 11,39 | –1,55 |
| Belgia     | 13,59 | 0,33  |
| Niemcy     | 8,73  | –0,51 |
| Luksemburg | 30,14 | –1,97 |
| Portugalia | 6,22  | –1,54 |

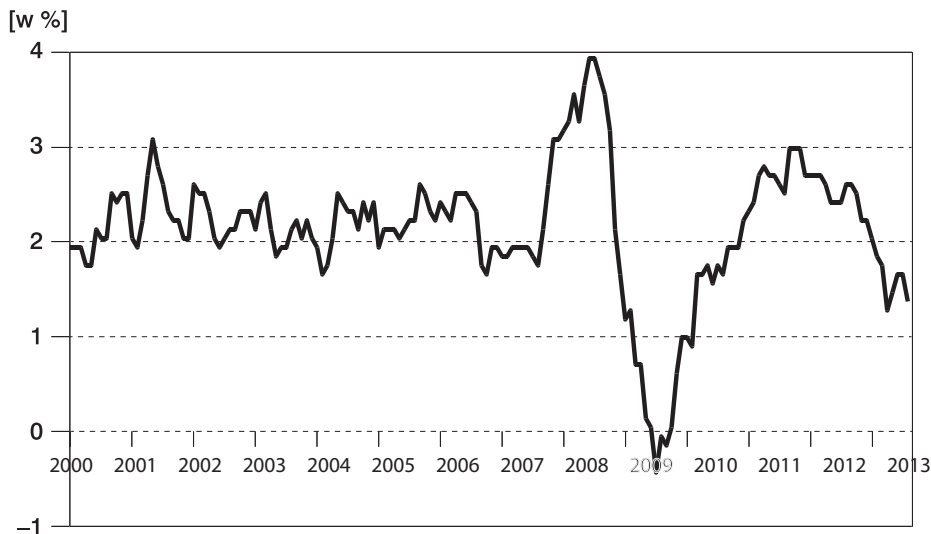
Źródło: Eurostat.

Dlaczego władze EBC nie interweniowały, widząc takie rozbieżności w kreacji pieniądza? Wydaje się, że odpowiedzi na to pytanie trzeba szukać w fakcie, że głównym celem polityki EBC jest dążenie do stabilności cen, rozumianej jako mniej więcej dwuprocentowy roczny wzrost cen<sup>11</sup>. Pomimo rozbieżności w tempie kreacji pieniądza pomiędzy różnymi krajami wskaźnik inflacji HICP, który służy jako probierz skuteczności polityki EBC, odnotowywał umiarkowany wzrost w okolicach celu wyznaczonego przez EBC i dopiero na przełomie 2007 i 2008 r. przekroczył granicę 3%, co pokazane jest na wykresie 4. Zanim nowo wykreowane na rynku kredytowym pieniądze wpłyną na strukturę cen na poziomie konsumenta, musi minąć sporo czasu, kiedy pieniądze przechodzą od kredytobiorców do właścicieli czynników produkcji, którzy część z nich przeznaczają na dobra konsumpcyjne. Silne powiązania handlowe między gospodarkami państw strefy euro sprawiają, że do wzrostu cen nie dochodzi jedynie w państwie, gdzie tworzony jest nowy kredyt, ale wszędzie tam, gdzie używane jest euro. Do tego w największych gospodarkach europejskich — w Niemczech i Francji — kreacja pieniądza była relatywnie mniejsza. Efekt ogromnej kreacji kredytu we względnie małej Irlandii nie mógł mieć zatem ogromnego przełożenia na ceny w całej strefie.

W ekonomii na określenie skutków rozchodzenia się nowego pieniądza w gospodarce używa się określenia „efekty Cantillona”, od Richarda Cantillona — autora pierwszego ogólnego traktatu ekonomicznego. Zgodnie z tą teorią osoba, która pierwsza wchodzi w posiadanie nowego pieniądza zyskuje kosztem reszty, ponieważ może kupować dobra po cenach, które nie dostosowały się jeszcze do zwiększonej ilości pieniądza. Każdy kolejny użytkownik nowej jednostki pieniężnej będzie zyskiwał coraz mniej. Ci, których nominalne dochody wzrosną najpóźniej lub nie wzrosną w ogóle, stracą. W tym kontekście funkcjonowanie strefy euro do 2008 r. jawi się jako wielki mechanizm redystrybucji monetarnej — transferu bogactwa do państw, gdzie wzrost podaży pieniądza był szybszy kosztem państw, gdzie wzrost ten był wolniejszy. Mówiąc bardziej metaforycznie,

<sup>11</sup> „Podstawowym celem polityki pieniężnej EBC jest stabilność cen. EBC dąży do tego, aby stopa inflacji była poniżej, lecz blisko, 2% w średnim okresie” — podaje EBC na swojej stronie internetowej (tłumaczenie własne): <http://www.ecb.int/mopo/html/index.en.html>, 12.10.2011.

kraje takie jak Irlandia mogły produkować pieniądź na potęgę bez konieczności płacenia za to ceny w postaci znacznie wyższych cen.



Wykres 4. Inflacja w strefie euro mierzona wskaźnikiem HICP (procentowe zmiany rok do roku) w latach 2000–2013

Źródło: Europejski Bank Centralny.

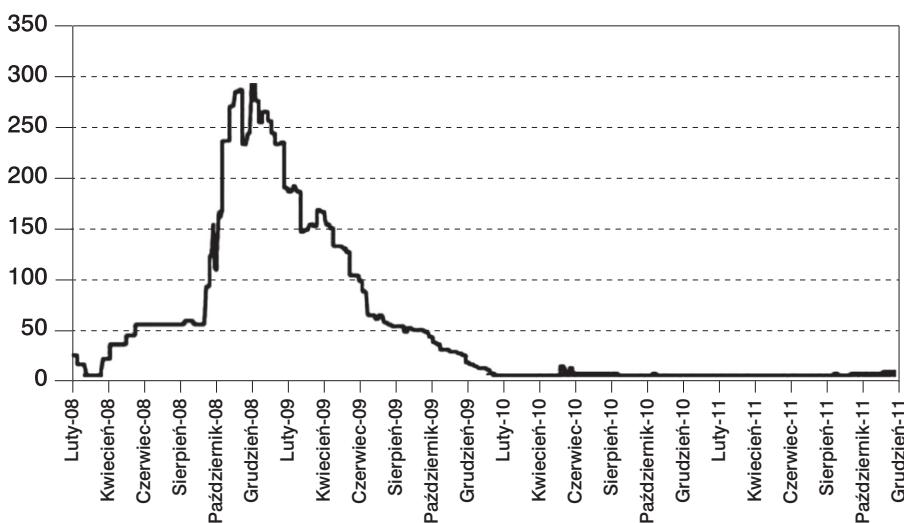
Podsumowując, poluznienie polityki pieniężnej przez EBC doprowadziło do ekspansji kredytowej. Ta ekspansja nie przebiegała w tym samym tempie w różnych państwach strefy euro. Tam, gdzie przyrost kredytu był największy, odnotowano silny boom na rynku nieruchomości i ogólne ożywienie gospodarcze. Ożywienie to nie było jednak poparte na solidnych podstawach w postaci dobrowolnych oszczędności, dlatego też skończyło się ujawnieniem błędnych inwestycji i spowolnieniem gospodarczym. W państwach, gdzie kreacja pieniądza była wolniejsza, zarówno wcześniejsze ożywienie, jak i późniejszy kryzys gospodarczy były mniejsze. Jako że nowo utworzony pieniądź rozchodził się po całej strefie euro, wskaźnik HICP utrzymywał się blisko celu wyznaczonego przez EBC. Dlatego też różnice w tempie rozwoju poszczególnych państw strefy nie wydawały się czymś niepokojącym.

## Polityka EBC w latach 2008–2010

Upadek banku Lehman Brothers i narastająca po nim panika na rynkach finansowych stała się katalizatorem nadzwyczajnych zmian w polityce EBC. EBC gwałtownie obniżył stopy procentowe, przeprowadził szereg interwencji na niespotykaną wcześniej skalę, zmienił reguły dotyczące zabezpieczeń udzielanych kredytów, co doprowadziło do gwałtownego wzrostu bilansu EBC i bazy monetarnej.

Jak wspomniano już powyżej, EBC zaczął udostępniać europejskim bankom pożyczki dolarowe. Początkowo pożyczki te miały z góry ustalony maksymalny pułap. Do września 2008 roku ich suma oscylowała wokół 50 mld dolarów. W obliczu narastających trudności w uzyskaniu przez banki finansowania w normalny, rynkowy sposób, EBC i System Rezerwy Federalnej (Fed) ogłosiły 29 września 2008 r. powiększenie programu dolarowych pożyczek<sup>12</sup>, a 13 października ogłoszono<sup>13</sup>, że Fed dostarczy takiej kwoty dolarów, jaka tylko będzie pożądana przez instytucje finansowe w Europie.

[w mld euro]



Wykres 5. Dolarowe pożyczki EBC dla europejskich banków (w mld dolarów)

Źródło: Goldman Sachs via ZeroHedge.

Rezultatem tych działań był szybki wzrost dolarowych pożyczek dla europejskich banków. Na przełomie 2008 i 2009 r. osiągnęły one rekordowy rozmiar prawie 300 mld dolarów (wykres 5). Przez kolejny rok suma pożyczek systematycznie malała, a na początku 2010 r. europejskie banki praktycznie zaprzestały korzystać z oferty EBC. EBC w porozumieniu ze szwajcarskim bankiem centralnym oferował także finansowanie we frankach szwajcarskich, jednak ilościowy efekt tych pożyczek był mniejszy (maksymalnie była to równowartość ok. 30 miliardów dolarów).

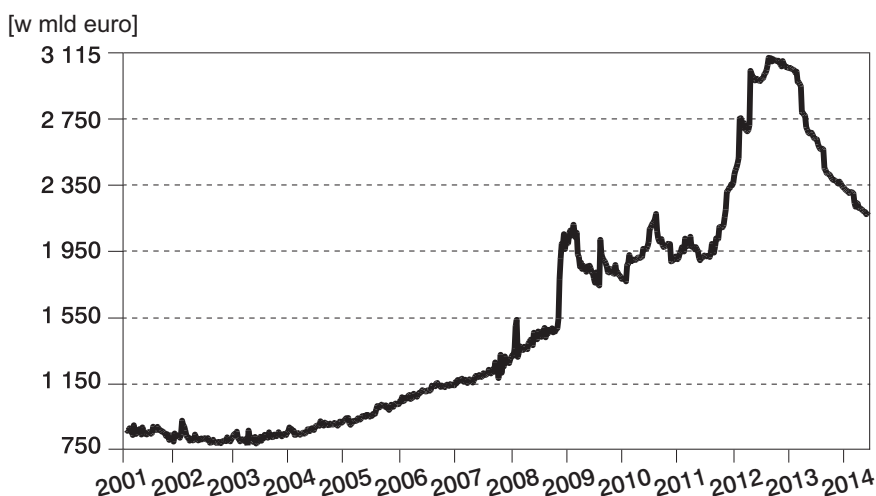
Dostarczanie dolarowych pożyczek nie było jedyną zmianą w działaniach EBC. Sięgnięto także po bardziej tradycyjne metody luzowania polityki pieniężnej. Na przełomie 2008 i 2009 r. gwałtownie obniżono stopy procentowe (wykres 1). Między październikiem 2008 a majem 2009 r. oprocentowanie DF spadło o 3 punkty procentowe, oprocentowanie MLF o 3,5 punktu procentowego, a MRO o 3,25 punktu procentowego. Tym samym EBC ustanowił rekordowe niskie kosz-

<sup>12</sup> <http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/20080929a.htm>.

<sup>13</sup> <http://www.ecb.int/press/pr/date/2008/html/pr081013.en.html>.

ty pozyskiwania pożyczek, zawęził także korytarz, w jakim powinien poruszać się rynek pożyczek międzybankowych.

EBC kontynuował także politykę oferowania dodatkowych pożyczek w ramach LTRO (w tym sześciomiesięcznych). Frankfurcki bank przestał określać maksymalny pułap pożyczek, jakie udzieli bankom i zdecydował się na dostarczenie takiej ilości pożyczek, jakiej zażądatają banki (o ile oczywiście spełniają wszelkie warunki — np. zapewnią odpowiednie zabezpieczenie). W 2009 r. EBC zaczął oferować pożyczki LTRO o jeszcze dłuższej zapadalności — 1 roku. Te kroki doprowadziły do dalszej marginalizacji roli MRO (wykres 2) — operacje LTRO stały się podstawowym narzędziem polityki EBC, który zgodził się trwale finansować coraz większą część aktywów europejskich banków.



Wykres 6. Suma aktywów Europejskiego Banku Centralnego w latach 2001–2014 (w mln euro)

Źródło: Europejski Bank Centralny.

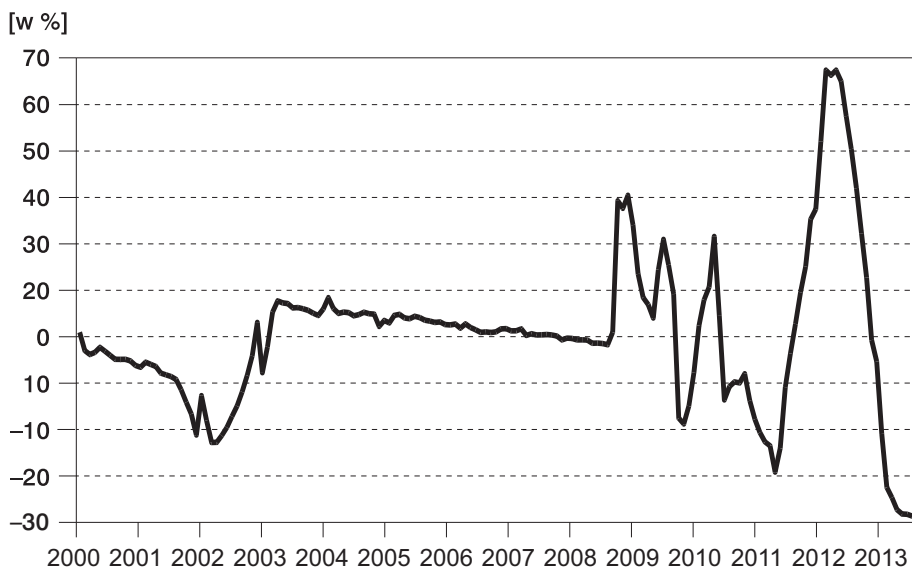
W maju 2009 r. EBC ogłosił kolejny program mający poprawić sytuację instytucji finansowych w Europie — skup listów zastawnych<sup>14</sup>. Między lipcem 2009 r. a czerwcem 2010 r. EBC zakupił papiery wartościowe tego typu na sumę 60 mld euro i ogłosił, że zamierza trzymać je aż do momentu ich zapadalności.

Jednocześnie EBC zaczął zmieniać swoją politykę, jeśli chodzi o wymagane zabezpieczenie pożyczek, których udziela instytucjom finansowym. Jeśli banki nie posiadały aktywów wysokiej jakości, które dotychczas były akceptowane przez EBC, to nie mogłyby korzystać z dodatkowych pożyczek oferowanych przez frankfurcką instytucję. W obawie przed ziszczeniem się takiego scenariusza EBC postanowił w październiku 2008 r. o poszerzeniu puli aktywów, które mogą być wykorzystywane

<sup>14</sup> J. Beirne et al., *The Impact of the Eurosystem's Covered Bond Purchase Programme on the Primary and Secondary Markets*, „European Central Bank Occasional Paper Series” 122 (styczeń 2011), <http://www.ecb.int/pub/pdf/scpops/ecbocp122.pdf>, 12.10.2013.

jako zabezpieczenie transakcji<sup>15</sup>. W ramach tych zmian m.in. obniżono minimalny rating akceptowalnych aktywów z A- do BBB-, czy pozwolono używać instrumentów dłużnych denominowanych w dolarach, funtach brytyjskich lub jenach.

Efekty powyższych zmian w polityce EBC można zauważyć na wykresach 6 i 7. Na pierwszym z nich widzimy, że dość regularny i stopniowy wzrost bilansu EBC został przerwany pod koniec 2008 roku, kiedy widzimy nagły i niespotykany wcześniej wzrost wartości aktywów EBC — głównie na skutek ekspansji pożyczek w dolarach. Od tamtej pory zmiany w sumie bilansowej frankfurckiego banku są bardzo chaotyczne — suma ta rośnie, kiedy wdrażane są kolejne nowe programy, spada, gdy programy te wygasają. Generalnie widoczny jest jednak silny trend wzrostowy.



Wykres 7. Roczna zmiana bazy monetarnej w strefie euro w latach 2000–2013

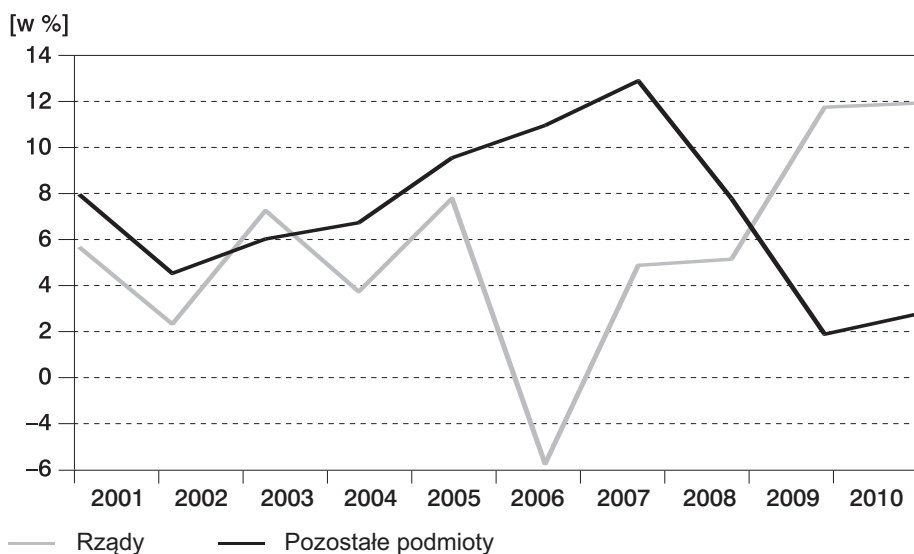
Źródło: Europejski Bank Centralny.

Podobne obserwacje można poczynić, analizując zmiany w dynamice wielkości bazy monetarnej. Okres przed wybuchem kryzysu finansowego charakteryzował się dość stabilnym przyrostem pieniądza bazowego. Między 2003 a 2008 rokiem prawie cały czas dynamika wzrostu tego agregatu wahała się pomiędzy 10 a 20% rocznie, przy czym widać było tendencję do coraz wolniejszych przyrostów. Między styczniem 2003 a styczniem 2008 r. baza monetarna powiększyła się z ok. 486 mld euro do ok. 870 mld, co daje średnie roczne przyrosty na poziomie 12,4%. Od drugiej połowy 2008 r. pieniądz bazowy rośnie, ale w bardzo gwałtowny i chaotyczny sposób — w tym samym roku w jednym miesiącu można zauważyć prawie czterdziestoprocentowy wzrost rok do roku, a w innym mie-

<sup>15</sup> <http://www.ecb.int/press/pr/date/2008/html/pr081015.en.html>.

sięcu dziesięcioprocentowy spadek. Od października 2008 r. do czerwca 2010 r. baza monetarna zwiększyła się z ok. 920 mld euro do ok. 1308 mld, co oznacza przyrost o 42% (rocznie ponad 19%).

Politykę EBC na podstawie powyższych ustaleń można określić jako silnie ekspansjonistyczną. O ile jednak można powiedzieć, że EBC przyczynił się do stabilizacji położenia sektora bankowego, o tyle jego działania nie spowodowały ożywionej akcji kredytowej. Jak widać na wykresie 3, M3 rósł najszybciej na przełomie 2007 i 2008 r., a od tamtej pory przyrosty M3 systematycznie malały (na początku 2010 r. zmiany M3 rok do roku były nawet ujemne). Spowolnienie akcji kredytowej odbiło się na koniunkturze gospodarczej — PKB strefy euro spadło o 4,4% w 2009 r. Błędne inwestycje z czasów boomu zostały ujawnione, zaprzestano realizacji wielu projektów, zaczęło rosnąć bezrobocie.



Wykres 8. Dynamika kredytów dla rządów i pozostałych podmiotów w strefie euro w latach 2001–2010 (procentowe zmiany rok do roku)

Źródło: Eurostat.

Dodatkowo gospodarstwa domowe i prywatne firmy napotkały silnego konkurenta w walce o uzyskanie finansowania ze strony banków — rządy państw strefy euro. Na wykresie 8 przedstawiono roczne procentowe zmiany sumy kredytów dla rządów i pozostałych podmiotów. W latach 2004–2007 kredyty dla sektora prywatnego rosły wyraźnie szybciej niż kredyty dla instytucji publicznych. Od 2008 roku trend jednak wyraźnie się zmienił. Kredyty dla sektora prywatnego przestały przyrastać, a finansowanie rządów silnie wzrosło.

Działania EBC podjęte od drugiej połowy 2008 r. należy uznać za wyraźne zerwanie z wcześniejszym modelem prowadzenia polityki pieniężnej. Kolejne decyzje EBC sprawiły, że stał się on znacznie ważniejszym źródłem finansowa-

nia banków, niż miało to miejsce dotychczas. EBC, nie chcąc dopuścić do silnych wstrząsów w sektorze finansowym, zgodził się dostarczać bankom coraz większej ilości coraz tańszych pożyczek pod zastaw coraz gorszych aktywów, zwiększając jednocześnie własne zakupy papierów wartościowych emitowanych przez banki. Skutkiem tych operacji był znaczny wzrost sumy aktywów EBC i bazy monetarnej. Ta polityka nie doprowadziła jednak do ożywionej ekspansji kredytowej. Pożyczki instytucji finansowych dla sektora prywatnego praktycznie przestały rosnąć. Niemal wyłącznym odbiorcą nowych kredytów stały się rządy państw strefy euro, utrzymujące wysoki deficyt finansów publicznych.

## EBC podczas kryzysu zadłużenia publicznego

Dalsze zmiany w polityce pieniężnej EBC nadeszły wraz z pojawieniem się kryzysu zadłużenia publicznego w strefie euro. Spadek wpływów podatkowych podczas dekonjunktury lat 2008–2009 doprowadził do znacznego zwiększenia deficytów finansów publicznych europejskich państw. Niektóre z nich (np. Hiszpania) próbowały dodatkowo walczyć z kiepską koniunkturą poprzez zwiększanie wydatków publicznych, co jeszcze bardziej powiększało nierównowagę dochodów i wydatków państwa. Ważnym kosztem dla finansów publicznych okazały się także gdzieś tam (zwłaszcza w Irlandii) działania na rzecz ratowania sektora bankowego. Banki były nacjonalizowane, bądź tworzone specjalne spółki przejmujące tzw. toksyczne aktywa sektora bankowego. Część długów bankowych stała się przez to oficjalnie częścią długu publicznego. Długi zaciągano także na dokapitalizowanie poszczególnych instytucji.

W kwietniu 2010 r. agencja Standard & Poor's obniżyła rating greckich obligacji do poziomu BB+, co oznaczało, że nie mogły one być wykorzystywane przy operacjach EBC. Dnia 3 maja 2010 r. EBC stwierdził zatem, że wymogi dotyczące ratingów nie odnoszą się do greckich obligacji, które dalej mogą służyć jako zabezpieczenie pożyczek udzielanych przez frankfurcki bank<sup>16</sup>. Żeby zapobiec dalszemu spadkowi cen obligacji państw strefy euro, EBC zdecydował się także na wprowadzenie do swojej polityki monetarnej zupełnie nowego mechanizmu. 10 maja 2010 r. ogłoszono utworzenie Securities Market Programme (SMP)<sup>17</sup>. W ramach SMP rozpoczęto skupowanie obligacji tych państw strefy euro, których dług cieszył się najmniejszym poważaniem wśród inwestorów. Przez kolejne dwa lata trwania programu zakupiono obligacje o wartości ponad 200 mld euro. Na początku 2013 r. EBC ujawnił, jakie dokładnie były to obligacje (tabela 4).

<sup>16</sup> <http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2010/html/pr100503.en.html>.

<sup>17</sup> <http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2010/html/pr100510.en.html>.

**Tabela 4.** Obligacje zakupione przez EBC w ramach SMP (stan na 31 grudnia 2012 r.)

| Państwo-emitent | Wartość zakupionych obligacji |                        | Średni czas<br>do zapadnięcia obligacji<br>(lata) |
|-----------------|-------------------------------|------------------------|---------------------------------------------------|
|                 | Nominalna<br>(mld euro)       | Księgowa<br>(mld euro) |                                                   |
| Irlandia        | 14,2                          | 13,6                   | 4,6                                               |
| Grecja          | 33,9                          | 30,8                   | 3,6                                               |
| Hiszpania       | 44,3                          | 43,7                   | 4,1                                               |
| Włochy          | 102,8                         | 99,0                   | 4,5                                               |
| Portugalia      | 22,8                          | 21,6                   | 3,9                                               |
| Suma            | 218,0                         | 208,7                  | 4,3                                               |

Źródło: Europejski Bank Centralny<sup>18</sup>.

Bezpośredni zakup obligacji państw członkowskich strefy euro oznaczał dość wyraźny zwrot w polityce pieniężnej EBC. Dotychczas EBC jedynie pośrednio wpływał na rynek długu publicznego poprzez przyjmowanie obligacji jako zabezpieczenia pożyczek. Bezpośredni zakup obligacji był do tej pory narzędziem charakterystycznym dla bankowości centralnej państw anglosaskich — Bank Anglii i System Rezerwy Federalnej regularnie utrzymywały obligacje państwowe w swoich księgach. EBC, idąc w ślady Bundesbanku, stronił od kreowania tak ścisłego związku polityki pieniężnej z polityką fiskalną. Warto także odnotować, że kupowane przez EBC obligacje były uznawane za dość ryzykowne — ratingi tych obligacji były regularnie obniżane. Tym samym wzrastało prawdopodobieństwo poniesienia przez EBC strat na swoich aktywach, co mogło i może nawet skończyć się księgowym bankructwem banku<sup>19</sup>.

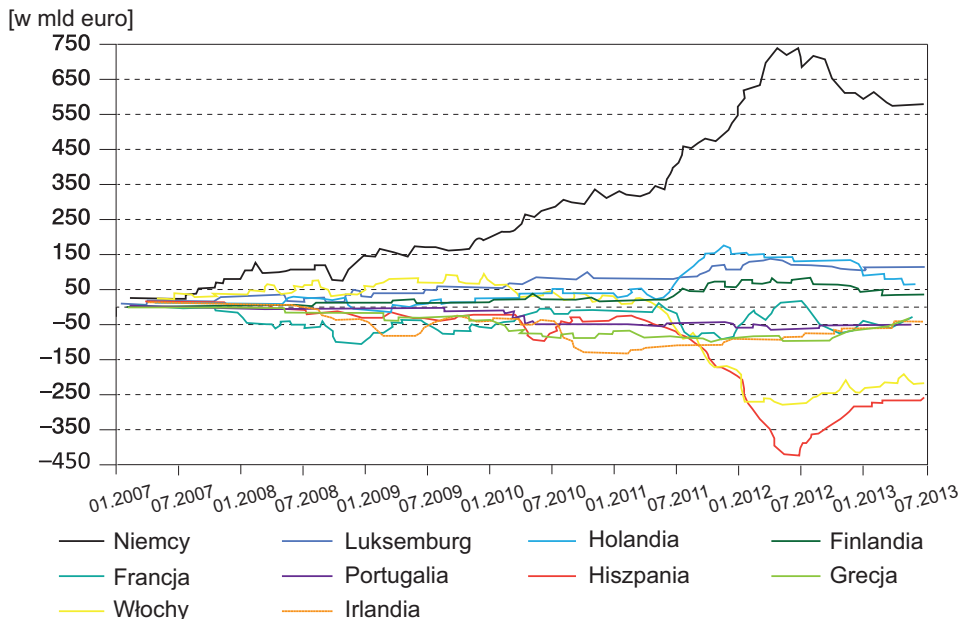
Pomimo rozpoczęcia programu skupu obligacji skarbowych bilans EBC był przez większą część 2010 i 2011 r. dość stabilny (wykres 6). W kwietniu i lipcu 2011 r. EBC podniósł nawet stopy procentowe (wykres 1). Okazało się jednak, że systemy bankowe niektórych europejskich państw nie były gotowe na taką zmianę polityki. Przyczyniły się do tego m.in.: wzrost rentowności obligacji skarbowych niektórych państw strefy euro oraz odpływ depozytów z tych właśnie krajów<sup>20</sup>. Banki część swoich aktywów muszą wyceniać według aktualnych cen rynkowych. Jeżeli więc ceny obligacji włoskich czy hiszpańskich zaczęły spadać, to banki posiadające te obligacje zaczęły odnotowywać straty. Podniesienie kosztów finansowania banków w takiej sytuacji jedynie pogorszyło ich sytuację. Do tego od połowy 2011 r. hiszpańskie i włoskie banki doświadczyły silnego odpływu depozytów. Jego wielkość można

<sup>18</sup> [http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2013/html/pr130221\\_1.en.html](http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2013/html/pr130221_1.en.html).

<sup>19</sup> Banki centralne mogą działać nawet przy ujemnym kapitale własnym. Taka sytuacja jest jednak wskazywana czasami jako niepożądana — może bowiem prowadzić do utraty niezależności politycznej banku przy rozmowach o ewentualnej rekapitalizacji.

<sup>20</sup> Tak zwane kraje PIIGS (ang. Portugal, Ireland, Italy, Greece, Spain), czyli trzy państwa, które skorzystały z międzynarodowej pomocy przy obsłudze swojego zadłużenia (Portugalia, Irlandia, Grecja), i dwa, które do tej pory są w stanie finansować swoje długi na rynkach, choć rentowności ich obligacji wyraźnie wzrosły od 2010 r. (Włochy, Hiszpania).

oszacować na podstawie zmian w saldzie Banku Hiszpanii i Banku Włoch w ramach systemu TARGET 2.



Wykres 9. Saldo narodowych banków centralnych w systemie TARGET 2 w latach 2007–2013 (w mld euro)

Źródło: Euro Crisis Monitor — Institute of Empirical Economic Research na Osnabrück University.

Na wykresie 9 możemy zobaczyć, że od połowy 2011 do połowy 2012 r. saldo Banku Hiszpanii spadło o około 400 mld euro, a Banku Włoch o prawie 300 mld euro. Taka ucieczka kapitału dodatkowo utrudniła bankom we Włoszech i Hiszpanii finansowanie swoich aktywów. Dnia 1 listopada 2011 r. prezesem EBC został Mario Draghi, który zastąpił na tym stanowisku Jeana-Claude’a Tricheta. Pod przewodnictwem Draghiego EBC zareagował dwutorowo na trudności banków. Po pierwsze, cofnięto podwyżki stóp procentowych — w listopadzie i grudniu 2011 r. obniżono stopy procentowe, które wróciły do rekordowo niskich poziomów. Stopy obniżono także w lipcu 2012 i w maju 2013 r. i obecnie stopa DF wynosi 0%, MRO 0,5% a MLF 1%. Po drugie, EBC zaoferował bankom dwukrotnie 3-letnie LTRO. W grudniu 2011 r. i w lutym 2012 r. banki mogły przeprowadzić takie wydłużone LTRO z EBC. Przed przeprowadzeniem tych operacji pożyczki EBC dla europejskich banków z tytułu LTRO i MRO wynosiły 665 mld euro (z czego 369 mld euro w ramach LTRO). Specjalne trzyletnie LTRO wyraźnie zmieniły tę sytuację — na początku marca 2012 r. pożyczki EBC dla europejskich banków sięgnęły 1130 mld euro, z czego na LTRO przypadało już 1 100 mld euro.

Pożyczki te pozwoliły bankom na zakup kolejnych partii obligacji skarbowych. Rentowności obligacji Hiszpanii i Włoch nie spadły jednak trwale nawet

po tych interwencjach EBC. Stało się tak dopiero po kolejnym ogłoszeniu EBC. We wrześniu 2012 r. Mario Draghi zakomunikował, że EBC jest gotów na dalszy skup obligacji państw strefy euro, których rentowności zaczynają gwałtownie rosnąć. EBC nie robiłby tego jednak w ramach SMP, ale w ramach nowego programu Outright Monetary Transactions (OMT). OMT nie zostało do tej pory wprowadzone w życie, ale już sama zapowiedź tego programu sprawiła, że ceny obligacji Włoch i Hiszpanii wyraźnie wzrosły. Z innych operacji EBC w tym czasie można jeszcze wspomnieć o kolejnej turze skupu listów zastawnych. Między listopadem 2011 r. a październikiem 2012 EBC kupił kolejne 16,4 mld euro takich papierów wartościowych (choć początkowo planował ich zakup na kwotę 40 mld euro)<sup>21</sup>.

Opisane właśnie działania podejmowane przez EBC stanowiły jeszcze bardziej wyraźne zerwanie z przedkryzysowym modelem polityki pieniężnej i postrzeganiem banku centralnego jako pożyczkodawcy ostatniej instancji dbającego o poziom inflacji. Kolejne decyzje EBC łatwiej zrozumieć, jeśli uznamy, że miały na celu raczej pomoc w przezwyciężeniu trudności fiskalnych państw członkowskich i ratowanie sektora bankowego niektórych państw strefy euro. Ta konkluzja będzie mocniejsza, jeśli spojrzymy na dane prezentujące inflację w strefie euro (wykres 4). Kiedy podejmowano potencjalnie najbardziej ekspansywne działania w ramach polityki monetarnej (3-letnie LTRO, OMT), wskaźnik HICP przekraczał cel inflacyjny EBC. O ile wyjątkowe proinflacyjne działania mogły być przez EBC usprawiedliwiane na przełomie 2009 i 2010 r., kiedy agregat M3 kurczył się (wykres 10), o tyle później M3 notował już stabilne wzrosty ok. 2–4% rok do roku, co wskazywało raczej na małe prawdopodobieństwo silnego, deflacyjnego szoku.

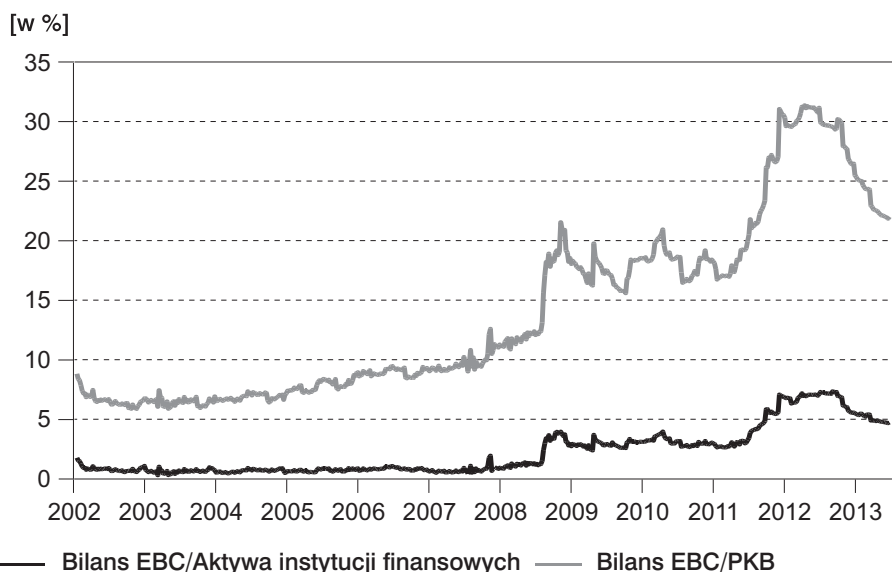


Wykres 10. Roczne zmiany agregatu M3 strefy euro w latach 2008–2013

Źródło: Europejski Bank Centralny.

<sup>21</sup> [http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2012/html/pr121031\\_1.en.html](http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2012/html/pr121031_1.en.html).

Zmiana celów EBC — z dbania o stabilność cen w strefie euro — na dbanie o kondycję fiskalną państw członkowskich i o zyskowość sektora bankowego to nie jedyny efekt działań EBC w ostatnich latach. Warto także przemyśleć wpływ na gospodarkę drastycznego powiększenia się bilansu EBC<sup>22</sup>. Przed 2008 r. suma bilansowa EBC wahała się pomiędzy 10 a 15% PKB strefy euro. Kolejne interwencje EBC sprawiły, że w połowie 2012 r. było to już ponad 30% PKB. Bank centralny kontrolował tym samym bezpośrednio znaczną część sektora finansowego. Na wykresie 10 widzimy, że w połowie 2012 r. aktywa EBC stanowiły ponad 10% aktywów całego sektora finansowego strefy euro. Trzeba też pamiętać, że EBC udzielił pożyczek aż na 3 lata, czyli stał się dla wielu banków źródłem długoterminowego finansowania aktywów. Powiększona kontrola EBC nad rynkami finansowymi może w pewnym stopniu ograniczyć efektywność przedsiębiorczej wyceny aktywów, którymi handluje się na tych rynkach. Tym samym kalkulacja ekonomiczna prowadzona na podstawie takiej wyceny mogłaby się okazać zafałszowana. Trudno zmierzyć ilościowy efekt takiej polityki, ale widzimy, że z pewnością doszło do znacznego zwiększenia roli decyzji politycznych (czyli działań organów EBC) na kształtowanie się cen na rynkach finansowych. Można się pokusić o jeszcze jedno podsumowanie takich działań EBC. Z pożyczkodawcy ostatniej instancji EBC stał się właścicielem ostatniej instancji — skupował lub przyjmował jako zabezpieczenie transakcji papiery wartościowe, które miały trudności ze znalezieniem nabywców.



Wykres 11. Suma bilansowa EBC jako część PKB państw strefy euro i jako część aktywów instytucji pieniężnych i finansowych strefy euro w latach 2002–2013

Źródło: Europejski Bank Centralny, Eurostat.

<sup>22</sup> M. Benedyk, *Wpływ banków centralnych na inwestycje od czasu wybuchu kryzysu finansowego*, [w:] *Handel i inwestycje w semiglobalnym otoczeniu*, red. J. Rymarczyk, M. Domiter, W. Michałczyk (= „Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu” 267), Wrocław 2012, s. 54–62.

Wypada tutaj także zaznaczyć, że na razie działania EBC nie przełożyły się na wyraźny wzrost inflacji w strefie euro. Według ostatnich danych zawiera się ona w przedziale 1–2%. Ponadto, od połowy 2012 r. EBC praktycznie przestał aktywnie interweniować w gospodarkę państw strefy euro. Banki spłaciły część swoich pożyczek, niektóre obligacje zakupione przez EBC zostały już wykupione przez emitentów. Dlatego też suma aktywów EBC spadło o około 800 mld euro od szczytowego punktu. To wszystko wskazuje na pewien odwrót od wzmoczonych interwencji z ostatnich lat. Żeby jednak bilans EBC zmniejszył się do rozmiarów sprzed interwencji z 2008 r., to taka polityka musiałaby jeszcze być utrzymywana przez kolejne dwa–trzy lata.

## Podsumowanie

Europejski Bank Centralny poluzował politykę pieniężną w pierwszych latach XXI w. w odpowiedzi na spowolnienie gospodarcze w państwach strefy euro. Standardowe środki w postaci obniżenia stóp procentowych okazały się wówczas wystarczające do poprawy koniunktury gospodarczej i ożywienia akcji kredytowej. Akcja ta przebiegała jednak nierównomiernie w poszczególnych państwach strefy euro, co doprowadziło do monetarnej redystrybucji i różnic w tempie rozwoju europejskich gospodarek. Największymi beneficjentami tego stanu rzeczy były Hiszpania i Irlandia. Oba te państwa rozwijały się szybko, w obu wystąpił boom na rynku nieruchomości. Prosperity wywołana ekspansją kredytową nie może jednak trwać wiecznie. Stopniowe zaostrzanie polityki EBC i ujawnianie się błędnych inwestycji radykalnie zmieniło sytuację gospodarczą w strefie euro. Państwa, które wcześniej silnie się rozwijały, weszły w okres wzmoczonej recesji.

Nadzwyczajne działania podejmowane przez władze frankfurckiego banku (nagłe obniżki stóp procentowych, specjalne programy pożyczek w obcych walutach, dostarczanie finansowania na coraz dłuższe okresy, pełne zaspokajanie popytu banków na pożyczki, rozszerzanie puli instrumentów finansowych akceptowalnych jako zabezpieczenie pożyczek, skup papierów wartościowych emitowanych przez banki) nie zapobiegły gwałtownemu wyhamowaniu akcji kredytowej. Praktycznie jedynymi podmiotami, które mogły liczyć na znaczne finansowanie swoich wydatków w bankach, stały się rządy państw strefy euro. Sektor finansowy stał się uzależniony od pożyczek EBC, a gospodarki państw strefy euro pogrążyły się w stagnacji.

Kolejnym impulsem do aktywnej polityki pieniężnej EBC był wybuch kryzysu zadłużenia publicznego w strefie euro. Chcąc zapobiec jego rozprzestrzenianiu się, frankfurcki bank rozpoczął bezpośredni skup obligacji wybranych państw strefy euro oraz zaczął przyjmować obligacje państw strefy euro jako zabezpieczenie pożyczek bez względu na ich rating. Wzrost rentowności włoskich i hiszpańskich obligacji nadwyrężył kondycję sektora bankowego tych dwóch państw. EBC pomógł tym bankom w dalszym prowadzeniu działalności, oferując im trzyletnie pożyczki

w ramach specjalnych programów LTRO. Oprócz tego EBC zobowiązał się także do zakupu obligacji państw strefy euro w ramach OMT, jeśli ceny obligacji zaczną wyraźnie spadać. Takie działania doprowadziły do nagłego wzrostu sumy bilansowej EBC i tym samym do wzmożonej kontroli EBC nad europejskim rynkiem finansowym. Ponadto spadły rentowności obligacji państw PIIGS. Instytucja prowadzona przez Mario Draghiego wyraźnie zmieniła model prowadzenia polityki pieniężnej — jej najważniejszymi celami stały się stabilność sektora bankowego i niskie rentowności długu publicznego państw strefy euro, a nie stabilność cen. Od połowy 2012 r. widać jednak powolne odchodzenie od takiej polityki, czego wyrazem jest zmniejszający się bilans EBC. Jak do tej pory środki ekspansywnej polityki pieniężnej EBC wdrażane od 2008 r. nie doprowadziły do ożywienia akcji kredytowej i wyraźnego wzrostu agregatów monetarnych oraz inflacji.

## Bibliografia

- Bagus P., *The Tragedy of the Euro*, wyd. 2, Auburn 2012.
- Bierne J. et al., *The Impact of the Eurosystem's Covered Bond Purchase Programme on the Primary and Secondary Markets*, „European Central Bank Occasional Paper Series” 122 (styczeń 2011), <http://www.ecb.int/pub/pdf/scpops/ecbocp122.pdf>, 02.07.2012.
- Benedyk M., *Wpływ banków centralnych na inwestycje od czasu wybuchu kryzysu finansowego*, [w:] *Handel i inwestycje w semiglobalnym otoczeniu*, red. J. Rymarczyk, M. Domiter, W. Michalczyk (= „Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu” 267), Wrocław 2012, s. 54–62.
- Bindseil U., Linzert T., Nautz D., *The Longer Term Refinancing Operations of the ECB*, „European Central Bank Working Paper Series” 359 (maj 2004).
- Blenck D. et al., *The Main Features of the Monetary policy Frameworks of the Bank of Japan, the Federal Reserve and the Eurosystem*, „BIS Papers” 9, 2001.
- The ECB's Response to the Financial Crisis*, „ECB Monthly Bulletin”, październik 2010, s. 59–74, [http://www.ecb.int/pub/pdf/other/art1\\_mb201010en\\_pp59-74en.pdf](http://www.ecb.int/pub/pdf/other/art1_mb201010en_pp59-74en.pdf), 28.06.2012.
- Hayek F.A. von, *Prices and Production*, [w:] *idem, Prices and Production and Other Works* F.A. Hayek on Money, the Business Cycle, and the Gold Standard, Auburn 2008, s. 189–329.
- Huerta de Soto J., *Pieniądz, kredyt bankowy i cykle koniunkturalne*, przeł. G. Łucziewicz, Warszawa 2009.
- Hyun Song S., *Global Banking Glut and Loan Risk Premium*, Mundell-Fleming Lecture zaprezentowany na 2011 IMF Annual Research Conference, 10–11 listopada 2011, [http://www.princeton.edu/~hsshin/www/mundell\\_fleming\\_lecture.pdf](http://www.princeton.edu/~hsshin/www/mundell_fleming_lecture.pdf), 28.06.2012.
- Lewiński J., *Fed ratuje Europę, czyli banki z USA*, <http://mises.pl/blog/2011/12/21/lewinski-fed-ratuje-europe-czyli-banki-z-usa/>, 28.06.2012.
- Mises L. von, *Ludzkie działanie*, przeł. W. Falkowski, Warszawa 2007.
- Mises L. von, *Teoria a historia. Interpretacja procesów społeczno gospodarczych*, przeł. G. Łucziewicz, Warszawa 2011.
- Salerno J.T., *A Reformulation of Austrian Business Cycle Theory in Light of the Financial Crisis*, „Quarterly Journal of Austrian Economics” 15, 2012, nr 1, s. 3–44.
- Wytyczne Europejskiego Banku Centralnego z dnia 20 września 2011 r. w sprawie instrumentów i procedur polityki pieniężnej Eurosystemu*, EBC/2011/14, [http://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/l\\_33120111214pl00010095.pdf](http://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/l_33120111214pl00010095.pdf), 27.06.2012.