

Justyna Kozłowska

Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu

Polityka Europejskiego Banku Centralnego w dobie kryzysu finansowego

Streszczenie:

Celem artykułu jest przedstawienie polityki prowadzonej przez Europejski Bank Centralny w okresie występowania kryzysu finansowego. W artykule poruszono zagadnienia na temat działań antykryzysowych jakie Europejski Bank Centralny podjął w tym czasie w celu zabezpieczenia strefy euro przed negatywnymi konsekwencjami kryzysu finansowego. Wskazano, iż Europejski Bank Centralny zareagował natychmiastowo na pierwsze symptomy kryzysu finansowego. Działania Europejskiego Banku Centralnego podzielono zgodnie z występującymi fazami kryzysu finansowego, wskazując na korzystanie z dotychczasowych, jak i nowych instrumentów oraz narzędzi polityki pieniężnej.

Słowa kluczowe: kryzys finansowy, działania antykryzysowe Europejskiego Banku Centralnego

Wstęp

Kryzys finansowy zapoczątkowany w Stanach Zjednoczonych, związany z pęknięciem bańki na amerykańskim rynku nieruchomości i rynku papierów wartościowych dotknął również kraje strefy euro. Oddziaływanie kryzysu finansowego na Europę dzieli się na dwie fazy. Za początek pierwszej z nich datuje się upadek banku Inwestycyjnego Lehman Brothers w 2008 roku.

Z kolei za początek drugiej fazy kryzysu finansowego w strefie euro uważa się rok 2010, kiedy bankructwo finansowe opanowywało kolejne państwa europejskie. Europejski Bank Centralny do momentu wystąpienia kryzysu finansowego, prowadził politykę pieniężną w dość stabilnych warunkach. Sytuacja w jakiej znalazł się EBC podczas oddziaływania negatywnych skutków występowania kryzysu finansowego,

doprowadziła do konieczności zastosowania nowych narzędzi i instrumentów polityki pieniężnej. EBC znalazł się w nowej sytuacji i zmuszony był do podejmowania działań w dotąd nieznanych warunkach. Jednak działania stabilizacyjne i antykrzysowe pozwoliły na przejście przez kryzys finansowy bez rozpadu Unii Europejskiej.

Ze względu na poważne konsekwencje, które wywołał kryzys finansowy w globalnej gospodarce, jego skutki są nadal odczuwalne i dotyczą ogółu społeczeństwa. W tym kontekście tematyka pracy jest nadal ważna i istotna. Wybór tematu przez autora motywuje się aktualnością poruszanych zagadnień i chęcią zaakcentowania działalności Europejskiego Banku Centralnego, dzięki której kraje Unii Europejskiej przetrwały trudny okres kryzysu finansowego.

1. Polityka i strategia działania EBC

Przed przystąpieniem do omawiania działań antykrzysowych EBC należy zwrócić uwagę na koncepcję jego polityki, problemy z jej implementacją oraz rezultatom osiągniętym przed wybuchem globalnego kryzysu finansowego. Zagadnienia te są istotnie ważne z punktu widzenia instrumentów wykorzystywanych przez EBC w poszczególnych fazach kryzysu finansowego w strefie euro oraz ze względu na dodatkowe źródła kryzysu, które wpływały na szybką reakcję władz UE już w pierwszych dniach kryzysu¹.

Strategia EBC, czyli jego cele, instrumenty i metody jej realizacji zostały zapisane w Traktacie z Maastricht, czyli Traktacie o Funkcjonowaniu Unii Europejskiej, podpisanym w 1992 roku. Art. 105 Traktatu o Funkcjonowaniu Unii Europejskiej stanowi, iż podstawowym celem EBC jest utrzymanie stabilności cen. Ten sam artykuł wskazuje nadrzędny cel EBC jakim jest wspieranie ogólnych polityk gospodarczych we Wspólnocie, bez uszczerbku dla celu podstawowego². EBC aby osiągnąć cele wskazane w traktacie posługuje się stopami procentowymi. Ich poziom reguluje procesy inflacyjne w krajach strefy euro. Poprzez wykorzystanie mechanizmu transmisji impulsów

¹ Z. Polański, *Polityka pieniężna i rynki finansowe*. [w:] P. Albiński, *Kryzys a polityka stabilizacyjna w Unii Europejskiej*. Warszawa: Szkoła Główna Handlowa w Warszawie – Oficyna Wydawnicza, 2014, s. 63-65.

² Art.105 *Wersje skonsolidowane traktatu o Unii Europejskiej i traktatu o funkcjonowaniu Unii Europejskiej*, [dostęp 23.01.2015], http://europa.eu/eu-law/decision-making/treaties/index_pl.htm.

monetarnych, decyzje EBC wpływają na realną sferę za pomocą kanałów transmisji. Główną rolę odgrywają kanały: stopy procentowej, aktywów finansowych, walutowych oraz kanał oczekiwań³.

Dla realizacji strategii EBC wykorzystuje 3 rodzaje instrumentów: rezerwy obowiązkowe, operacje otwartego rynku i operacje banku centralnego na koniec dnia. Rezerwa obowiązkowa to instrument o charakterze biernym, a więc nie jest wykorzystywana do prowadzenia bieżącej polityki pieniężnej. Wysokość jej stopy kształtuje się na poziomie 2% lub 0%, w zależności od pasywu jakim jest objęta. Jej oprocentowanie zbliżone jest do rynkowego, co dodatkowo sprzyja neutralizowaniu jej występowania. Pozostałe instrumenty, a więc operacje otwartego rynku i operacje banku centralnego na koniec dnia pozwalają na kształtowanie wysokości najkrótszych stóp procentowych występujących na rynku międzybankowym. Są to instrumenty o charakterze aktywnym i pozwalają na dostarczenie płynności na rynek międzybankowy.

Operacje otwartego rynku składają się z 2 rozwiązań, które EBC oferuje bankom centralnym. Pierwsze z nich polega na deponowaniu wolnych środków na rachunkach depozytowych w krajowych bankach centralnych na noc, z kolei drugie polega na wypożyczaniu środków również na ten sam okres (oznaczenie operacji O/N). Operacje otwartego rynku były często wykorzystywane przez EBC w czasie kryzysu, jednak przed jego wybuchem ograniczał się on do korzystania jedynie z podstawowych operacji refinansujących (oznaczenie operacji MRO) oraz z operacji refinansujących dłuższych (oznaczenie operacji LTRO). Operacje typu MRO to najważniejsze operacje otwartego rynku stosowane przed kryzysem finansowym. Są to operacje dostarczające bieżącą płynność na rynku międzybankowym, mają warunkowy charakter i dokonywane są co tydzień. Ich oprocentowanie stanowi podstawowa stopa EBC. Operacje LTRO wykorzystuje się aby dostarczyć płynność na rynek międzybankowy na dłuższy okres. Przed kryzysem były to operacje 3-miesięczne, dokonywane z miesięczną częstotliwością.

Ważną kwestią, którą należy rozpatrzyć przed przystąpieniem do omówienia reakcji EBC na kryzys są problemy jakie EBC napotkał przed tym okresem. W latach przed wybuchem kryzysu finansowego, EBC mógł prowadzić politykę pieniężną w warunkach komfortowych. W latach 2002-2003 nastąpiło spowolnienie gospodarcze, jednak w krajach wysoko rozwiniętych wzrost gospodarczy był silny

³ E. Dziwok, *Strefa euro w obliczu kryzysu: rola Europejskiego Banku Centralnego w kształtowaniu nowej polityki pieniężnej*. Katowice: Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach, 2013, s. 60-62.

a inflacja umiarkowana, mimo wzrostu cen energii elektrycznej. Średnia stopa inflacji w ciągu 9 lat funkcjonowania strefy euro przed kryzysem finansowym kształtowała się na poziomie 2,04%, przy czym w USA 2,72%. Zmienne charakteryzujące rezultaty polityki pieniężnej przed wybuchem kryzysu finansowego przedstawia tabela 1.

Tabela 1.

Zmienne charakterystyczne dla polityki pieniężnej EBC w latach 1997–2007

Zmienna	Przeciętna zmiana w %
Pieniądz	7,09
Inflacja	2,04
PKB	2,16
Kredyt bankowy	8,16

Źródło: Z. Polański, *Polityka pieniężna i rynki finansowe*. [w:] P. Albiński, *Kryzys a polityka stabilizacyjna w Unii Europejskiej*. Warszawa: Szkoła Główna Handlowa w Warszawie – Oficyna Wydawnicza, 2014, s. 63-65

Okres od 1999 roku do 2008 roku charakteryzował się ciągłym wzrostem cen energii elektrycznej. Jednak średnia stopa inflacji w strefie euro kształtowała się na poziomie 2%. Należy uznać to za wielki sukces polityki pieniężnej prowadzonej przez EBC. Polityka pieniężna EBC natrafiła jednak na wiele trudności w tym okresie. Były one związane z faktem, iż euro strefa nie jest heterogeniczna w odniesieniu do unii monetarnej. Oznacza to, że nie jest ona optymalnym obszarem walutowym, ponieważ nie występuje zbieżność poszczególnych faz cyklu koniunkturalnego w państwach strefy euro. Nie występuje również jednolita stopa procentowa, przy której w każdym państwie inflacja byłaby ustabilizowana. W tych warunkach jednolita polityka pieniężna EBC nie jest w stanie na tym samym poziomie oddziaływać na gospodarkę wszystkich krajów UE. Konsekwencją jest sytuacja gdy podstawowa stopa procentowa EBC dla jednych krajów ma wartość optymalną, z kolei dla innych zbyt wysoką czy zbyt niską. Rezultatem zbyt niskich stóp procentowych w Irlandii czy w Hiszpanii było powstanie baniek spekulacyjnych na rynku nieruchomości. W krajach Europy Południowej, głównie w Grecji, Portugalii, Hiszpanii i Irlandii pojawiły się ogromnych rozmiarów deficyty na rachunku obrotów bieżących, związane z silną aprecjacją realnego efektywnego kursu walutowego między krajami. Heterogeniczność strefy euro ma odniesienie również w instytucjonalnym wymiarze. Nie ma rozwiązań, które byłyby prawidłowe dla wszystkich państw UE, dlatego nie można ich łącznie traktować. Źle wpływa to na politykę pieniężną EBC. Najistotniejszą kwestią jest brak

jednolitego nadzoru nad rynkowym systemem finansowym państw strefy euro oraz brak wspólnej polityki fiskalnej w tych krajach. Te problemy miały istotny wpływ na przebieg kryzysu finansowego w krajach należących do UE, ponieważ system finansowy rynkowy i publiczny nie były regulowane w sposób sprzyjający prawidłowemu funkcjonowaniu wspólnej unii monetarnej. Podsumowując należy zaznaczyć, iż EBC napotkał wiele niedogodności na drodze do prowadzenia odpowiedniej polityki pieniężnej w strefie euro.

2. Kryzys finansowy z lat 2007–2009

Kryzys finansowy z lat 2007-2009, był najpoważniejszym kryzysem od czasu Wielkiej Depresji z lat 30. XX wieku. Za jego początek datuje się sierpień 2007 roku, jednak jego początków należy szukać znacznie wcześniej.

Literatura przedmiotu wskazuje na wiele przyczyn wystąpienia kryzysu finansowego w Stanach Zjednoczonych w 2007 roku. Wśród nich najczęściej wymienia się niewystarczające regulacje rynku finansowego, wzajemne powiązania instytucji finansowych, dotowanie rynku nieruchomości funduszami federalnymi, aspekty behawioralne, brak właściwego zarządzania ryzykiem. Jednak głównym powodem zapoczątkowania kryzysu finansowego było załamanie rynku nieruchomości w USA w 2008. Problem powstał jednak o wiele wcześniej i związany był z funkcjonowaniem instytucji pożyczkowych Fannie Mae oraz Freddie Mac. Działalność tych instytucji firmowana była przez rząd. Instytucja Fannie Mae powatała w 1938 roku jako element planu New Deal, który stanowił odpowiedź na skutki wystąpienia Wielkiej Depresji lat 30. XX wieku. Druga z instytucji została powołana do życia w 1970 roku. Celem funkcjonowania wymienionych instytucji było umożliwienie społeczeństwu dostępu do kredytów hipotecznych. Obydwie instytucje zajmowały się również zabezpieczaniem kredytów hipotecznych udzielanych społeczeństwu przez banki. Kolejnym ich zadaniem było wspieranie finansowe rynku wynajmu nieruchomości oraz zaangażowanie w pomoc rodzinom nie mogącym spłacać kredytu ze względu na złą sytuację finansową. W sytuacji braku możliwości spłaty kredytu hipotecznego przez kredytobiorcę, instytucje Fannie Mae oraz Freddie Mac zajmowały się sprzedażą nieruchomości po cenie rynkowej, co miało zapobiec destabilizacji rynku nieruchomości. W 2008 roku ponad 50% kredytów hipotecznych zostało wykupionych przez wymienione instytucje. Zaangażowanie instytucji powiązanych kapitałowo z rządem było czynnikiem, który odegrał główną rolę w powstaniu tzw. „bańki spekulacyjnej”. Gwarantowanie kredytów hipotecznych osobom nie posiadającym zdolności kredytowej spowodowało powstanie piramidy finansowej w wymiarze

globalnym. Dłużnik nie posiadał dwustronnej relacji z kredytodawcą. Równocześnie, posiadacze instrumentów finansowych opartych na kredytach hipotecznych nie mogli rzetelnie ocenić ryzyka inwestycyjnego⁴.

Sektor nieruchomości w USA wskazywał stabilny i wieloletni trend wzrostowy. Rosnące ceny nieruchomości i skala udzielanych kredytów hipotecznych stymulowały do natężenia budownictwa, zwiększając ilość niesprzedanych nieruchomości, co w efekcie prowadziło do spadku cen. Kredyty hipoteczne oraz instrumenty pochodne oparte na kredytach były skuteczne, tak długo jak ceny na rynku nieruchomości były wysokie. W momencie spadku cen, jakość zabezpieczenia tworzonego na bazie instrumentów pochodnych spadła. Trudności dłużników ze spłatą zadłużenia spowodowały pogorszenie płynności finansowej banków. Symbolicznym momentem wystąpienia kryzysu finansowego w USA było ogłoszenie bankructwa banku inwestycyjnego Lehman Brothers we wrześniu 2008 roku. Wydarzenie to spowodowało szereg negatywnych zaburzeń na światowym rynku finansowym. Doszło do utraty zaufania na rynku międzybankowym, nagle wzrostowi uległy stopy procentowe, skrócił się czas na jaki zawierano transakcje. Światowe giełdy papierów wartościowych niemal natychmiast zareagowały na niepewność na rynku finansowym, spadkiem cen akcji. Ze względu na szeroko idącą globalizację oraz powiązanie gospodarki USA z innymi gospodarkami światowymi, problemy USA błyskawicznie przełożyły się na zaburzenia gospodarek innych państw. Wielka Brytania jako pierwsza odczuła skutki kryzysu. Już we wrześniu 2008 bankructwu poddały się największe brytyjskie banki. Kryzys finansowy szybko rozprzestrzenił się na resztę Europy.

Zapaść systemów bankowych Europy i USA, doprowadziła do problemów w pozostałych obszarach gospodarki globalnej, poprzez ograniczenia w możliwości finansowania, spadek popytu konsumpcyjnego i inwestycyjnego oraz ograniczenie wymiany handlowej i rozmiarów produkcji. Tendencje te natychmiastowo znalazły odzwierciedlenie w światowych wskaźnikach gospodarczych. Kryzys finansowy najszybciej wpłynął na spadek PKB. W IV kwartale 2009 roku w porównaniu do kwartału poprzedniego PKB spadło o 1,6% w krajach strefy euro oraz w USA. W pozostałych krajach członkowskich UE, PKB spadło o 1,5%. Rekordzistą w tym kontekście została Japonia, której PKB spadło o 3,2%⁵.

⁴ A. Pazior, *Kryzys finansowy i jego skutki dla gospodarki Polski i świata*. Warszawa: Diffin, 2013, s. 58-62

⁵ J. Adamiec, *Kryzys finansowy - wybrane zagadnienia*. Warszawa: BAS, 2009, s. 8-10.

3. Reakcja Europejskiego Banku Centralnego na pierwszą fazę kryzysu finansowego

Za pierwszą fazę kryzysu finansowego datuje się lata 2007-2010. W strefie euro pierwsze sygnały kryzysu finansowego pojawiły się latem 2007 roku, pod wpływem informacji nadchodzących z rynków finansowych w Stanach Zjednoczonych. W sierpniu 2007 roku na rynku międzybankowym w USA wybuchła panika. W konsekwencji czego zanikła na nim działalność pożyczkowa oraz międzynarodowy rynek hurtowego finansowania. Większość banków państw UE finansowała się na tym rynku, w związku z czym EBC niezwłocznie zareagował na to wydarzenie. W dniu 9 sierpnia 2007 roku EBC zwiększył płynność na rynku międzybankowym za pomocą dodatkowych dostrajających operacji otwartego rynku. W kolejnych dniach EBC prowadził politykę pieniężną za pomocą dodatkowych operacji MRO oraz LTRO, stosując stopniową zmianę w proporcjach ich wykorzystania, ze zwiększeniem w kierunku operacji LTRO. W grudniu 2007 roku w porozumieniu z amerykańskim FED-em uruchomiono specjalną linię swapową, dzięki której uruchomiono płynność w dolarach. W kwietniu 2008 roku EBC wprowadził nowe instrumenty, mianowicie zasilające operacje otwartego rynku (LTRO) o terminach zapadalności 6-miesięcznych.

W porównaniu do innych światowych banków, EBC bardzo długo zwlekał z decyzją o obniżeniu stóp procentowych. Wskazuje to na fakt, iż EBC podczas pierwszych oznak kryzysu finansowego miał przede wszystkim na uwadze podstawowy cel, jakim jest walka z inflacją. Prawidłowe jest także stwierdzenie, iż EBC w pierwszej fazie kryzysu finansowego prowadził politykę pieniężną dwutorowo. Uniezależnił rozmiary operacji otwartego rynku od polityki stopy procentowej. Stosowane operacje otwartego rynku miały na celu zmniejszenie niepewności na rynku międzybankowym w zakresie dochodzenia do skutku istniejących transakcji, natomiast stosowane instrumenty otwartego rynku miały na celu kontrolę inflacji.

Bankructwo Banku Inwestycyjnego Lehman Brothers 15 września 2008 roku datuje się za początek kolejnego etapu w rozwoju kryzysu finansowego na świecie. Głównym partnerem kapitałowym jak i towarowym strefy euro są Stany Zjednoczone. W związku z nasilającym się tam kryzysem finansowym, strefa euro odczuwała niekorzystną sytuację amerykańskiej gospodarki. Pierwszym niekorzystnym zjawiskiem po upadku Lehman Brothers było obniżenie dynamiki wzrostu PKB w trzecim kwartale 2008 roku. Pod koniec 2008 roku waluta euro uległa destabilizacji na skutek repatriacji kapitału krótkoterminowego. Wraz z pogłębianiem się globalnych tendencji recesyjnych EBC zaczął prowadzić bardziej zdecydowaną politykę antykryzysową. Zmiana nastawienia była również związana ze spadkiem inflacji w strefie euro

od 2008 roku. W dniu 8 października EBC obniżył stopy procentowe o 50 punktów bazowych. Była to pierwsza obniżka stóp procentowych od 2003 roku. W tym samym dniu obniżki stóp procentowych dokonały banki Stanów Zjednoczonych, Anglii, Kanady, Szwajcarii oraz Szwecji. Pierwsza obniżka stóp procentowych EBC dotyczyła stopy depozytowej, która po redukcji wynosiła 2,75% oraz stopy kredytowej, która wynosiła 4,75%. Podstawowa stopa procentowa EBC została obniżona po raz pierwszy w dniu 15 października 2008 roku, kiedy to kształtowała się na poziomie 3,75%. EBC w tym samym czasie dokonał również zmiany sposobu ustalania stóp zwrotu w zakresie operacji refinansujących. Przed zmianą zastosowanie miały przetargi o zmiennej stopie procentowej, natomiast po zmianie stosowano przetargi ze stałą stopą procentową. Zmiana sposobu była motywowana zmniejszeniem niepewności dotyczącej wysokości stopy procentowej po jakiej banki uzyskiwały płynność na rynku międzybankowym. Pierwsza obniżka stóp procentowych pociągnęła za sobą kolejne. W dniu 15 listopada 2008 roku podstawowa stopa procentowa została obniżona do poziomu 3,25%, czyli o kolejne 50 punktów bazowych. Stopa depozytowa i kredytowa również uległy obniżeniu o 50 punktów bazowych. Do maja 2009 roku obniżka stóp procentowych EBC została dokonywana w okresach comiesięcznych, co w rezultacie dało następujące wysokości: 1% stopa podstawowa, 0,25% stopa depozytowa i 1,75% stopa kredytowa. Jednoczesne zasilanie rynku międzybankowego w płynność powodowało, że stopy transakcji jednodniowych kształtowały się na poziomie nie wiele wyższym niż stopa depozytowa. EBC jak i wiele innych banków centralnych zaczęło prowadzić politykę pieniężną przy zerowej nominalnej stopie procentowej. Warto jednak zaznaczyć, iż od czerwca do listopada 2009 roku w strefie euro występowała deflacja.

Równoległe do polityki obniżania stóp procentowych, prowadzono działania nakierowane na dostarczenie płynności na rynek międzybankowy. EBC wprowadził w tym celu program nazwany specjalnym wsparciem kredytowym. Celem programu była reaktywacja rynku zabezpieczonych obligacji bankowych państw strefy euro oraz doprowadzenie do kolejnych obniżek stóp procentowych.⁶

Program składał się z 4 etapów:

1. Zastosowanie operacji refinansujących jako przetargu ze stałą stopą procentową oraz z pełnym przydziałem środków. Miało to na celu zagwarantowanie bankom, że ich potrzeby płynności zostaną całkowicie zaspokojone.

⁶ Z. Polański, *Polityka pieniężna i rynki finansowe*. [w:] P. Albiński, *Kryzys a polityka stabilizacyjna w Unii Europejskiej*. Warszawa: Szkoła Główna Handlowa w Warszawie - Oficyna Wydawnicza, 2014, s. 71-78.

2. Wprowadzenie dodatkowych operacji LTRO o okresie zapadalności 3 i 6 miesięcy. Celem wprowadzenia tych operacji było zachęcenie banków komercyjnych do udzielania kredytów oraz utrzymanie na niskim poziomie stóp procentowych rynku pieniężnego.
3. Zwiększenie listy zabezpieczeń dla transakcji z bankiem centralnym, m.in. o zbywalne instrumenty dłużne denominowane w obcych walutach, certyfikaty depozytowe.
4. Uruchomienie nowych linii swapowych w porozumieniu z FED⁷.

Podsumowując działania EBC w pierwszej fazie kryzysu finansowego należy zaznaczyć, iż działania te były ukierunkowane na rynek międzybankowy, czyli związane z dostarczeniem płynności na ten rynek. Z kolei działania innych banków centralnych głównie anglosaskich na świecie były związane z rynkiem finansowym. Taki stan wynika z występowania w strefie euro bankowo zorientowanego systemu finansowego, gdzie banki odgrywają kluczową rolę. Rynki finansowe w tym systemie odgrywają mniejszą rolę. EBC osiągnął swoje cele częściowo. Inflacja mimo podwyżek cen energii eklektycznej i ciągłej obniżce stóp procentowych nie wymknęła się spod kontroli. Pod koniec 2009 roku nastąpiła na rynku międzybankowym w niewielkim stopniu reaktywacja transakcji, które zanikły po upadku Lehman Brothers⁸. W przeciwieństwie do innych banków centralnych na świecie, EBC nie wprowadzał nowych narzędzi i instrumentów walki z kryzysem finansowym ale dokonywał modyfikacji dotychczas stosowanych instrumentów polityki pieniężnej⁹.

4. Reakcja Europejskiego Banku Centralnego na drugą fazę kryzysu finansowego

Od połowy 2009 roku w Stanach Zjednoczonych zaczęła rosnąć produkcja, a FED wycofał się z kilku programów antykryzysowych. Wiele z banków centralnych zaczęło podnosić stopy procentowe. Wiele przesłanek wskazywało na kończącą się globalną recesję. W rzeczywistości zmieniła się jedynie natura kryzysu finansowego. Sytuacja fiskalna krajów była w coraz gorszym stanie i to od niej zależał stan

⁷ J. Bogolebska, *Instrumenty polityki pieniężnej Europejskiego Banku Centralnego w okresie globalnego kryzysu finansowego*. Łódź: Acta Universitatis Lodziensis, 2012, s. 57.

⁸ Z. Polański, *op. cit.*, s. 75-79.

⁹ H. Żywiecka, *Niekonwencjonalna polityka pieniężna Systemu Rezerwy Federalnej, Europejskiego Banku Centralnego oraz Banku Anglii w odpowiedzi na kryzys finansowy lat 2007-2009*. Poznań: Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny, 2011, s. 266-268.

gospodarki globalnej. Ze względu na rosnące deficyty i dług publiczny w najbardziej zadłużonych krajach Unii Europejskiej, tj. Grecji, Hiszpanii, Portugalii, Włoch i Irlandii, druga fala kryzysu najbardziej odcisnęła swoje piętno na euro strefie. Inwestorzy w obawie przed niewypłacalnością państw pozbywali się dłużnych skarbowych papierów wartościowych w tak dużym stopniu, że w 2010 roku nastąpiła faza międzynarodowego kryzysu zadłużenia. Działania EBC w drugiej fazie kryzysu finansowego były związane głównie z zadłużeniem publicznym państw strefy euro. Działania EBC ściśle związane były z sytuacją Grecji, ponieważ to państwo jako pierwsze ukazało swoje zadłużone oblicze. W dniu 2 maja 2010 roku przyjęto pierwszy plan pomocowy dla Grecji. W związku z negatywnymi opiniami wielu władz państw należących do UE, 9 maja 2010 roku ogłoszono plan pomocowy dla całej strefy euro. Należy zaznaczyć, iż w tym czasie nieustannie pogarszała się sytuacja na rynkach obligacji skarbowych. EBC stosował taktykę udzielania pomocy natychmiastowej.

Dnia 3 maja 2010 roku ogłosił, iż podjął decyzję o zawieszeniu minimalnego progu ratingu przy przyjmowaniu greckich rządowych papierów wartościowych jako zabezpieczenie kredytów Eurosystemu. Ta decyzja była motywowana przypuszczeniami o utrudnieniu prowadzenia wspólnej polityki pieniężnej w przypadku gdyby greckie rządowe papiery wartościowe nie mogłyby być wykorzystywane jako zabezpieczenie.

W dniu 10 maja EBC podał do publicznej wiadomości, że rozpoczyna kolejne działania mające na celu ustabilizowanie sytuacji na rynkach finansowych. Były to następujące działania:

Realizacja Programu Rynku Papierów Wartościowych – polegającego na skupie państwowych instrumentów dłużnych wyemitowanych w krajach strefy euro.

Czasowe zawieszenie przetargów ze zmienną stopą procentową w odniesieniu do operacji LTRO 3-miesięcznych.

5. Reaktywacja linii swapowej z FED

W związku z wprowadzeniem programu pojawiły się pewne wątpliwości, czy EBC działa w ramach polityki pieniężnej czy wkracza w naturę fiskalną? Czy w związku z nabywaniem dłużnych papierów wartościowych nastąpi inflacyjny wzrost podaży pieniądza?

Dnia 30 czerwca 2010 roku EBC zakończył pierwszy etap skupowania obligacji zabezpieczonych, zapadły również pożyczki udzielone w 2009 roku w ramach operacji LTRO 12-miesięcznej. Ze strony banków komercyjnych powstał popyt na płynne

środki, EBC zaspokoił go z wykorzystaniem operacji o terminach 3 i 6-miesięcznych. Rezultatem tych działań było zmniejszenie zadłużenia banków komercyjnych w Eurosystemie oraz ograniczenie płynności. EBC stopniowo odchodził od stosowania niestandardowych instrumentów. Latem 2010 roku wiele przesłanek wskazywało na opanowanie sytuacji kryzysowych w euro strefie. Ceny obligacji greckich nieco wzrosły. Wydawało się, że działania podejmowane przez EBC i inne instytucje przyniosły powodzenie. Jednak tak się nie stało.

Z biegiem czasu na Europę napływała kolejna fala kryzysu. Spready na obligacjach irlandzkich, portugalskich i greckich zaczęły rosnać. Kryzys zapoczątkowany w Grecji rozpowszechniał się stopniowo na inne kraje, wystąpił tzw. efekt zarażania. Niestabilność jednych państw zaczęła zagrażać niestabilności innych państw. Działania antykryzysowe wprowadzone jesienią 2010 roku nie nadążały za rozwojem sytuacji na rynkach finansowych kolejnych państw.

Większość państw wprowadzała poważne zmiany i fiskalne programy oszczędnościowe. Jednak nie obyło się bez pomocy ze strony EBC, który jesienią 2010 roku udzielił paktów pomocowych Irlandii, wiosną 2011 roku Portugalii, a kilka miesięcy później po raz drugi Grecji.¹⁰ W połowie 2011 roku na rynkach obligacji skarbowych zaczęły się kolejne napięcia. Kolejne kraje tj. Włochy i Hiszpania, zostały owdądnięte przez kryzys.

W reakcji na te napięcia Prezes EBC ogłosił wznowienie w niektórych państwach programu rynku papierów wartościowych. Miało to nastąpić 7 sierpnia 2011 roku. Nie zmieniono jednak zasad funkcjonowania programu, a w jego ramach zakupiono papiery wartościowe na kwotę w wysokości 144 mld euro. W drugim półroczu 2012 roku sytuacja na rynkach obligacji nadal pogarszała się. Uczestnicy rynków finansowych bali się o stabilność finansową nie tylko Grecji, ale i Hiszpanii oraz Włoch. W tym czasie EBC ogłosił zakończenie programu skupowania papierów wartościowych oraz zdecydowano o wprowadzeniu bezwarunkowych transakcji monetarnych OMT. Transakcje te miały na celu zabezpieczenie przed zagrożeniem zachwiania stabilności cen.¹¹

¹⁰ Z. Polański, *Polityka pieniężna i rynki finansowe*. [w:] P. Albiński, *Kryzys a polityka stabilizacyjna w Unii Europejskiej*. Warszawa: Szkoła Główna Handlowa w Warszawie - Oficyna Wydawnicza, 2014, s. 113-116.

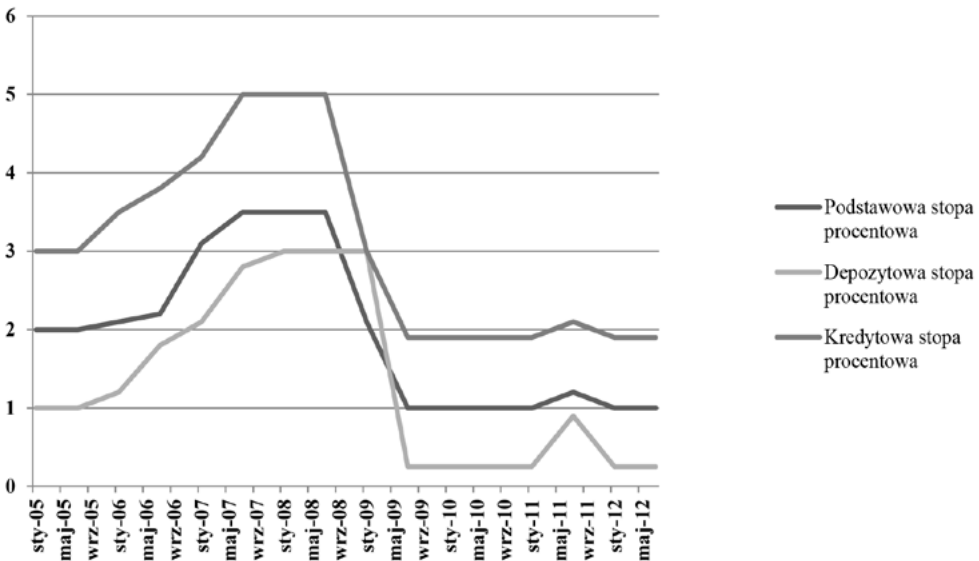
¹¹ E. Małecka, J. Giżyński, *Interwencje Europejskiego Banku Centralnego na rynkach obligacji skarbowych strefy euro jako odpowiedź na kryzys zadłużenia*. Gdańsk: Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego, 2013, s. 107-108.

Należy zaznaczyć również, iż w drugiej fazie kryzysu finansowego EBC prowadził nadal politykę obniżania stóp procentowych. Do końca 2009 roku podstawowa stopa procentowa wynosiła 1%, depozytowa stopa procentowa wynosiła 0,25%, a kredytowa stopa procentowa wynosiła 1,75%.

Presja inflacyjna, która pojawiła się w pierwszej fazie kryzysu finansowego była przejściowa i EBC mógł w dalszym ciągu prowadzić politykę pieniężną ekspansywną. Poziom inflacji w strefie euro oraz w całej Unii Europejskiej w okresie występowania kryzysu finansowego przedstawia wykres 1.

Wykres 1.

Poziom inflacji w Unii Europejskiej oraz w strefie euro w latach 2007-2010 (w procentach)



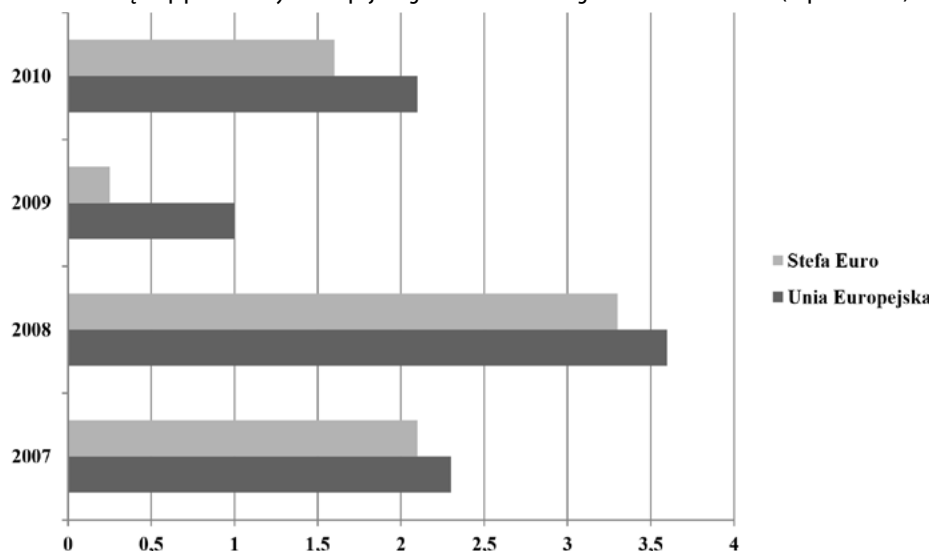
Źródło: <http://www.epp.eurostat.ec.europa.eu> [dostęp: 01.02.2015 r.]

Przez cały 2010 rok EBC nie zdecydował się na kolejną obniżkę stóp procentowych, było to związane z pogarszającą się sytuacją na rynkach obligacji skarbowych¹². Kształtowanie się stóp procentowych EBC w okresie przed kryzysem finansowym oraz w trakcie jego trwania można zaobserwować na wykresie 2.

¹² M. Stachurska-Waga, *Działania Europejskiego Banku Centralnego wobec kryzysu*. Warszawa: Biuro Analiz Sejmowych, 2012, s. 5.

Wykres 2.

Kształtowanie się stóp procentowych Europejskiego Banku Centralnego w latach 2005-2012 (w procentach).



Źródło: E. Dziwok, *Stefa euro w obliczu kryzysu: rola Europejskiego Banku Centralnego w kształtowaniu nowej polityki pieniężnej*. Katowice: Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach, 2013, s. 61.

Z wykresu wywnioskować można, iż największy spadek oprocentowania stóp procentowych wystąpił w 2007 roku i był to spadek gwałtowny. Przez cały 2010 rok stopy procentowe były ustabilizowane, po czym w 2011 roku niewiele wzrosły, aby w 2012 ponownie ulec spadkowi.

Do końca 2013 roku żadne z państw strefy euro nie wyszło z inicjatywą potrzeby ze skorzystania z nowego programu pomocowego. Sytuację uspokoili przygotowania do podpisania unii bankowej oraz uruchomienie działań przez Europejski Mechanizm Stabilności. W drugim półroczu 2012 roku kapitał portfelowy znów zaczął napływać do strefy euro. Pozytywne bodźce wpłynęły na aprecjację waluty euro¹³.

Podsumowując działania EBC w drugiej fazie kryzysu finansowego należy zaznaczyć, iż konsekwencje globalnego kryzysu finansowego nadal są obecne, a wiele ze stworzonych reform nie zostało do końca wdrożonych. Za pośrednictwem niestandardowej polityki pieniężnej EBC, rozwinął działalność pożyczkodawcy ostatniej instancji oraz zwiększył w znacznym stopniu podaż rezerwowego pieniądza. Tym

¹³ P. Panfil, *Polityka Europejskiego Banku Centralnego w dobie kryzysu finansowego*. Gdańsk: Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego, 2012, s. 11.

samym umożliwił funkcjonowanie państw niewypłacalnych. Bankructwo choć jednego z państw miałyby konsekwencje daleko idące w zmianie funkcjonowania i prowadzenia polityki pieniężnej przez EBC.

Podsumowanie

Na podstawie przedstawionych aspektów działań antykrzysowych prowadzonych przez EBC wobec globalnego załamania finansów publicznych w strefie euro, można zauważyć, że interwencja EBC oparta była o wykorzystanie standardowych oraz nowych instrumentów, a także środków o działaniu tymczasowym. Kryzys finansowy doprowadził do braku płynności na rynkach międzybankowych w wymiarze globalnym. W związku z tym EBC prowadził działania polegające na dostarczeniu płynności na rynek międzybankowy w strefie euro, działając przy tym z innymi bankami centralnymi. W miarę rozszerzania się kolejnych etapów kryzysu finansowego EBC decydował się na obniżanie stóp procentowych. Powodzeniem cieszyły się działania EBC skierowane w stronę ograniczenia presji inflacyjnej oraz złagodzenie wahań i niepewności na rynkach finansowych. Poprawa sytuacji na rynkach finansowych mająca miejsce w 2010 roku, nie trwała jednak długo. W połowie roku EBC zmuszony był do kolejnej interwencji związanej z narastaniem zadłużenia publicznego kolejnych państw Unii Europejskiej. W 2011 roku zdecydowano o przywróceniu kilku instrumentów wykorzystywanych w 2009 roku. W dobie kryzysu finansowego EBC stanął w obliczu nie kończących się wyzwań. Z upływem kolejnych lat będzie można wysunąć wnioski na temat poprawności i dalszych efektów działań zastosowanych przez EBC w tym niewątpliwie trudnym czasie.

Policy European Central Bank in times of financial crisis

Summary

This article are showing policy European Central Bank during the financial crisis. Author are showing the anti-crisis measures that the European Central Bank lead at this time in order to protect the euro zone from the negative consequences of financial crisis. Author are indicating that European Central Bank responded immediately to the first signs of the financial crisis. The actions of the European Central Bank are dividing according to the phases of the financial crisis, pointing to the use by the European Central Bank from existing and new instruments and tools of monetary policy.

Keywords: financial crisis, anti-crisis action of European Central Bank