

Witold M. Orłowski

## Konsekwencje gospodarcze wyroku Federalnego Trybunału Konstytucyjnego RFN w przedmiocie pierwszeństwa prawa UE<sup>1</sup>

Economic consequences of the judgment of the Federal Constitutional Court of Germany on the primacy of EU law

The subject of the opinion is a judgment issued by the German Federal Constitutional Court regarding the program of purchase of public sector assets on secondary markets conducted by the European Central Bank in 2015–2018. The opinion concerns only the economic aspects of the FCC judgment, in particular the impact on the current and future economic situation of the euro area, the monetary policy pursued, the competences of the European Central Bank, as well as the potential impact on the Polish economy.

**Keywords:** Germany, judgment, Poland, ECB, European Union

Przedmiotem opinii jest wyrok wydany przez niemiecki Federalny Trybunał Konstytucyjny dotyczący prowadzonego w latach 2015–2018 przez Europejski Bank Centralny programu zakupu aktywów sektora publicznego na rynkach wtórnych. Opinia dotyczy jedynie aspektów ekonomicznych wyroku FTK, a w szczególności wpływu na obecną i przyszłą sytuację gospodarczą strefy euro, prowadzoną politykę pieniężną, kompetencje Europejskiego Banku Centralnego, a także potencjalnego wpływu na polską gospodarkę.

**Słowa kluczowe:** RFN, wyrok, Polska, EBC, Unia Europejska

Profesor doktor hab. nauk ekonomicznych ■  
Akademia Finansów i Biznesu Vistula, Wydział Biznesu i Stosunków Międzynarodowych,  
WARSZAWA, POLSKA ■  
[witold.orlowski@vistula.edu.pl](mailto:witold.orlowski@vistula.edu.pl) ■ <https://orcid.org/0000-0002-2320-2372>

### Przedmiot opinii

Przedmiotem opinii jest wyrok wydany 5 maja 2020 r. przez niemiecki Federalny Trybunał Konstytucyjny (dalej: FTK) w Karlsruhe, dotyczący prowadzonego w latach 2015–2018 przez Europejski Bank Centralny (EBC) programu zakupu aktywów sektora publicznego na rynkach wtórnych (*Public Sector Purchase Programme*, PSPP).

<sup>1</sup> *Konsekwencje gospodarcze wyroku Federalnego Trybunału Konstytucyjnego RFN – ekspertyza sporządzona 17 czerwca 2020 r. na zlecenie Przewodniczącego Komisji do Spraw Unii Europejskiej; BAS-938/20.*

Opinia dotyczy jedynie aspektów ekonomicznych wyroku FTK, a w szczególności wpływu na obecną i przyszłą sytuację gospodarczą strefy euro, prowadzoną politykę pieniężną, kompetencje Europejskiego Banku Centralnego, a także potencjalnego wpływu na polską gospodarkę.

Autor opinii nie zajmuje się oceną czysto prawnych konsekwencji wyroku, a w szczególności wpływu wyroku na relacje między Trybunałem Sprawiedliwości Unii Europejskiej (TSUE) a organami sądownictwa krajów członkowskich UE.

## Wyrok FTK

Wydany 5 maja 2020 r. wyrok FTK dotyczył skarg złożonych do FTK w roku 2015 przez kilka grup obywateli (głównie wpływowych polityków z różnych partii, w tym eurosceptycznych), dotyczących programu skupu przez EBC obligacji rządowych krajów strefy euro, w tym w szczególności obligacji euro wysoko zadłużonych krajów Południa strefy.

Skarżący zarzucali w szczególności:

- przekroczenie przez EBC w wyniku realizacji PSPP udzielonego mu przez kraje członkowskie UE mandatu, ograniczonego do prowadzenia polityki pieniężnej,
- złamania zakazu bezpośredniego finansowania deficytów budżetowych krajów członkowskich przez EBC,
- pogwałcenia w ten sposób konstytucji RFN.

Rozpatrując te skargi, FTK zwrócił się do Trybunału Sprawiedliwości UE z pytaniem prejudycjalnym w tej sprawie. W odpowiedzi TSUE uznał 11 grudnia 2018 r., że działania EBC były zgodne z traktatem UE, a podjęte działania miały charakter proporcjonalny (w rozumieniu art. 5 traktatu), a więc nie przekraczały granic niezbędnych dla zapewnienia osiągnięcia traktatowych celów działania EBC.

W swoim wyroku FTK nie zgodził się ze skarżącymi i nie orzekł niezgodności programu PSPP z prawem unijnym i niemieckim (jak chcieliby skarżący).

Federalny Trybunał Konstytucyjny stwierdził jednak, że:

- analizując (w odpowiedzi na pytanie prejudycjalne) zaskarżone działania, TSUE ocenił skalę proporcjonalności działań w sposób zbyt powierzchowny, odnosząc je tylko do bezpośrednich skutków inflacyjnych (czyli leżących w zakresie kompetencji EBC zagadnień pieniężnych), a pominął inne istotne efekty gospodarcze, w tym w szczególności fiskalne,
- ocena, czy program PSPP spełnia wymogi proporcjonalności, wymaga zidentyfikowania jego wszystkich ważnych konsekwencji ekonomicznych (np. dla długu publicznego, oszczędności obywateli, systemu emerytalnego, cen nieruchomości), a następnie skonfrontowania ich ze sobą oraz z korzyściami dla polityki pieniężnej, w celu dokonania pełnego bilansu kosztów i korzyści,

- brak takiej kompleksowej oceny FTK uznał za „rażący błąd” i na tej podstawie nie zgodził się z wykładnią TSUE; jednocześnie FTK uznał, że postępując w ten sposób, TSUE wykroczył poza swój mandat sędziowski, milcząco akceptując rozszerzenie mandatu EBC (tj. podejmowanie działań o efektach zdecydowanie wykraczających poza zjawiska pieniężne, bez analizy ich efektów),
- Federalny Trybunał Konstytucyjny nie dokonał jednak własnej wykładni zgodności PSPP z prawem, ale zobowiązał władze niemieckie do tego, by spowodowały przedstawienie przez EBC pełnej oceny skutków programu w ciągu 3 miesięcy; jak można sądzić, dopiero na podstawie takiej oceny FTK (i ewentualnie TSUE, jeśli FTK zwróciłby się z nowym pytaniem prejudycjalnym) mogłyby na nowo wrócić do problemu zarzutów stawianych PSPP, a dotyczących braku proporcjonalności działań,
- Trybunał nie podważył zasadności PSPP, ale stwierdził, że wynikające z programu zobowiązanie Bundesbanku do udziału w działaniach o nieprzewidywalnych konsekwencjach jest sprzeczne z niemiecką konstytucją. Jeśli więc EBC nie przedstawi pełnej oceny proporcjonalności działań, Bundesbank będzie musiał wycofać się z udziału w programie.

Jak się wydaje, w sferze ekonomicznej FTK uznał za zasadne jedynie oskarżenie o brak odpowiedniej oceny i uzasadnienia działań związanych z PSPP, przy świadomości, że wywierają one ogromny i wielokierunkowy wpływ na gospodarkę Niemiec i całej strefy euro (brak oceny uniemożliwia wymagany przez konstytucję RFN nadzór parlamentu nad finansami państwa). W rezultacie udział Bundesbanku w programie został uzależniony od dokonania takiej oceny.

Nie zamyka to jednak zapewne drogi do dalszych skarg i wyroków w sytuacji, gdyby dokonana ocena wpływu dała podstawę do uznania PSPP za program łamiący zasadę proporcjonalności, a więc wywierający nadmierny (wykraczający poza poziom niezbędny z punktu widzenia polityki EBC) i niepożądany wpływ na gospodarkę Niemiec i całej strefy euro.

## Kontekst ekonomiczny wyroku FTK

Aby ocenić znaczenie wyroku dla przyszłej sytuacji ekonomicznej strefy euro, należy pokrótce przypomnieć sens i znaczenie programu PSPP. W ramach tego programu EBC skupił z rynku wtórnej obligacje krajów strefy euro o wartości 2,6 biliona euro.

Program PSPP stanowi przykład tzw. niestandardowej polityki pieniężnej, polegającej na skupie z rynku wielkich ilości papierów wartościowych w celu pobudzenia wzrostu gospodarczego i poprawy sytuacji na rynkach finansowych. Banki centralne decydują się na nią wtedy, kiedy normalne narzędzia polityki pieniężnej zawodzą, stopy procentowe już sprowadzone są w pobliże zera, a w gospodarce mimo to utrzymuje się deflacja (tak właśnie było w roku 2015).

Dodatkowym czynnikiem uzasadniającym rozpoczęcie programu PSPP była utrzymująca się kryzysowa sytuacja w finansach publicznych krajów Południa strefy euro i osiągnięty kompromis, zgodnie z którym wszystkie kraje strefy euro zgodziły się poprzeć programy oszczędnościowe realizowane w tych krajach przez zgodę na zakup przez EBC ich obligacji (mających stosunkowo niską cenę na rynku – a więc wysokie oprocentowanie).

Należy zauważyć, że banki centralne także w normalnych czasach skupują i sprzedają papiery wartościowe. Robią to w drodze operacji otwartego rynku – jednego ze standardowych narzędzi polityki pieniężnej – w celu regulacji ilości pieniądza na rynku i kontroli inflacji. PSPP różni się od standardowej polityki w trzech zasadniczych punktach: po pierwsze, dotyczy skupu znacznie większych ilości papierów wartościowych; po drugie, skupywane są bardziej ryzykowne aktywa niż w czasach normalnych; po trzecie, jest działaniem w jedną stronę – systematycznym tłoczeniem pieniądza na rynek.

Realizując PSPP, EBC ogłosił, że rozpoczyna ogromny i obliczony na wiele miesięcy skup obligacji krajów strefy euro, rezygnując z obowiązujących w normalnych czasach ograniczeń procentowych posiadanego długu poszczególnych państw (maksymalnie 33%). Oznaczało to, że EBC był gotów skupywać obligacje bardziej ryzykowne, w tym zwłaszcza krajów Południa, płacąc za nie stosunkowo wysoką cenę.

Działanie to miało kilka konsekwencji. Po stronie pozytywów: (a) sprzedające obligacje banki miały więcej gotówki, co powinno skłaniać je do bardziej aktywnego udzielania kredytów; (b) banki mogły bez strat pozbyć się części ryzykownych aktywów, poprawiając swoje bilanse; (c) masowy skup przez EBC obligacji, zwłaszcza krajów Południa, prowadził do wzrostu ich ceny (czyli spadku faktycznego oprocentowania); (d) skup ten eliminował ryzyko paniki rynkowej lub ataku spekulacyjnego na kraje Południa, a tym samym zmniejszał ryzyko ich bankructwa.

Jednocześnie jednak, po stronie negatywów: (e) zwiększała się znacznie podaż pieniądza, co może grozić w przyszłości wybuchem inflacji (jak dotąd ryzyko to nie zmaterializowało się); (f) pogarszała się znacznie jakość aktywów posiadanych przez EBC oraz ekspozycja na ryzyko związane z kredytowaniem krajów Południa.

Dało to podstawy do poglądów, że PSPP stał się przez to faktycznie niezgodnym z prawem bezpośrednim finansowaniem nadmiernych deficytów krajów Południa przez dodruk pieniądza. Co więcej, jeśli kraje Południa będą nadal prowadzić niefrasobliwą politykę fiskalną, a w skrajnym przypadku ogłoszą niewypłacalność, rządy krajów „odpowiedzialnych finansowo” (a w szczególności Niemiec) dla ratowania stabilności pieniądza będą zmuszone dokapitalizować EBC – a więc, pośrednio, spłacić długi zaciągnięte przez kraje „nieodpowiedzialne”. Długookresowym kosztem dla gospodarki niemieckiej (i pozostałych krajów „odpowiedzialnych”) byłby nie tylko wzrost ich zadłużenia, ale również

pogorszenie stabilności waluty i systemu bankowego, a także negatywne efekty dla oszczędności emerytalnych (straty funduszy emerytalnych) i rynku nieruchomości.

Takie właśnie oceny stanowiły podstawę wniosków do FTK: sprzeczne z prawem unijnym i niemieckim byłoby zarówno bezpośrednie finansowanie deficytów krajów Południa przez dodruk pieniądza, jak obciążanie Niemiec kosztami spłat zadłużenia innych krajów strefy euro.

## Kontekst historyczno-polityczny wyroku FTK

Warto jednocześnie przypomnieć kontekst historyczno-polityczny tej dyskusji, związany z kontrowersjami dotyczącymi wspólnej waluty UE. Pozwala on bowiem lepiej zrozumieć emocje towarzyszące w Niemczech realizacji programu PSPP, prowadzące do wyroku FTK i wpływające w poważnym stopniu na stosunek Niemców do wspólnej waluty i polityki EBC.

Wbrew popularnym, lecz mylnym sądom Niemcy wcale nie dążyły do wprowadzenia euro. W roku 1970 premier Luksemburga Pierre Werner sporządził raport, w którym zalecił wprowadzenie w EWG wspólnej waluty. Część krajów, na czele z Francją, parła do szybkiego wprowadzenia wspólnej waluty, argumentując że przyspieszy to proces integracji europejskiej. Przyzwyczajeni do twardej marki oraz opartej na mocnych fundamentach zdrowej polityki budżetowej Niemcy zajęli jednak odmienne stanowisko. W Niemczech argumentowano, że wprowadzenie wspólnej waluty oznacza wejście do jednej łódki, na której w celu obrony siły pieniądza trzeba będzie ratować każdego, kto skutkiem finansowej lekkomyślności znajdzie się w kłopotach. Niemcy podejrzewali więc, że skutkiem wprowadzenia wspólnej waluty mogą zostać zmuszane do spłaty nadmiernych długów zaciąganych przez inne kraje.

Opór Niemiec udało się przełamać dopiero po 20 latach. Spłacając dług wdzięczności za europejskie poparcie dla zjednoczenia Niemiec, Berlin zgodził się na wprowadzający euro traktat z Maastricht. Lęki, że wspólna waluta wymusi konieczność spłacania przez niemieckich podatników długów innych krajów starano się uspokoić wprowadzeniem twardych warunków uczestnictwa w unii walutowej (kryteriów Maastricht).

Jak wiadomo, brak konsekwencji w ich egzekwowaniu i błędy popełnione przy konstrukcji strefy euro doprowadziły jednak do kryzysu. Przeciwdziałając mu, po długich sporach kraje strefy euro zgodziły się na przeprowadzenie programu PSPP, dając niemieckim przeciwnikom wspólnej waluty – zwłaszcza ostrzegającym przed „uwpólnotowieniem długu publicznego” – materiał do prób sądowego zablokowania uczestnictwa Niemiec w części działań wspólnej polityki pieniężnej, a w szczególności w działaniach niestandardowych, takich jak PSPP.

## Konsekwencje ekonomiczne wyroku FTK

Analizując konsekwencje ekonomiczne wyroku FTK, należy zwrócić uwagę na dwa paradoksy.

- Choć wyrok formalnie odnosi się do programu PSPP, w rzeczywistości dotyczy głównie przyszłych programów działania EBC (program PSPP jest obecnie realizowany w bardzo skromnej skali, a więc już praktycznie zakończony; nawet ewentualne uznanie go za niezgodny z prawem nie mogłoby odwrócić tego, co się już stało w latach 2015–2018 – choć Bundesbank teoretycznie mógłby być zmuszony do sprzedaży tej części zasobu niemieckich obligacji, które skupił na zlecenie EBC w ramach PSPP).
- Choć w wyroku FTK nie podważył, jak chcieli skarżący, samej zasady i legalności tworzenia w strefie euro – oczywiście jedynie w przypadku najwyższej konieczności – ryzykownych programów niestandardowej polityki pieniężnej takich jak PSPP (żądając jedynie od EBC przedstawiania pełnej oceny efektów gospodarczych takiej polityki), nie zamknął furtki do ich przyszłego zaskarżenia na gruncie złamania zasady proporcjonalności. Nie ma wątpliwości, że w ten sposób utrudnił ich przyszłe konstruowanie (oczywiście biorąc pod uwagę kluczową rolę Niemiec w podejmowaniu jakichkolwiek decyzji finansowych UE i EBC o dużej skali).

Jak się wydaje, w odniesieniu do samego programu PSPP rozwiązaniem będzie przedstawienie w ciągu 3 miesięcy na żądanie Niemiec przez EBC pełnej oceny skutków gospodarczych (oczywiście *ex post*, co ma już raczej znaczenie symboliczne, a nie praktyczne). Dopiero na tej podstawie FTK mógłby ewentualnie jeszcze raz orzec w sprawie zachowania zasady proporcjonalności programu (a więc jego zgodności z traktatem UE), co nie będzie już miało znaczenia praktycznego dla PSPP (choć może mieć duże znaczenie polityczne w Niemczech).

Rzeczywiste ważne efekty ekonomiczne wyroku FTK dla strefy euro i całej UE, w tym również Polski, wiążą się jednak z wpływem na podejmowanie w przyszłości poważnych wspólnych decyzji finansowych, zwłaszcza w obszarze związanym z polityką pieniężną.

Najważniejszymi konsekwencjami gospodarczymi wyroku prawdopodobnie okażą się zjawiska wymienione poniżej.

- Choć wyrok FTK nie podważył legalności tworzenia przez EBC niestandardowych programów polityki pieniężnej, nawet wiążących się ze znacznym ryzykiem, bez wątpienia znacznie utrudnił ich formułowanie, narzucając przede wszystkim na rząd niemiecki obowiązek starannego egzekwowania wszechstronnej oceny wpływu ekonomicznego tych programów. Stanie się tak, mimo że orzeczenia FTK nie są obowiązujące dla EBC. Są jednak obowiązujące dla rządu i banku centralnego Niemiec, bez których zgody nie da się skutecznie realizować wspólnej polityki pieniężnej. W praktyce oznacza to, że zadanie stawiane przed EBC będzie znacznie trudniejsze, a zdolność banku centralnego do

sprawnego reagowania na sytuacje kryzysowe w gospodarce strefy euro stanie się ograniczona.

- Wymuszone przez wyrok bardziej rygorystyczne podejście Bundesbanku i rządu Niemiec do akceptacji proponowanych przez EBC działań niestandardowych spowoduje osłabienie mandatu EBC jako instytucji wspólnej i cieszącej się traktatową autonomią w kształtowaniu swej polityki. Wyrok w bardzo wyraźny sposób podkreśla bowiem, że działania niestandardowe wywierają tak poważne efekty gospodarcze poza sferą czysto pieniężną, że nie powinny być traktowane jako znajdujące się w pełni w traktatowym mandacie EBC.
- Generalnie oznacza to faktyczne osłabienie mandatu EBC jako w pełni niezależnego banku centralnego realizującego w sposób całkowicie autonomiczny politykę pieniężną strefy euro i przesunięcie większego nacisku na uzgodnienia i kontrolę ze strony krajów członkowskich.
- Na krótką metę najpoważniejszym skutkiem wyroku może być utrudnienie realizacji zapoczątkowanego już kolejnego niestandardowego programu skupu aktywów *Pandemic Emergency Purchase* (PEPP), uruchomionego w odpowiedzi na kryzys pandemiczny. Program ten, przewidziany na kwotę 750 mld euro i mający na celu zasilenie w gotówkę sektora bankowego w warunkach kryzysu, będzie zapewne musiał być szybko uzupełniony o taką ocenę, jakiej domaga się FTK wobec PSPP, co może spowodować opóźnienia w jego realizacji. Należy zauważyć, że program PEPP stanowi absolutnie niezbędne uzupełnienie działań rządów, mających na celu ograniczenie skali recesji wywołanej przez pandemię Covid-19, a wszelkie utrudnienia w jego realizacji mogą przełożyć się na dodatkowy wzrost bezrobocia i spadek produkcji w strefie euro. Czasowe lub bardziej trwałe ograniczenie wsparcia dla krajów Południa, realizowanego w ramach PEPP, może też grozić im większymi kłopotami z finansowaniem deficytów budżetowych.
- Trudności w konstruowaniu przez EBC programów stymulacji pieniężnej spowodują zapewne wzrost atrakcyjności koncepcji budowy narzędzi wspólnej stymulacji fiskalnej, w tym forsowanej przez część krajów koncepcji wspólnych obligacji strefy euro. Z drugiej jednak strony wyrok FTK (choć skupiony na kwestiach polityki pieniężnej) wyraźnie przypomina o ograniczeniach, jakie narzuca rządowi niemieckiemu konstytucja, limitując możliwość jakiegokolwiek gwarantowania długów krajów Południa (a do tego sprowadza się w znacznej mierze propozycja wspólnych obligacji).
- Nie wydaje się natomiast, by wyrok miał przeszkodzić w stworzeniu proponowanego wielkiego unijnego funduszu do zwalczania skutków pandemii. Jego konstrukcja jest przejrzysta i oparta na innych, łatwiejszych do kontroli mechanizmach niż niestandardowe programy polityki pieniężnej, a bilans kosztów i korzyści (niezbędny dla wykazania, że zasada proporcjonalności nie jest naruszona) znacznie bardziej oczywisty.
- Na dłuższą metę faktyczne osłabienie mandatu EBC prawdopodobnie spowoduje wzrost presji na rozbudowę współpracy fiskalnej w ramach strefy euro, jako

swoistej „rekompensaty” za brak szerokiej możliwości wsparcia ze strony polityki pieniężnej. W szczególności zwiększy to presję ze strony wysoko zadłużonych krajów Południa (których zadłużenie dodatkowo niebezpiecznie wzrośnie w ciągu najbliższych 2 lat, być może wywołując ryzyko kolejnego kryzysu finansowego) na rozbudowę transferów fiskalnych wewnątrz strefy.

- Może to wywrzeć poważny wpływ na kierunek reform strefy euro, np. przez stworzenie wspólnego budżetu strefy euro, choć zmiany te będą prawdopodobnie, jak do tej pory, w pewnym stopniu mitygowane przez Niemcy i inne kraje Północy.

Wszelkie zmiany gospodarcze wywołane przez wyrok FTK będą wpływać również na gospodarke Polski. W szczególności:

- ograniczenie autonomii EBC w kreowaniu instrumentów niestandardowej polityki pieniężnej osłabi możliwość szybkiego przeciwdziałania sytuacjom kryzysowym w strefie euro; biorąc pod uwagę bardzo silne uzależnienie koniunktury gospodarczej w Polsce od koniunktury w strefie euro, oznacza to potencjalne straty w zakresie tempa wzrostu gospodarczego,
- wszelkie ewentualne zakłócenia w realizacji obecnego programu PEPP mogą pogorszyć sytuację Polski w okresie kryzysu pandemicznego,
- na dłuższą metę zagrożeniem dla Polski jest ewentualne zwiększenie skali i znaczenia instrumentów stymulacji fiskalnej w strefie euro; nie ulega wątpliwości, że zwiększenie tej skali (np. przez dodatkowy wspólny budżet strefy euro) może spowodować presję na ograniczenie środków kierowanych przez kraje członkowskie do dotychczasowego wspólnego budżetu całej UE,
- wzrost skali i znaczenia wspólnych instrumentów fiskalnych strefy euro, a w ślad za tym reformy strefy euro, mogą oznaczać zarówno skierowanie większych środków unijnych do krajów Południa, zapewne kosztem Polski i krajów Europy Środkowej i Wschodniej, jak i dalszą marginalizację krajów UE, które nie wprowadziły euro.