

POLITYKA EUROPEJSKIEGO BANKU CENTRALNEGO W DOBIE KRYZYSU

PRZEMYSŁAW PANFIL

Faculty of Law and Administration, University of Gdańsk, Poland

Abstract in original language

EBC, walcząc z kryzysem w strefie euro, zdecydował się na głęboki obniżki stóp procentowych oraz ilościowe łagodzenie polityki pieniężnej. Nie przyniosło to jednak spodziewanej poprawy na rynku międzybankowym. Sytuacja wymagała więc podjęcia działań niestandardowych, w tym zakupu obligacji skarbowych na rynku wtórnym. Mimo pewnych wątpliwości należy uznać, że transakcje takie mieszczą się w kompetencjach EBC.

Key words in original language

Kryzys zadłużeniowy, polityka fiskalna, polityka monetarna

Abstract

The ECB, struggling with the crisis in the euro zone, opt for deep cuts in interest rates and for a quantitative easing of a monetary policy. These steps haven't brought the expected recovery of the interbank market. This situation required extraordinary actions, including buying government bonds on the secondary market. Despite some doubts, it must be recognized that such transactions are within the competence of the ECB.

Key words

Debt crisis, fiscal policy, monetary policy

1. WSTĘP

Upadek banku Lehman Brothers, do którego doszło 15 września 2008 roku, wyznacza moment, w którym trwająca od końca 2006 roku zapaść na amerykańskim rynku kredytów hipotecznych wysokiego ryzyka przekształciła się w globalny kryzys finansowy. Daleko posunięta dysfunkcja sektora finansowego zaczęła negatywnie wpływać na kondycję sektora realnego gospodarki, stając się poważnym wyzwaniem dla polityki gospodarczej. Skala kryzysu okazała się przy tym na tyle duża, że do walki z nim należało wykorzystać zarówno instrumenty fiskalne, jak i monetarne. Po raz kolejny uzmysławia to, jak ważne jest osiągnięcie odpowiedniego stopnia koordynacji między poszczególnymi segmentami polityki gospodarczej. Kwestia ta nabiera szczególnego znaczenia w strefie euro, w której przyjęte rozwiązania instytucjonalne, a także liczne ograniczenia prawne i faktyczne negatywnie wpływają na skuteczność polityki fiskalnej znajdującej się w gestii władz krajowych. Rodzi to daleko idące implikacje dla scentralizowanej na poziomie ponadnarodowym polityki monetarnej. Między innymi zwiększa

odpowiedzialność Eurosystemu, a przede wszystkim Europejskiego Banku Centralnego (dalej jako: EBC) za sytuację gospodarczą w strefie euro.

Celem artykułu jest opis działań EBC będących odpowiedzią na rozwój zjawisk kryzysowych w strefie euro, a także próba ich oceny, głównie w kontekście pojawiających się głosów o przekroczeniu uprawnień przez ten podmiot. Wywody te zostaną poprzedzone skrótowym przedstawieniem sytuacji w zakresie polityki fiskalnej, co pozwoli lepiej zrozumieć wyzwania, przed jakimi stoi polityka monetarna.

2. FIASKO POLITYKI FISKALNEJ

Upadek banku Lehman Brothers obalił mit, że istnieją instytucje „zbyt duże (zbyt powiązane) żeby upaść” (ang. too big to fail), co wywołało panikę na międzynarodowym rynku finansowym. Oczywiście stało się bowiem, że kapitał utrzymywany przez banki jest nieadekwatny do skali ponoszonego ryzyka¹. Pojawiła się niepewność co do rzeczywistej wiarygodności kredytowej uczestników rynku międzybankowego i związany z tym spadek płynności. W konsekwencji banki zaczęły ograniczać wielkość akcji kredytowej dla gospodarstw domowych i przedsiębiorców, co w przypadku tych ostatnich przełożyło się na ograniczenie ich zdolności produkcyjnych, inwestycyjnych i zatrudnieniowych². Kryzys finansowy przekształcił się w największą, od czasów Wielkiego Kryzysu Gospodarczego, zapaść koniunktury gospodarczej.

Pogarszająca się sytuacja makroekonomiczna nie mogła zostać bez wpływu na politykę fiskalną państw Unii Europejskiej. Wpływ ten miał przy tym dwojaki charakter. Z jednej strony państwa dokapitalizowały zagrożone bankructwem banki. Rozwiązanie to miało poprawić sytuację sektora finansowego, a tym samym przywrócić akcję kredytową dla podmiotów sektora realnego gospodarki. Skala pomocy udzielonej bankom była przy tym bezprecedensowa. W latach 2008-2010 zostały one dokapitalizowane kwotą niemalże 288 mld euro, co stanowiło odpowiednik 2,35% PKB wszystkich krajów Unii Europejskiej z 2010 roku³. Z drugiej strony kryzys, poprzez działanie automatycznych stabilizatorów gospodarki, przełożył się na znaczące pogorszenie się pozycji budżetowej państw członkowskich. Efekt tego zjawiska był potęgowany wydatkami

¹ P. Szpunar, Rola polityki makroostrożnościowej w zapobieganiu kryzysom finansowym, NBP, Warszawa 2012, s. 6.

² N. Roubini, S. Mihm, *Ekonomia kryzysu*, Warszawa: Wolters Kluwer, 2011, s. 145-146.

³ State Aids, Commission Staff Working Paper, Brussels: European Commission, Autumn 2011, COM(2011) 848 final, s. 35.

związanymi ze wspomnianą pomocą dla sektora bankowego. W większości państw deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych osiągnął rekordowo wysoki poziom, znacznie przekraczający nie tylko średniookresowy cel budżetowy ustalony w oparciu o przepisy Paktu Stabilności i Wzrostu, ale także wartość referencyjną określoną w Traktacie o funkcjonowaniu Unii Europejskiej (Dz. Urz. C115 z 9.05.2008 r., s. 1; dalej jako: TFUE). Prosta konsekwencją tego stanu rzeczy był dynamiczny przyrost długu publicznego.

23 kwietnia 2010 roku Grecja, nie mogąc refinansować swojego zadłużenia na rynku finansowym, zwróciła się o pomoc do pozostałych członków strefy euro i Międzynarodowego Funduszu Walutowego. W ciągu roku do Grecji dołącza Irlandia i Portugalia, zaś coraz większe problemy z rosnącą rentownością rządowych papierów dłużnych zaczęła mieć Hiszpania i Włochy. W ten sposób kryzys finansowy przekształcił się w Europie w kryzys zadłużeniowy, stając się poważnym zagrożeniem dla procesu integracji walutowej. Skalę tego zjawiska potwierdziło obniżenie ocen wiarygodności kredytowej większości państw Unii Europejskiej. Jednocześnie problemy z refinansowaniem długu publicznego zaczęły wtórnie destabilizować rynek finansowy. Przyczyną takiego stanu rzeczy okazała się struktura aktywów wielu instytucji finansowych, a w szczególności banków, w których znalazło się zbyt dużo rządowych papierów dłużnych wyemitowanych przez zagrożone bankrutwem państwa.

Powyższe zjawiska uzasadniały skoordynowaną akcję Komisji Europejskiej oraz członków Unii Europejskiej zmierzającą do stworzenia mechanizmów mogących zażegnać widmo bankrutwa niektórych państw. Podstawą tej akcji stał się art. 122 ust. 2 Traktatu o funkcjonowaniu Unii Europejskiej. Zgodnie z tym przepisem w przypadku gdy państwo członkowskie ma trudności lub jest istotnie zagrożone poważnymi trudnościami z racji klęsk żywiołowych lub nadzwyczajnych okoliczności pozostających poza jego kontrolą może, pod pewnymi warunkami, otrzymać pomoc finansową Unii. Jest ona przyznawana przez Radę na wniosek Komisji Europejskiej. Na tej podstawie Rada ECOFIN na spotkaniu, które odbyło się w dniach 9-10 maja 2010 roku, podjęła decyzję o ustanowieniu tymczasowego mechanizmu stabilności, składającego się z dwóch segmentów: Europejskiego Mechanizmu Stabilizacji Finansowej (ang. European Financial Stabilisation Mechanism; dalej jako: EFSM) oraz Europejskiego Instrumentu Stabilności Finansowej (ang. European Financial Stability Facility; dalej jako: EFSF). Podstawą działalności obu segmentów są środki pochodzące z emisji dłużnych papierów wartościowych, gwarantowanych odpowiednio przez budżet Unii Europejskiej oraz państwa strefy euro. Potencjalnymi adresatami wsparcia z EFSM są wszyscy członkowie Unii Europejskiej, zaś z EFSF - uczestnicy jednolitego obszaru walutowego⁴. W założeniu

⁴ Więcej na ten temat: Informacja na temat nowych zasad funkcjonowania Europejskiego Instrumentu Stabilności Finansowej (EFSF) oraz przyszłego

przyjęte rozwiązania miały umożliwić refinansowanie zadłużenia tych państw, które nie mogły tego uczynić na warunkach rynkowych. Pomoc miała mieć przy tym charakter przejściowy i zakończyć się z chwilą poprawy pozycji budżetowej korzystającego z niej kraju.

Początkowo mechanizm stabilności dysponował gwarancjami na kwotę 500 mld euro⁵, zaś jego działania były dodatkowo wspierane przez Międzynarodowy Fundusz Walutowy sumą 250 mld euro. Bardzo szybko okazało się jednak, że liczby te są niewystarczające do realizacji założonych celów. Z jednej strony państwom korzystającym z pomocy nie udało się w zakładanym czasie uzyskać znaczącej poprawy sytuacji finansów publicznych. W tym zakresie można mówić o swego rodzaju "błędnym kole". Reforma finansów publicznych obejmująca redukcję wydatków oraz podnoszenie skali obciążeń fiskalnych skutkowało zmniejszeniem popytu zagregowanego w gospodarce. Było to równoznaczne ze spadkiem dochodów z danin publicznych, co częściowo kompensowało pozytywny wpływ wdrażanych reform na pozycję budżetową danego państwa. W konsekwencji wydłużył się horyzont czasowy refinansowania długu takiego kraju z mechanizmu stabilności. Z drugiej strony przedłużający się okres słabej koniunktury gospodarczej wpłynął na zakres terytorialny kryzysu zadłużeniowego, który zaczął obejmować kolejne państwa.

Zwiększenie środków mechanizmu stabilizacji poprzez uzyskanie wyższych gwarancji ze strony budżetu Unii Europejskiej oraz członków strefy euro okazało się niemożliwe. Powodem takiego stanu rzeczy okazały się przede wszystkim ograniczenia budżetowe państw udzielających pomocy w ramach EFSF. Jej skala była na tyle duża, że zaczęła negatywnie wpływać na wiarygodność kredytową członków strefy euro. Doprowadziło to także do obniżenia oceny ratingowej instrumentów dłużnych emitowanych przez EFSF. Ocena ta jest bowiem pochodną wiarygodności krajów będących gwarantami tego Funduszu. Nie bez znaczenia okazał się także rosnący opór społeczny przeciwko angażowaniu pieniędzy publicznych w ratowanie bankrutujących państw i instytucji finansowych.

Ostatecznie środki mechanizmu finansowego zwiększono dzięki lewarowaniu, a więc emisji instrumentów dłużnych poza wartość gwarancji udzielonych przez budżet Unii Europejskiej oraz państwa członkowskie strefy euro. Dzięki temu kwota pozostająca w dyspozycji EFSF wzrosła do około 1 biliona euro. Niemniej nawet i ona jest niewystarczająca z punktu widzenia poziomu zadłużenia takich państw jak Hiszpania i Włochy. Jednocześnie, z powodu sprzeciwu Niemiec, upadł pomysł objęcia EFSF gwarancjami EBC, co pozwoliłoby na znaczący wzrost wartości emitowanych przez ten

kształtu Europejskiego Mechanizmu Stabilności (ESM), Warszawa: NBP, 2011.

⁵ Z czego 440 mld euro przypadało na EFSF.

Fundusz instrumentów dłużnych. Kraj ten zablokował także pomysł powołania do życia Europejskiej Agencji Zadłużenia. Podmiot ten miał emitować euroobligacje, a więc dłużne papiery wartościowe, których wykup byłby gwarantowany przez wszystkie państwa strefy euro. W zamyśle prowadziłyby to do mutualizacji istniejącego zadłużenia. W ten sposób polityka fiskalna wyczerpała de facto możliwość przeciwdziałania procesowi rozszerzania się kryzysu zadłużeniowego. Jednocześnie wdrożone rozwiązania nie przyniosły spodziewanego rezultatu i bankructwo Grecji, a także innych członków strefy euro jest nadal bardzo prawdopodobne. Nie wydaje się przy tym, że sytuację tą może zmieść Europejski Mechanizm Stabilności (ang. European Stability Mechanism; dalej jako ESM), który rozpoczął swoją działalność w październiku 2012 roku, przejmując działania pomocowe od EFSF.

3. DZIAŁANIA EBC

Większość działań podejmowanych przez ECB w trakcie rozwoju zjawisk kryzysowych w Europie mieściło się w ramach tradycyjnie pojętej polityki pieniężnej. Polegały one przede wszystkim na kształtowaniu poziomu stóp procentowych rynku międzybankowego oraz zasilaniu w płynność podmiotów działających na tym rynku. Działania te zostały jednak poprzedzone serią komunikatów, których celem było kształtowanie świadomości w sektorze finansowym na temat rosnącego niebezpieczeństwa destabilizacji systemu finansowego strefy euro. Takie obawy EBC artykułował już pod koniec 2005 roku⁶, a następnie kilkakrotnie w roku następnym.

EBC zaczął obniżać stopy procentowe na niespotykaną dotychczas skalę po upadku banku Lehman Brothers. Począwszy od 8 października 2008 roku⁷ do 5 lipca 2012 roku oprocentowanie podstawowych operacji refinansujących zostało sprowadzone z poziomu 4,25% do 0,75%⁸. Szczególną aktywność EBC wykazywał w początkowej fazie kryzysu. W okresie do 13 maja 2009 roku siedmiokrotnie podjął decyzję o redukcji oprocentowania podstawowych operacji refinansujących, zmniejszając je aż o 325 pkt bazowych. Zmiany te szły w parze z obniżkami stopy depozytowej i kredytowej EBC. Ostatecznie 5 lipca 2012 roku osiągnęły one odpowiednio poziom 0% i 1,5%. W badanym okresie dochodziło

⁶ Financial Stability Review, Frankfurt am Main: European Central Bank, December 2005, s. 17.

⁷ EBC nie był jedynym bankiem, który tego dnia obniżył stopy procentowe. Taką decyzję, po uprzednich konsultacjach, podjęło także kilka innych banków, w tym System Rezerwy Federalnej.

⁸ Należy jednak zaznaczyć, że w 2011 roku dwukrotnie podjęto także decyzję o podniesieniu oprocentowania podstawowych operacji refinansowych o 25 pkt.

także do zmian rozpiętości między stopą depozytową i kredytową EBC. Kształtowała się ona w granicach od 100 do 200 pkt bazowych.

Analizując politykę EBC dotyczącą stóp procentowych należy zauważyć, że podjęte działania nie były odpowiedzią na załamanie się obrotów na rynku międzybankowym. Jego główną przyczyną był bowiem kryzys zaufania i problemy z oszacowaniem ryzyka kredytowego, które znacząco wzrosło w związku ze stratami kapitałowymi banków. Działania polegające na obniżeniu stóp procentowych nie mogły przywrócić tego zaufania⁹, w związku z tym można przypisać im jedynie wspomagający charakter.

Głównym sposobem walki z kryzysem finansowym i zadłużeniowym przez EBC było szerokie zastosowanie tzw. ilościowych metod łagodzenia polityki pieniężnej. Pierwsze działania w tym zakresie zostały podjęte jeszcze przed upadkiem banku Lehman Brothers¹⁰. Polegały one przede wszystkim na zasilaniu rynku międzybankowego w płynność za pomocą operacji otwartego rynku¹¹. Jednocześnie EBC wdrażał rozwiązania, które zwiększały skuteczność tego instrumentu. Należy do nich zaliczyć chociażby:

- wykorzystanie tzw. dłuższych operacji refinansujących (ang. longer-term refinancing operations; dalej jako LTRO) o niestandardowych terminach zapadalności¹² (6-, 12-, 13- i 36-miesięcznych),
- rozszerzenie listy aktywów kwalifikowanych jako zabezpieczenie operacji kredytowych Eurosystemu,
- stosowanie operacji refinansujących w trybie przetargu kwotowego z pełnym przydziałem, dających bankom dostęp do nieograniczonych kwot płynności,
- przeprowadzanie operacji zasilających w płynność w dolarach amerykańskich,
- skup zabezpieczonych obligacji nominowanych w euro i wyemitowanych w jednym z państw jednolitego obszaru walutowego.

⁹ Polityka pieniężna, pod red. A. Sławiński, Warszawa: CH Beck, 2011, s. 221.

¹⁰ Do pierwszego, dużego zasilenia w płynność sektora bankowego (na łączną kwotę 335 mld euro) doszło w dniach 9-14 sierpnia 2007 roku.

¹¹ Zastosowanym przez EBC elementem ilościowej metody łagodzenia polityki pieniężnej była także redukcja stopy rezerw obowiązkowych do poziomu 1% począwszy od okresu utrzymywania rezerw zaczynającego się 18 stycznia 2012 roku.

¹² Standardowy termin zapadalności LTRO wynosi 3-miesiące.

Na odrębną uwagę zasługują dwa, wdrożone przez EBC programy, których przedmiotem były rządowe papiery dłużne. Chodzi tutaj o: Securities Markets Programme (dalej jako: SMP) i Outright Monetary Transaction (dalej jako: OMT). Ten pierwszy to tymczasowy program bezwarunkowych interwencji w publiczny i prywatny rynek papierów dłużnych strefy euro, który został przyjęty decyzją Rady Prezesów EBC 10 maja 2010 r. Zgodnie z nim banki centralne Eurosystemu mogły nabywać:

- na rynku wtórnym papiery wartościowe emitowane przez rządy centralne lub podmioty publiczne państw członkowskich, których walutą jest euro,
- na rynku pierwotnym i wtórnym papiery wartościowe emitowane przez podmioty prywatne, zarejestrowane w strefie euro¹³.

SMP został zakończony 6 września 2012 roku, kiedy to Rada Prezesów EBC podjęła decyzję o wdrożeniu OMT. Nowy program bezwarunkowego zakupu obligacji rządowych na rynku wtórnym nie ma żadnych limitów kwotowych. Ogranicza się jednak do instrumentów o terminie zapadalności od jednego do trzech lat emitowanych przez państwa korzystające z pomocy w ramach EFSF lub ESM.

4. PRÓBA OCENY POLITYKI EBC

W dobie kryzysu finansowego i zadłużeniowego klasyczne instrumenty polityki monetarnej okazały się niewystarczające do poprawy sytuacji na rynku międzybankowym strefy euro, a tym samym przywrócenia akcji kredytowej banków. W ramach ilościowego łagodzenia polityki monetarnej EBC zdecydował się więc na rozwiązania niestandardowe. Ich najlepszym przykładem były dwie, 36-miesięczne operacje refinansujące¹⁴, za pomocą których sektor bankowy został zasilony kwotą ponad 1 bln euro. Działania takie, nakierowane na zasilanie w płynność rynku międzybankowego, nie wykraczały jednak poza ramy tradycyjnie ujętej polityki monetarnej. W tym zakresie były także zbieżne z krokami podejmowanymi przez System Rezerwy Federalnej, czy też banki centralne Wielkiej Brytanii, Szwajcarii i Japonii.

Ilościowe luzowanie polityki monetarnej przez EBC nie wpłynęło znacząco na poziom cen w strefie euro. Doszło bowiem do częściowej

¹³ Decision of the European Central Bank of 14 May 2010 establishing a securities markets programme (ECB/2010/5), L 124/8 z 20.5.2010.

¹⁴ Operacje te zostały przeprowadzone 22 grudnia 2011 roku i 1 marca 2012 roku.

sterylizacji środków, którymi zasilono sektor bankowy. Większość z nich wróciła do EBC chociażby w związku z koniecznością osiągnięcia przez banki wymaganego współczynnika adekwatności kapitałowej. Należy przy tym podkreślić, że sterylizacja środków zasilających sektor bankowy zmniejsza skuteczność podjętych działań zmierzających do przewrócenia akcji kredytowej w strefie euro.

Poważne kontrowersje budzą natomiast wdrożone przez EBC programy zakupu obligacji, a więc SMP i OMT. Ich źródłem jest możliwość zawierania na rynku wtórnym transakcji, których przedmiotem są rządowe papiery dłużne. Oczywiście EBC jest stale obecny na tym rynku. Operacje przeprowadzane w ramach standardowych instrumentów polityki monetarnej różnią się jednak zasadniczo od transakcji zawieranych w ramach SMP i OMT. Dzięki tym pierwszym EBC wchodzi jedynie w przejściowe posiadanie rządowych papierów dłużnych. Najczęściej stanowią one zabezpieczenie w operacjach kredytowych oraz są wykorzystywane w warunkowych operacjach zwrotnego zakupu papierów wartościowych (repo). Tymczasem SMP i OMT umożliwiły EBC nieograniczone i definitywne nabywanie rządowych papierów dłużnych. W ten sposób bank ten staje się wierzycielem emitujących je państw, de facto finansując ich potrzeby pożyczkowe. Czyni to jednak w sposób pośredni, poprzez rynek wtórny, co nie pozwala jednoznacznie uznać tego działania za naruszenie art. 123 ust. 1 TFUE. Zgodnie z tym przepisem zakazane jest udzielanie przez EBC lub krajowe banki centralne pożyczek na pokrycie deficytu lub jakichkolwiek innych kredytów instytucjom, organom lub jednostkom organizacyjnym Unii Europejskiej, rządowi centralnemu, władzom regionalnym, lokalnym lub innym władzom publicznym, innym instytucjom lub przedsiębiorstwom publicznym państw członkowskich, jak również nabywanie bezpośrednio od nich przez EBC lub krajowe banki centralne ich papierów dłużnych.

Dokonując oceny działań EBC należy wziąć pod uwagę cel, jaki chciano osiągnąć dzięki SMP, a następnie OMT¹⁵, a także okoliczności towarzyszące wprowadzeniu tych programów. W tym zakresie najważniejsza jest sytuacja, w jakiej znalazła się polityka pieniężna w dobie kryzysu zadłużeniowego. Daleko idąca redukcja stóp procentowych spowodowała, że znalazły się one niebezpiecznie blisko tzw. poziomu zero bounds. Jednocześnie ilościowe łagodzenie polityki pieniężnej nie przyniosło spodziewanego rezultatu. W szczególności nie udało się odbudować zaufania na rynku międzybankowym, a tym samym znacząco zwiększyć dostępności kredytów dla przedsiębiorstw i gospodarstw domowych. Zawiodły więc standardowe mechanizmy transmisji polityki pieniężnej. W kontekście pojawiających się w strefie euro tendencji deflacyjnych rodziło to niebezpieczeństwo wystąpienia pułapki płynności i utraty przez EBC wpływu na dalszy bieg wydarzeń.

¹⁵ W dalszej części pracy przedmiotem analizy będzie jedynie OMT, który można uznać za zmodyfikowaną wersję SMP.

Dodatkowym problemem okazała się fragmentacja rynku finansowego strefy euro, przejawiająca się rosnącą różnicą w oprocentowaniu kredytów dla podmiotów realnej sfery gospodarki w różnych krajach. Przykładowo w lipcu 2012 roku oprocentowanie kredytów dla przedsiębiorstw niefinansowych wynosiło w Niemczech 4,04%, w Hiszpanii 6,5%, a we Włoszech 6,24%¹⁶. Różnice te wynikały z dyskontowania przez banki ryzyka rozpadu jednolitego obszaru walutowego na skutek problemów fiskalnych państw basenu morza Śródziemnego¹⁷. W tym ujęciu wdrożone przez EBC programy zakupu rządowych papierów dłużnych mogły, poprzez zmniejszenie niebezpieczeństwa bankructwa tych krajów, doprowadzić do ponownej konsolidacji rynku finansowego strefy euro.

Dokonując oceny działań EBC z punktu widzenia ich zgodności z art. 123 ust. 1 TFUE należy brać pod uwagę zarówno literalne brzmienie tego przepisu, jak też cel wprowadzenia go do porządku prawnego Unii Europejskiej. Rozwiązanie to uniemożliwia inflacyjne finansowanie potrzeb pożyczkowych rządów centralnych. Tym samym przyczynia się do realizacji celu podstawowego EBC, jakim jest utrzymanie stabilnego poziomu cen. Art. 123 ust. 1 TFUE stoi także na straży niezależności polityki pieniężnej. Chroni ją bowiem przed pokusą nadużyć ze strony rządów centralnych. Mogłyby one prowadzić nieodpowiedzialną politykę fiskalną licząc na to, że w razie potrzeby uzyskają wsparcie finansowe ze strony EBC, który w ten sposób chciałby uniknąć konsekwencji, jakie dla wartości wspólnej waluty miałyby bankructwo jednego z państw strefy euro.

Kształt art. 123 ust. 1 TFUE sprawia, że nie przystaje on do aktualnej sytuacji polityczno-gospodarczej w strefie euro. Przyczyną takiego stanu rzeczy jest wyraźnie jednostronny wpływ tej regulacji na politykę fiskalną. O ile jest ona istotnym czynnikiem antyinflacyjnym, o tyle może stanowić przeszkodę w skutecznym zwalczaniu deflacji. Walka z tym zjawiskiem, szczególnie w przypadku wystąpienia pułapki płynności, wymaga skoordynowanego wykorzystania instrumentów polityki fiskalnej i pieniężnej. Zastosowanie tych pierwszych uzależnione jest zazwyczaj od zdolności rządu do finansowania jego potrzeb pożyczkowych. Przy niekorzystnym zbiegu kilku czynników może natomiast okazać się, że jedynym podmiotem dysponującym środkami finansowymi niezbędnymi do zaspokojenia tych potrzeb jest bank centralny. W tym kontekście art. 123 ust. 1 TFUE nie powinien być interpretowany w sposób rozszerzający, gdyż może to uniemożliwić EBC walkę z deflacją, której skutki dla realnej sfery gospodarki są zazwyczaj dużo poważniejsze niż inflacji. Jest to

¹⁶ Strona internetowa Eurostatu: <http://epp.eurostat.ec.europa.eu>.

¹⁷ Wysoki poziom oprocentowania kredytów dla przedsiębiorstw oraz gospodarstw domowych w takich krajach jak Hiszpania i Włochy można natomiast wytłumaczyć faktem, że na poziomie detalicznym podmioty te konkurują z rządami centralnymi o dostęp do finansowania zwrotnego. Oprocentowanie to jest więc determinowane rentownością rządowych papierów dłużnych.

szczególnie istotne w związku z obawami o wzrost wartości pieniądza, które w ostatnich miesiącach były artykułowane przez przedstawicieli tego banku¹⁸.

Analizując potencjalne skutki OMT należy zauważyć, że program ten nie przesądza konieczności podjęcia przez EBC aktywnych działań. Sama obecność tego banku na rynku wtórnym rządowych papierów dłużnych pozytywnie wpływa na wiarygodność instrumentów emitowanych przez takie państwa jak Włochy i Hiszpania. Wdrożenie OMT można bowiem porównywać do objęcia gwarancjami EBC papierów dłużnych tych członków jednolitego obszaru walutowego, którzy spełniają określone w tym programie warunki. W takim wypadku nie dochodzi jeszcze, nawet pośrednio, do finansowania potrzeb pożyczkowych państw strefy euro, zaś sam program nie jest źródłem dodatkowych bodźców inflacyjnych. Sytuacja taka może się jednak zmienić w związku z realnym zaangażowaniem się EBC w transakcje na rynku wtórnym rządowych papierów dłużnych. Założono jednak, że powstała w ten sposób płynność będzie poddana pełnej sterylizacji¹⁹. Nie daje to oczywiście pewności, że działania EBC nie wpłyną na poziom cen w strefie euro. Realizacja OMT może bowiem doprowadzić do wzrostu oczekiwań inflacyjnych. Z tego punktu widzenia niezmiernie istotna jest wiarygodność EBC oraz przejrzystość podejmowanych działań, osiągnięta chociażby poprzez cykliczne publikowanie informacji dotyczących zawartych transakcji.

Warunki, jakie musi spełniać kraj członkowski strefy euro, żeby emitowane przez niego papiery wartościowe mogły być przedmiotem transakcji w ramach OMT, zmniejszają ryzyko pokusy nadużyć ze strony władz fiskalnych. EBC zastrzegł, że na rynku wtórnym będzie nabywać wyłącznie instrumenty państw wdrażający niezbędne dostosowania makroekonomiczne, strukturalne, fiskalne i finansowe. Spełnienie tych warunków ocenia się przede wszystkim przez pryzmat uczestnictwa danego kraju w EFSF lub ESM. Przyznanie pomocy z tych mechanizmów nie oznacza jednak automatycznie zaklasyfikowania instrumentów dłużnych tego państwa do operacji w ramach OMT. Decyzja w tym zakresie jest podejmowana samodzielnie przez Radę Prezesów EBC i może być w każdej chwili cofnięta. Czynnikiem dodatkowo determinującym członków strefy euro do konsolidacji finansów publicznych jest fakt, że OMT dotyczy dłużnych papierów wartościowych o terminie wykupu od jednego do trzech lat. Program ten wpływa więc na poprawę rentowności instrumentów średnioterminowych. Władze fiskalne nie mogą nadużywać tego rodzaju papierów wartościowych, gdyż prowadziłoby to do niekorzystnej zmiany struktury zadłużenia i skrócenia średniego

¹⁸ Por. przemówienie wygłoszone przez Prezesa EBC Mario Draghi w Bundestagu 24 października 2012 r. (dostępne na stronie internetowej: <http://www.ecb.int/press/key/date/2012/html/sp121024.en.html>).

¹⁹ Monthly Bulletin, Frankfurt am Main: European Central Bank, October 2012, s. 9.

okresu jego zapadalności. Tym samym OMT nie jest odpowiedzią na problemy państw członkowskich ale rozwiązaniem, które daje im czas na wdrożenie niezbędnych reform.

5. PODSUMOWANIE

Analiza opracowanych w literaturze przedmiotu modeli interakcji strategicznych między rządem a bankiem centralnym sugeruje, że brak współpracy tych ośrodków władzy prowadzi do modelu polityki gospodarczej, który składa się z ekspansywnej polityki fiskalnej i restrykcyjnej polityki monetarnej²⁰. Tym samym jednym z warunków długookresowego i stabilnego wzrostu gospodarczego jest dobór odpowiedniej kombinacji tych polityk oparty na koordynacji. Zazwyczaj realizacja tego zadania jest trudna, a to ze względu na odmienne bezpośrednie cele rządu i banku centralnego. W tym kontekście obecna sytuacja w strefie euro ma charakter wyjątkowy. Kryzys zadłużeniowy oraz zjawiska deflacyjne sprawiają, że w średnim okresie czasu cele obu polityk stają się zbieżne. Należy przy tym zauważyć, że bankructwo któregoś z państw strefy euro miałyby daleko idące implikacje dla EBC. Bankructwo takie, podważając sens dalszej integracji walutowej, prowadziłoby do gwałtownego spadku wartości euro, a więc uniemożliwiałoby realizację podstawowego celu polityki pieniężnej, jakim jest utrzymanie stabilnego poziomu cen. Dodatkowo wiązałyby się z pogłębieniem zjawisk kryzysowych w sektorze bankowym, co zaburzałoby funkcjonowanie mechanizmu transmisji polityki pieniężnej. W tym kontekście należy uznać, że wszystkie działania podjęte w ostatnich latach przez EBC w celu zwalczania skutków kryzysu finansowego i zadłużeniowego mieszczą się w jego kompetencjach.

Literature:

- Decision of the European Central Bank of 14 May 2010 establishing a securities markets programme (ECB/2010/5), L 124/8 z 20.5.2010.
- Financial Stability Review, Frankfurt am Main: European Central Bank, December 2005, s. 212, ISSN 1830-2025.
- Informacja na temat nowych zasad funkcjonowania Europejskiego Instrumentu Stabilności Finansowej (EFSF) oraz przyszłego kształtu Europejskiego Mechanizmu Stabilności (ESM), Warszawa: NBP, 2011, s. 5.
- Marszałek P., Koordynacja polityki pieniężnej i fiskalnej jako przesłanka stabilności poziomu cen, Warszawa: Wydawnictwo Naukowe PWN, 2009, s. 200, ISBN 978-83-01-15809-5.

²⁰ Marszałek P., Koordynacja polityki pieniężnej i fiskalnej jako przesłanka stabilności poziomu cen, Warszawa: Wydawnictwo Naukowe PWN, 2009, s. 121-133.

- Marszałek P., Koordynacja polityki pieniężnej i fiskalnej jako przesłanka stabilności poziomu cen, Warszawa: Wydawnictwo Naukowe PWN, 2009, s. 200, ISBN 978-83-01-15809.
- Monthly Bulletin, Frankfurt am Main: European Central Bank, October 2012, s. 194, ISSN 1725-2822.
- N. Roubini, S. Mihm, Ekonomia kryzysu, Warszawa: Wolters Kluwer, 2011, s. 371, ISBN 978-83-264-1176-2.
- Polityka pieniężna, pod red. A. Sławiński, Warszawa: CH Beck, 2011, s. 262, ISBN 978-83-255-2949-9.
- State Aids, Commission Staff Working Paper, Brussels: European Commission, Autumn 2011, s. 114, COM(2011) 848 final.
- Szpunar P., Rola polityki makroostrożnościowej w zapobieganiu kryzysom finansowym, Warszawa: NBP, 2012, s. 59, ISSN 2084-6258.

Contact – email
deruyter@wp.pl