

# Robert Huterski

---

## Polityka pieniężna Europejskiego Banku Centralnego a globalny kryzys finansowy

---

Ekonomiczne Problemy Usług nr 38, 25-31

---

2009

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.

ROBERT HUTERSKI

Uniwersytet Mikołaja Kopernika w Toruniu

## POLITYKA PIENIĘŻNA EUROPEJSKIEGO BANKU CENTRALNEGO A GLOBALNY KRYZYS FINANSOWY

### Wprowadzenie

Zaburzenia na rynkach finansowych wielu krajów świata, które pojawiły się w sierpniu 2007 roku i przybrały rok później bardzo ostrą formę, silnie dezorganizując również funkcjonowanie realnej sfery gospodarek, zmusiły światową bankowość centralną do bezprecedensowych działań stabilizacyjnych. Charakterystyczne dla tych wydarzeń było podjęcie prób skoordynowania działań w skali międzynarodowej. Na uwagę szczególnie zasługuje współpraca między Europejskim Bankiem Centralnym (EBC) a Systemem Rezerwy Federalnej Stanów Zjednoczonych. W dniu 8 października 2008 roku System Rezerwy Federalnej Stanów Zjednoczonych, Europejski Bank Centralny, Bank Anglii, Bank Kanady, Narodowy Bank Szwajcarii i Szwedzki Bank Centralny na nadzwyczajnych posiedzeniach zdecydowały o obniżeniu stóp procentowych<sup>1</sup>. Również Ludowy Bank Chin podjął zbieżną decyzję. Skoordynowana obniżka stóp procentowych przez siedem znaczących banków centralnych nie mogła co prawda zatrzymać narastającego kryzysu finansowego, ale ukazała jego globalny charakter, także od strony metod przeciwdziałania jego rezultatom.

W niniejszym artykule zostanie przeprowadzona syntetyczna prezentacja poglądów członków władz Europejskiego Banku Centralnego na przyczyny, charakter i skutki obecnego globalnego kryzysu finansowego, ze szczególnym uwzględnieniem ich opinii na temat roli polityki pieniężnej. Materiał obejmuje okres do końca lutego 2009 roku.

### Charakterystyka źródeł informacji o motywach decyzji Europejskiego Banku Centralnego w sprawach polityki pieniężnej

W odbiorze społecznym głównym sposobem komunikowania się banków centralnych z otoczeniem w sprawach kierunków polityki pieniężnej jest prezentacja treści ich decyzji w sprawie poziomu stosowanych przez nie stóp procentowych. Komunikaty prasowe

---

<sup>1</sup> J.M. Gonzales-Paramo: *Financial market failures and public policies. A central banker's perspective on the global financial crisis*. Przemówienie z 6 lutego 2009, Europejski Bank Centralny, Frankfurt nad Menem 2009. Zapisy przemówień nie mają nadanych numerów stron, być może ze względu na ich ograniczoną objętość.

z posiedzeń Rady Prezesów zatytułowane „Decyzje w sprawie polityki pieniężnej”, publikowane przez Dział Prasy i Informacji Dyrekcji Komunikacji EBC, są dla wielu mediów podstawą do formułowania informacji. Zawierają one jedynie suchy opis podjętych decyzji w sprawie stóp procentowych.

Bardzo rzadko rozpoczynające konferencje prasowe prezesów EBC oświadczenia wprowadzające (introductory statement), które zawierają uzasadnienie podjętych przez EBC decyzji w sprawie stóp procentowych zarówno w kontekście szerokich uwarunkowań ekonomicznych, jak i z punktu widzenia polityki pieniężnej są wykorzystywane przez media niefachowe. Oświadczenia te są publikowane przez EBC w formie tekstowej w dwóch wersjach: jako samodzielne oraz łącznie z pytaniami i odpowiedziami wygłoszonymi przez prezesów EBC. Wersja pełna jest również dostępna w formie multimedialnej.

Dla prezentacji podjętego w artykule zagadnienia bardziej przydatne okazują się jednak okazjonalne przemówienia członków zarządu EBC, publikowane razem z udzielonymi przez nich wywiadami. W porównaniu do oświadczeń wprowadzających, przemówienia zawierają bardziej różnorodną i szczegółową analizę uwarunkowań polityki pieniężnej EBC w ocenie osób odpowiedzialnych za jej kształt, zarazem nieskażoną zwykle miesięcznym horyzontem czasowym uzasadnień decyzji w sprawie stóp procentowych. Dominująca większość z tych przemówień to w praktyce prezentacja solidnie przygotowanych od strony merytorycznej i formalnej referatów. Z powyższych względów będą one podstawą do dalszych rozważań.

### **Opinie władz Europejskiego Banku Centralnego o uwarunkowaniach obecnego kryzysu finansowego i gospodarczego oraz o podstawach strategii antykryzysowej**

Istotną wskazówką co do fundamentalnych założeń prowadzenia polityki pieniężnej w strefie euro jest deklaracja Prezesa EBC, że pierwszorzędym i najpilniejszym celem jest rozwiązanie obecnego kryzysu przy współpracy z sektorem prywatnym<sup>2</sup>. Świadczy to o jednoznacznym odrzuceniu koncepcji wykorzystania pomocy ze strony EBC do pogłębienia i utrwalenia bezpośredniego wpływu tej instytucji na europejskie banki.

Dużą wagę ma również wskazanie, że gospodarka światowa jest dziś nie zrównoważona w trzech obszarach: systemu finansowego, konfiguracji makroekonomicznej i zarządzania architekturą finansową<sup>3</sup>. Zatem problemy do rozwiązania w związku z kryzysem dotyczą zarówno instytucji i instrumentów finansowych, jak i podstaw oddziaływania państw na gospodarkę, co wymaga od EBC uwzględnienia w swych działaniach polityk gospodarczych rządów poszczególnych krajów członkowskich Eurosystemu<sup>4</sup>. Polityka makroekonomiczna w wielu gospodarkach nie była wystarczająco skoncentrowana na średniookresowej

<sup>2</sup> J.-C. Trichet: *The ECB response to the crisis*, oświadczenie z 20 lutego 2009 r., Europejski Bank Centralny, Frankfurt nad Menem 2009.

<sup>3</sup> *Ibidem*.

<sup>4</sup> J.M. Gonzales-Paramo: *op.cit.*

stabilności i trwałości. Brało się to z mylnego założenia, że w zglobalizowanej gospodarce, dla wybranych krajów optymalne jest pożyczanie od reszty świata lub gromadzenie należności od innych krajów, wręcz w nieskończoność<sup>5</sup>.

Powiązanie między stabilnością makroekonomiczną i finansową musi być bardziej docenione niż dotychczas, co wymaga lepszego zrozumienia relacji między monitoringiem makroekonomicznym a finansowym. Interesująca wydaje się uwaga, że Międzynarodowy Fundusz Walutowy musi wiele poprawić w prowadzonym przez siebie monitoringu, zwłaszcza w odniesieniu do systematycznie ważnych krajów. Zbyt długo koncentrowano się na monitoringu gospodarek rozwijających się i rynków wschodzących, pozwalając gospodarkom uprzemysłowionym na stawianie się poza zakresem monitoringu oraz ignorowanie opinii instytucji międzynarodowych<sup>6</sup>.

Za źródłową przyczynę kryzysu finansowego władze EBC uznają powszechne niedoszacowanie ryzyka w sektorach finansowych niemal wszystkich rozwiniętych gospodarek<sup>7</sup>. Skala problemu wynika z faktu, że obraz ryzyka został zniekształcony przez innowacje finansowe, które wytworzyły wysoce nieprzejrzyste produkty, co przyczyniło się do powszechnego obniżenia standardów kredytowania<sup>8</sup>. Spadek niemal wszystkich marż kredytowych oraz wzrost cen aktywów miały szczególne znaczenie w zmotywowaniu gospodarstw domowych i przedsiębiorstw do zwiększania konsumpcji i długów w gwałtownym tempie. Znaczna część tej koniunktury opierała się na błędnym założeniu, że ceny nieruchomości i innych aktywów mogą rosnąć w nieskończoność<sup>9</sup>.

Kierownictwo EBC wywnioskowało na tej podstawie, że istnieje potrzeba bardziej rygorystycznych regulacji w systemach finansowych. Z tego względu trzy obszary polityki szczególnie wymagające korekty, które zostały zidentyfikowane przez Forum Stabilności Finansowej, są przez EBC w pełni akceptowane. Należą do nich:

- wprowadzenie motywacji zniechęcających sektor finansowy do zbytnej koncentracji na krótkookresowych zyskach.
- poprawa przejrzystości ryzyka w systemie finansowym, a także na poziomie instytucji, instrumentów i rynków, które są obecnie nieuregulowane lub zbyt powierzchownie uregulowane oraz
- eliminacja, gdzie jest to możliwe, elementów wzmacniających tendencje procykliczne w systemie finansowym w postaci nadmiernego eksploatowania ryzyka i mechanizmu dźwigni finansowej w dobrych czasach i pośpiesznego pozbywania się ryzyka w złych.

---

<sup>5</sup> J.-C. Trichet: *The ECB response...*

<sup>6</sup> *Ibidem*.

<sup>7</sup> G. Tumpel-Gugerell: *The financial crisis – looking back and the way forward*. Przemówienie z 22 stycznia 2009 r., Europejski Bank Centralny, Frankfurt nad Menem 2009.

<sup>8</sup> J.M. Gonzales-Paramo: *op.cit.*

<sup>9</sup> J.-C. Trichet: *The ECB response...*

Władze EBC uważają, że doszło do zaprzepaszczenia przez społeczność międzynarodową szansy wcześniejszego przeciwdziałania narastającemu kryzysowi finansowemu. Wielostronne konsultacje koordynowane przez Międzynarodowy Fundusz Walutowy w latach 2006–2007 odnośnie do światowej nierównowagi finansowej oraz regularne komunikaty w tej sprawie przy okazji posiedzeń G7 i G20 przyczyniły się do tego, że rekomendacje sugerujące właściwe polityki zostały sporządzone, ale nie wdrożono ich na czas i właściwie. O tym, że rynki powinny się przygotować na poważną globalną korektę informowała opinię publiczną przede wszystkim społeczność bankowości centralnej, szczególnie przy okazji Światowego Spotkania Ekonomicznego Prezesów Banków Centralnych w Bazylei na przełomie 2006 i 2007 roku<sup>10</sup>.

Zdaniem Prezesa EBC, mądre prowadzenie polityki antykryzysowej na poziomie globalnym, także w Europie, opiera się na dwóch filarach:

- zaplanowaniu i szybkim wdrożeniu wiarygodnych strategii wyjścia, gdy tylko środki makroekonomiczne przyniosą pożądane efekty oraz
- skierowaniu działań nie tylko na krótkookresowe stymulowanie popytu wewnętrznego, ale także na wspieranie długookresowych dostosowań strukturalnych.

W konsekwencji Europa może odegrać wiodącą rolę w działaniach antykryzysowych, jednak trzeba skoncentrować się na kontynuacji średnio- i długookresowych polityk stabilizacyjnych oraz promowaniu współpracy międzynarodowej<sup>11</sup>. Można to zinterpretować wprost jako apel do władz krajów Eurosystemu, by nie wykorzystywały kryzysowej sytuacji do zakotwiczenia interwencjonistycznej i protekcjonistycznej polityki gospodarczej w swoich krajach na stałe.

O sile tego typu tendencji może świadczyć treść listu Prezesa EBC, zawierającego odpowiedź na pytania, które zadał w swym liście poseł do Parlamentu Europejskiego Robert Sturdy. W odpowiedziach Prezes EBC przypomniiał, że zasadniczym celem działalności EBC jest utrzymywanie stabilności cen, która jest niezbędnym warunkiem trwałego wzrostu i stabilności finansowej, korzystnych dla konsumentów, inwestorów i oszczędzających. Wskazał również na aktywność EBC w sygnalizowaniu symptomów nadchodzącego kryzysu finansowego oraz brak kompetencji EBC w zakresie nadzoru nad instytucjami finansowymi strefy euro w obecnych ramach prawnych<sup>12</sup>. Próby obwiniania EBC za brak aktywnej polityki antykryzysowej nie zostały jednak wykorzystane przez jego władze do wysuwania roszczeń o poszerzenie kompetencji i wskazuje na preferowanie przez nie dotychczasowej, precyzyjnie określonej roli w strukturze instytucji Unii Europejskiej. Również przy innych okazjach podkreśla się, że w odniesieniu do polityki pieniężnej naczelną zasadą EBC było

<sup>10</sup> *Ibidem*.

<sup>11</sup> *Ibidem*.

<sup>12</sup> J.-C. Trichet: *Letter from the ECB President to Mr. Robert Sturdy*. Member of the European Parliament, list z 20 stycznia 2009 r., Europejski Bank Centralny, Frankfurt nad Menem 2009.

i jest zapewnienie stabilności cenowej w strefie euro w średnim okresie<sup>13</sup>, zgodnie z definicją: poniżej 2%, ale blisko 2%.

### **Zmiany w operacyjnym wdrażaniu założeń polityki pieniężnej Europejskiego Banku Centralnego w reakcji na kryzys finansowy**

Polityka pieniężna EBC w czasie kryzysu w swym podstawowym przekazie, czyli za pomocą kształtowania wysokości stóp procentowych, może być przez obserwatorów różnie interpretowana. Same władze EBC przyznają, że zmiany stóp procentowych odzwierciedlają zmiany w presji inflacyjnej, która wraz z osłabieniem aktywności gospodarczej w strefie euro uległa redukcji i stworzyła bezpieczne pole do obniżania przez EBC stóp procentowych. W początkowej fazie kryzysu stopy te jednak były nawet podwyższane, co władze EBC tłumaczą zamiarem utrzymania wzrostu cen w ryzach, by nie stał się on dodatkowym czynnikiem utrudniającym pozostałe działania antykryzysowe. Należy tu uwzględnić sposób ujmowania przyczyn kryzysu finansowego przez władze EBC, w którym gwałtowny wzrost ryzyka kredytowego i zaburzenia płynności związane z załamaniem się zaufania w systemie bankowym odsuwają na dalszy plan koszt pozyskania pieniądza. Odzwierciedla to zarazem wierność EBC swojemu traktatowemu nadrzędnemu celowi działania, czyli stabilności cen<sup>14</sup>.

Starania EBC o przeciwdziałanie narastaniu kryzysu w bankowości strefy euro są lepiej widoczne na tle jego działań operacyjnych niż przez pryzmat celu pośredniego. Zestawienie najważniejszych zmian w technice realizacji polityki pieniężnej przez EBC jest z natury rzeczy oparte o podział odzwierciedlający zróżnicowane cechy dotychczasowych dwóch podstawowych faz kryzysu.

W czasie pierwszej fazy zaburzeń na rynkach finansowych, trwającej od sierpnia 2007 do połowy września 2008 roku, odznaczającej się systemowym brakiem płynności, EBC zmodyfikował techniczne procedury dotąd służące dostarczaniu płynności, wykorzystując wszystkie możliwości ram operacyjnych wdrażania polityki pieniężnej<sup>15</sup>.

EBC poprzez Eurosystem dostosował dystrybucję płynności do okresów utrzymywania rezerw obowiązkowych, dostarczając płynności z wyprzedzeniem w stosunku do zwykle praktykowanego rytmu. Na początku okresu utrzymywania rezerw obowiązkowych EBC przydzielał nadwyżkową płynność względem teoretycznej wartości referencyjnej w ramach podstawowych operacji refinansowych, starając się zrównoważyć warunki płynności na koniec okresu. W ten sposób łączna wartość zasilenia płynnościowego syste-

---

<sup>13</sup> J.-C. Trichet: *Macroeconomic policies, imbalances and the need to avoid going back to the status quo ante*. Przemówienie z 16 lutego 2009 r., Europejski Bank Centralny, Frankfurt nad Menem 2009.

<sup>14</sup> J. Stark: *Issues paper for the conference "The financial crisis and its consequences for the world economy"*. Przemówienie z 10 grudnia 2008 r., Europejski Bank Centralny, Frankfurt nad Menem 2008.

<sup>15</sup> G. Tumpel-Gugerell: *op.cit.*

mu bankowego w okresie utrzymywania rezerw pozostawała niezmienniona, ale można było uwzględnić zmienny profil zapotrzebowania na płynność ze strony banków.

Eurosystem dostarczał bankom płynność również poprzez operacje otwartego rynku, zwykle służące wyłącznie kształtowaniu bieżących stóp procentowych na międzybankowym rynku pieniężnym. W szczególności, w odpowiedzi na zwiększone zapotrzebowanie ze strony banków na finansowanie długookresowe, Eurosystem znacząco wydłużył średni okres kredytowania banków strefy euro. Zwiększenie refinansowania długookresowego wiązało się z redukcją jednodniowych podstawowych operacji refinansowych, co pozwoliło utrzymać łączną wartość zaangażowania refinansowego bez zmian<sup>16</sup>.

Wzmocniono współpracę między bankami centralnymi w zakresie wspólnego monitorowania rozwoju sytuacji na rynkach, a od połowy grudnia 2007 roku skoordynowano także posunięcia służące wdrażaniu polityki pieniężnej (co dla EBC oznaczało przede wszystkim zasilanie banków strefy euro w płynność w dolarach USA). W przeszłości współpraca banków centralnych sprowadzała się tradycyjnie tylko do polityki kursu walutowego<sup>17</sup>.

Od połowy września 2008 roku obawy związane z ryzykiem kredytowym gwałtownie wzrosły i roznosząc się ze Stanów Zjednoczonych po całym świecie, doprowadziły niemal do zatrzymania funkcjonowania rynków pieniężnych, również w strefie euro. W odpowiedzi Eurosystem wdrożył wiele bezprecedensowych rozwiązań, by umożliwić wypłacalnym bankom kontynuację ich działalności.

W połowie października 2008 roku EBC dokonał wyjątkowego posunięcia wprowadzając procedury przetargowe o stałym oprocentowaniu na pełne kwoty cotygodniowych podstawowych operacji refinansowych oraz długoterminowych operacji refinansowych, łącznie z sześciomiesięcznymi. EBC zamierza utrzymać te rozwiązania tak długo, jak sytuacja na rynkach finansowych będzie tego wymagała.

EBC zwiększył również częstotliwość długoterminowych operacji refinansowych, wprowadzając trzy dodatkowe operacje refinansowe miesięcznie – dwie trzymiesięczne i jedną sześciomiesięczną. Wprowadził także operacje refinansowe o specjalnych okresach, dostosowanych terminem zapadalności do kalendarium utrzymywania rezerw obowiązkowych. Równoległe EBC wprowadził zestaw szczególnych rozwiązań pozwalających tymczasowo jeszcze bardziej wydłużyć listę aktywów akceptowanych jako zabezpieczenie w operacjach kredytowych Eurosystemu<sup>18</sup>.

Dzięki kontraktom swapowym z Systemem Rezerwy Federalnej USA, EBC wzmógł finansowanie w dolarach USA za pośrednictwem przetargów o stałej stopie procentowej na pełne kwoty, o terminach zapadalności od tygodnia do trzech miesięcy.

Kroki te pozwalają bankom strefy euro na praktycznie nieograniczony dostęp do zasilania w płynność. Od końca czerwca 2007 roku suma bilansowa Eurosystemu wzrosła o 600

<sup>16</sup> J-C. Trichet: *Macroeconomic policies...*

<sup>17</sup> J.M. Gonzales-Paramo: *op.cit.*

<sup>18</sup> J-C. Trichet: *Macroeconomic policies...*

bilionów euro, czyli o około 65%. Podjęte kroki nie są jednak w stanie wyeliminować rosnących obaw odnośnie do ryzyka kredytowego. Bez wątpienia wzmożona rola Eurosystemu jako pośrednika w dostarczaniu płynności bankom wynika z bieżącej niewydolności rynku międzybankowego i musi być traktowana jako rozwiązanie przejściowe. Ostatnia decyzja EBC powrotu do korytarza 200 punktów bazowych, tworzonego przez stopy procentowe po obu stronach stopy oprocentowania głównych operacji refinansowych, ma na celu stymulowanie transakcji pomiędzy samymi bankami. Obserwuje się spadek popytu ze strony banków na refinansowanie w ramach operacji otwartego rynku, skorelowany z redukcją depozytów banków w EBC. Zauważalny jest również wzrost wolumenu operacji służących obliczeniu stopy EONIA (Euro Overnight Index Average – uśredniona stopa referencyjna transakcji pieniądzem nocnym na rynku międzybankowym)<sup>19</sup>.

### **Podsumowanie**

Trafność powyższych opinii członków władz Europejskiego Banku Centralnego na temat uwarunkowań obecnego globalnego kryzysu finansowego oraz właściwych działań w ramach wspólnej polityki pieniężnej strefy euro, jak i w ramach krajowych polityk ogólnogospodarczych będzie wraz z nabraniem dystansu czasowego podlegała pełniejszej weryfikacji. Bez wątpienia jednak, powszechnie dostępne zapisy publicznych wypowiedzi członków władz EBC stanowią materiał bardzo przydatny w dalszych badaniach i świadczą o staraniach EBC, by realizować zasadę przejrzystości polityki pieniężnej.

## **MONETARY POLICY OF THE EUROPEAN CENTRAL BANK AND GLOBAL FINANCIAL CRISIS**

### **Summary**

Accuracy of opinions of the governors of the European Central Bank about circumstances of current global financial crisis and about proper activities within common monetary policy of the euro area and within national general economic policies require deeper analysis as time distance is achieved. There is no doubt however that commonly available records of public speeches of the ECB governors are very useful source of information for further research and they confirm efforts of the ECB to conduct possibly transparent monetary policy.

---

<sup>19</sup> *Ibidem.*