

*Joanna Bogolębska**

INSTRUMENTY POLITYKI PIENIĘŻNEJ EUROPEJSKIEGO BANKU CENTRALNEGO W OKRESIE GLOBALNEGO KRYZYSU FINANSOWEGO

Próba identyfikacji instrumentów zarządzania antykryzysowego EBC w ostatnich latach (2007–2010) jest o tyle złożona, że dotyczy *de facto* dwóch kryzysów, jakie dotknęły w tym czasie unię gospodarczą i walutową. Kryzys finansowy, który rozpoczął się od upadku banku inwestycyjnego Lehman Brothers w sierpniu 2007 r., spowodował rozprzestrzeniający się brak zaufania w sektorze bankowym, a w efekcie praktyczne zaprzestanie operacji na rynkach międzybankowych, drastyczny spadek płynności na rynku pieniężnym i wzrost krótkoterminowych stóp procentowych. Kryzys kredytowy zaburzył funkcjonowanie wszystkich rynków finansowych, w tym rynków hurtowych. Gdyby nie interwencja banków centralnych, nastąpiłaby niemożność refinansowania aktywów sektora bankowego, masowe i chaotyczne delewarowanie instytucji kredytowych, z poważnymi konsekwencjami dla sektora realnego i stabilności cen. Kolejną odsłoną kryzysu stał się kryzys zadłużeniowy, nasilający się od stycznia 2010 r., wraz ze wzrastającą obawą rynków dotyczącą trwałości finansów publicznych wobec narastających deficytów budżetowych, co spowodowało wysuszenie rynków wtórnych. W celu zapewnienia płynności tych segmentów rynku, które stały się dysfunkcjonalne oraz przywrócenia właściwego funkcjonowania mechanizmów transmisji monetarnej, EBC rozpoczął kolejny etap stosowania niestandardowych instrumentów. W szczególności, wprowadził Securities Market Programme, którego celem stało się interweniowanie na rynkach prywatnych i publicznych papierów dłużnych strefy euro. Rada Zarządzająca ponownie wprowadziła, (wycofane po zażegnaniu kryzysu kredytowego) niektóre środki niestandardowe, w celu uniknięcia rozlania skutków kryzysu zadłużeniowego z krajowych rynków papierów skarbowych na inne segmenty rynków finansowych.

Autorka koncentruje się na analizie instrumentów stosowanych przez EBC w ramach polityki wspierania płynności sektora bankowego w latach 2007–2010. W reakcji na globalny kryzys finansowy EBC wykorzystywał zarówno instrumenty regulowania płynności międzybankowego rynku pieniężnego, jak i kanał stopy procentowej. W dość licznych dostępnych obecnie analizach polityki

* Dr, Zakład Finansów Międzynarodowych, UŁ.

antykryzysowej EBC dominuje podejście chronologiczne, polegające na wyodrębnianiu etapów kryzysu i opisie stosowanych w danym etapie instrumentów. Powszechnie jest wyodrębnianie 3 etapów kryzysu¹:

1) etap – zawirowania rynkowe (*market turmoil*), trwający od VIII 2007 do ostatniego kwartału 2008

2) etap – kryzys finansowy (*financial crisis*), trwający do III kwartału 2009. Był to etap kiedy w największym stopniu banki centralne stosowały środki wsparcia rynków kredytowych (*enhanced credit support measures*)

3) etap – kryzys zadłużeniowy (*sovereign debt crisis*), trwający od listopada 2009.

W niniejszym artykule zastosowane zostało podejście oparte na systematyzowaniu instrumentów polityki antykryzysowej, aby odpowiedzieć na pytanie – w jakim stopniu EBC wykorzystywał instrumenty standardowe, a na ile poszukiwał innowacyjnych rozwiązań problemów zaistniałych w systemie bankowym i finansach publicznych krajów UGiW.

1. CZYNNIKI DETERMINUJĄCE WYBÓR INSTRUMENTÓW POLITYKI PIENIĘŻNEJ EBC W CZASIE KRYZYSU

Wśród szerokiej gamy instrumentów zarządzania kryzysowego (*crisis management policy*) stosowanej w bankowości centralnej w dotychczasowej historii kryzysów bankowych, O. Szczepańska wyodrębnia²:

– instrumenty standardowe, do których należą:

- pożyczkodawca ostatniej instancji
- polityka informacyjna (komunikacja z rynkiem i moralna perswazja)
- decyzja o braku interwencji

– instrumenty niestandardowe (zwykle podejmowane we współpracy banku centralnego z rządem i innymi instytucjami *safety net*), do których należą:

- zasilenie banków w kapitał
- tworzenie specjalnych instytucji zarządzających aktywami niskiej jakości

Podstawowym czynnikiem determinującym wybór instrumentu zarządzania kryzysowego przez bank centralny jest to, czy kryzysem nie płynności (niemyślalności) objęty jest pojedynczy bank (grupa bankowa), czy też kryzys ma charakter systemowy. Charakter kryzysu determinuje zakres włączenia się innych instytucji *safety net* (np. system gwarantowania depozytów) w proces zarządzania kryzysem. Niezależnie od powyższego, podstawowym (i historycznie, najstarszym) instrumentem banku centralnego w polityce zarządzania kryzysem w systemie finansowym, jest funkcja pożyczkodawcy ostatniej instancji.

¹ Zob. N. Cassola, A. Durre, C. Holthausen, *Implementing Monetary Policy in Crisis Times – The Case of The ECB*, www.ecb.int

² O. Szczepańska, *Stabilność finansowa jako cel banku centralnego. Studium teoretyczno-porównawcze*, SCHOLAR, Warszawa 2008.

W warunkach UGiW czynnikiem utrudniającym zastosowanie polityki antykrzysowej jest specyficzna rola polityki pieniężnej i budżetowej w mechanizmach polityki makroekonomicznej. Decentralizacja polityki budżetowej, wraz z realizowaną na szczeblu wspólnotowym polityką konkurencji (określającą zasady i warunki świadczenia pomocy publicznej) powoduje, że z jednej strony zdolność budżetu krajowego, zaś z drugiej strony zakres możliwości od strony regulacyjnej determinują stosowanie instrumentów niestandardowych (np. dokapitalizowanie, nacjonalizowanie banków).

Z kolei na sprawność i efektywność stosowanych instrumentów standardowych rzutuje fakt centralizacji funkcji decyzyjnej polityki pieniężnej, przy decentralizacji funkcji operacyjnej oraz pozostawieniu na poziomie narodowym, mocą traktatu, nadzoru bankowego i innych elementów *safety net*. Czynnikiem działającym na niekorzyść w procesie zarządzania kryzysowego jest także w UGiW niejasność interpretacyjna dotycząca umiejscowienia i podziału kompetencji (EBC? narodowe banki centralne?) w zakresie realizacji funkcji pożyczkodawcy ostatniej instancji. Należy pamiętać, że traktat o UE nie powierzył EBC *explicite* mandatu do pełnienia tej funkcji³.

Instrumenty stosowane przez EBC były uzależnione od etapu kryzysu. O ile w początkowym okresie kryzysu (*market turmoil*) podstawowym wyzwaniem banku centralnego było ograniczenie skali wzrostu stóp na rynku międzybankowym i zapewnienie bankom dostępu do płynności krótkoterminowej, z czasem wyzwaniem stało się dostarczanie płynności na coraz dłuższe terminy i zapobieganie rozprzestrzenianiu się kryzysu na sektor realny gospodarki poprzez stymulowanie banków do zwiększania podaży kredytów.

2. KANAŁ STOPY PROCENTOWEJ

Standardowym instrumentem oddziaływania banku centralnego na gospodarkę w fazie recesji jest obniżanie stóp procentowych. Ze względu na występowanie opóźnień czasowych, trudno jest jednoznacznie stwierdzić pozytywny wpływ redukcji stóp procentowych na podtrzymanie aktywności sfery realnej.

Ponadto, jeszcze przed globalnym kryzysem finansowym poddawano w wątpliwość efektywność polityki stóp procentowych, głównie na skutek rozluźnienia się zależności pomiędzy zmianami oficjalnych stóp procentowych a zmianami krótkoterminowych stóp rynkowych. Kryzys finansowy, a zwłaszcza nieobserwowane dotychczas problemy z wypłacalnością wielkich banków i instytucji finansowych, spowodował wyraźne zaostrenie tej tendencji⁴.

³ Szerzej na ten temat, J. B o g o ł ę b s k a, *Bank centralny jako pożyczkodawca ostatniej instancji. Współczesne dylematy realizacji funkcji*, „Acta Universitatis Lodzianis” 2008, Folia Oeconomica 221.

⁴ Szerzej na ten temat: J. B e d n a r c z y k, *Stopa procentowa jako narzędzie regulacji gospodarki w warunkach głębokiego załamania koniunktury*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego” 2009, nr 548.

Trudność oddziaływania kanałem stopy procentowej w fazie dekonjunktu-ry gospodarczej jest dodatkowo potęgowana faktem heterogeniczności krajów wchodzących w skład UGiW, w szczególności zróżnicowaniem poziomu zadłużenia gospodarstw domowych, sytuacją finansową banków czy też zależnością gospodarek od eksportu.

W pierwszej fazie kryzysu EBC stosował politykę podwyższania stóp procentowych, co przedstawiciele EBC tłumaczyli koniecznością kontrolowania procesów inflacyjnych wobec podejmowanych stopniowo innych działań antykryzysowych. Z jednej strony wskazuje to na wierność EBC celowi nadrzędnejmu realizowanej polityki pieniężnej, jakim jest stabilność cen. Z drugiej strony, wskazuje na interpretację przyczyn i ewentualnych następstw kryzysu finansowego przyjęte wśród decydentów polityki pieniężnej EBC, gdzie wzrost ryzyka kredytowego i zaburzenia płynności wynikające z braku zaufania w sektorze bankowym były uznane za większe zagrożenie od wzrostu kosztu pozyskania pieniądza⁵. Od 2008 r. EBC rozpoczął etap obniżania stóp procentowych. Na przestrzeni zaledwie siedmiu miesięcy, od października 2008 r. do maja 2009 r., EBC obniżył podstawową stopę procentową repo łącznie o 325 punktów bazowych (z poziomu 4,25%, obowiązującego nieprzerwanie od czerwca 2000 r., do poziomu 1%). Seria obniżek stóp procentowych była przykładem skoordynowanych działań antykryzysowych, równolegle obniżki przeprowadzały FED oraz banki centralne Kanady, Anglii, Szwecji i Szwajcarii, co miało silny efekt psychologiczny dla zarządzania globalnym kryzysem finansowym.

W polityce stopy procentowej EBC zwraca uwagę prowadzenie początkowo polityki zawężania spreadu między stopą kredytową a depozytową, co miało na celu ograniczenie zmienności krótkoterminowej stopy procentowej. W ten sposób między październikiem 2008 r. a styczniem 2009 r. korytarz stóp procentowych został zawężony do 100 punktów bazowych. Po uspokojeniu się rynków finansowych, od stycznia 2009, EBC ponownie rozszerzał korytarz między obiema *facilities rates*, zmierzając ponownie do limitu 200 punktów bazowych. Rozszerzanie korytarza miało za zadanie stymulowanie transakcji między bankami i, tym samym, poprawienie płynności rynku międzybankowego. Trudność w dojściu do rozszerzonego, symetrycznego korytarza obu *facilities rates* wynikała jednak z faktu głębokich obniżek podstawowej stopy refinansującej, co spowodowało problem „bliskich zero nominalnych stóp procentowych” (tzw. *zero bound problem*).

Ponieważ nadwyżki płynności były ponownie lokowane w banku centralnym, który nie stosował aktywnej polityki absorpcji tych środków, stopa referencyjna zbliżyła się do stopy depozytowej (od maja 2009 r. różnica ta zmniejszyła się do 75 punktów bazowych) i faktyczną krótkookresową stopą procentową (*overnight*) banku centralnego stała się stopa depozytowa, a nie referencyjna. Tak więc,

⁵ Wypowiedzi takie często pojawiały się w wypowiedziach J. Starcka, J.C. Tricheta i in., za: www.ecb.int

o ile przed kryzysem stopa referencyjna oscylowała wokół stopy repo, w sytuacji kryzysowej – spadła do stopy depozytowej, która z kolei znalazła się w korytarzu wahań stóp procentowych na rynku międzybankowym.

3. MODYFIKACJA STANDARDOWYCH INSTRUMENTÓW ZASILAJĄCYCH W PLYNNOŚĆ

Wraz z pojawieniem się pierwszych sygnałów napięć na rynkach finansowych w sierpniu 2007, EBC szybko podjął działania zmierzające do uspokojenia rynku międzybankowego, poprawy warunków finansowania i dostępu do kredytu. Ze względu na ograniczoną rolę kanału stopy procentowej w poprawianiu warunków finansowych i przepływie kredytu, EBC na szeroką skalę sięgnął do arsenału instrumentów polityki pieniężnej. System operacyjny EBC jest na tyle urozmaicony i elastyczny, że pozwala na szybką reakcję na nieprzewidziane zmiany stanu płynności i nagłe wahania stóp procentowych na rynku pieniężnym w strefie euro. W ramach funkcjonującego zestawu operacji i procedur polityki pieniężnej, zwraca uwagę większe wykorzystanie operacji dostrajających rynek (*fine-tuning*). W dotychczasowej praktyce EBC wykorzystywane były sporadycznie, głównie pod koniec okresu rezerwowego.

W początkowym okresie kryzysu, dostrajające operacje zasilające były przeprowadzone kilkakrotnie, w formie przetargów szybkich o stałej stopie. (min. operacja z 9.08.2007, na kwotę 95 mld euro). Z czasem dostarczanie nielimitowanej płynności *overnight* poprzez operacje dostrajające rynek stało się istotnym kanałem alokacji płynności.

Ze względu na skalę kryzysu, EBC dokonał pewnej modyfikacji stosowanych instrumentów – z założenia tymczasowej, nie stojącej w kolizji z celem nadrzędnym polityki pieniężnej – utrzymaniem stabilnego poziomu cen. Instrumenty te były skierowane głównie do sektora bankowego, ze względu na jego istotną rolę w transmisji polityki monetarnej oraz finansowania podmiotów gospodarczych UGiW.

Działania EBC w ramach zmodyfikowanych standardowych instrumentów łącznie zyskały nazwę wzmocnionego wsparcia kredytowego (*Enhanced Credit Support*, ECS). Należy tu wymienić:

- Przeprowadzanie operacji refinansujących w formie przetargów z pełnym przydziałem środków i stałą stopą procentową (*fixed rate full allotment*). Dla wszystkich operacji refinansujących podjęto decyzję o nieograniczonym dostępie do środków przy odpowiednim zabezpieczeniu, przy stałej stopie procentowej (główna stopa refinansująca). Miało to zasignalizować bankom, że całe ich potrzeby płynnościowe zostaną zaspokojone.

- Wydłużanie terminów zapadalności operacji dostarczających płynność.

EBC zwiększył zakres płynności dostarczanej systemowi bankowemu w ramach tzw. Dłuższych operacji refinansujących (*Longer-term refinancing operations*, LTROs), w wyniku decyzji o wprowadzeniu dodatkowych operacji

o zapadalności 3 i 6 miesiące, a nawet (w maju 2009) wprowadzono tymczasowo w ramach LTROs operacje o zapadalności do 1 roku. Zwiększenie roli EBC w dostarczaniu płynności w drodze instrumentów o regularnym cyklu przetargów miało na celu zredukowanie niepewności i zachęcenie banków do zwiększenia podaży kredytu dla gospodarki. Dodatkowo, miało się to przyczynić do utrzymywania stóp rynku pieniężnego na niskim poziomie.

- Poszerzenie zakresu instrumentów stosowanych jako zabezpieczenia dla transakcji z bankiem centralnym. Pozwoliło to bankom na wykorzystanie większego zakresu ich aktywów przy dostępie do płynności z EBC. Lista zabezpieczeń (*collateral*) została rozszerzona min. o: certyfikaty depozytowe oraz zbywalne instrumenty dłużne denominowane w walutach zagranicznych.

- Uruchomienie porozumień swapowych z FED w celu dostarczenia płynności dolarowej za pomocą przetargów o stałej stopie procentowej na pełne kwoty, o terminach zapadalności od tygodnia do trzech miesięcy. (szerzej zob. pkt 5).

Podstawowym instrumentem polityki pieniężnej, za pośrednictwem którego EBC zarządzał systemowym kryzysem płynnościowym, były operacje otwartego rynku, przy czym zwraca uwagę zwiększona rola refinansowania długookresowego. Udział LTROs w całości refinansowania wzrósł z 33% w I połowie 2007 r. do 61% w I połowie 2008 r.⁶

Należy zwrócić także uwagę na zmianę sposobu zasilania banków w płynność – o ile w dotychczasowej praktyce przez cały okres rezerwy banki były zasilane w podobnej skali, o tyle od początku kryzysu EBC starał się dostarczać więcej płynności na początku okresu rezerwowego, równoważąc skalę płynności pod koniec okresu rezerwowego. Celem dostosowania dystrybucji płynności do okresów utrzymywania rezerwy obowiązkowej (tzw. *frontloading liquidity management policy*) było tworzenie okresowej nadwyżki płynności na rynku. Mimo że połowa przyrostu środków alokowanych w systemie bankowym w ramach MRO z powrotem wracała do banku centralnego, EBC kontynuował politykę nielimitowanego zaspokajania popytu na płynność. Celem tych operacji było przede wszystkim wpłynięcie na obniżenie się trzymiesięcznej stopy procentowej (EURIBIOR 3M), aby odbudować rynki, które wcześniej finansowały aktywa sektora bankowego⁷.

W rezultacie licznie podejmowanych niestandardowych działań, związek między stopą głównych operacji refinansujących a stopami rynków pieniężnych uległ zmianie. Podczas gdy w normalnych okolicznościach stopa EONIA ściśle podąża za ruchami głównej stopy refinansującej, wysoki popyt banków na płynność dostarczaną przez EBC w ramach operacji refinansujących o całkowitym przydziale środków spowodował, że stopa depozytowa zaczęła odgrywać większą rolę w sterowaniu stopą EONIA.

⁶ *The Implementation of Monetary Policy Since August 2007*, ECB Monthly Bulletin, July 2009.

⁷ J. Pruski, *Działalność antykryzysowa banków centralnych*, „Zeszyty BRE Bank – CASE” 2009, nr 101.

Wykorzystanie instrumentu *standing facilities* gwałtownie wzrosło w trakcie kryzysu finansowego, gdyż wiele banków preferowało utrzymywanie wyższego poziomu rezerw w banku centralnym od wymaganego, oraz składanie nadwyżki płynności w formie depozytu w banku centralnym, zamiast udzielanie pożyczek innym bankom. Przyczyną takich zachowań banków była niepewność i ryzyko związane z wypłacalnością partnerów (*counterparty risk*).

Ponieważ zapotrzebowanie na płynne środki zgłaszane przez banki w ramach przetargów było wyższe niż potrzeby płynnościowe systemu bankowego w tym okresie, nadwyżkowa płynność była deponowana w postaci *deposit facility*. Wzrost skali wykorzystania okienka depozytowego wskazuje zarówno na występowanie przezornościowego popytu na płynność (*precautionary liquidity hoarding*), jak i segmentację rynku (niekoniecznie te same podmioty zgłaszały popyt na płynność, i składały depozyt w banku centralnym)⁸. Gwałtowny wzrost skali wykorzystania *deposit facility* świadczy także o tym, że bank centralny przejął praktycznie funkcję pośrednika finansowego (*financial intermediary*), można powiedzieć że zastąpił prywatne pośrednictwo finansowe

4. INSTRUMENTY W RAMACH POLITYKI *QUANTITATIVE EASING*

Od drugiej połowy 2008 r., nasiliła się w eurosystemie presja na uzupełnienie polityki antykryzysowej EBC instrumentem bezpośredniego wzrostu podaży pieniądza. Powołując się na działania niestandardowe podjęte przez FED, naciski (medialne, także ze środowiska akademickiego) zmierzały do wprowadzania przez EBC polityki *quantitative easing* („poluzowanie ilościowe”). *Quantitative easing* oznacza kreację pieniądza w celu zakupu aktywów sektora finansowego. Skutkiem takiej polityki jest ekspansja bilansu banku centralnego.

Przedstawiciele EBC wskazywali na większe ograniczenia związane z ewentualnym rozpoczęciem polityki *quantitative easing* w porównaniu do FED, ze względu na:

- brak integracji fiskalnej w UGiW,
- większe ograniczenia statutowe EBC odnośnie do skupu instrumentów,
- ryzyko inflacyjne związane z taką polityką. Zdaniem krytyków ostrożnego podejścia EBC do rozpoczęcia polityki *quantitative easing*, argument ten nie brzmi przekonująco w kontekście dużego obniżenia się mnożnika monetarnego w związku ze wzrostem popytu na pieniądź z powodu podniesionej awersji do ryzyka.

Przykładem działań niestandardowych EBC w ramach *quantitative easing* jest uruchomiony w maju 2009 r. CBPP – programu zakupu listów zastawnych (*Covered Bonds Purchase Programme*). W ramach tego programu, Eurosystem

⁸ „The Monetary Policy of the ECB”, EBC 2011.

skupił na rynku pierwotnym i wtórnym listy zastawne denominowane w euro, na łączną wartość 60 mld euro w okresie maj 2009 – czerwiec 2010. Głównym celem tego programu było ożywienie rynku listów zastawnych, który jest ważnym rynkiem finansowym w UGiW, oraz poprawa warunków funkcjonowania instytucji finansowych na rynku pieniężnym poprzez poprawę dostępu do długoterminowej płynności, a przez to, zwiększenie akcji kredytowej w systemie bankowym.

W ramach działań niestandardowych, EBC dokonywał także bezpośredniego zakupu takich instrumentów jak:

- obligacje rządowe,
- obligacje emitowane przez banki,
- papiery dłużne przedsiębiorstw,
- akcje przedsiębiorstw będące w posiadaniu banków.

Bezwarunkowy zakup papierów skarbowych okazał się najbardziej kontrowersyjnym instrumentem polityki antykryzysowej EBC ze względu na szczególne uwarunkowania funkcjonowania UGiW (decentralizacja fiskalna, klauzula *no bail-out*). Po pierwsze, okazało się że w mimo skupu papierów skarbowych przez banki centralne, podaź kredytów w systemie bankowym nie wzrastała (w to miejsce banki kupowały kolejne papiery skarbowe, aby nie zwiększać wymogu kapitałowego). Po drugie, mechanizm ten można uznać za swego rodzaju omijanie zakazu finansowania deficytu budżetowego, mimo że władze monetarne wskazywały, że celem zakupu przez nie obligacji skarbowych była nie monetyzacja długu publicznego, tylko obniżanie długoterminowych stóp procentowych, mający stymulować inwestycje⁹.

Transakcje zakupu od systemu bankowego papierów emitowanych przez podmioty pozabankowe miały na celu, oprócz zwiększenia płynności systemu bankowego:

- zasygnalizowanie rynkom, że pewne rodzaje aktywów nie są „toksyczne” i można nimi obracać,
- zmniejszenie wymogu kapitałowego w bankach, a tym samym tworzenie możliwości rozwoju akcji kredytowej¹⁰.

5. INSTRUMENTY ZASILAJĄCE W PŁYNNOŚĆ WALUTOWĄ

Na skutek globalizacji finansowej i wyłonienia się globalnych banków, kryzys finansowy doprowadził do braku płynności walutowej w systemie bankowym. System bankowy danego kraju odczuwał problem z płynnością w tych walutach, w których:

⁹ Za: D. Tymoczko, *Reakcje wybranych banków centralnych (FED i EBC) na kryzys*, [w:] J. Osiński (red.), *Banki centralne wobec kryzysu ekonomicznego*, Wyd. SGH, Warszawa 2010.

¹⁰ Tamże.

- banki komercyjne działające na obszarze poza krajem emisji waluty denominowały duże wartości swoich aktywów, które nie mogły zostać szybko upłynnione;
- banki miały problemy z pozyskiwaniem nowych depozytów lub doświadczaly wycofywania finansowania uprzednio zapewnianego przez ich banki-matki.¹¹

W. Allen i R. Moessner oszacowali, że największy brak płynności dewizowej dotyczył kolejno:

- płynności dolarowej w strefie euro (ok. 400 mld dol.),
- płynności w jenie w Wielkiej Brytanii (90 mld dol.),
- płynności w euro w USD (70 mld dol.),
- płynności we frankach szwajcarskich w strefie euro (30 mld dol.).

W celu zwiększenia zasobów walut obcych będących w posiadaniu banku centralnego, zaczęły ona zawierać porozumienia swapowe, które ze względu na swoją skalę i liczbę zaangażowanych krajów stały się istotnym elementem polityki antykryzysowej.

EBC stał się beneficjentem dwóch linii swapowych:

- Systemu Rezerwy Federalnej na dostarczenie płynności w dolarach (początkowo na kwotę 20 mld, od października 2008 r. linia nielimitowana),
- Banku Centralnego Szwajcarii na dostarczenie płynności we frankach szwajcarskich.

Dla EBC linie swapowe stanowiły istotne źródło płynności walutowej, co najlepiej obrazuje fakt że ich wartość przekraczała wartość posiadanych rezerw walutowych. Skala wykorzystania dolarowej linii swapowej była istotna, w grudniu 2008 r. wynosiła 291 mld dol.). Płynność była dystrybuowana przez narodowe banki centralne w drodze aukcji.

Równolegle EBC działał jako dostawca płynności w euro, ustanawiając linie swapowe z bankami centralnymi Danii, Węgier, Polski i Szwecji oraz FED. Celem tych linii było uzyskanie przez banki komercyjne tych krajów dostępu do płynności w euro¹².

P. McGuire i G. von Peter podkreślają, że aukcje dolarowe przeprowadzane przez zagraniczne banki centralne (min. EBC) obniżyły poziom i zmienność spreadów na rynku swapów walutowych, ograniczyły zmienność stóp rynku międzybankowego oraz złagodziły aprecjacyjne ciśnienie na USD. Z drugiej strony, zwiększenie dostępu do funduszy dolarowych alokowanych ze źródła publicznego (za jaką można uznać płynność dystrybuowaną przez bank centralny), być może opóźniło niezbędną restrukturyzację bilansów banków komercyjnych¹³.

¹¹ W. Allen, R. Moessner, *Central bank co-operation and international liquidity in the financial crisis of 2008–2009*, BIS Working Paper 2010, no. 310.

¹² Na Węgrzech i w Polsce banki komercyjne masowo udzielały kredytów hipotecznych w euro, finansując się na rynkach hurtowych, które stawały się coraz mniej płynne wraz z intensyfikacją kryzysu kredytowego.

¹³ P. McGuire, G. von Peter, *The US Dollar Shortage in Global banking*, „BIS Quarterly Review” 2009, march.

6. PROBLEMY ZWIĄZANE Z REALIZACJĄ STRATEGII WYJŚCIA PODSUMOWANIE

Podjęmowane przez EBC działania pozwoliły na praktycznie nielimitowany dostęp do płynności. Od czerwca 2007 r. suma bilansowa Eurosystemu wzrosła o 600 bilionów euro (ok. 65%). Ze względu na niebezpieczeństwo powstania presji inflacyjnej wynikającej z takiej skali wzrostu płynności, powstaje problem realizacji odpowiedniej „strategii wyjścia” (*exit strategy*). Podstawowe problemy związane są z określeniem czasu, sposobu i sekwencji zakończenia realizacji polityki wzmocnionego wsparcia kredytowego oraz *quantitative easing*. Od początku 2010 r. EBC rozpoczął wdrażanie strategii wyjścia, o czym świadczy m.in. fakt, że wygasły linie swapowe, ograniczona została liczba i częstotliwość operacji w ramach LTORs, nastąpił powrót do przetargów w oparciu o zmienną stopę procentową w ramach LTORs, co stało się czytelnym sygnałem dla systemu bankowego, że EBC nie będzie już zaspakajał całego popytu na płynność. Zmniejszanie sumy bilansowej także będzie następowało samoistnie, na skutek zapadania kolejnych papierów wartościowych w bilansach EBC i narodowych banków centralnych. Jednak intensyfikacja kryzysu zadłużeniowego doprowadziła do wznowienia procedur przetargowych o stałej stopie procentowej dla regularnych operacji 3-miesięcznych, wprowadzono ponownie 6-miesięczne operacje refinansujące z całkowitym przydziałem, odnowiono linie swapowe z FED. Opóźnia to realizację strategii wyjścia i powoduje, że EBC nadal wykorzystuje instrumenty polityki antykryzysowej, aczkolwiek mniej intensywnie, i w innym zakresie.

W ocenie dotychczasowych działań antykryzysowych EBC podkreśla się:

- elastyczność i szybkość reakcji, co pozwoliło zapobiec systemowemu załamaniu sektora finansowego i osiągnięcie stabilizacji;
- dużą wartość transferowanych funduszy, zarówno w walucie własnej, jak i zagranicznej.

Kryzys wykazał, że możliwości oddziaływania EBC na sektor bankowy, aby skłonić go do zwiększenia akcji kredytowej, są ograniczone. Obniżki stóp procentowych oraz zwiększone wsparcie płynnościowe nie wystarcza dla odblokowania akcji kredytowej, gdyż na politykę kredytową banków wpływają także inne czynniki, jak np. wysokość współczynnika wypłacalności, czy ryzyko kredytowe.

Instrumenty (zarówno standardowe, jak i niestandardowe) stosowane przez EBC były w dużym zakresie wykorzystywane przez inne banki centralne. Większość banków centralnych stosowała podobne techniki zarządzania kryzysowego, a nawet w większym zakresie – np. FED wprowadził zdecydowanie więcej nowych programów pomocowych niż EBC. Zdaniem W. Buitera, polityka EBC ostrożnego formułowania programów pomocowych i realizacja wsparcia płynnościowego głównie w oparciu o istniejące, znane *ex ante* operacje i procedury (nawet, jeśli stosowane były z modyfikacjami) pozwoliła minimalizować *moral*

hazard (pokusę nadużycia), którą mogą kreować nadmierne działania stabilizacyjne banku centralnego¹⁴.

Ponadto, instrumenty EBC były powrotem do „starych” zasad i instrumentów stosowanych w bankowości centralnej. Linie swapowe stosowane były znacznie wcześniej – w latach 60. przez FED, lecz w czasie kryzysu służyły innym celom (pierwotne zastosowanie linii swapowych było dla celów interwencji walutowej, jako instrument polityki antykryzysowej dla zapewnienia płynności walutowej w systemach bankowych). Również uznawana za niekonwencjonalną polityka *quantitative easing* należała w latach 60. i 70. do standardowych działań banków centralnych. Szeroka gama instrumentów zarządzania kryzysowego, zastosowana przez EBC głównie w postaci zmodyfikowanych instrumentów standardowych, wynikała z bogatego instrumentarium zbudowanego już w 1999 r. dla nowo powstałego banku centralnego.

Joanna Bogolębska

THE EBC MONETARY POLICY INSTRUMENTS IN TIMES OF FINANCIAL TURMOIL

The aim of the article is to present the monetary policy instruments used by the European Central Bank during the financial crisis of 2007–2010. There have been many instruments aimed at providing liquidity to the banking system and reducing short-term interest rates volatility. Apart from the classical instrument of interest rates reductions, ECB used a broad set of standard instruments and procedures of liquidity provision, modifying lots of them. However, one cannot name EBC the innovative central bank in its crisis management policy. All of the instruments were in fact monetary policy tools in the 60thies or 70thies. ECB did not provide as many innovative stabilization programmes as other central banks (FED, for example). The crisis management policy of the ECB should be judged positively, due to special institutional and organizational framework under which it operates.

¹⁴ W. Buiter, *Central banks and financial crises*, [w:] *Maintaining stability in a changing financial system: a symposium*, Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole 2009.