

# Irena Pyka

---

## Konsekwencje implementacji programów luzowania ilościowego w strefie euro

---

Problemy Zarządzania 12/4 (1), 7-24

---

2014

Artykuł został opracowany do udostępnienia w internecie przez Muzeum Historii Polski w ramach prac podejmowanych na rzecz zapewnienia otwartego, powszechnego i trwałego dostępu do polskiego dorobku naukowego i kulturalnego. Artykuł jest umieszczony w kolekcji cyfrowej [bazhum.muzhp.pl](http://bazhum.muzhp.pl), gromadzącej zawartość polskich czasopism humanistycznych i społecznych.

Tekst jest udostępniony do wykorzystania w ramach dozwolonego użytku.

## Konsekwencje implementacji programów luzowania ilościowego w strefie euro

Nadesłany: 15.04.14 | Zaakceptowany do druku: 25.11.14

**Irena Pyka\***

Opracowanie koncentruje się analizie charakteru zastosowanej przez EBC polityki luzowania ilościowego. Bezpośrednim jego celem jest jednak ocena skutków tej polityki. Konsekwencje polityki luzowania ilościowego EBC analizuje się, wskazując na zmiany w stanach płynności sektora bankowego strefy euro, poziomach stóp procentowych, poziomie i strukturze agregatu monetarnego M3, a także aktywach i pasywach bilansu EBC.

**Słowa kluczowe:** polityka luzowania ilościowego, program papierów wartościowych, agregat M3, struktura podaży pieniądza bankowego, płynność banków, bilans banku centralnego, EBC.

## The consequences of implementation of quantitative easing programs in the euro area

Submitted: 15.04.14 | Accepted: 25.11.14

The study focuses on the analysis of the character, used by the ECB, Quantitative Easing policy. However, its direct aim is the assessment of effects of this policy. The consequences of the ECB's Quantitative Easing policy are analyzed pointing to the changes in the liquidity of the euro area banking sector, levels of interest rates, level and structure of the M3 monetary aggregate, as well as assets and liabilities of the balance sheet of the ECB.

**Keywords:** Quantitative Easing policy, securities program, M3 aggregate, structure of banking money supply, banks' liquidity, central bank balance sheet, ECB

**JEL:** E 580

---

\* **Irena Pyka** – prof. dr hab., Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach, Katedra Bankowości i Rynków Finansowych.

## 1. Wprowadzenie

Programy luzowania ilościowego w polityce monetarnej banków centralnych pojawiły się jako efekt ich działań na rzecz przywrócenia stabilności finansowej gospodarki światowej dotkniętej globalnym kryzysem finansowym. Banki centralne zastosowały je w warunkach małej skuteczności niestandardowych instrumentów polityki monetarnej. Poprzez programy luzowania ilościowego wprowadziły do obiegu gospodarczego niewyobrażalnie dużą ilość pieniądza gotówkowego, kierując się potrzebami wzrostu gospodarczego i niską efektywnością kanału transmisji kredytowej.

W strefie euro, w której sektor bankowy odgrywa zasadniczą rolę w finansowaniu gospodarki, a dynamika podaży pieniądza i akcji kredytowej co do tendencji pozostaje stale niska, wiele państw członkowskich stanęło przed poważnym zagrożeniem dla ożywienia gospodarczego (EBC, 2014, s. 6). Dlatego też EBC, początkowo oporny wobec luzowania ilościowego, instrument ten wykorzystał, podobnie jak największe banki centralne gospodarki światowej, do walki ze skutkami globalnego kryzysu finansowego i słabnącą dynamiką wzrostu gospodarczego.

Celem opracowania jest prezentacja specyficznych cech programów luzowania ilościowego w strefie euro, skierowana na identyfikację ich skutków przy równoczesnym rozpoznaniu głównych kanałów przenikania polityki *quantitative easing* do gospodarki strefy euro. EBC, przedłużając programy skupu papierów wartościowych w operacjach otwartego rynku, dostarcza podmiotom finansowym tej strefy środki pieniężne, starając się zwiększyć podaż pieniądza kredytowego i zmienić proporcje portfela ich aktywów finansowych. Dotychczas uruchomione przez EBC programy luzowania ilościowego nie przełożyły się jednak na wzrost kredytów dla sektora niefinansowego. Niekorzystna pozostaje także struktura podaży pieniądza bankowego strefy euro. Natomiast programy luzowania ilościowego prowadzą do zmniejszenia nadwyżki płynności na rynku międzybankowym strefy euro oraz zmian w strukturze aktywów i pasywów bilansu EBC.

## 2. Programy luzowania ilościowego w strefie euro – różnice i podobieństwa

EBC reagował na globalny kryzys finansowy w nieco inny sposób niż Fed, mimo że jest też zbudowany na zasadzie federacyjności. Korzystał z triady dostępnych mu klasycznych instrumentów polityki monetarnej, dokonując w pierwszej fazie globalnego kryzysu finansowego takiej ich modyfikacji, aby w operacjach otwartego rynku przeprowadzać za ich pomocą działania interwencyjne na rynku pieniężnym (*enhanced credit support*). Nadzwyczajne wsparcie kredytowe ze strony EBC miało głównie na celu zwiększenie płynności w sektorze bankowym strefy euro i obejmowało (EBC, 2009, s. 19 i nast.):

- dostarczanie bankom strefy euro nieograniczonych kwot płynności po stałej stopie we wszystkich operacjach refinansujących, za odpowiednim zabezpieczeniem;
- wydłużenie do jednego roku maksymalnej zapadalności operacji refinansujących, która przed kryzysem wynosiła trzy miesiące;
- rozszerzenie listy aktywów akceptowanych jako zabezpieczenie;
- dostarczanie płynności w walutach obcych (zwłaszcza w dolarach amerykańskich);
- bezpośredni skup na rynku obligacji zabezpieczonych.

Transakcje na pieniężnym rynku otwartym strefy euro EBC wspierał dodatkowo polityką stałego obniżania bazowych stóp procentowych, które pozostając na rekordowo niskim poziomie, umożliwiały bankom komercyjnym Eurosystemu refinansowanie się po bardzo niskim koszcie kapitałowym.

EBC na początku globalnego kryzysu finansowego, w odróżnieniu zatem od Fed, pomimo iż angażował się w transakcje papierami wartościowymi, nie tworzył specjalnych programów ich wykupu. Zasilając sektor bankowy w płynność, stopniowo rozszerzał zestaw aktywów akceptowanych jako zabezpieczenie transakcji w operacjach otwartego rynku. Wydłużał także termin zapadalności długoterminowych operacji refinansowych (ang. *Longer Term Refinancing Operations*, LTRO). W obliczu oczekiwanych zagrożeń na rynku bankowym wprowadził równoległe program zakupu listów zastawnych (ang. *Covered Bond Purchase Programme*, CBPP), który można uznać za formę polityki luzowania ilościowego. Jego edycja zakończyła się jednak w lipcu 2010 r., wtedy gdy program osiągnął planowaną kwotę 60 mld euro. Program nie został przez EBC przedłużony w związku z obserwowaną w ciągu 2009 r. poprawą warunków na rynkach finansowych i przekonaniem EBC, że nadzwyczajna polityka pieniężna powinna być krótkoterminowa. Rada Prezesów na początku grudnia 2009 r. zdecydowała o stopniowym wycofywaniu się z niestandardowych instrumentów polityki pieniężnej. Od I kwartału 2010 r. EBC zaczął stopniowo ograniczać liczbę i częstotliwość dłuższych operacji refinansujących. Ostatnia operacja 12-miesięczna została przeprowadzona w grudniu 2009 r., ostatnia 6-miesięczna w marcu 2010 r. W I kwartale 2010 r. zmniejszono także liczbę operacji 3-miesięcznych.

Natomiast Fed w tym czasie, a więc już w pierwszej fazie globalnego kryzysu finansowego, rozpoczął dostarczanie płynności do sektora bankowego poprzez zakup papierów wartościowych na niespotykaną wcześniej skalę. W grudniu 2007 r. przygotował program Term Auction Facility (TAF). Kolejnym programem FED był Term Securities Lending Facility (TSLF) stworzony w marcu 2008 r., oparty na papierach skarbowych, ale także na dłużnych papierach korporacyjnych, papierach komunalnych, MBS-ach i ABS-ach. W 2008 r. Fed przygotował Primary Dealer Credit Facility (PDCF) i program Commercial Paper Funding Facility (CPFF) oparty na zakupie CP oraz ABCP.

Działania nadzwyczajne EBC od samego początku, w odróżnieniu od działań Fed, charakteryzowała tzw. tymczasowość. EBC traktował powstałe zakłócenia za przejściowe. Tworzył niestandardowe instrumenty finansowe tak, aby były one zdolne do samoregulacji i automatycznego zaniku w razie poprawy sytuacji. Nie starał się w swych działaniach naruszać też niezależności ESBC, korzystając z własnej autonomii do kształtowania polityki monetarnej strefy euro. EBC dbał również od samego początku niestandardowej polityki monetarnej o zachowanie dobrej komunikacji z otoczeniem. Wprowadzeniu nadzwyczajnych narzędzi polityki pieniężnej w strefie euro towarzyszyło więc transparentne, publiczne wyjaśnianie powodów ich stosowania, tak by przywrócić zaufanie sektora prywatnego do gospodarki oraz rynku finansowego (Kochaniak, 2012, s. 73–74).

Druga faza reakcji EBC na globalny kryzys finansowy pojawiła się w roku 2010. Wiosną tego roku ponownie zauważalne stały się bowiem napięcia w niektórych segmentach rynków finansowych strefy euro. Niepewność dotknęła zwłaszcza rynku obligacji skarbowych i wynikała bezpośrednio z rozpoczynającego się wtedy kryzysu zadłużenia strefy euro. Obawy o stabilność finansów publicznych państw członkowskich w związku z rosnącymi wskaźnikami ich deficytu i długu publicznego, ale także najpierw poważne problemy finansowe i gospodarcze Grecji, a potem także Hiszpanii, Portugalii czy Włoch spowodowały znaczne i szybko rosnące różnice między oprocentowaniem dziesięcioletnich obligacji skarbowych tych krajów. W maju 2010 r. osiągnęły one poziomy nienotowane od początku Unii Gospodarczo-Walutowej, dlatego rządy strefy euro uchwaliły kompleksowy pakiet środków zaradczych, w tym utworzenie spółki European Financial Stability Facility.

Reakcja ze strony EBC na zmiany w oprocentowaniu dziesięcioletnich obligacji skarbowych państw członkowskich była także zdecydowana. Oprocentowanie tych obligacji w strefie euro stanowi bowiem jeden z głównych czynników determinujących stawki oprocentowania emisji obligacji korporacyjnych. Ponadto przy silnych zaburzeniach w funkcjonowaniu rynków obligacji powstała obawa, że stopy krótkoterminowe EBC przestaną przekładać się na stopy długoterminowe. EBC mógł zatem stracić kontrolę nad kosztami obsługi inwestycji podmiotów gospodarczych strefy euro.

Poszukując rozwiązania tego problemu, w maju 2010 r. EBC uruchomił pierwszy oficjalny program rynku papierów wartościowych. W ramach tego programu Eurosystem mógł prowadzić interwencje na rynkach publicznych i niepublicznych dłużnych papierów wartościowych strefy euro. Jego bezpośrednim celem stało się pogłębienie i zasilenie w płynność tych segmentów rynków, które miały problemy z prawidłowym funkcjonowaniem. Program sam w sobie nie stwarzał jednak zagrożenia inflacyjnego. Zasoby płynności EBC wynikające ze skupu obligacji w ramach ogłoszonego programu w całości były bowiem z powrotem wchłaniane za pomocą specjalnych operacji absorbujących płynność. Rynek bankowy poprzez te operacje był zatem

sterylizowany. Na koniec 2010 r. łączna kwota interwencji Eurosystemu na rynkach obligacji wyniosła 73,5 mld euro – dokładnie tyle samo co zasoby płynności zaabsorbowane z rynku pieniężnego (EBC, 2010, s. 19–21).

Zasadniczo to właśnie *Securities Markets Programme* stabilizujący wtórne rynki dłużnych papierów wartościowych należałoby uznać w strefie euro za początek polityki luzowania ilościowego. Luzowanie ilościowe (QE) jako instrument nadzwyczajnej polityki monetarnej banków centralnych polega bowiem na kupnie aktywów finansowych – najczęściej od banków (np. rządowych papierów wartościowych), ale może dotyczyć także innych papierów wartościowych skupowanych w transakcjach na otwartym rynku finansowym. Bezpośrednim celem polityki luzowania ilościowego jest dostarczanie podmiotom finansowym, głównie bankom, środków pieniężnych niezbędnych do zwiększenia ich aktywności kredytowej. Endogeniczny wzrost podaży pieniądza niesie jednak ze sobą ryzyko wzrostu cen, a zatem wysokie ryzyko inflacji. EBC, zakładając w programie SMP, że wykup papierów wartościowych będzie sterylizowany, kierował się jednak – w przeciwieństwie do programów Fed czy BoE – kontrolą poziomu cen w strefie euro. Bezpośrednim celem programu było natomiast ograniczeniem wzrostu i zmienności rentowności niektórych papierów dłużnych w strefie euro,

We wrześniu 2012 r. EBC ogłosił kolejny program papierów wartościowych *Outright Monetary Transactions* (OMT). Ważnym czynnikiem jego uruchomienia była przedłużająca się silna segmentacja rynku finansowego wywołana kryzysem związanym z długiem państwowym. OMT dotyczył zakupu papierów wartościowych przez banki centralne Eurosystemu wyłącznie na rynku wtórnym i dotyczył papierów skarbowych o maksymalnie trzyletnim terminie zapadalności, emitowanych przez rządy państw członkowskich strefy euro. Celem tego programu było głównie zapewnienie efektywności jednolitej polityki pieniężnej EBC poprzez poprawę funkcjonowania mechanizmu transmisji monetarnej na sferę realną we wszystkich krajach strefy euro. OMT przyniosło ogólną poprawę sytuacji na rynku finansowym i zmniejszenie nadwyżki płynności.

Utrzymujące się natomiast problemy państw członkowskich strefy euro, w tym głównie rosnącego w nich zadłużenia publicznego, były przyczyną powrotu EBC do niestandardowych instrumentów polityki pieniężnej. Pod koniec roku 2011 EBC zdecydował się na uzupełnienie istniejących programów płynnościowych wznowionym CBPP oraz rocznymi i trzyletnimi LTRO. Rozszerzył ponadto kolejny raz wachlarz aktywów akceptowanych jako zabezpieczenie kredytów dla instytucji finansowych (w operacjach warunkowych). Podjął też inne działania, jak chociażby redukcję współczynnika rezerwy obowiązkowej czy obniżenie progu ratingowego niektórych papierów wartościowych zabezpieczonych aktywami (ABS) (EBC, 2011, s. 12–14). Największy jednak wpływ na rynki pieniężne strefy euro miały dwie 3-letnie operacje LTRO (21 grudnia 2011 r. i 29 lutego 2012 r.). Nie były to nowe programy papierów wartościowych w strefie euro. Wznowie-

nie operacji refinansujących adresowanych do prywatnych instytucji finansowych w ostatecznym rozrachunku powoduje jednak efekt podobny do programów QE. Gwarancje, szczególnie długoterminowego finansowania, zwiększają bowiem możliwości zakupu przez instytucje finansowe obligacji skarbowych.

Duże zainteresowanie pośredników finansowych wznowionymi, długoterminowymi operacjami LTRO doprowadziło do powstania nadwyżki płynności w systemie bankowym strefy euro. W 2012 r. osiągnęła ona średni poziom 773,9 mld euro, powodując wyraźny spadek działalności operacyjnej banków, co nie było zamierzonym efektem działań niestandardowych EBC.

Nie zawsze oczekiwana reakcja pośredników bankowych w strefie euro na prowadzoną przez EBC politykę luzowania ilościowego, jak też stale niestabilna sytuacja gospodarcza w tej strefie są zasadniczymi powodami dalszego łagodzenia polityki monetarnej. Prezes EBC M. Dragi zauważył też, że w strefie euro panuje nie tylko jednomyślność w kwestii użycia niekonwencjonalnych narzędzi polityki pieniężnej, ale podkreślił, że nie wyczerpano jeszcze konwencjonalnych narzędzi niezbędnych, aby zapobiec przedłużającemu się okresowi niskiej inflacji.

Analizując specyficzne cechy polityki luzowania ilościowego stosowanej przez EBC, warto też podkreślić, że nie poddaje się ona tradycyjnemu dość podziałowi na *quantitative easing* i *credit easing* (Smaghi, 2009). EBC stosował bowiem *quantitative easing*, dostarczając płynności do sektora bankowego, poprzez wykup zgromadzonych w nim papierów wartościowych w dwóch formach: *direct quantitative easing* oraz *indirect quantitative easing*. W obu przypadkach kierował się potrzebą obniżania rynkowych stóp procentowych. *Direct quantitative easing* uruchomił w programie SMP. Natomiast *indirect quantitative easing* realizował poprzez LTRO, czyli operacje otwartego rynku na dłuższe terminy. W przypadku *direct quantitative easing* EBC tradycyjnie koncentrował się na zakupie długoterminowych obligacji rządowych od banków. Celem takiej transakcji było oddziaływanie na właściwą wycenę rynkową prywatnych papierów wartościowych. Zakup obligacji rządowych powodował równoległy do nich spadek rentowności prywatnych papierów wartościowych. *Indirect quantitative easing* z kolei ułatwiał dostęp instytucjom kredytowym do pieniądza banku centralnego, pożyczając go na dłuższe terminy i na warunkach specjalnie określonych bez konieczności zakupu papierów wartościowych. Dokonywał się on endogennie na podstawie preferencji płynnościowych banków komercyjnych i zasadniczo wtedy, gdy rynek międzybankowy był w głębokiej nierównowadze (Smaghi, 2009).

EBC wykorzystał też *credit easing* mający na celu ułatwienie dostępu do finansowania podmiotom sfery realnej poprzez zmniejszenie premii za ryzyko, jaką płać podmioty sfery realnej (Tymoczko, 2010, s. 13). W programach CBPP i SMP realizował *direct credit easing*. *Direct credit easing* obejmował zakup przez EBC papierów komercyjnych w postaci obligacji korporacyjnych i papierów wartościowych zabezpieczonych aktywami

(sekurytyzacja aktywów). Bezwarunkowy zakup tych papierów wartościowych równoznaczny był z ich utrzymywaniem w bilansie EBC do terminu wykupu. EBC tym samym stawał się kredytodawcą, podobnie jak każdy bank komercyjny. Poprzez ten instrument EBC mógł zmieniać przebieg krzywej dochodowości – terminową strukturę stóp procentowych – na okres zobowiązania się do wykonywania tych transakcji (Smaghi, 2009).

Polityka luzowania ilościowego prowadzona przez banki centralne w okresie globalnego kryzysu finansowego nie była zatem jednoznacznie identyczna. EBC kierował się w swych działaniach głównie utrzymaniem płynności sektora bankowego strefy euro. Fed, realizując kolejne programy papierów wartościowych, powiększał ilość pieniądza w obiegu. Specyfikę skupu papierów wartościowych w operacjach otwartego rynku można także wykazać w pozostałych bankach centralnych gospodarki światowej. Polityka *quantitative easing* pojawiła się jednak w działaniach wszystkich największych banków centralnych gospodarki światowej w warunkach nasilenia i przedłużenia się okresu niepewności na rynkach finansowych, wzmacniając siłę oddziaływania ich niestandardowych instrumentów polityki monetarnej.

### 3. Konsekwencje polityki luzowania ilościowego

Konsekwencje polityki *quantitative easing* można rozpatrywać na różnych płaszczyznach. Z perspektywy makroekonomicznej wiążą się one bezpośrednio z oczekiwaniem na efekty gospodarcze. Wykup papierów wartościowych dokonywany przez banki centralne powodował jednak również makroskutki finansowe i finansowe skutki mikroekonomiczne. Kolejność ogłaszanych programów skupu papierów wartościowych pozwala na rozpatrywanie konsekwencji QE w poszczególnych okresach lub inaczej – fazach powstawania. Ważnym kryterium oceny polityki luzowania ilościowego jest podział jej konsekwencji na krótki i długi okres. Wpływ *quantitative easing* na gospodarkę można rozpatrywać także z perspektywy klasycznych kanałów transmisji polityki monetarnej, a zatem poprzez:

- kanał stóp procentowych – oddziaływania skupu aktywów finansowych na krótkoterminowe stopy procentowe rynku międzybankowego i stopy długoterminowe instrumentów dłużnych;
- kanał kredytów bankowych – oddziaływania skupu aktywów finansowych na płynność banków komercyjnych i rozwój akcji kredytowej w gospodarce, czyli wzrost ich aktywności operacyjnej (handlowej);
- kanał kursu walutowego – oddziaływania skupu aktywów finansowych na cenę pieniądza zagranicznego (kanał bardzo silny w gospodarce otwartej; doświadczenia globalnego kryzysu finansowego pokazują, że pompowany w nadmiarze przez banki centralne do gospodarki pieniądź gotówkowy w poszukiwaniu wyższych stóp rentowności inwestowanego kapitału finansowego przelewał się do krajów wschodzących, aprecjonując



wartość ich walut krajowych; gdy Fed ogłosił koniec dodatkowego druku dolarów, spowodowało to natychmiastowe umocnienie dolara wobec euro i jena; kraje wschodzące stanęły przed problemem gwałtownej dewaluacji ich walut);

- kanał majątkowy tzw. rynku kapitałowego – oddziaływania skupu aktywów finansowych na zmianę struktury inwestowania podmiotów gospodarczych, w tym głównie instytucji finansowych (kanał sprzyjający transakcjom spekulacyjnym i osiągnięciu wysokich dochodów inwestycyjnych wskutek wysokiej zmienności cen aktywów finansowych).

Kanały transmisji polityki luzowania ilościowego można także analizować, wyodrębniając: (Joyce, Tong i Woods, 2011, s. 200–211; Krishnamurthy i Vissing-Jorgensen, 2011):

- kanał płynnościowy – sprzedaż papierów wartościowych (aktywów finansowych) bankowi centralnemu oddziałuje na zwiększenia podaży płynnych rezerw w instytucjach finansowych, uruchamiając dalsze ich dostosowania do jej nowego poziomu w gospodarce;
- kanał portfelowy – sprzedaż papierów wartościowych (aktywów finansowych) bankowi centralnemu oddziałuje na zmianę struktury portfeli instytucji finansowych poprzez zmiany rentowności krajowych aktywów finansowych i relatywnych cen aktywów zagranicznych oraz wzrost ich relatywnej stopy zwrotu;
- kanał zaufania – sprzedaż papierów wartościowych (aktywów finansowych) bankowi centralnemu może wpływać pozytywnie na nastroje podmiotów gospodarczych; drogą wzrostu zaufania publicznego prowadzi do spadku premii za ryzyko i wzrostu cen aktywów, przyczyniając się do zmian w poziomie konsumpcji i inwestycji;
- kanał oczekiwań – sprzedaż papierów wartościowych (aktywów finansowych) bankowi centralnemu jest sygnałem dla uczestników rynków finansowych stabilizacji na niskim poziomie krótko- i długoterminowych stóp procentowych.

Ocena konsekwencji polityki luzowania ilościowego wymaga więc szerokiego na nie spojrzenia. Pozytywnie efekty tej polityki generowane poprzez jeden z kanałów oddziaływania mogą powodować negatywne skutki w innych. Wielką niewiadomą pozostaje z pewnością długoterminowy wpływ polityki luzowania ilościowego na inflację gospodarczą. Wiadomo już, że zależność ta, dotychczas uważana za klasyczną, w krótkim terminie w strefie euro nie wystąpiła. Banki centralne, obawiając się niepożądanych skutków polityki luzowania ilościowego, zmieniły natomiast swe nastawienie do tzw. strategii wyjścia. Zastosowały strategię stopniowego wycofywania się z *quantitative easing*.

#### 4. Analiza konsekwencji polityki luzowania ilościowego w strefie euro

Ocena skutków polityki luzowania ilościowego prowadzonej przez EBC jest niewątpliwie trudna. Głównie dlatego, że w strefie euro pozostaje stale zróżnicowana sytuacja gospodarcza państw członkowskich i nierównomierne tempo wzrostu PKB. Sektor finansowy natomiast znajduje się pod naporem wysokiego długu publicznego. EBC, monitorując na bieżąco zmiany zachodzące w tych obszarach funkcjonowania państw członkowskich strefy euro, stale przedłuża okres nadzwyczajnej polityki monetarnej, w tym głównie kontynuując *quantitative easing*. Oznacza to, że nie dostrzega jej jednoznacznie pozytywnych skutków w gospodarce strefy euro.

Niewątpliwie czynnikiem warunkującym przedłużenie luzowania ilościowego przez EBC jest stale niska dynamika wzrostu gospodarczego w Eurosystemie. Realny PKB w 2013 r. w porównaniu z poprzednim kwartałem zwiększył się wprawdzie o 0,3%, ale EBC przewiduje, że realny PKB strefy euro osiągnie poziom wyższy niż przed kryzysem (tj. w I kwartale 2008 r.) dopiero pod koniec 2015 r. Średnioroczna dynamika realnego PKB ma według przewidywań wzrosnąć o 1,2% w 2014 r., o 1,5% w 2015 r. i o 1,8% w 2016 r. (EBC, 2014, s. 14).

Niepokojące z perspektywy *exit strategy* jest natomiast to, że wśród głównych czynników ożywienia w horyzoncie projekcji ma być akomodacyjne nastawienie polityki pieniężnej. EBC tym samym przyznaje, że związek między polityką luzowania ilościowego i wzrostem gospodarczym w strefie euro pozostaje nadal silny, a kanał kredytowy niedrożny. Skup aktywów finansowych przez EBC zwiększa bowiem płynność banków komercyjnych, ale nie przyczynia się do rozwoju akcji kredytowej w gospodarce, a w konsekwencji pobudzenia inwestycji rzeczowych i wzrostu gospodarczego.

Rysunek 1 potwierdza zmiany zachodzące pod wpływem polityki luzowania ilościowego prowadzonej przez EBC w zapotrzebowaniu na płynność sektora bankowego strefy euro od 2007 r. Na rynku pieniężnym pod wpływem niestandardowych instrumentów polityki pieniężnej w strefie euro w październiku 2008 r. nastąpiło przejście od zasady neutralnego poziomu płynności do nadwyżki płynności. Sytuacja ta przyczyniła się w konsekwencji do zmiany kosztu kapitału w bankach komercyjnych. W warunkach neutralnego poziomu płynności (nadwyżki płynności bliskiej zera) krótkoterminowe stopy rynku pieniężnego, zwłaszcza EONIA, zostały powiązane z minimalną stopą podstawowej operacji refinansującej. W przypadku znacznej nadwyżki płynności EONIA stała się uzależniona od stopy depozytu w banku centralnym określonej przez EBC (EBC, 2013, s. 40).

Wyraźne zmniejszenia nadwyżki płynności sektora bankowego strefy euro, które miało miejsce w 2013 r., zmniejszyło natomiast wpływ EBC na krótkoterminowe stopy procentowe rynku pieniężnego. Nastąpiło bowiem zbliżenie się poziomu stopy EONIA do poziomu stopy depozytu w banku

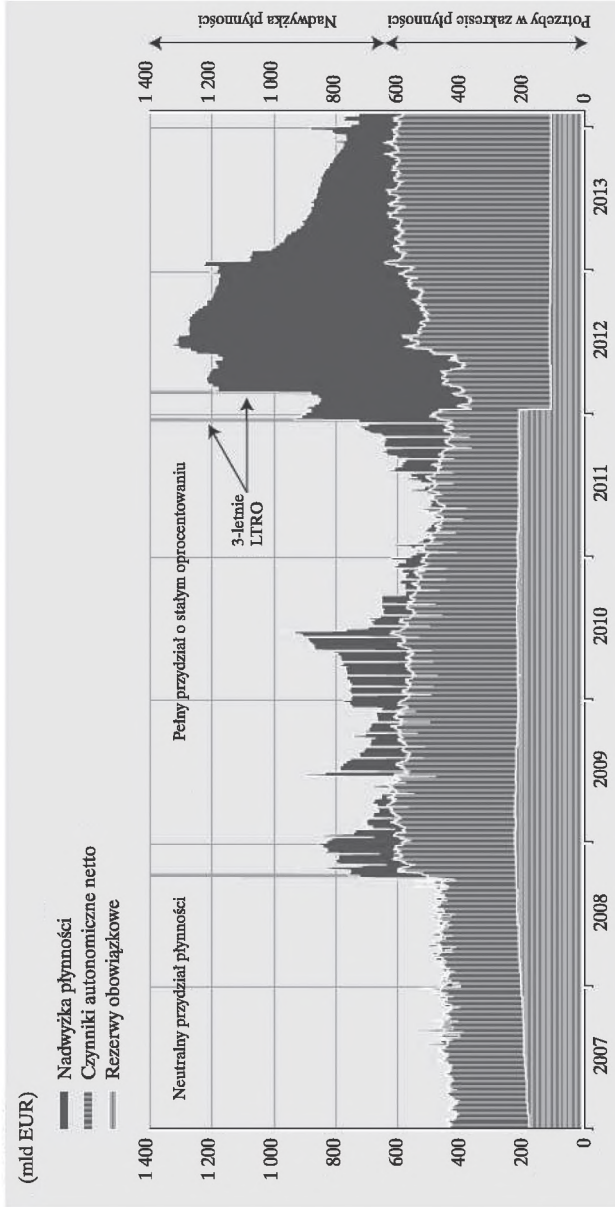
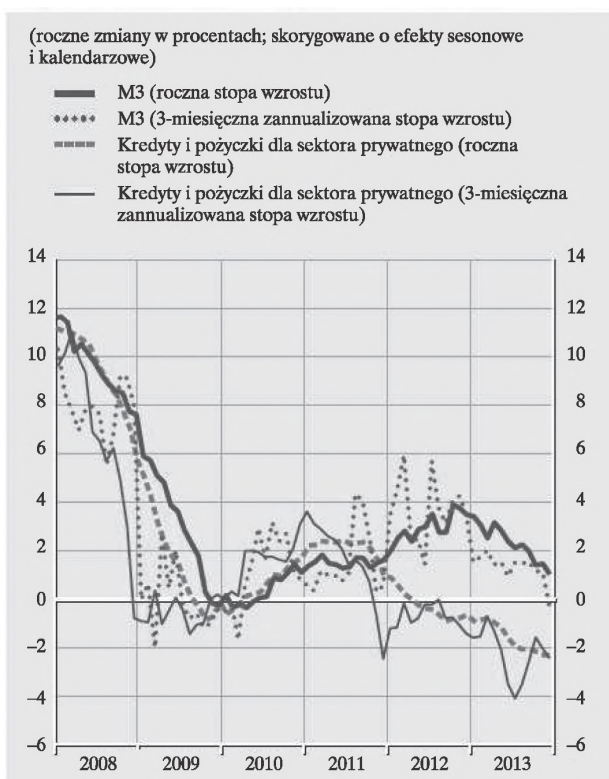


Fig. 1. Łączne potrzeby w zakresie płynności oraz nadwyżka płynności od 2007 r. Źródło: EBC.

centralnym. Poziom stopy EONIA zaczął w większym stopniu reagować na czynniki popytowo-podażowe rynku bankowego.

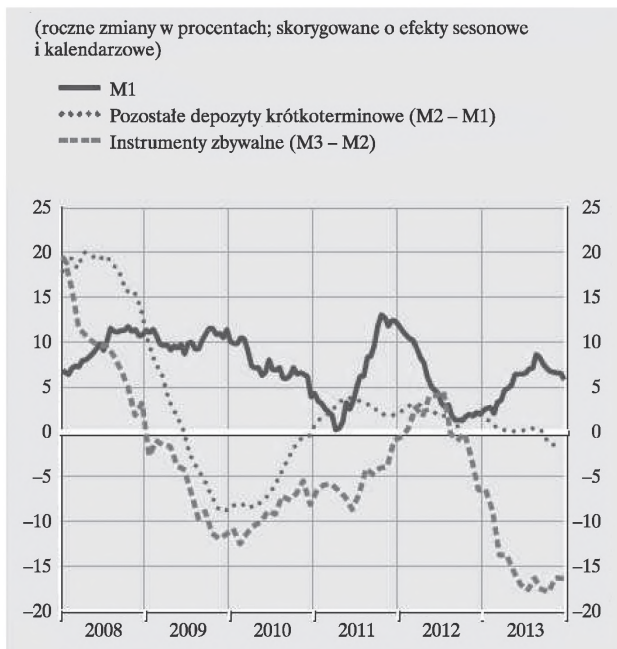
W strefie euro, pomimo prowadzonej polityki luzowania ilościowego, stale niewystarczająca jest dynamika agregatu pieniężnego M3. Roczna jego stopa wzrostu w grudniu 2010 r. wyniosła 1,7%, utrzymując się na poziomie 2% w roku 2011. W roku 2012 dynamika tego wzrostu jednak wyraźnie osłabła, plasując się w grudniu 2013 r. na poziomie zaledwie 1,0% (rysunek 2). Dane za styczeń 2014 r. potwierdzają, że dynamika podaży szerokiego pieniądza (M3) pozostaje w strefie euro niewielka. Procesowi temu nie towarzyszy też oczekiwany w strefie euro wzrost akcji kredytowej. Nieznaczny przyrost agregatu M3 w latach 2010–2011 przerodził się w latach 2012–2013 w wyraźną dyferencję między nim a dynamiką akcji kredytowej (rysunek 2). Roczna dynamika kredytów dla sektora prywatnego pozostaje ujemna. Roczna dynamika kredytów dla przedsiębiorstw wyniosła w styczniu 2014 r. 2,9%. Natomiast roczna stopa wzrostu kredytów dla gospodarstw



Rys. 2. M3 a kredyty i pożyczki dla sektora prywatnego. Źródło: EBC.

domowych utrzymała się w styczniu 2014 r. na poziomie 0,2%, zasadniczo niezmiennym od początku 2013 r. Dane te potwierdzają, że dynamika podaży pieniądza i akcji kredytowej w strefie euro jest, co do tendencji, niska. Wynika to z niewielkiej dynamiki popytu na pieniądź kredytowy i z konieczności zmniejszenia dźwigni finansowej w sektorze finansowym, która dodatkowo wstrzymuje tempo kreacji pieniądza w sektorze bankowym strefy euro.

Niskiej dynamice przyrostu agregatu M3 w strefie euro towarzyszy dodatkowo zmiana poziomu jego struktury. Mniejsza awersja do ryzyka i pogoń za zyskiem inwestorów zasobnych w pieniądź gotówkowy prowadzą do znacznego odpływu środków z mniej płynnych instrumentów objętych agregatem pieniężnym M3 do aktywów bardziej ryzykownych i długoterminowych. Jednocześnie pojawiają się w strefie euro silne preferencje dla najbardziej płynnych instrumentów agregatu pieniężnego M3, co prowadzi do wysokiego wzrostu agregatu pieniężnego M1. Agregat pieniężny M1 w kwietniu 2013 r. wzrósł do 8,6%. W grudniu 2012 r. wynosił tylko 6,4% (rysunek 3). Ważnymi czynnikami, które odegrały rolę w jego wzroście, były zapowiedzi Rady Prezesów o gotowości do przeprowadzenia bezwarunkowych transakcji monetarnych, zmiany zasad zabezpieczeń operacji kredytowych Eurosystemu i opublikowanie zapowiedzi przyszłego poziomu stóp procentowych EBC.



Rys. 3. Główne składniki M3. Źródło: EBC.

Przesunięciem struktury portfelowej towarzyszył natomiast spadek rentowności innych aktywów pieniężnych zawartych w agregacie M3. Zmniejszył się tym samym koszt utraconych możliwości z tytułu utrzymywania wysoce płynnych instrumentów (rysunek 4). Ta preferencja płynności oznaczała, że sektor bankowy strefy euro zaczął gromadzić bufory gotówkowe. Roczna dynamika instrumentów zbywalnych na przestrzeni 2013 r. spadła i wyniosła  $-16,2\%$  w grudniu 2014. W grudniu 2012 r. ukształtowała się na poziomie  $-6,5\%$ . W przeszłości inwestorzy często wykorzystywali umowy z przyrzeczeniem odkupu do doraźnego lokowania płynności. Atrakcyjność takich umów zmniejszyła się jednak na skutek pogoni za wyższą rentownością instrumentów spoza agregatu M3 (np. funduszy akcyjnych i funduszy mieszanych).

Konsekwencją nadzwyczajnej polityki EBC była też wyraźna obniżka krótkoterminowych stóp procentowych. Ich dalsza stabilizacja na niskim poziomie w roku 2013 była efektem nadwyżki płynności w sektorze bankowym, wywołanej polityką luzowania ilościowego EBC. Krótkoterminowe stopy rynku pieniężnego strefy euro tym samym pozostały na poziomie zbliżonym do wynoszącej  $0,00\%$  stopy depozytu w banku centralnym na koniec dnia. Na niskie krótkoterminowe stopy rynku pieniężnego wpływały także transakcje EBC z wykorzystaniem 3-letnich LTRO (por. rysunek 4).



Rys. 4. Stopy procentowe sektora MIF dla krótkoterminowych depozytów a 3-miesięczna stopa EURIBOR. Źródło: EBC.

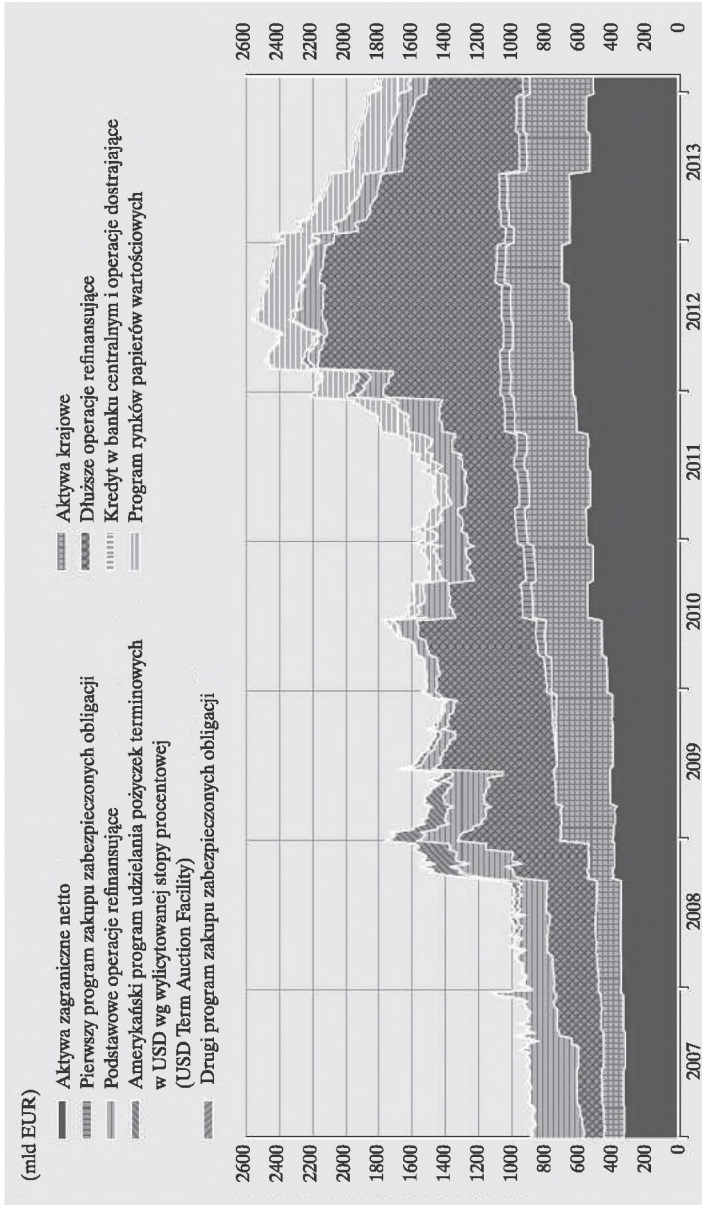
Utrzymaniu się krótkoterminowych stóp procentowych rynku pieniężnego strefy euro na bardzo niskim poziomie sprzyjają też prognozy ekspertów z marca 2014 r. Wskazują one, że prowadzona przez EBC polityka luzowania ilościowego nie będzie miała wpływu na destabilizację cenową strefy euro. Roczna inflacja mierzona wskaźnikiem HICP ma wynieść 1,0% w 2014 r., 1,3% w 2015 r. i 1,5% w 2016 r.

Poważne konsekwencje polityki luzowania ilościowego obserwowane są natomiast w bilansie EBC (rysunki 5 i 6). Bilans banku centralnego dostarcza przede wszystkim informacji na temat realizacji polityki pieniężnej. W wyniku wprowadzenia działań niestandardowych, mających na celu wspieranie transmisji polityki pieniężnej w warunkach poważnych napięć na rynkach finansowych, bilans Eurosystemu rozrósł się w sposób bezprecedensowy do rozmiarów ponad dwukrotnie większych pomiędzy rokiem 2008 a połową roku 2012. Zmniejszać zaczął się powoli w drugiej połowie 2012 r.

Po stronie aktywów w bilansie EBC w roku 2013 nastąpił spadek wartości operacji refinansujących. Banki skorzystały bowiem z opcji wcześniejszej spłaty środków otrzymanych w ramach 3-letnich dłuższych operacji refinansujących (LTRO) przeprowadzonych w grudniu 2011 r. i w lutym 2012 r. (EBC, 2013, s. 38). Około 37% płynności dostarczonej w ramach 3-letnich operacji LTRO zostało spłacone do 20 grudnia 2013 r., co odpowiada 85% płynności netto dostarczonej w czasie, gdy te operacje były przeprowadzane. Zmniejszone pod koniec grudnia 2012 r. zostało też refinansowanie EBC w ramach tygodniowych operacji podstawowych. W roku 2013 utrzymywało się w przedziale 90–130 mld euro (EBC, 2013).

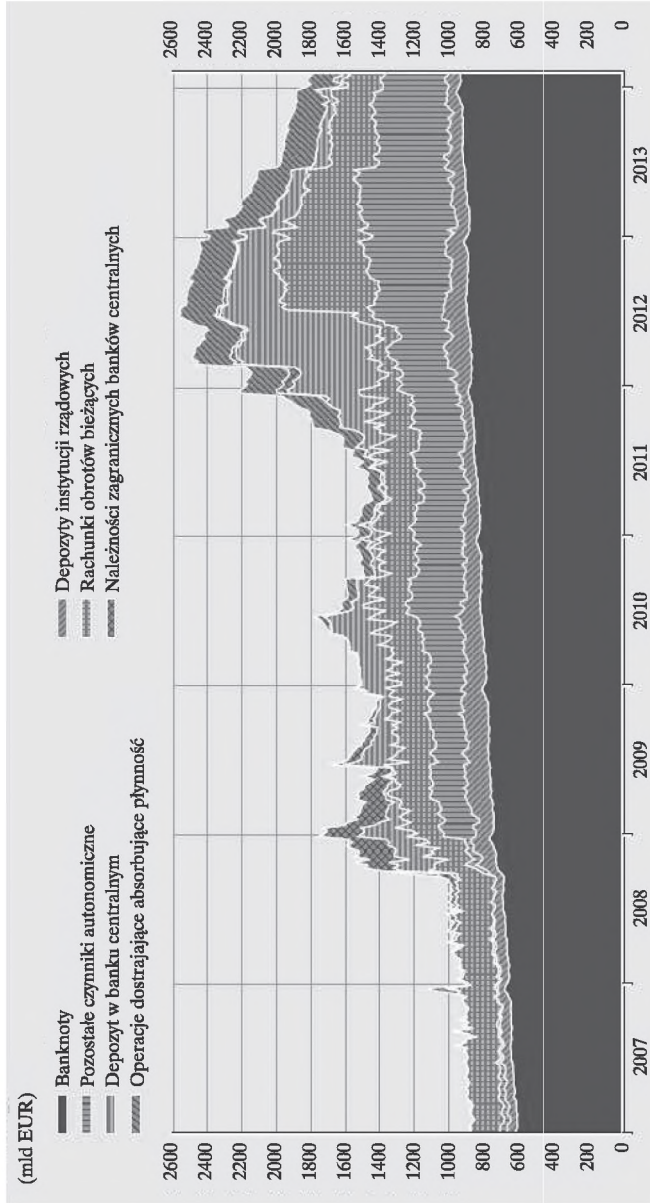
Bilans EBC wskazuje również na zasoby aktywów finansowych zgromadzone w ramach programów zakupu papierów wartościowych. Zakupy te dokonane w ramach pierwszego i drugiego programu zakupu obligacji zabezpieczonych (od lipca 2009 r. do czerwca 2010 r. i od listopada 2011 r. do października 2012 r.) oraz programu SMP (od maja 2010 r. do września 2012 r.) zostały sklasyfikowane jako portfele utrzymywane do terminu zapadalności. Wartość niespłaconych aktywów finansowych z tego tytułu zmniejszyła się w 2013 r. nieznacznie. Łączny portfel posiadanych aktywów przyniósł średnią płynność na poziomie 257 mld euro w analizowanym okresie (tj. od końca grudnia 2012 r. do końca grudnia 2013 r.) (EBC, 2013, s. 39).

W ramach dwóch 3-letnich operacji LTRO przeprowadzonych 21 grudnia 2011 r. oraz 29 lutego 2012 r. łączna przydzielona kwota wyniosła 1018,7 mld euro. Biorąc jednak pod uwagę operacje, których termin zapadalności przypadał w połowie grudnia 2011 r., jak również zmiany popytu na operacje refinansowania przed dwiema 3-letnimi operacjami, wzrost netto płynności dostarczonej przez dwie 3-letnie operacje LTRO wyniósł około 520 mld euro (EBC, 2013).



Fys. 5. Uproszczony bilans Eurosystemu – aktywa. Źródło: EBC, dane obejmują okres do 14.02.2014 r.





Rys. 6. Uproszczony bilans Eurosystemu – pasywa. Źródło: EBC, dane obejmują okres do 14.02.2014 r.

W bilansie Eurosystemu po stronie pasywów nastąpiło natomiast zmniejszenie pozycji świadczących o nadwyżce płynności. Przyczyną główną była spłata pożyczonych środków w ramach 3-letnich operacji LTRO. Nadwyżka płynności (definiowana jako nadwyżka płynności w stosunku do potrzeb płynnościowych sektora bankowego, biorąc pod uwagę czynniki autonomiczne i wymogi dotyczące rezerwy obowiązkowej) wahała się więc w przedziale 150–200 mld euro pod koniec 2013 r. Oznaczała wyraźny spadek płynności po rekordowym poziomie 827,5 mld euro, osiągniętym w następstwie przeprowadzenia wspomnianych operacji LTRO, 5 marca 2012 r. Banki strefy euro utrzymywały nadwyżkę płynności w postaci depozytu w banku centralnym lub na rachunkach bieżących. Tym bardziej, że w lipcu 2012 r. nastąpiło obniżenie stopy depozytu w banku centralnym do zera. Bankom było zatem obojętne, czy dokonywały transferu nadwyżek środków do depozytu *overnight* w banku centralnym, czy pozostawiały je bez oprocentowania na rachunkach bieżących jako nadwyżki rezerw.

W 2013 r. Eurosystem kontynuował sterylizację wpływu płynności wynikającego z programu SMP, który został zakończony we wrześniu 2012 r. Utrzymana została słaba tendencja wzrostowa ilości banknotów w obiegu, których wartość osiągnęła rekordowo wysoki poziom ponad 950 mld euro pod koniec 2013 r. W tym samym czasie wartość depozytów rządowych (tj. środków na rachunkach banków centralnych należących do resortów skarbu) zmniejszyła się o 35 mld euro. Jedną z przyczyn spadku wartości depozytów rządowych był fakt, że resorty skarbu lokowały więcej funduszy w sektorze bankowym niż w 2012 r. Ponadto zmalało znaczenie czynników autonomicznych innych niż banknoty w obiegu i depozyty rządowe, głównie w wyniku niższych należności denominowanych w euro od rezydentów strefy euro (co świadczy o zasilaniu w płynność w inny sposób niż w ramach operacji Eurosystemu). Ogólnie rzecz biorąc, licząc od rekordowego poziomu osiągniętego 29 czerwca 2012 r. do 27 grudnia 2013 r. bilans Eurosystemu zmniejszył się o około 26%, osiągając poziom około 300 mld euro.

## 5. Podsumowanie

Polityka luzowania ilościowego prowadzona przez EBC w strefie euro polega zasadniczo na udrażnianiu kanału kredytowego w drodze regulowania stanów płynności sektora bankowego Eurosystemu. Początkowo ukierunkowana na działania doraźne, z czasem została przekształcona w nadzwyczajną politykę pieniężną swą ekspansją podtrzymującą wzrost gospodarczy strefy euro. Akomodacyjne nastawienie polityki pieniężnej jest zasadniczym czynnikiem jego ożywienia w horyzoncie projekcji. EBC prowadzi politykę luzowania ilościowego, wykorzystując do tego zarówno programy papierów wartościowych, jak też operacje refinansujące LTRO o przedłużonym terminie do trzech lat. Konsekwencje tej polityki są wielokierunkowe. Wpływają na zmienność stanów płynności sektora bankowego,

utrzymywanie stóp procentowych na bardzo niskim poziomie, zbliżonym do zerowej stopy oprocentowania depozytów bankowych w EBC. Zasadniczo jednak prowadzą do istotnych zmian w bilansie EBC zarówno po stronie jego aktywów, jak też pasywów. Skuteczność tych działań z perspektywy udroźnienia kanału kredytowego pozostaje jednak niewielka. Nieduży jest wzrost pieniądza bankowego mierzony agregatem M3. Nieznaczny jest też postęp w zwiększeniu akcji kredytowej banków komercyjnych strefy euro.

### **Bibliografia**

- EBC. (2009, 2010, 2011, 2013). *Raport Roczny*. EBC.
- EBC. (2014). *Biuletyn Miesięczny*, Marzec.
- Joyce, M., Tong, M. i Woods, R. (2011) The United Kingdom's Quantitative Easing Policy: Design, Operation and Impact. *Bank of England, Quarterly Bulletin*, Q3.
- Kochaniak, K. (2012) Polityka pieniężna europejskiego Banku Centralnego w latach 1999–2011. *Studia BAS*, nr 3 (31). Pozyskano z: <http://www.bas.sejm.gov.pl>.
- Krishnamurthy, A. i Vissing-Jorgensen, A. (2011). *The Effects of Quantitative Easing on Interest Rates*. Referat wygłoszony na *Monetary Policy at Zero Bound Conference*, San Francisco.
- Smaghi, L.B. (2009). *Conventional and Unconventional Monetary Policy, Keynote Lecture at the International Center for Monetary and Banking Studies*. Geneva. Pozyskano z: <http://www.ecb.int/press/key/date/2009/html/sp090428.en.html>.
- Tymoczko, D. (2010). *Banki centralne w zarządzaniu kryzysem finansowym*. Referat wygłoszony na 111 seminarium BRE-CASE, Warszawa.