

Katarzyna Kochaniak*

Polityka pieniężna Europejskiego Banku Centralnego w latach 1999–2011

Monetary policy of the European Central Bank in 1999–2011: This article provides an overview of the monetary policy of the European Central Bank (ECB) in the recent years. The author begins by introducing the objectives, powers, and strategy of the ECB's monetary policy. The next section discusses the transmission of monetary policy to the real economy through interest rates and credit channels. Next, monetary policy instruments used by the ECB are covered. The final section looks at the impact of the global financial crisis on the ECB's operations. Finally, conclusions are drawn from empirical data that are provided by the ECB and Eurostat.

Słowa kluczowe: *polityka pieniężna, Europejski Bank Centralny, strefa euro, mechanizm transmisji impulsów polityki monetarnej, instytucje kredytowe*

Keywords: *monetary policy, European Central Bank, eurozone, transmission mechanism of monetary policy, credit institutions*

* Doktor nauk ekonomicznych, adiunkt w Katedrze Finansów Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie; e-mail: katarzyna.kochaniak@uek.krakow.pl.

Wstęp

Podstawowym zadaniem Europejskiego Banku Centralnego (EBC) jest stabilizowanie siły nabywczej wspólnej waluty i tym samym poziomu cen w strefie euro¹. Polityka pieniężna eurosystemu oparta została na następujących zasadach:

- efektywności operacyjnej, oznaczającej zdolność do precyzyjnego i szybkiego oddziaływania na krótkoterminowe stopy procentowe rynku pieniężnego,

¹ Pojęcie „strefa euro” odnosi się do obszaru złożonego z państw Unii Europejskiej, które przystąpiły do Unii Gospodarczej i Walutowej oraz przyjęły jednolitą walutę euro.

- równego traktowania wszystkich instytucji kredytowych strefy euro, niezależnie od ich wielkości i lokalizacji,
- decentralizacji prowadzonej polityki pieniężnej, polegającej na nadaniu Europejskiemu Bankowi Centralnemu roli koordynatora, a krajowym bankom centralnym – roli wykonawców,
- prostoty, transparentności, kontynuacji, bezpieczeństwa i efektywności kosztowej, odnoszących się do społecznego zrozumienia i akceptacji działań w zakresie polityki pieniężnej, ograniczania do minimum zmian w stosowanym instrumentarium, limitowania ekspozycji eurosystemu na ryzyko finansowe i operacyjne oraz kosztów jego funkcjonowania.

Celem pracy jest przedstawienie celu, strategii i instrumentarium polityki pieniężnej EBC oraz kanałów transmisji jej impulsów do sfery realnej w latach 1999–2011, a w szczególności uzyskanie odpowiedzi na następujące pytania:

1. czy siła oddziaływania polityki pieniężnej na płynność banków podlegała zmianom w analizowanym okresie?
2. czy rozwój rynku finansowego, a następnie jego załamanie przyczyniły się do powstania nowych kanałów transmisji impulsów polityki pieniężnej?
3. czy destabilizacja rynku finansowego i gospodarek państw strefy euro spowodowała istotne zmiany w zakresie stosowanych narzędzi polityki pieniężnej?

W pracy wykorzystano dane liczbowe za lata 1999–2011 pochodzące z bazy Eurostatu oraz Europejskiego Banku Centralnego, odnoszące się do sytuacji makroekonomicznej strefy euro, w tym do prowadzonej polityki pieniężnej.

Cel i strategia polityki pieniężnej

Celem polityki pieniężnej Europejskiego Banku Centralnego jest stabilizacja poziomu cen w strefie euro. Warunkuje ona realizację założeń polityki gospodarczej, prowadzącej do utrzymania wysokiej stopy zatrudnienia i zrównoważonego rozwoju państw członkowskich².

² Art. 127 Traktatu o Unii Europejskiej (Dz.Urz. UE C115 z 9 maja 2008 r., t. 51 ze zm.); D. Gerdesmeier, *Stabilność cen – dlaczego jest ważna także dla Ciebie? EBC, Frankfurt nad Menem 2011*; H.K. Scheller, *Europejski Bank Centralny – historia, rola i funkcje*,

Strategię polityki pieniężnej EBC współtworzą³:

- ilościowa definicja stabilności cen,
- tzw. struktura dwufilarowa.

Została ona ogłoszona w październiku 1998 r., a następnie doprecyzowana na podstawie pięcioletnich doświadczeń w zakresie jej realizacji.

Stabilność cen w strefie euro została zdefiniowana przez Radę Prezesów EBC jako roczny wzrost⁴ zharmonizowanego wskaźnika cen konsumpcyjnych (HICP⁵) dla całej strefy euro na poziomie poniżej, lecz blisko, 2% w średnim okresie⁶. Tak określona docelowa wartość wskaźnika ma chronić rynki finansowe i gospodarki narodowe przed następstwem zarówno zbyt wysokiej inflacji, jak i deflacji.

W latach 1999–2011 zidentyfikowano czynniki zaburzające skuteczność strategii, do których zaliczono m.in.⁷: wzrost cen paliw płynnych, wyrobów tytoniowych, gazu ziemnego, ryb, usług restauracyjno-kawiarnianych, podróży kolejną i opłat mieszkaniowych ponoszonych przez najemców; a także obniżenie cen sprzętu komputerowego, aparatów fotograficznych oraz rozmów telefonicznych.

EBC, Frankfurt nad Menem 2006. Wyznaczenie wyłącznie jednego celu spowodowane było potrzebą zapewnienia skuteczności podejmowanych działań.

³ ECB, *The monetary Policy of the ECB*, ECB, Frankfurt nad Menem 2011.

⁴ Wskaźnik roczny oblicza się jako 12-miesięczną średnią ruchomą.

⁵ HICP (Harmonised Index of Consumer Prices) mierzony jest na podstawie wytycznych opracowanych przez Unię Europejską. Wyraża on zmianę cen wybranych dóbr konsumpcyjnych oraz usług w poszczególnych państwach Unii Europejskiej. Aby wskaźnik odzwierciedlał aktualną strukturę wydatków gospodarstw domowych, udziały poszczególnych dóbr i usług podlegają okresowej aktualizacji, która przeprowadzana jest nie rzadziej niż raz na siedem lat. Do 12 głównych grup wydatków, dla których badana jest zmienność cen w czasie, zaliczono: żywność i napoje bezalkoholowe, napoje alkoholowe, wyroby tytoniowe, odzież i obuwie, użytkowanie mieszkania i nośniki energii, wyposażenie mieszkania i prowadzenie gospodarstwa domowego, zdrowie, transport, łączność, rekreacja i kultura, edukacja, restauracje i hotele, inne towary i usługi. Wartość wskaźnika szacowana jest dla: poszczególnych państw Unii Europejskiej; całej strefy euro (średnia ważona dla 17 krajów); dla państw Unii Europejskiej przygotowujących się do przyjęcia wspólnej waluty (służy ocenie, czy kraj spełnia kryterium inflacyjne traktatu z Maastricht), dla krajów kandydujących do Unii Europejskiej, innych państw spoza Unii Europejskiej.

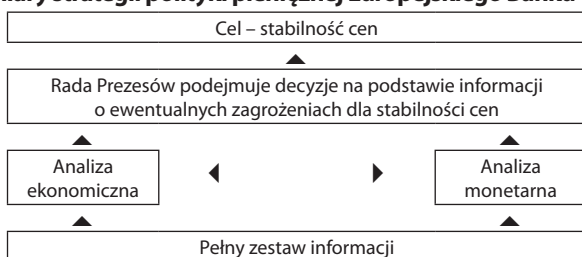
⁶ Średniookresowa perspektywa pozwala dostosować poziom inflacji do celu stabilizacji cen. Nie jest możliwe precyzyjne określenie długości jej trwania ze względu na istotne opóźnienia i zakłócenia w transmisji impulsów polityki monetarnej do sfery realnej oraz niepewność przyszłej sytuacji. W niestabilnych uwarunkowaniach może ona obejmować okres dłuższy niż 3 lata.

⁷ Por. dane Eurostatu, <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/eurostat/home/> [dostęp 31 stycznia 2012 r.].

W całym okresie funkcjonowania strefy euro przeciętny roczny poziom inflacji wynosił ok. 2%.

W ramach tzw. struktury dwufilarowej wyróżnia się analizę ekonomiczną i analizę monetarną. Ich podstawowym celem jest ocena ryzyka destabilizacji cen. Każda decyzja podejmowana w zakresie polityki pieniężnej poprzedzona jest zatem dokładną weryfikacją informacji uzyskanych z obu analiz (wykres 1).

Wykres 1. Filary strategii polityki pieniężnej Europejskiego Banku Centralnego



Źródło: na podstawie ECB, *The Monetary Policy of the ECB*, Frankfurt 2011, <http://www.ecb.int/pub/pdf/other/monetarypolicy2011en.pdf>.

Celem analizy ekonomicznej jest rozpoznanie zagrożeń dla stabilności cen w krótkim oraz średnim okresie na podstawie zmian zachodzących w popycie i podaży na rynkach dóbr i usług. W badaniu ujmuje się szeroki zestaw wskaźników makroekonomicznych, odnoszących się do aktywności ogólnogospodarczej, poszczególnych sektorów, sytuacji na rynku finansowym i rynku pracy, poziomu cen i kosztów, polityki fiskalnej, bilansu płatniczego oraz sytuacji na świecie. Służą one ocenie kondycji gospodarczej strefy euro i identyfikują przyczyny ewentualnych kryzysów, mogące negatywnie wpływać na poziom cen.

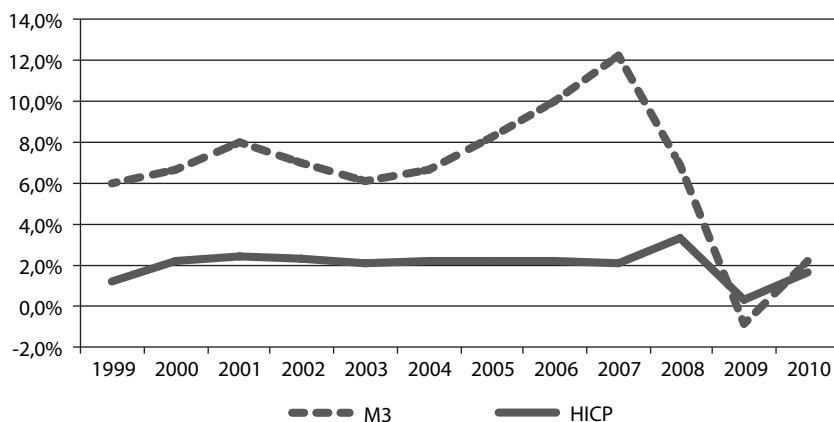
Analiza monetarna skoncentrowana jest na długoterminowych powiązaniach podaży pieniądza i poziomu cen⁸. W 1998 r. Europejski Bank Centralny ogłosił wartość referencyjną dla rocznej stopy wzrostu agregatu pieniężnego M3⁹ wynoszącą 4,5%, ze względu na jego powiązanie z po-

⁸ ECB, *The supply of money – bank behavior and the implications for monetary analysis*, „ECB Monthly Bulletin” październik 2011 r.

⁹ Obejmuje on pieniądź w obiegu, depozyty typu *overnight*, lokaty terminowe o terminie zapadalności do dwóch lat włącznie, depozyty z terminem wypowiedzenia do trzech miesięcy z umową odkupu, udziały i jednostki uczestnictwa w funduszach rynku pieniężnego oraz dłużne papiery wartościowe z pierwotnym terminem wykupu do dwóch lat.

ziomem inflacji (wykres 2). Przekroczenie wskazanej granicy sygnalizuje zagrożenie realizacji celu polityki pieniężnej. W 2007 r. dynamiczny rozwój rynków finansowych skłonił Radę Prezesów EBC do rozszerzenia analizy pieniężnej¹⁰ tak, by ujmowała ona zmienność sytuacji monetarnej oraz uwarunkowań na rynkach kredytów i aktywów. Jej zadaniem jest zatem wczesne wykrywanie stanów nierównowagi i reagowanie w razie zagrożenia destabilizacją cen.

Wykres 2. Średnia roczna zmiana podaży pieniądza (M3) i średni roczny poziom inflacji (HICP) w latach 1999–2010 w strefie euro



Źródło: na podstawie danych EBC, <http://www.ecb.int/stats/html/index.en.html>.

Kanały transmisji impulsów polityki pieniężnej

W latach 1999–2011 o efektywności operacyjnej polityki pieniężnej Europejskiego Banku Centralnego przesądzała sprawność transmisji jej impulsów do sfery realnej. Badania nad nią rozpoczęły się w 1999 r. wraz z utworzeniem „Monetary Transmission Network”¹¹. Początkowo podstawą analiz empirycznych były zagregowane dane pochodzące z poszczególnych krajów i dotyczące okresu poprzedzającego przyjęcie wspólnej waluty,

¹⁰ Rozszerzenie analizy monetarnej miało na celu lepsze zrozumienie zachowywania się agregatów pieniężnych w czasie oraz udoskonalenie modeli popytu na pieniądź i wskaźników ryzyka inflacyjnego.

¹¹ http://www.ecb.europa.eu/home/html/researcher_mtn.en.html [dostęp 15 stycznia 2012 r.].

jednak coraz dłuższa historia strefy euro pozwoliła rozwijać działalność sieci¹².

Do tradycyjnych kanałów transmisji impulsów polityki pieniężnej euro-systemu zalicza się m.in.:

- kanał stóp procentowych (*interest rate channel*), dowodzący wpływu stóp procentowych EBC na poziom stóp procentowych rynku pieniężnego i tym samym na oprocentowanie krótkoterminowych depozytów i kredytów w bankach. Skłonność klientów instytucji kredytowych do oszczędzania, konsumpcji i inwestycji kształtuje zaś popyt i podaż na rynkach dóbr i usług, prowadząc do zmienności poziomu cen. W stabilnych warunkach dostrzega się wyraźną aktywność tego kanału, przy czym siła i prędkość oddziaływania stóp procentowych zależą od kierunku ich zmiany. Efekty obniżenia stóp widoczne są już po upływie 1–2 lat, wzrostu zaś – po odpowiednio dłuższym okresie. Na istotność kanału stóp procentowych wpływają także: kondycja rynku pieniężnego, konkurencja na rynkach kredytowych, preferencje banków co do okresu zapadalności umów kredytowych oraz oczekiwana premia za ryzyko,
- kanał kredytowy (*credit channel* lub *bank lending channel*), ukazujący oddziaływanie stóp procentowych EBC na oprocentowanie, popyt oraz podaż na rynkach kredytów bankowych, a w dalszej kolejności na decyzje konsumpcyjne ludności i inwestycyjne przedsiębiorstw. Uważa się, że restrykcyjna polityka pieniężna prowadzi m.in. do obniżenia oprocentowania depozytów klientów (w szczególności krótkoterminowych), ograniczając ich dostępność i tym samym zdolność banków do udzielania kredytów. Ze względu na istotny wpływ dostępności kredytów na poziom wydatków gospodarstw domowych i przedsiębiorstw kanał ten powinien pełnić ważną rolę w transmisji impulsów polityki pieniężnej. Rosnące zainteresowanie banków emisją obligacji (prowadzącą do uniezależnienia się od depozytów) sprawiło, że nie działał on jednak efektywnie,
- kanał oczekiwań¹³, związany z długoterminowymi oczekiwaniami inflacyjnymi sektora prywatnego. Dowodzi on znaczenia wiary-

¹² W całym okresie istnienia strefy euro transmisję impulsów polityki monetarnej zaburzały czynniki o charakterze zewnętrznym i wewnętrznym, pozostające poza kontrolą oddziaływania EBC. Zaliczono do nich m.in.: zmiany w polityce fiskalnej, destabilizację kursów walut, zmienność cen ropy naftowej czy aktywów finansowych. W sytuacji szokowej obserwowano istotność wpływu przyczyn, skali i długości trwania kryzysu.

¹³ ECB, *Central bank Communications in periods of heightened uncertainty*, „ECB Monthly Bulletin” listopad 2009 r.; ECB, *Inflation expectations in the Euro area – a review of recent developments*, „ECB Monthly Bulletin” luty 2011 r.

godności banku centralnego i skuteczności jego komunikacji z otoczeniem. Powszechne przekonanie o niezmiennym poziomie cen w przyszłości sprzyja stabilizacji płac oraz cen na rynkach towarów i usług. Ważne zatem jest informowanie społeczeństwa o kierunkach prowadzonej polityki pieniężnej¹⁴. Rosnące w ostatnich latach oczekiwania inflacyjne spowodowały, iż Rada Prezesów uznała je za kluczowe dla skuteczności podejmowanych działań.

Pod wpływem destabilizacji rynku finansowego i uwarunkowań gospodarczych zidentyfikowano w ostatnich latach nowe kanały transmisji impulsów polityki pieniężnej, powiązane jednak z kanałem kredytowym. Należą do nich:

- kanał podejmowanego ryzyka¹⁵, ukazujący wpływ niskich stóp procentowych na skłonność banków i instytucji finansowych do podejmowania ryzyka, prowadzącą do dynamicznego wzrostu wartości aktywów oraz zabezpieczeń. Niskie stopy procentowe zwracały uwagę inwestorów na ryzykowne aktywa, ze względu na wyższą od przeciętnej ich rentowność. Liberalizacja polityki kredytowej w bankach ułatwiała zaś zawieranie transakcji i prowadziła do nadmiernej podaży kredytów,
- kanał wyposażenia kapitałowego banków¹⁶, identyfikujący kapitał banków jako czynnik istotnie oddziałujący na podaż kredytów. W okresie kryzysu i trudności związanych z pozyskaniem kapitału

¹⁴ EBC, *Europejski bank centralny, eurosystem, europejski system banków centralnych*, Frankfurt 2011; „Biuletyn Miesięczny EBC”, Frankfurt nad Menem 2011. Informacje przekazywane są: w drodze comiesięcznych konferencji prasowych organizowanych po I posiedzeniu Rady Prezesów; w publikowanym „Biuletynie Miesięcznym EBC” (zawierającym analizę otoczenia gospodarczego i sytuacji monetarnej); poprzez składanie wyjaśnień przez Prezesa EBC Komisji Gospodarczej i Monetarnej Parlamentu Europejskiego na temat prowadzonej polityki pieniężnej; poprzez przemówienia i wywiady udzielane przez członków organów decyzyjnych EBC; przez komunikaty prasowe wyjaśniające decyzje i poglądy Rady Prezesów; poprzez informacje zamieszczane na stronach internetowych EBC i krajowych banków centralnych (zapewniających także dostęp do artykułów i danych statystycznych) oraz w pracach naukowych EBC.

¹⁵ *Risk-taking channel* opisany został m.in. w: L. Gambacorta, *Monetary Policy and the risk-taking channel*, „BIS Quarterly Review” grudzień 2009 r.; ECB, *Monetary policy transmission in the euro area, a decade after the introduction of the euro*, „ECB Monthly Bulletin” maj 2010 r.; Y. Altunbas, L. Gambacorta, D. Marques-Ibanez, *Does monetary policy affect bank risk-taking?*, „BIS Working Papers” 2010, nr 298; ECB, *Asset price bubbles and monetary policy revisited*, „ECB Monthly Bulletin” listopad 2010 r.

¹⁶ *Bank capital channel*. Por. A. Maddaloni, J.L. Peydro, *Bank lending standards and the origins and the implications of the current banking crisis*, „ECB Research Bulletin” 2010, nr 9.

podmioty niedokapitalizowane stały się bardziej wrażliwe na zmiany zachodzące w polityce pieniężnej EBC i ograniczały prowadzoną akcję kredytową. Na efektywność działania tego kanału wpłynęły również zmiany regulacyjne dotyczące minimalnego wyposażenia kapitałowego instytucji kredytowych.

Instrumenty polityki pieniężnej EBC

Do 2007 r. oddziaływanie eurosystemu na krótkoterminowe stopy procentowe rynku pieniężnego odbywało się przede wszystkim za pomocą następujących standardowych instrumentów:

- systemu rezerwy obowiązkowej (*required reserve system*),
- operacji otwartego rynku (*open market operations*),
- operacji depozytowo-kredytowych (*deposit facility, lending marginal facility*).

Celem funkcjonowania systemu rezerwy obowiązkowej¹⁷ jest stabilizowanie poziomu stóp procentowych rynku pieniężnego oraz kształtowanie strukturalnego niedoboru płynności w systemie bankowym. Obowiązkiem utrzymywania minimalnych rezerw objęto zarówno instytucje kredytowe strefy euro, jak i oddziały podmiotów spoza grupy państw członkowskich, ale prowadzące działalność na ich terytorium.

Wymóg ten nie dotyczy oddziałów banków ze strefy euro, funkcjonujących poza jej granicami. Nie odniesiono go także do podmiotów, którym odebrano zezwolenie na prowadzenie działalności oraz pozostających w stanie likwidacji. Dopuszczono możliwość zwolnienia instytucji kredytowych z obowiązku utrzymywania rezerw w sytuacji¹⁸:

- ich reorganizacji,
- dowiedzenia, że obowiązek ten nie prowadzi do osiągnięcia celu systemu rezerwy obowiązkowej, ponieważ podmiot:
 - pełni specjalną funkcję,
 - nie wykonuje czynności bankowych, przez co nie wpływa na konkurencję na rynku,

¹⁷ Rozporządzenie (WE) Europejskiego Banku Centralnego nr 1745/2003 z 12 września 2003 r. dotyczące stosowania rezerw celowych (Dz.Urz. WE L 250/10); rozporządzenie Europejskiego Banku Centralnego nr 1358/2011 z 14 grudnia 2011 r. zmieniające rozporządzenie (WE) nr 1745/2003 dotyczące stosowania rezerw obowiązkowych (Dz.Urz. UE L 338/51).

¹⁸ Instytucja kredytowa składa wówczas wniosek o zwolnienie z obowiązku utrzymywania rezerwy za pośrednictwem krajowego banku centralnego.

Tabela 1. Kalendarz okresów utrzymywania rezerwy obowiązkowej w 2012 r.

Posiedzenie Rady Prezesów	Początek okresu	Koniec okresu	Podstawa naliczenia rezerwy dla instytucji kredytowych składających sprawozdania miesięczne	Podstawa naliczenia rezerwy dla instytucji kredytowych składających sprawozdania kwartalne	Długość okresu (w dniach)
12.01.2012	18.01.2012	14.02.2012	listopad 2011	wrzesień 2011	28
9.02.2012	15.02.2012	13.03.2012	grudzień 2011	wrzesień 2011	28
8.03.2012	14.03.2012	10.04.2012	styczeń 2012	grudzień 2011	28
4.04.2012	11.04.2012	8.05.2012	luty 2012	grudzień 2011	28
3.05.2012	9.05.2012	12.06.2012	marzec 2012	grudzień 2011	35
6.06.2012	13.06.2012	10.07.2012	kwiecień 2012	marzec 2012	28
5.07.2012	11.07.2012	7.08.2012	maj 2012	marzec 2012	28
2.08.2012	8.08.2012	11.09.2012	czerwiec 2012	marzec 2012	35
6.09.2012	12.09.2012	9.10.2012	lipiec 2012	czerwiec 2012	28
4.10.2012	10.10.2012	13.11.2012	sierpień 2012	czerwiec 2012	35
8.11.2012	14.11.2012	11.12.2012	wrzesień 2012	czerwiec 2012	28
6.12.2012	12.12.2012	15.01.2013	październik 2012	wrzesień 2012	28

Źródło: na podstawie informacji publikowanych przez EBC, http://www.ecb.int/press/pr/date/2007/html/pr070525_1.pl.html.

- przeznaczają zgromadzone fundusze na cele związane z rozwojem regionalnym lub międzynarodowym.

Europejski Bank Centralny jest odpowiedzialny za publikowanie list instytucji kredytowych objętych tym obowiązkiem oraz zwolnionych z niego.

Podstawą naliczenia rezerwy dla danego okresu są dane liczbowe odnoszące się do przedostatniego miesiąca liczonego od dnia, w którym rozpoczyna się okres utrzymywania rezerwy¹⁹. Jego początek następuje po posiedzeniu Rady Prezesów, która dokonuje comiesięcznej oceny polityki pieniężnej. Zarząd Europejskiego Banku Centralnego ogłasza z co najmniej trzymiesięcznym wyprzedzeniem okresy utrzymywania rezerw dla kolejnego roku kalendarzowego (tabela 1).

W podstawie naliczania rezerwy uwzględnia się depozyty klientów oraz zobowiązania banków z tytułu wyemitowanych dłużnych papierów wartościowych²⁰.

¹⁹ Inne postępowanie przyjęto dla instytucji kredytowych, którym przyznano derogację.

²⁰ Z wyjątkiem reprezentujących zobowiązania wobec podmiotów zwolnionych z obowiązku utrzymywania minimalnych rezerw, krajowych banków centralnych i EBC.

Stopa rezerwy obowiązkowej, wynosząca 0%, znalazła zastosowanie dla:

- depozytów z umownym okresem wymagalności powyżej 2 lat,
- depozytów za wypowiedzeniem dłuższym niż 2 lata,
- zobowiązań wynikających z operacji warunkowych (repo),
- zobowiązań powstałych w wyniku emisji dłużnych papierów wartościowych z umownym terminem wymagalności powyżej 2 lat.

Do 2011 r. wszystkie pozostałe zobowiązania miały przypisaną stawkę 2%. Pod wpływem sytuacji kryzysowej zdecydowano jednak o jej obniżeniu do poziomu 1%²¹. Rezerwy obowiązkowe, po pomniejszeniu o 100 000 euro (tzw. *lump-sum*), podlegają utrzymywaniu na rachunku w krajowym banku centralnym i przyrastają o odsetki naliczane według średniej stopy oprocentowania MRO²² w danym okresie. Warunkiem wypełnienia obowiązku przez instytucję kredytową jest wykazanie średniego salda środków na koniec dnia w kwocie nie niższej niż wymagana rezerwa.

Operacje otwartego rynku odgrywały kluczową rolę w regulowaniu płynności sektora bankowego oraz w sterowaniu krótkoterminowymi stopami procentowymi rynku pieniężnego. Przeprowadzono je w sposób zdecentralizowany, bowiem EBC pełnił rolę koordynatora, a krajowe banki centralne – wykonawców. Wyróżniono następujące rodzaje operacji:

- podstawowe refinansujące (*main refinancing operations*), regularnie zasilające banki w krótkookresową płynność. W stabilnych warunkach prowadzone były co tydzień z jednodobnym terminem zapadalności, w formie przetargów o zmiennej stopie procentowej i z minimalnym oferowanym oprocentowaniem²³. Ustanowiono dla

²¹ Dnia 8 grudnia 2011 r. Rada Prezesów zdecydowała o podjęciu dodatkowych działań zmierzających do zwiększenia aktywności kredytowej banków oraz płynności na rynku pieniężnym strefy euro, ustanawiając niższą stopę rezerwy obowiązkowej – 1%, w miejsce dotychczasowej – 2%.

²² MRO (*main refinancing operations*) – podstawowe operacje refinansujące.

²³ Do czerwca 2000 r. obowiązywała procedura przetargów o stałej stopie procentowej. Skłaniała ona jednak banki do prowadzenia tzw. taktyki *overbiddingu* (banki składały wysokie i ciągle rosnące oferty w sytuacji oczekiwania podwyżki stóp procentowych EBC w bieżącym okresie utrzymywania rezerw obowiązkowych, co przyczyniało się do wzrostu stopy *overnight* powyżej stałej stopy obowiązującej przy podstawowych operacjach refinansujących) lub *underbiddingu* (spodziewany spadek podstawowych stóp procentowych EBC powodował, że łączna wartość zgłaszanego przez banki popytu była niższa niż przewidywana kwota przydziału, przez co pod koniec okresu utrzymywania rezerw obowiązkowych banki zmuszone były do korzystania z kredytu na koniec dnia, wywołując wzrost rynkowych stóp procentowych typu *overnight*).

nich odpowiednie zabezpieczenie spłaty. Realizacja ofert rozpoczęła się od tych z najwyższym oprocentowaniem. Stopa, przy której wyczerpywano kwotę przydziału, stanowiła krańcowe oprocentowanie, według którego rozdzielano środki pomiędzy bankami,

- dłuższe refinansujące (*long-term refinancing operations*), pozwalające systematycznie udzielać bankom kredytów na dłuższy (niż operacje podstawowe) okres, ustanawiając przy tym zabezpieczenie ich spłaty. Przeprowadzano je co miesiąc z trzymiesięcznym terminem zapadalności w formie przetargów o zmiennej stopie procentowej. Z góry ustalano poziom dostarczanej przy ich pomocy płynności,
- dostrajające (*fine-tuning operations*), regulujące płynność banków w sposób nieregularny, bowiem termin ich zapadalności oraz częstotliwość nie podlegały standaryzacji, lecz dostosowywane były do panujących uwarunkowań. Uczestniczyła w nich wybrana grupa banków. Ich użyteczność wzrosła w październiku 2004 r., gdy limitowano za ich pomocą wahania płynności instytucji kredytowych na koniec okresów utrzymywania rezerwy obowiązkowej,
- strukturalne (*structural operations*), prowadzone przez eurosystem w formie transakcji odwracalnych, bezwarunkowych (*outright*) oraz emisji certyfikatów dłużnych.

Operacje depozytowo-kredytowe na koniec dnia wyznaczały korytarz wahań dla krótkoterminowej stopy procentowej typu *overnight*. Oprocentowanie kredytu na koniec dnia stanowiło górną jej granicę, a depozytu – dolną. Kredyt pozwalał bankom pozyskiwać płynność z krajowego banku centralnego, wymagając jednak zabezpieczenia tzw. aktywami kwalifikowanymi. Operacje depozytowe rozwiązywały natomiast problem zagospodarowania przejściowych nadwyżek płynności.

W 2008 r. pod wpływem panującego kryzysu i ograniczonej skuteczności standardowych instrumentów EBC zmuszony został przyjąć zestaw nadzwyczajnych narzędzi polityki pieniężnej. Przeprowadzane za ich pomocą działania interwencyjne na rynku pieniężnym (*enhanced credit support*) oraz rynku dłużnych papierów wartościowych (*securities markets programme*) stanowiły odpowiedź na nasilającą się niepewność, której towarzyszyły najniższe stopy procentowe w historii eurosystemu. Narzędzia te oddziaływały głównie na banki, a ich zadaniem było wspieranie transmisji impulsów polityki pieniężnej do sfery realnej. Wyróżniającą cechą nowych instrumentów była „tymczasowość ich stosowania”, wynikająca:

- z uznania powstałych zakłóceń za przejściowe oraz z potrzeby przywrócenia przy ich pomocy efektywnej transmisji impulsów polityki

pieniężnej i stabilności na rynku finansowym, w tym normalizacji działalności kredytowej banków,

- ze zdolności opracowanych narzędzi do samoregulacji i automatycznego zaniku w razie poprawy sytuacji,
- z przekonania o nieprzerwanym reagowaniu EBC na zmieniające się uwarunkowania; gwarantowała to jego niezależność oraz zasady działania eurosystemu,
- z wiarygodności eurosystemu i reputacji EBC; kluczowe znaczenie przypisano sposobom jego komunikacji z otoczeniem, kształtującym oczekiwania inflacyjne.

Wprowadzeniu nadzwyczajnych narzędzi polityki pieniężnej towarzyszyło transparentne, publiczne wyjaśnianie powodów ich stosowania tak, by przywrócić zaufanie sektora prywatnego do gospodarki oraz rynku finansowego.

Wpływ kryzysu na politykę pieniężną EBC w latach 2007–2011

Rozprzestrzenianie się kryzysu na rynku pieniężnym strefy euro przy malejącej skuteczności standardowych instrumentów²⁴ skłoniło Europejski Bank Centralny do podjęcia nadzwyczajnych działań, mających na celu ograniczanie wahań stopy procentowej typu *overnight*. W październiku 2008 r. zdecydowano o wprowadzeniu następujących rozwiązań o charakterze interwencyjnym²⁵:

- *enhanced credit support* – pakietu instrumentów zwiększających płynność banków oraz usprawniających działanie rynków pieniężnych,
- *Securities Markets Programme* – programu stabilizującego wtórne rynki dłużnych papierów wartościowych.

²⁴ Od października 2008 r. do maja 2009 r. Rada Prezesów obniżyła główną stopę refinansową o 325 punktów bazowych do najniższego w historii eurosystemu poziomu, wynoszącego 1%.

²⁵ ECB, *The implementation of monetary policy in the euro area – general documentation on Eurosystem, monetary policy, instruments and procedures*, ECB, Frankfurt nad Menem 2011; ECB, *The ECB's non-standard measures – impact and phasing-out*, „ECB Monthly Bulletin” lipiec 2011 r.; ECB, *Approaches to monetary policy revisited – lessons from the crisis* (publikacja pokonferencyjna 6th ECB Central Banking Conference), ECB, Frankfurt nad Menem 2010; ECB, *The ECB's monetary policy stance during the financial crisis*, „ECB Monthly Bulletin” styczeń 2010 r.

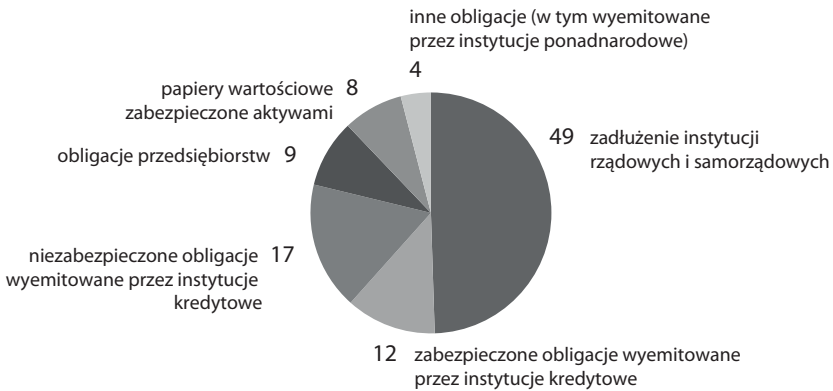
Enhanced credit support tworzyły nadzwyczajne, ukierunkowane na banki narzędzia, mające na celu poprawę dostępności kredytów dla gospodarstw domowych i przedsiębiorstw²⁶. Ich znaczenie w poszczególnych krajach strefy euro było zróżnicowane ze względu na specyfikę lokalnych uwarunkowań. Pakiet pomocowy obejmował pięć zakresów usprawnień²⁷.

- 1) Wydłużenie terminu zapadalności długoterminowych operacji otwartego rynku LTRO²⁸ z 3 do 6, a następnie 12 miesięcy, by ograniczyć niepewność banków co do dostępności pożyczek na dłuższe okresy oraz utrzymać stopy procentowe rynku pieniężnego na niskim poziomie. W efekcie tego banki otrzymywały środki po historycznie najniższym koszcie. Działania te sprzyjały redukcji niedopasowania terminów zapadalności aktywów i wymagalności pasywów oraz kontynuowaniu akcji kredytowej na rzecz klientów. Z czasem obserwowano jednak nadwyżki płynności w systemie bankowym, które lokowano w formie depozytów w krajowych bankach centralnych.
- 2) Zastosowanie stałej stopy procentowej dla wszystkich operacji refinansujących, zapewniając bankom nieograniczony dostęp do płynności po koszcie równym stopie refinansowej EBC. Sprzyjało to stabilizacji podaży kredytów bankowych dla gospodarstw domowych i przedsiębiorstw oraz utrzymaniu ich kosztów na niezmiennym poziomie. Nowa procedura przetargowa zakładała pełny przydział środków, zwiększając skuteczność polityki pieniężnej w warunkach niefunkcjonującego rynku międzybankowego.
- 3) Rozszerzenie listy zabezpieczeń akceptowanych w operacjach otwartego rynku. Ich wartość nominalna wzrosła do poziomu 130% PKB strefy euro, przy wyraźnie ograniczonym udziale rządowych papierów wartościowych (wykres 3). Coraz większe znaczenie zaczęto przypisywać prywatnym dłużnym papierom wartościowym, które EBC akceptował już przed kryzysem. Celem przyjętego rozwiązania było złagodzenie zapotrzebowania banków na płynność w obliczu kryzysu zaufania na rynku międzybankowym.
- 4) Zabezpieczenie płynności instytucji kredytowych w walutach obcych (w dolarach USA, frankach szwajcarskich, funtach brytyjskich)

²⁶ Wystąpienie Jean-Claude Tricheta nt. „Enhanced Credit Support” w lipcu 2009 r. na Uniwersytecie w Monachium, <http://www.ecb.int/press/pr/date/2012/html/index.en.html> [dostęp 15 stycznia 2012 r.].

²⁷ Punkty 2 i 3 *enhanced credit support* dały bankom praktycznie nieograniczone możliwości refinansowania. Korzystać z nich mogło blisko 2200 instytucji kredytowych ze strefy euro.

²⁸ LTRO (*long-term refinancing operations*) – długoterminowe operacje refinansujące.

Wykres 3. Struktura zabezpieczeń kwalifikowanych w 2007 r. (w %)

Źródło: na podstawie EBC, *Strategia polityki pieniężnej i jej wdrożenie*, Frankfurt nad Menem 2008.

poprzez zawieranie przez EBC umów walutowych (linii swapowych). Podobne umowy podpisano z inicjatywy banków centralnych państw, których systemy bankowe zagrożone były brakiem płynności w euro²⁹. Pełny przydział walut o zróżnicowanych terminach zwrotu i stałym oprocentowaniu odbywał się w ramach operacji repo, zabezpieczonych tzw. aktywami kwalifikowanymi.

- 5) Wprowadzenie w lipcu 2009 r. Covered Bonds Purchase Programme (CBPP)³⁰, polegającego na bezwarunkowym, bezpośrednim zakupie na rynku pierwotnym i wtórnym obligacji banków wyemitowanych na okresy dłuższe niż prowadzone operacje refinansowe. Jego celem było ożywienie rynku dłużnych papierów wartościowych, stanowiących jedno z najważniejszych źródeł finansowania instytucji kredytowych w strefie euro oraz utrzymanie podaży kredytów na rzecz sektora niefinansowego na niezmiennym poziomie. Program ten stanowił uzupełnienie opisanych wyżej rozwiązań. Objęto nim obligacje o łącznej wartości 60 mld euro. Musiały one jednak spełnić określone przez Europejski Bank Centralny warunki (m.in. zostały zakwalifikowane jako zabezpieczenie operacji kredytowych; wartość ich emisji była nie mniejsza niż 500 mln euro, a w ostateczności – 100 mln euro; ocena ratingowa nie niższa niż AA lub równoważna, a w ostateczności nie niższa niż BBB-/Baa3 od co najmniej jednej

²⁹ Np. z Narodowym Bankiem Polskim.

³⁰ ECB, *Monthly report on the Eurosystem's covered bond purchase programme*, ECB, Frankfurt nad Menem 2010.

z agencji: Fitch, Moody's, S&P, DBRS). Uczestnikami programu były podmioty korzystające z operacji kredytowych. Zakończono go w czerwcu 2010 r., a w listopadzie 2011 r. rozpoczęto realizację Covered Bonds Purchase Programme 2 (CBPP 2), w ramach którego zaplanowano nabycie obligacji o łącznej wartości 40 mld euro. Warunki stawiane tym papierom wartościowym uległy złagodzeniu (np. obniżono minimalną wielkość emisji do 300 mln euro, a ocenę ratingową do co najmniej BBB- lub równoważnego). Zakończenie programu zaplanowano na październik 2012 r.

Od grudnia 2009 r. poprawa sytuacji na rynkach finansowych pozwalała na stopniowe wycofywanie części niestandardowych narzędzi, pozostawiając jednak te, których przydatność pozytywnie weryfikowały panujące wówczas warunki. W pierwszej kolejności zrezygnowano z przeprowadzania 12-miesięcznych operacji refinansujących. Z czasem zaczęto powracać do niektórych instrumentów, m.in. w wyniku nasilania się kryzysu na krajowych rynkach obligacji rządowych. Terminarz prowadzonych operacji wraz z zapowiedziami ich przeprowadzenia zaprezentowano w tabeli 2 na s. 80–83.

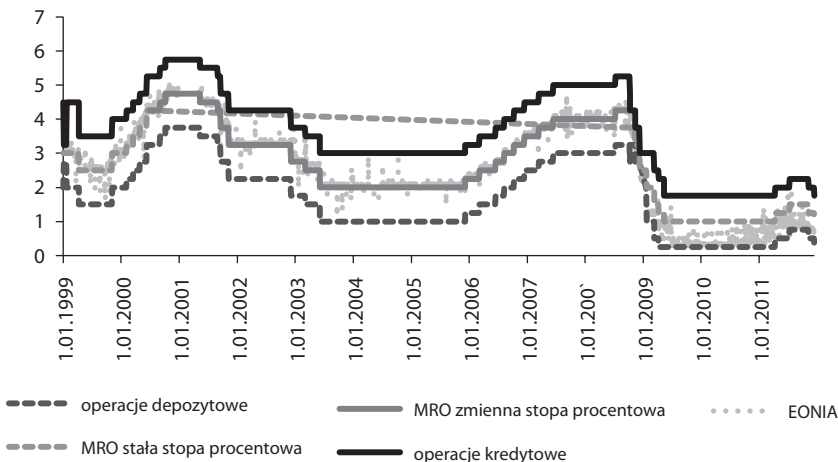
W maju 2010 r. w odpowiedzi na napięcia na rynku finansowym, a w szczególności na sytuację na rynkach prywatnych i publicznych dłużnych papierów wartościowych strefy euro, wprowadzono Securities Markets Programme. Od 2008 r. obserwowano bowiem rosnące zróżnicowanie rentowności 10-letnich obligacji rządowych, spowodowane pogłębiającym się kryzysem sektora finansów publicznych części państw strefy euro. Interwencje eurosystemu miały na celu pogłębienie tych rynków, by usprawnić transmisję impulsów polityki pieniężnej do sfery realnej. Nadmiar płynności powstały w efekcie wykupu obligacji neutralizowano za pomocą odpowiednich operacji.

Destabilizacja sytuacji makroekonomicznej przyczyniła się do zaburzenia relacji pomiędzy stopami procentowymi rynku pieniężnego (wykres 4). Do października 2008 r. stopa EONIA³¹ była bliska oprocentowania podstawowych operacji refinansujących MRO, dowodząc ich znaczenia dla optymalizacji poziomu płynności instytucji kredytowych strefy euro. Wzmożony popyt na płynność, znajdujący pokrycie w operacjach otwartego rynku o stałym oprocentowaniu i pełnym przydziale, zbliżył ją do poziomu stopy depozytowej. Zmianie uległa także relacja pomiędzy poziomem oprocentowania

³¹ EONIA (*euro overnight index average*) – stopa oprocentowania międzybankowych operacji depozytowych typu O/N na rynku pieniężnym strefy euro.

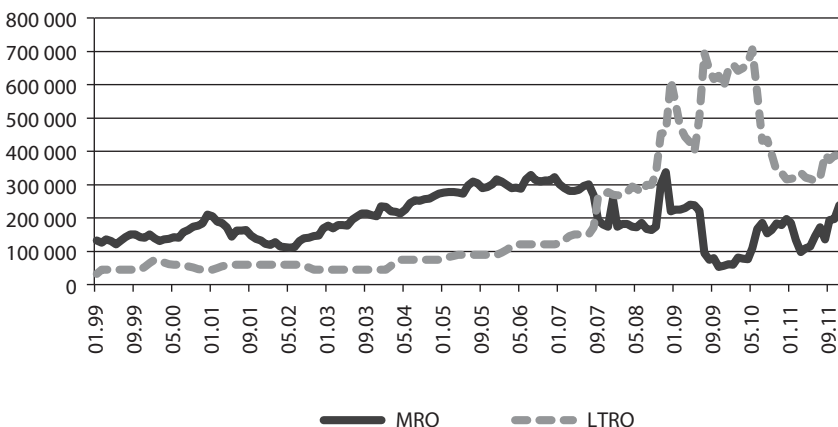
towania podstawowych operacji refinansujących MRO i stopami: depozytową oraz kredytową. W październiku 2008 r. stabilne (wynoszące dotąd ± 1 pkt proc.) pasmo jej wahań zawęziło się do $\pm 0,5$ pkt proc. Ponowne rozszerzenie korytarza zmian nastąpiło w styczniu 2009 r. i trwało do maja, gdy przyjęto stałe oprocentowanie dla MRO w wysokości 1%.

Wykres 4. Podstawowe stopy procentowe strefy euro w latach 1999–2011



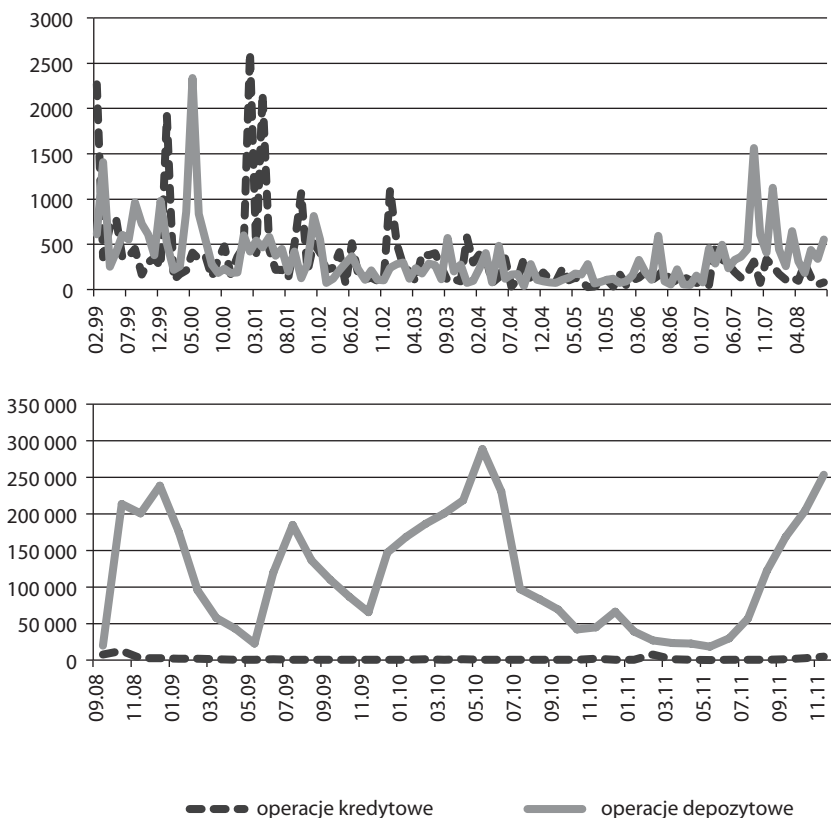
Źródło: na podstawie danych EBC, <http://sdw.ecb.europa.eu/>, oraz Bundesbanku, <http://www.bundesbank.de/statistik>.

Wykres 5. Wartość podstawowych i długoterminowych operacji refinansowych w latach 1999–2011 (w mln euro)



Źródło: na podstawie danych EBC, <http://www.ecb.int/stats/html/index.en.html>.

Wykres 6. Wartość operacji depozytowych i kredytowych w latach 1999–2011 (w mln euro)



Źródło: na podstawie danych EBC, <http://www.ecb.int/stats/html/index.en.html>.

W okresie kryzysu zaobserwowano także zmianę znaczenia podstawowych i dłuższych operacji refinansujących dla kształtowania płynności banków (wykres 5). Do 2007 r. jej niedobory pokrywano głównie w ramach MRO. Po wprowadzeniu stałej stopy procentowej i pełnego przydziału środków dla wszystkich operacji refinansujących nastąpił wzrost zainteresowania LTRO, których łączna wartość przekroczyła kwotę płynności dostarczonej przez MRO.

Niestabilna sytuacja oraz procedura pełnego przydziału środków po stałej stopie procentowej doprowadziły do zmian w wartościach prowadzonych operacji depozytowo-kredytowych (wykres 6). Od września 2008 r. obserwowano w bankach wyraźne zainteresowanie operacjami depozytowymi. Panująca niepewność przyczyniła się bowiem do zgłaszania przez

instytucje kredytowe popytu na płynność przekraczającą rzeczywiste zapotrzebowanie, brak zaś alternatywnych możliwości inwestycyjnych skłaniał do lokowania nadwyżek na rachunkach w krajowych bankach centralnych. Tym samym odnotowano spadek zainteresowania banków operacjami kredytowymi. Od 2007 r. wartość ich depozytów na koniec dnia przekraczała wartość zaciąganych kredytów.

Tabela 2. Terminarz zmian w zakresie instrumentarium polityki pieniężnej w latach 2007–2011

Data	Ogłoszenia Rady Prezesów EBC
8.03.2007	Podwyższenie stóp procentowych: MRO – 3,75%; K – 4,75%; D – 2,75%.
6.06.2007	Podwyższenie stóp procentowych: MRO – 4,00%; K – 5,00%; D – 3,00%.
3.07.2007	Podwyższenie stóp procentowych: MRO – 4,25%; K – 5,25%; D – 3,25%.
22.08.2007	Zapowiedź dodatkowych 3M LTRO, w celu usprawnienia funkcjonowania rynku pieniężnego strefy euro: w sierpniu – 40 mld euro; wrześniu – 75 mld euro; listopadzie – 60 mld euro; grudniu – 60 mld euro. Stanowiły one uzupełnienie 1M LTRO.
8.10.2007	Obniżenie stóp procentowych: MRO – 3,75%; K – 4,75%; D – 2,75%.
30.10.2007	Rezygnacja ze stosowania FTO i utrzymanie operacji strukturalnych.
6.11.2007	Obniżenie stóp procentowych: MRO – 3,25%; K – 3,75%; D – 2,75%.
4.12.2007	Obniżenie stóp procentowych: MRO – 2,50%; K – 3,00%; D – 2,00%.
10.01.2008	Dostarczenie dodatkowej płynności 10 mld dolarów USA na rynek pieniężny. EBC dwukrotnie pozyskiwał je na 28 dni w ramach tzw. term auction facility, prowadzonych przez Systemem Rezerwy Federalnej.
7.02.2008	Zapowiedź 3M LTRO: w lutym – 60 mld euro i marcu – 60 mld euro.
28.03.2008	Zapowiedź 6M LTRO: w kwietniu – 25 mld euro i w lipcu – 25 mld euro. Odnowienie wcześniejszych 3M LTRO: w maju – 50 mld euro i w czerwcu – 50 mld euro.
4.09.2008	Odnowienie 6M LTRO – 25 mld euro i 3M LTRO – 50 mld euro. Zapowiedź 3M LTRO: w listopadzie – 50 mld euro i w grudniu – 50 mld euro oraz 6M LTRO: w październiku – 25 mld euro. Maksymalna kwota przydziału dla jednego uczestnika – 2,5 mld euro.
29.09.2008	Przeprowadzenie STRO, której czas trwania dostosowano do okresu utrzymywania rezerwy obowiązkowej. Jej celem była poprawa ogólnej płynności systemu bankowego strefy euro. Jednocześnie zapowiedziano jej cykliczne powtarzanie w przyszłości.
3.10.2008	Dopuszczenie większej liczby instytucji kredytowych do udziału we FTO.
7.10.2008	Ogłoszenie warunków zasilania w płynność w dolarach USA (operacje <i>forward</i> – 13 i 17 dni oraz natychmiastowe – 28 i 85 dni).
7.10.2008	Decyzja o zwiększeniu wartości 6M LTRO zaplanowanej na kolejny dzień: z 25 mld euro do 50 mld euro. Maksymalna kwota przydziału dla jednego uczestnika – 5 mld euro.
8.10.2008	Zmiany w procedurze przetargowej i przedziale oprocentowania operacji depozytowo-kredytowych. Od 15 października cotygodniowe MRO z pełnym przydziałem po stopie podstawowej operacji refinansującej. Od 9 października zawężenie różnicy oprocentowania operacji D-K z 200 do 100 punktów bazowych względem stopy MRO.

Data	Ogłoszenia Rady Prezesów EBC
15.10.2008	Rozszerzenie listy aktywów kwalifikowanych, stanowiących zabezpieczenie w operacjach kredytowych. Zapowiedź pozyskania płynności w dolarach USA przy pomocy swapów walutowych a nie aukcji. Zapowiedź dalszego odnawiania LTRO oraz STRO.
15.10.2008	Podpisanie umowy z Narodowym Bankiem Szwajcarii o dostawę franków szwajcarskich w ramach 7-dniowych swapów walutowych. O ich wartości przesądzała sytuacja na rynku.
4.12.2008	Obniżenie stóp procentowych: MRO – 2,50%; K – 3,00%; D – 2,00%.
18.12.2008	Zapowiedź kontynuacji MRO w formie przetargu kwotowego z pełnym przydziałem. Rozszerzenie różnicy oprocentowania operacji D-K ze 100 do 200 punktów bazowych.
19.12.2008	Dostarczenie bankom dodatkowej płynności w dolarach USA w ramach 7-, 28- i 84-dniowych operacji repo, zabezpieczonych aktywami kwalifikowanymi. Warunki transakcji: stała stopa procentowa i pełny przydział. Zapowiedź zakończenia operacji swapowych euro/frank szwajcarski z Narodowym Bankiem Szwajcarii, ze względu na brak zainteresowania banków płynnością we frankach.
15.01.2009	Obniżenie stóp procentowych: MRO – 2,00%; K – 3,00%; D – 1,00%.
16.01.2009	Zapowiedź prowadzenia operacji swapowych 1W euro/ frank z Narodowym Bankiem Szwajcarii do kwietnia 2009 r.
5.03.2009	Obniżenie stóp procentowych: MRO – 1,50%; K – 2,50%; D – 0,50%.
2.04.2009	Obniżenie stóp procentowych: MRO – 1,25%; K – 2,25%; D – 0,25%.
6.04.2009	Zasilenie Systemu Rezerwy Federalnej płynnością w euro, by poprawić sytuację amerykańskich banków.
7.05.2009	Obniżenie stóp procentowych: MRO – 1,00%; K – 1,75%; D – 0,25%.
7.05.2009	Zapowiedź 1Y LTRO o stałym oprocentowaniu i pełnym przydziale. Dla pierwszej oprocentowanie na poziomie stopy % MRO. Dla kolejnych (w czerwcu, wrześniu i grudniu) nie wykluczono przyjęcia <i>spreadu</i> .
4.06.2009	Wprowadzenie programu zakupu zabezpieczonych obligacji – Covered Bonds Purchase Programme. Dotyczył on obligacji denominowanych w euro, wyemitowanych w strefie euro. Wartość programu – 60 mld euro. Realizowano go w całej strefie w drodze bezpośrednich zakupów na rynkach: pierwotnym i wtórnym. Obligacje musiały spełniać określone przez EBC warunki (m.in. stanowiły zabezpieczenie operacji kredytowych; wartość emisji była nie mniejsza niż 500 mln euro, a w ostateczności – 100 mln euro; rating co najmniej AA lub równoważny wg co najmniej jednej z agencji: Fitch, Moody's, S&P, DBRS, a w ostateczności nie niższy niż BBB-/Baa3). Uczestnicy programu – podmioty uczestniczące w operacjach kredytowych. Początek – lipiec 2009, a koniec – czerwiec 2010.
25.06.2009	Utrzymanie zasilania w dolarach z Systemu Rezerwy Federalnej do lutego 2010.
25.06.2009	Utrzymanie zasilania we frankach szwajcarskich w ramach 1W swapów walutowych z Narodowym Bankiem Szwajcarii.
24.09.2009	Przedłużenie zasilania we frankach szwajcarskich do 31.01.2010.
24.09.2009	Kontynuacja dostawy dolarów amerykańskich w ramach 7-dniowych operacji repo. Rezygnacja z operacji 84-dniowych ze względu na brak zainteresowania banków.
20.11.2009	Zwiększenie wymagań w zakresie jakości <i>asset-backed securities</i> , stanowiących zabezpieczenie w operacjach kredytowych. Uwzględnianie nie jednej, lecz dwóch najwyższych ocen ratingowych.
3.12.2009	Kontynuacja MRO i STRO po stałej stopie z pełnym przydziałem tak długo, jak będzie to konieczne.

Data	Ogłoszenia Rady Prezesów EBC
18.01.2010	Zakończenie zasilania we frankach szwajcarskich w ramach 1W swapów walutowych prowadzonych z Narodowym Bankiem Szwajcarii, ze względu na niewielki popyt banków na franki szwajcarskie i poprawę sytuacji na rynku.
27.01.2010	Zakończenie zasilania płynnością w dolarach.
4.03.2010	Kontynuacja MRO i STRO po stałej stopie z pełnym przydziałem tak długo, jak będzie to konieczne. Od kwietnia zmienna stopa dla regularnie prowadzonych 3M LTRO. Uzależnienie kwot przydziału od sytuacji na rynku. W celu skorygowania efektu płynnościowego 12M LTRO zapadalnych w lipcu, podjęto decyzję o przeprowadzeniu 1 lipca 6-dniowej FTO po stałej stopie procentowej i w pełnym przydziale. Przyjęto stałą stopę procentową dla 6M LTRO przeprowadzonych w marcu.
10.05.2010	Przywrócenie 7- i 84-dniowych operacji repo zasilających banki w płynność w dolarach, po stałej stopie procentowej oraz z pełnym przydziałem.
10.06.2010	Podjęto decyzję o stałym oprocentowaniu i pełnym przydziale dla regularnie prowadzonych 3M LTRO w lipcu, sierpniu i wrześniu.
30.06.2010	Zakończenie CBPP. Krajowe banki centralne zobligowane zostały do utrzymywania obligacji do nadejścia terminu ich wykupu.
2.02.2010	Kontynuacja MRO i STRO po stałej stopie z pełnym przydziałem tak długo, jak będzie to konieczne. Przeprowadzenie 3 dodatkowych FTO wraz z nadejściem dat zwrotu 6M LTRO i 12M LTRO: 6-dniowej we wrześniu; 6-dniowej w listopadzie, 13-dniowej w grudniu. Dla wszystkich stała stopa procentowa i pełny przydział.
2.12.2010	Kontynuacja MRO i STRO po stałej stopie z pełnym przydziałem tak długo, jak będzie to konieczne. Zapowiedź 3M LTRO w styczniu, lutym i marcu, przy stałej stopie procentowej i pełnym przydziale.
17.12.2010	Umowa z Bankiem Anglii o zasilenie EBC kwotą 10 mld funtów przy wykorzystaniu swapów walutowych do września 2011 r. Powód: brak tej waluty w Banku Irlandii.
21.12.2010	Przedłużenie zasilania dolara z Systemu Rezerwy Federalnej do sierpnia 2011 r. i udostępnianie waluty bankom w ramach 7-dniowych operacji repo.
3.03.2011	Kontynuacja MRO i STRO po stałej stopie z pełnym przydziałem tak długo, jak będzie to konieczne. Zapowiedź 3M LTRO w kwietniu, maju i czerwcu, przy stałej stopie procentowej i pełnym przydziale.
7.04.2011	Obniżenie stóp procentowych: MRO – 1,25%; K – 2,00%; D – 0,50%.
9.06.2011	Kontynuacja MRO i STRO po stałej stopie z pełnym przydziałem tak długo, jak będzie to konieczne. Zapowiedź 3M LTRO w lipcu, sierpniu i wrześniu, przy stałej stopie procentowej i pełnym przydziale.
29.06.2011	Przedłużenie okresu zasilania EBC w dolarach przez System Rezerwy Federalnej do sierpnia 2012 r. Udostępnienie waluty bankom w ramach 7-dniowych operacji repo, o stałej stopie procentowej i pełnym przydziale.
7.07.2011	Podwyższenie stóp procentowych: MRO – 1,50%; K – 2,25%; D – 0,75%.
4.08.2011	Ze względu na napięcia w niektórych segmentach rynku finansowego decyzja o przeprowadzeniu dodatkowych 6M LTRO, o stałej stopie procentowej i pełnym przydziale. Kontynuacja MRO i STRO po stałej stopie z pełnym przydziałem tak długo, jak będzie to konieczne. Zapowiedź 3M LTRO w październiku, listopadzie i grudniu, przy stałej stopie procentowej i pełnym przydziale.

Data	Ogłoszenia Rady Prezesów EBC
15.09.2011	Zapowiedź dodatkowego zasilania banków w dolarach w ramach 3M operacji repo w październiku, listopadzie i grudniu. Uzupełniały one regularne 7-dniowe operacje repo.
6.10.2011	Wprowadzenie II programu zakupu zabezpieczonych obligacji – Covered Bonds Purchase Programme 2, o łącznej wartości 40 mld euro. Bezpośredni zakup prowadzono na rynkach pierwotnych i wtórnych. Początek programu – w listopadzie 2011, a koniec – w październiku 2012.
6.10.2011	Zapowiedź LTRO: 12M w październiku i 13M w grudniu, o stałych stopach procentowych i pełnym przydziale. Kontynuacja MRO i STRO po stałej stopie z pełnym przydziałem tak długo, jak będzie to konieczne. Zapowiedź 3M LTRO w: styczniu, lutym, marcu, kwietniu, maju oraz czerwcu, po stałej stopie procentowej i z pełnym przydziałem.
3.11.2011	Obniżenie stóp procentowych: MRO – 1,25%; K – 2,00%; D – 0,50%.
3.11.2011	Ogłoszenie szczegółowych warunków CBPP 2.
8.12.2011	Obniżenie stóp procentowych: MRO – 1,00%; K – 1,75%; D – 0,25%.
16.12.2011	Zapowiedź 1-dniowych FTO: w grudniu 2011 r. i w lutym 2012 r. Zapowiedź 36M LTRO: w grudniu 2011 r. i w marcu 2012 r.

K - operacje kredytowe, D – operacje depozytowe, STRO – specjalne terminowe operacje refinansujące, FTO – operacje dostrajające.

Źródło: na podstawie informacji publikowanych przez EBC, <http://www.ecb.int/press/pr/date/2012/html/index.en.html>.

Podsumowanie

W dwunastoletniej historii Europejskiego Banku Centralnego zachowana została niezmiennosc celu i strategii jego działania. Rozwój rynków finansowych i następujący po nim kryzys przyczyniły się jednak do weryfikacji opinii na temat efektywności funkcjonowania stosowanych dotąd kanałów transmisji impulsów polityki pieniężnej. Coraz większa skłonność instytucji kredytowych do ryzyka prowadziła bowiem do wyodrębnienia kanału podejmowanego ryzyka, zmiany regulacyjne zaś zwróciły uwagę na znaczenie kanału wyposażenia kapitałowego.

Skuteczność tradycyjnych instrumentów polityki pieniężnej potwierdzona została jedynie w okresie poprzedzającym kryzys. Postępującej destabilizacji towarzyszyło uodpornienie krótkoterminowych stóp procentowych rynku pieniężnego na standardowe działania EBC, zmuszając do opracowania nadzwyczajnych programów pomocowych. Skoncentrowane one były na regulowaniu płynności systemów bankowych oraz funkcjonowaniu rynków dłużnych papierów wartościowych. Uwagę zwróciła szczególnie dbałość eurosystemu o właściwe formy komunikacji z otoczeniem, ze względu na jej znaczenie dla stabilizacji poziomu cen. Od 2007 r. EBC zapewniał bankom nieograniczony dostęp do płynności nie tylko we wspólnej

walucie, lecz także w dolarach amerykańskich, frankach szwajcarskich oraz funtach brytyjskich. Warunkowało to dalsze prowadzenie akcji kredytowej, przesądzającej o poziomie konsumpcji i inwestycji w strefie euro, a tym samym – o kondycji gospodarek narodowych. Wartość, częstotliwość i okres trwania prowadzonych operacji dostosowywany był do sytuacji panującej na rynku. Program pomocowy Europejskiego Banku Centralnego zawierał również interwencje na pierwotnym i wtórnym rynku obligacji, ułatwiając bankom refinansowanie działalności. Narastający kryzys w sektorze finansów publicznych skłonił zaś do opracowania działań zmierzających do niwelowania różnic w poziomach rentowności skarbowych papierów wartościowych poszczególnych państw strefy euro.

Można zatem stwierdzić, że w latach 1999–2011 Europejski Bank Centralny podejmował aktywne działania zmierzające do osiągnięcia przyjętego celu, dostosowując zestaw instrumentów polityki pieniężnej do specyfiki panujących warunków.

Bibliografia

- Y. Altunbas, L. Gambacorta, D. Marques-Ibanez, Does *monetary policy affect bank risk-taking?* „BIS Working Papers” 2010, nr 298.
- ECB, „Biuletyn Miesięczny” z 2011.
- EBC, *Europejski bank centralny, Eurosystem, Europejski system banków centralnych*, ECB, Frankfurt 2011.
- ECB, *Approaches to monetary policy revisited – lessons from the crisis* (publikacja pokonferencyjna 6th ECB Central Banking Conference), ECB, Frankfurt nad Menem 2010 r.
- ECB, *Asset price bubbles and monetary policy revisited*, „ECB Monthly Bulletin” listopad 2010 r.
- ECB, *Central bank Communications in periods of heightened uncertainty*, „ECB Monthly Bulletin” listopad 2009 r.
- ECB, *Inflation expectations in the Euro area – a review of recent developments*, „ECB Monthly Bulletin” luty 2011 r.
- ECB, *Monetary policy transmission in the euro area, a decade after the introduction of the euro*, „ECB Monthly Bulletin” maj 2010 r.
- ECB, *Monthly report on the Eurosystem’s covered bond purchase programme*, ECB, Frankfurt nad Menem 2010.
- ECB, *The ECB’s monetary policy stance during the financial crisis*, „ECB Monthly Bulletin” styczeń 2010 r.
- ECB, *The ECB’s non-standard measures – impact and phasing-out*, „ECB Monthly Bulletin” lipiec 2011 r.

- ECB, *The implementation of monetary policy in the euro area – general documentation on Eurosystem, monetary policy, instruments and procedures*, ECB, Frankfurt nad Menem 2011.
- ECB, *The monetary policy of the ECB*, ECB, Frankfurt nad Menem 2011.
- ECB, *The supply of money – bank behavior and the implications for monetary analysis*, „ECB Monthly Bulletin” październik 2011 r.
- L. Gambacorta, *Monetary Policy and the risk-taking channel*, „BIS Quarterly Review” grudzień 2009 r.
- D. Gerdesmeier, *Stabilność cen – dlaczego jest ważna także dla Ciebie?* EBC, Frankfurt 2011.
- A. Maddaloni, J.L. Peydro, *Bank lending standards and the origins and the implications of the current banking crisis*. „ECB Research Bulletin” 2010, nr 9.
- Rozporządzenie Europejskiego Banku Centralnego nr 1358/2011 z 14 grudnia 2011 r. zmieniające rozporządzenie (WE) nr 1745/2003 dotyczące stosowania rezerw obowiązkowych, Dz.Urz. UE L 338/51.
- Rozporządzenie (WE) Europejskiego Banku Centralnego nr 1745/2003 z 12 września 2003r. dotyczące stosowania rezerw celowych, Dz.Urz. WE L 250/10.
- Traktat o Unii Europejskiej, Dz.Urz. UE C 115 z 9 maja 2008 r., t. 51.