



# Antykryzysowe działania Europejskiego Banku Centralnego – przyczyny, przebieg i skutki w poszczególnych fazach kryzysu

**Autor:** Katarzyna Sum

## Abstrakt

Kryzys finansowy z lat 2007–2010 stanowił duże wyzwanie dla Europejskiego Banku Centralnego (EBC). Specyfiką kryzysu finansowego w strefie euro był jego trzyetapowy przebieg przejawiający się kolejno: zawirowaniami na rynku pieniężnym w połowie 2007 r., przeniesieniem globalnego kryzysu do krajów strefy euro po upadku Lehman Brothers w 2008 r. oraz kryzysem zadłużenia w 2010 r. Dużym utrudnieniem walki z kryzysem dla EBC było oderwanie polityki monetarnej od polityki fiskalnej i brak możliwości osiągnięcia pożądanego *policy mix*. Celem opracowania jest przedstawienie antykryzysowych działań EBC, ich przyczyn, przebiegu i efektów w poszczególnych fazach kryzysu oraz próba oceny tych działań w świetle ich efektywności oraz zgodności z uprawnieniami EBC.

**Słowa kluczowe:** Europejski Bank Centralny, kryzys finansowy, kryzys zadłużeniowy, polityka monetarna

**JEL:** G01, G21, E52, E58

**Historia:** otrzymano 2015-07-30, poprawiono 2015-12-22, zaakceptowano 2015-12-24

## Wstęp

Europejski Bank Centralny (EBC) jako instytucją odpowiedzialną za jednolitą politykę monetarną w strefie euro dysponuje szerokim wachlarzem instrumentów stabilizacyjnych. Pełniąc funkcję banku centralnego znaczącego gospodarczo obszaru, może istotnie wpływać na sytuację na międzynarodowych rynkach finansowych. Rola EBC jako instytucji stabilizującej

sytuację gospodarczą w strefie euro uwydatniła się zwłaszcza w czasie kryzysu finansowego z lat 2007–2010. Specyfiką kryzysu finansowego w strefie euro był jego trzyetapowy przebieg. Pierwszy etap rozpoczął się w sierpniu 2007 roku i przejawiał się destabilizacją na rynku pieniężnym. Drugi etap był skutkiem przeniesienia się globalnego kryzysu do krajów strefy euro po upadku Lehman Brothers. Trzeci etap pojawił się w efekcie znaczącego

pogorszenia stanu finansów publicznych w krajach członkowskich i przybrał formę kryzysu zadłużenia (Drudi i in., 2012). We wszystkich fazach kryzysu EBC odgrywał istotną rolę jako instytucja stabilizująca sytuację gospodarczą w krajach strefy euro. Najcięższym wyzwaniem dla EBC był niewątpliwie trwający do dziś kryzys zadłużeniowy.

EBC podobnie jak inne banki centralne na całym świecie musiał się zmierzyć z kryzysem, podtrzymując słabnącą drastycznie płynność sektora bankowego, zapobiegając ryzyku systemowemu i zapewniając stabilność rynków finansowych. Działania te musiały być dostosowane do specyfiki heterogenicznej gospodarki, jaką jest obszar euro. Sytuacja EBC była o tyle trudniejsza od sytuacji innych banków centralnych, że działał on, w przeciwieństwie do narodowych banków centralnych, bez współpracy z władzami fiskalnymi. W literaturze ekonomicznej, jak i w mediach pojawiały się głosy, iż w czasie kryzysu EBC podejmował działania poza obszarem swoich uprawnień, tj. finansowanie długu krajów członkowskich. Z takim stanowiskiem nie zgadza się sam EBC, argumentując, że działania antykryzysowe podejmował w ramach zapisanej w Traktacie strategii i za pomocą przysługujących mu narzędzi. Działania te były podyktowane koniecznością obrony wspólnej waluty w obliczu zagrożenia rozpadu strefy euro

Niniejsze opracowanie ma na celu przedstawienie antykryzysowych działań EBC, ich przyczyn, przebiegu i efektów. Charakterystyka ta jest poprzedzona omówieniem funkcji, uprawnień i narzędzi EBC, w ramach których działania antykryzysowe się odbywały. Na koniec podjęto próbę oceny działań w świetle ich efektywności oraz zgodności z uprawnieniami EBC. Metoda badawcza opiera się na analizie danych statystycznych dotyczących rynku pieniężnego oraz

finansów publicznych w trzech etapach kryzysu.

## Funkcje i narzędzia EBC

### Zadania i uprawnienia EBC

Podstawowym celem EBC jest utrzymanie stabilności cen, zdefiniowanej jako stabilizacja inflacji mierzonej wskaźnikiem HICP na poziomie 2% rocznie. Cel ten EBC realizuje w ramach przyjętej strategii polityki pieniężnej i za pomocą zdefiniowanych w jego statucie narzędzi (ECB, 2011a). EBC jako instytucja ponadnarodowa działa w odmiennych warunkach niż narodowe banki centralne. Kapitał EBC został wniesiony przez narodowe banki centralne wszystkich krajów UE. Udziały poszczególnych krajów zostały zdefiniowane w oparciu o udział ich gospodarek w PKB i populacji UE. Udziały te są dostosowywane okresowo. Traktat określa również sposób alokacji zysków i strat EBC.

Z uwagi na fakt, że EBC jest instytucją ponadnarodową, zakres jego uprawnień jest ograniczony do działań mających na celu zapewnienie stabilności cen w obszarze euro. Traktat określa instytucjonalne uwarunkowania funkcjonowania EBC, spośród których w kontekście działań antykryzysowych zwłaszcza istotne są: zakaz finansowania długu państw członkowskich przez EBC, czyli zakaz nabywania obligacji rządowych na rynku pierwotnym i ograniczenia tych transakcji na rynku wtórnym (art. 123), zakaz uprzywilejowanego dostępu instytucji publicznych do rynku finansowego (art. 124) oraz klauzula *no bail out*, zakazująca oddłużenia państw członkowskich przez EBC (art. 125). Za przyjęciem wskazanych uwarunkowań instytucjonalnych przemawiało przeświadczenie, że poszczególne państwa członkowskie nie powinny być obciążane długiem innych państw członkowskich.

Należy zaznaczyć, iż w kontekście działań antykryzysowych sytuacja EBC była trudna. Polityka monetarna EBC nie miała wsparcia od strony polityki fiskalnej, jako że nie istniała instytucja koordynująca finanse publiczne strefy euro. Rozwiązania w ramach Paktu Stabilności i Wzrostu okazały się niewystarczające, by utrzymać stabilność finansów publicznych krajów strefy euro (European Council 1997). Destabilizujący wpływ wzrastającego zadłużenia na rentowność obligacji rządowych znacznie utrudniał podtrzymywanie płynności na rynku międzybankowym przez EBC. Strategia działań antykryzysowych musiała więc uwzględnić założenie, że polityka monetarna działa w oderwaniu od polityki fiskalnej, zatem trudniej jest osiągnąć pożądany *policy mix*.

#### Narzędzia polityki monetarnej

Do głównych narzędzi polityki monetarnej EBC należą: operacje otwartego rynku, operacje depozytowo-pożyczkowe i stopa rezerwy obowiązkowej. Operacje otwartego rynku mają na celu: kształtowanie rynkowych stóp procentowych zgodnie z celem EBC, wpływanie na oczekiwania uczestników rynku oraz zapewnienie pożądanego poziomu płynności. Operacje te EBC przeprowadza za pośrednictwem Eurosystemu, czyli narodowych banków centralnych krajów należących do strefy euro. Można wyróżnić cztery rodzaje operacji otwartego rynku: podstawowe operacje refinansujące, długoterminowe operacje refinansujące, operacje typu *fine tuning* i operacje strukturalne. Najbardziej znacząca jest pierwsza z wymienionych grup operacji. Wykonywane są one za pomocą transakcji repo i przeprowadzone co tydzień z tygodniowym okresem zapadalności. Te operacje mają na celu regulację płynności krótkookresowej oraz kształtowanie oczekiwań uczestników

rynku. EBC ustala stopę procentową dla podstawowych operacji refinansujących, która kształtuje strukturę stóp na rynku pieniężnym. Operacje należące do drugiej grupy (refinansujące długoterminowe) EBC przeprowadza raz w miesiącu, a okres zapadalności instrumentów wynosi trzy miesiące. Ta grupa operacji ma na celu zapewnienie płynności długoterminowej, bez kształtowania długookresowych oczekiwań. Operacje refinansujące przeprowadzane są w drodze przetargów. Stronami przetargu mogą być instytucje uprawnione przez EBC do uczestnictwa w operacjach polityki pieniężnej. W ramach przetargu instytucje finansowe zgłaszają zapotrzebowanie na płynne środki. EBC przyznaje środki według udziałów w zapotrzebowaniu, rozdysponowując z góry określony zasób płynności. W okresach stabilności finansowej EBC zwykle przyznaje jedynie część zapotrzebowania na płynne środki, stosując tzw. *haircut*<sup>1</sup>.

Trzecia grupa, operacje typu *fine tuning*, przeprowadzane są zwykle w ostatni dzień obowiązywania stopy rezerwy obowiązkowej i mają na celu korektę stóp procentowych zmniejszanych przez wahania poziomu płynności rynków. Operacje te wykonywane są za pomocą instrumentów repo, swapów walutowych lub depozytów. Mogą odbywać się na podstawie przetargów lub umów bilateralnych. EBC może ograniczyć listę instytucji uprawnionych do uczestnictwa w operacjach *fine tuning*. Operacje te nie mają ustalonej częstotliwości ani okresu zapadalności.

Czwarta grupa, operacje strukturalne, służą dostosowaniu struktury aktywów Eurosystemu do struktury aktywów instytucji rynków finansowych. Operacje te wykonuje się za pomocą emisji certyfikatów dłużnych EBC,

<sup>1</sup> Różnica między zgłoszonym zapotrzebowaniem na płynność a przyznanym zasobem płynności.

transakcji bezwarunkowych (*outright transactions*) oraz transakcji repo (ECB 2011b). W zależności od użytego instrumentu operacje te przeprowadza się za pomocą umów bilateralnych lub przetargów, w których mogą brać udział wszystkie instytucje uprawnione do uczestnictwa w transakcjach polityki pieniężnej EBC. Operacje strukturalne przeprowadzone są nieregularnie i nie mają ustalonego okresu zapadalności.

Operacje depozytowo-pożyczkowe mają na celu absorpcję nadmiernej płynności jednodniowej. Wpływają w ten sposób na jednodniową stopę na rynku pieniężnym EONIA i kształtują oczekiwania uczestników rynku. Instytucje uprawnione do uczestnictwa w tych operacjach mogą uzyskać pożyczkę od Eurosystemu pod zastaw depozytu zabezpieczającego. Instytucje te mogą również ulokować nadmiar płynności w Eurosystemie. Rynekowa stopa jednodniowa zwykle waha się w przedziale między stopą depozytów i pożyczek w ramach operacji Eurosystemu (ECB 2011b).

Wyznaczenie stopy rezerwy obowiązkowej przez EBC ma na celu stabilizację stóp procentowych na rynku pieniężnym i kontrolowanie płynności na tym rynku. Wysokość stopy jest uzależniona od średniej dziennej struktury bilansu instytucji finansowych w danym okresie obowiązywania stopy.

Instytucje chcące uczestniczyć w operacjach polityki monetarnej muszą spełnić szereg kryteriów ustalonych przez EBC. Istotne jest ponadto, by banki chcące brać udział w tych operacjach wykazywały honorowane przez Eurosystem depozyty pod zastaw transakcji.

Wpływ kryzysu finansowego na transmisję polityki pieniężnej

Transmisja polityki pieniężnej w okresach stabilności finansowej odbywa się za pomocą kanału: stóp

procentowych, cen aktywów, kursów walutowych oraz pożyczek bankowych (ECB 2010a). W przypadku pierwszego z kanałów kluczową rolę odgrywa poprawne funkcjonowanie rynku pieniężnego. EBC ustala podstawowe stopy procentowe<sup>2</sup> i w ten sposób kształtuje stopy procentowe obowiązujące na tym rynku. Stopy na rynku pieniężnym istotnie warunkują refinansowanie banków, co z kolei wpływa na oprocentowanie kredytów i depozytów dla przedsiębiorstw i gospodarstw domowych. Po ustaleniu stopy EBC przydziela pożądany zasób płynności, umożliwiając zachowanie preferowanej struktury stóp procentowych (ECB 2010a). Warunkiem prawidłowej transmisji struktury stóp procentowych jest zaufanie uczestników rynku pieniężnego do pozostałych instytucji na nim funkcjonujących oraz do aktywów będących przedmiotem obrotu na tym rynku. Należy zaznaczyć, że w warunkach kryzysu finansowego doszło do zaburzenia tego zaufania – banki nie chciały deponować nadwyżek płynności w innych instytucjach po określonych stopach procentowych, żądały natomiast wyższej premii za ryzyko. Transmisja polityki monetarnej za pomocą kanału stóp procentowych została więc zakłócona w czasie kryzysu. Dodatkowym utrudnieniem było prowadzenie analizy monetarnej w warunkach destabilizacji mechanizmu transmisji (ECB 2009). W celu stabilizacji sytuacji na rynku pieniężnym EBC musiał sięgnąć po niestandardowe narzędzia polityki monetarnej (ECB 2010b). Czynnikiem skłaniającym EBC do podjęcia niestandardowych działań antykryzysowych była również dysfunkcja pozostałych kanałów transmisji polityki monetarnej – kanałów cen aktywów oraz pożyczek bankowych.

<sup>2</sup> Stopy: kredytu refinansowego, oprocentowania depozytów, lombardowa i rezerwy obowiązkowej.

Transmisja polityki monetarnej przez kanał pożyczek bankowych odgrywa istotną rolę w strefie euro z uwagi na fakt, że działalność gospodarcza w tym ugrupowaniu finansowana jest głównie przez kredyty bankowe. Warunki pozyskiwania finansowania przez banki wpływają zatem istotnie na poziom akcji kredytowej dla przedsiębiorstw i gospodarstw domowych i w efekcie na realną sferę gospodarki. W literaturze wskazuje się na fakt, iż kanał transmisji polityki monetarnej przez pożyczki bankowe uległ zniekształceniu z uwagi na ekspansję sekurytyzacji i innowacji finansowych (Altunbas i in. 2009). Możliwość pozyskiwania przez banki funduszy na rynkach finansowych uniezależniła w pewnym stopniu wielkość akcji kredytowej od jej preferowanego poziomu, wyznaczanego przez środki polityki monetarnej. W obliczu braku antycyklicznych regulacji bankowych doprowadziło to nadmiernej ekspansji kredytu w wielu krajach strefy euro i przyczyniło się do nasilenia kryzysu finansowego.

Fakt, że banki finansowały swoją działalność przez rynki finansowe, uzależnił koszty tego finansowania od cen aktywów, zwłaszcza od cen listów zastawnych (*covered bonds*)<sup>3</sup> i obligacji rządowych. Podczas kryzysu doszło do znacznych wahań cen wskazanych instrumentów, co znacząco wpłynęło na warunki udzielania kredytów przez banki. Oznaczało to dysfunkcję trzeciego kanału transmisyjnego polityki monetarnej – kanału cen aktywów.

Działania antykryzysowe EBC musiały być zgodne ze strategią polityki

<sup>3</sup> Listy zastawne (*Pfandbriefe* w Niemczech, *obligations foncières* we Francji i *cédulas* w Hiszpanii) to emitowane przez banki długoterminowe instrumenty dłużne. Celem emisji jest refinansowanie pożyczek dla instytucji sektora publicznego. Zabezpieczenie stanowią: prawo regresu do emitenta oraz finansowane za pomocą instrumentu aktywa.

pieniężnej określonej w statucie instytucji. Strategia ta oparta jest na dwóch filarach służących ocenie ryzyka utraty stabilności cen w średnim okresie. W okresie stabilności finansowej wystarczającym narzędziem kształtowania oczekiwań uczestników rynku pieniężnego jest podstawowa stopa dla operacji refinansujących. W czasie kryzysu z uwagi na wyżej wskazane zniekształcenia poziom tej stopy nie był wystarczającą informacją, dlatego też EBC starał się również w inny sposób wpływać na oczekiwania uczestników rynku. Oznaczało to chwilowe odejście od zasady rozdzielności decyzji i implementacji polityki monetarnej, zgodnie z którą tylko podstawowa stopa może kształtować oczekiwania rynku (ECB 2011b). Z uwagi na ten fakt EBC utrzymywał stopę jednodniową na poziomie zgodnym z podstawowymi stopami, jednak odbiegała ona od stopy dla operacji refinansujących w porównaniu z okresem stabilności (Cour-Thimann i Winkler, 2013). Oprócz sterowania krótkoterminową stopą procentową EBC opracował dodatkowe, niestandardowe narzędzia polityki pieniężnej. Celem niestandardowych działań EBC było zachowanie pożądanej, jednolitej w skali strefy euro struktury stóp procentowych na rynku pieniężnym w warunkach kryzysu.

Błyskawiczna transmisja kryzysu w skali międzynarodowej oraz pomiędzy sektorem publicznym i bankowym wywołała destabilizację rynków finansowych, przejawiającą się we wzroście *spreadów* cen papierów wartościowych i spadku ratingów kredytowych instytucji i gospodarek. Wpłynęło to zarówno na prowadzenie, jak i transmisję polityki monetarnej. Grammaticos i Vermeulen wskazują na fakt, że transmisja kryzysu do instytucji finansowych nasiliła się po upadku Lehman Brothers. Możliwości finansowania banków uzależniły się znacząco od *spreadów* obligacji



niemieckich i greckich (Grammaticos i Vermeulen 2012).

Dobór instrumentów w działaniach antykrzysowych musiał być dostosowany do specyfiki gospodarki strefy euro. Z uwagi na fakt, że finansowanie działalności gospodarczej w strefie euro odbywa się głównie za pośrednictwem banków, wybór antykrzysowych narzędzi EBC był ukierunkowany właśnie na banki (Court-Thimann i Winkler 2013). W celu zapewnienia jednolitej płynności na rynku bankowym, nadzwyczajne operacje EBC były przeprowadzane za pośrednictwem narodowych banków centralnych, działających w ramach Eurosystemu. W ten sposób EBC chciał zapewnić, by wszystkie instytucje uprawnione do uczestnictwa w operacjach refinansujących miały do nich dostęp.

Dodatkowym problemem w sektorze bankowym strefy euro okazał się brak motywacji do reformy regulacji systemu bankowego w wielu krajach. Sytuacja taka wynikała z faktu, że sektor transakcji międzybankowych w strefie euro był w wysokim stopniu zintegrowany. Zanikła granica między transakcjami krajowymi i międzynarodowymi, mimo tego kompetencje nadzoru bankowego pozostały na poziomie narodowym. W gospodarkach borykających się z problemami nierównowagi zewnętrznej istniała pokusa, by finansować deficyt bilansu obrotów bieżących napływem środków finansowych przez stymulowanie operacji transgranicznych. Ten problem mógł być rozwiązany jedynie przez koordynację regulacji bankowych na poziomie ponadnarodowym. Zadanie to wykraczało poza kompetencje EBC, tym niemniej luźne regulacje bankowe utrudniały działania antykrzysowe polityki monetarnej. Stworzenie instytucji koordynującej nadzór bankowy (European Banking Authority) w 2011 r. i rozpoczęcie dyskusji nt. unii bankowej w UE miały ułatwić sprawowanie

funkcji EBC (European Parliament, EU Council 2010).

#### Zarys czasowy kryzysu i działania EBC

Jak wskazano we wstępie, kryzys finansowy w strefie euro przebiegł w trzech fazach. Pierwszy etap rozpoczął się w sierpniu 2007 roku i przejawiał się destabilizacją na rynku pieniężnym. Drugi etap był skutkiem przeniesienia globalnego kryzysu do krajów strefy euro po upadku Lehman Brothers. Trzeci etap pojawił się w efekcie znaczącego pogorszenia stanu finansów publicznych w krajach członkowskich i przybrał formę kryzysu zadłużenia (Drudi i in. 2012).

W pierwszych dwóch fazach kryzysu poszczególne banki krajów UE borykały się z problemami niedoboru płynności, niemniej jednak dzięki względnie konserwatywnym regulacjom bankowym<sup>4</sup> w krajach strefy euro i działaniom antykrzysowym EBC stabilność sektora bankowego została utrzymana. Dopiero negatywne sprzężenie zwrotne między pogorszoną sytuacją sektora bankowego i kondycją finansów publicznych krajów UE sprawiło, że działania EBC stały się niewystarczające w zwalczaniu kryzysu finansowego. Kryzys zadłużeniowy ujawnił konieczność koordynacji antykrzysowych działań instytucji UE. Działania antykrzysowe EBC musiały być wspierane reformami strukturalnymi w państwach członkowskich. Operacje polityki monetarnej nie mogły zastąpić reform, których konieczność ujawnił kryzys. Dlatego też trzecia faza kryzysu stanowiła najcięższe wyzwanie dla EBC. W kolejnym podrozdziale

<sup>4</sup> Kraje strefy euro cechowały się przed kryzysem stosunkowo konserwatywnymi regulacjami bankowymi w porównaniu np. z Wielką Brytanią czy Stanami Zjednoczonymi. Spektrum działalności i inwestycji banków było w niektórych krajach znacznie ograniczone (Sum 2013).

scharakteryzowano działania antykryzysowe EBC na każdym z trzech etapów.

### Turbulencje na rynku pieniężnym w 2007 roku

Początki kryzysu finansowego można było obserwować od 9 sierpnia 2007 r. Miało wtedy miejsce załamanie zaufania na rynku pieniężnym, zapoczątkowane wstrzymaniem operacji odkupu przez istotną część rynku bankowego dla trzech funduszy inwestycyjnych (Drudi i in.2012). Decyzja o wstrzymaniu operacji odkupu wynikała z rosnącego spadku zaufania do instrumentów pochodnych na produkty *subprime*, które znajdowały się w portfelach funduszy i charakteryzowały brakiem możliwości ich wyceny. Wzrost *spreadów* na rynku pieniężnym spowodował chwilowe problemy z płynnością na rynku międzybankowym.

Reakcją EBC były wzmożone operacje refinansujące, mające na celu stymulację płynności rynku międzybankowego przy utrzymaniu stałej stopy rezerwy obowiązkowej, gwarantującej stabilność płynności (Cour-Thimann i Winkler 2013). W ramach operacji refinansujących EBC przydzielił pełny zasób płynności, na które banki zgłosiły zapotrzebowanie. Banki wykorzystały 95 mld EUR już w pierwszym dniu tej operacji (ECB 2010a). Dodatkowo EBC wprowadził operacje refinansujące z okresem zapadalności trzech i sześciu miesięcy. Operacje sześciomiesięczne były nadzwyczajnym środkiem polityki pieniężnej. W ten sposób EBC przyczynił się do złagodzenia ryzyka płynności w dłuższym okresie i skłonił banki do podtrzymania akcji kredytowej. Jednocześnie przydział płynności dla operacji refinansujących o krótszych terminach zapadalności został ograniczony (ECB 2010a). Zamiast tego w celu podtrzymania płynności krótkookresowej EBC dokonywał operacji typu *fine tuning* – zarówno

zwiększających, jak i absorbujących płynność. Z uwagi na ograniczoną płynność na rynku walutowym EBC skupował papiery wartościowe denominowane w EUR w zamian za dolary amerykańskie w ramach umowy swapowej z Systemem Rezerwy Federalnej. W późniejszym okresie umowę swapową EBC zawarł również z bankiem centralnym Szwajcarii (Drudi i in. 2012).

Należy zaznaczyć, że w pierwszej fazie kryzysu EBC utrzymywał podstawową stopę procentową na stałym poziomie (wykres 1), co wynikało z braku presji inflacyjnej. Do podwyżki doszło dopiero w sierpniu 2008 r. Działania EBC były skoncentrowane na odbudowaniu zaufania uczestników rynku do rynku bankowego. Częste, krótkoterminowe operacje refinansujące miały na celu ukształtowanie stopy EONIA na poziomie zbliżonym do podstawowej stopy dla operacji refinansujących. Oprócz tego miały miejsce zwykłe, krótkoterminowe operacje refinansujące w ostatni dzień obowiązywania stopy rezerwy obowiązkowej. Ponadto EBC podejmował wzmożoną aktywność w zakresie długoterminowych operacji refinansujących. W celu ograniczenia ryzyka utraty płynności na przełomie roku EBC przydzielił pełną płynność dla ostatniej, głównej operacji refinansującej w roku. Działania te okazały się skuteczne, jako że płynność na rynku pieniężnym strefy euro została przywrócona (Cour-Thimann i Winkler 2013).

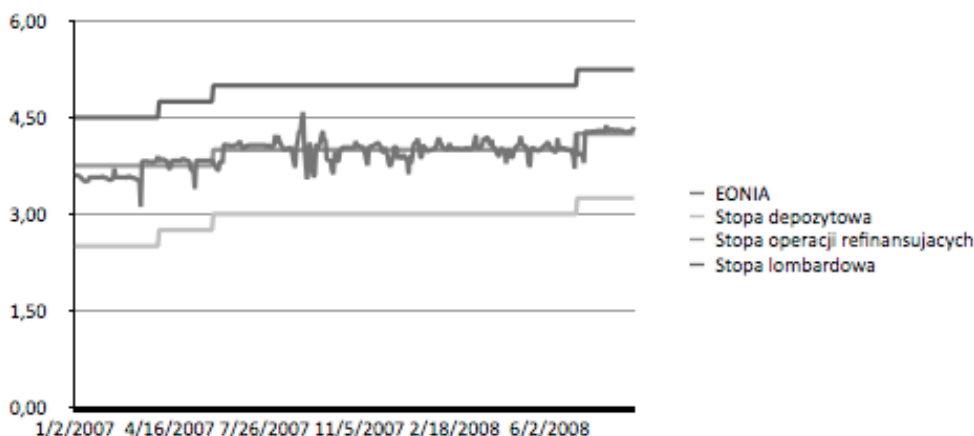
Z poniższego wykresu wynika, iż stopa jednodniowa ustabilizowała się na poziomie podstawowej stopy dla kredytu refinansowego.

### Globalny kryzys finansowy

Druga faza kryzysu rozpoczęła się wraz z upadkiem Lehman Brothers 15 września 2008 r.

Oprócz dotychczasowych obaw o płynność pojawiły się obawy o wypłacalność

**Wykres 1. Stopy procentowe EBC i jednolitej stopa procentowa EONIA na rynku pieniężnym w pierwszej fazie kryzysu**



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych EBC oraz <http://www.emmi-benchmarks.eu>

dużych instytucji finansowych. Miało miejsce spadanie zaufania do derywatów kredytowych, które stanowiły znaczącą część portfeli banków. Obawy o płynność spowodowały masową wyprzedaż aktywów w bankach europejskich, co doprowadziło do załamania na rynku pieniężnym strefy euro z końcem września 2008 r. Miało miejsce drastyczny wzrost *spreadów* stóp procentowych na rynku pieniężnym. Panowało przekonanie, że interwencje banków centralnych nie będą wystarczające, by przywrócić płynność na rynku. Z uwagi na ten fakt banki zaczęły gromadzić zapasy płynności, co przy dużym udziale finansowania działalności gospodarczej przez sektor bankowy groziło krachem kredytowym w strefie euro.

Aby zapobiec takiej sytuacji, EBC obniżył podstawowe stopy procentowe i podjął ponownie wzmoczone operacje refinansujące. Miało miejsce rekordowe obniżenie stopy operacji refinansujących do 1% w maju 2009 (wykres 2.) W ramach operacji refinansujących EBC ponownie przydzielił pełną płynność, na którą banki zgłosiły zapotrzebowanie. Ponadto w okresie

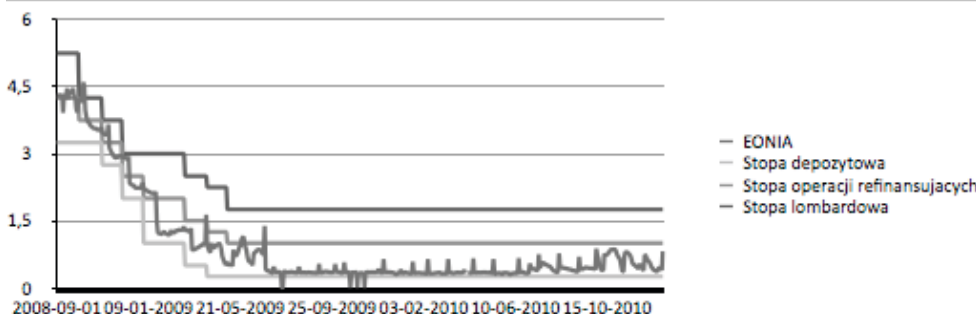
od października 2008 r. do stycznia 2009 r. zawężono *spread* oprocentowania operacji depozytowo-pożyczkowych (wykres 2). Złagodzone warunki udzielania kredytów przez EBC przez poszerzenie spektrum aktywów uznawanych jako depozyt pod zastaw transakcji oraz obniżenie wymaganego progu ratingu dla niektórych grup aktywów.

Ogół działań antykryzysowych za pomocą niestandardowych środków polityki pieniężnej w drugiej fazie kryzysu był określane mianem *enhanced credit support*, czyli wzmoczonego wsparcia kredytowego (Cour-Thimann i Winkler 2013). Głównymi środkami wsparcia kredytowego były:

1. Przyznanie pełnej płynności po ustalonej stopie w ramach wszystkich operacji refinansujących. Oznaczało to nieograniczony dostęp do płynnych środków udostępnianych przez EBC pod warunkiem posiadania aktywów mogących stanowić depozyt zabezpieczający. W ten sposób próbowano pobudzić akcję kredytową banków i przeciwdziałać zaburzeniom transmisji polityki pieniężnej.



**Wykres 2. Stopy procentowe EBC i jednolita stopa procentowa EONIA na rynku pieniężnym w drugiej fazie kryzysu**



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych EBC oraz <http://www.emmi-benchmarks.eu>

2. Wydłużenie terminów zapadalności transakcji wspierających płynność banków. Okres zapadalności długookresowych operacji refinansujących wydłużono do 6 i 12 miesięcy. Taka zmiana była dodatkowym czynnikiem sprzyjającym obniżeniu stóp procentowych na rynku pieniężnym. Banki miały możliwość długoterminowego planowania płynności oraz pozyskiwania płynnych środków po niższych kosztach. Dłuższe terminy zapadalności umożliwiły bankom rozwiązanie problemu niedopasowania terminowego struktury aktywów i pasywów (ECB 2010a).

3. Poszerzenie zakresu aktywów uznawanych jako depozyt zabezpieczający umożliwiło bankom refinansowanie również mniej płynnych aktywów przez operacje EBC. Pobudziło to operacje pożyczkowe na rynku międzybankowym (Cour-Thimann i Winkler 2013). EBC uznawało jako depozyt zabezpieczający papiery wartościowe emitowane przez podmioty prywatne już przed kryzysem. Tendencja ta została wzmocniona w trakcie kryzysu, jako że w okresie turbulencji na rynkach finansowych transakcje odkupów papierów wartościowych emitowanych przez podmioty prywatne były

znacznie utrudnione (ECB 2010a). Utrudnienia w przeprowadzaniu transakcji dotyczyły np. derywatów typu *asset backed securities* (ABS), których rynek załamał się po upadku Lehman Brothers. Dodatkowo poszerzono listę instytucji uprawnionych do uczestnictwa operacjach *fine tuning* przeprowadzanych przez EBC z 140 do 2000 (ECB 2010a).

4. EBC wprowadził umowy na swapy walutowe z innymi bankami centralnymi: Danmarks Nationalbank, Magyar Nemzeti Bank i Narodowym Bankiem Polski w celu zwiększenia podaży euro w sektorze bankowym Danii, Węgier i Polski (ECB 2010a). W ramach tych umów sprzedawał kontrakty walutowe o różnych terminach zapadalności pod zastaw depozytów zabezpieczających denominowanych w euro za pośrednictwem narodowych banków centralnych. Istotne znaczenie miały zwłaszcza umowy z Rezerwą Federalną, jako że banki w strefie euro były w dużej mierze zaangażowane w finansowanie amerykańskich przedsiębiorstw, m.in. nieruchomości. Spadek płynności na tych segmentach rynku przyczynił się do znacznego ograniczenia podaży dolarów amerykańskich. Umowy swapowe EBC pozwoliły

przeciwdziałać tej tendencji (Cour-Thimann i Winkler 2013).

5. EBC wprowadził program zakupu listów zastawnych (*Covered bond purchase programme*). EBC zadeklarował zakup listów zastawnych emitowanych w euro i przez państwa strefy euro o wartości 60 mld EUR w okresie od czerwca 2009 r. do czerwca 2010 r. za pośrednictwem narodowych banków centralnych (Drudi i in. 2012). EBC nabywał listy zastawne w ramach operacji bezwarunkowych (*outright transactions*). Program ten miał duże znaczenie dla sektora bankowego strefy euro, jako że rynek listów zastawnych był podstawowym źródłem pozyskiwania kapitału dla wielu banków obszaru euro. W czasie kryzysu ten segment rynku borykał się z problemem spadku emisji instrumentów, spadku płynności i wzrostu *spreadów* (ECB 2010a). Wartość instrumentów objętych programem stanowiła ok. 2,5% wartości wyemitowanych obligacji w tym czasie (Cour-Thimann i Winkler 2013). Program zakończył się 30 czerwca 2010 r. EBC dokonał zakupu w sumie 422 listów zastawnych -27% na rynku pierwotnym i 73% na wtórnym (ECB 2010a). Okres zapadalności tych instrumentów wahał się między 3 i 7 lat. Program zakupu listów zastawnych dał więc impuls do ponownego pobudzenia tego segmentu rynku i pozyskiwania funduszy dla banków.

Podjęte przez EBC działania były skuteczne, jako że we wrześniu 2009 r. *spready* na rynku pieniężnym wróciły do ich poziomu sprzed kryzysu (wykres 2). Program wsparcia kredytowego istotnie wpłynął na płynność i ceny na rynku międzybankowym. Krótkoterminowe i zarazem długoterminowe stopy procentowe na rynku pieniężnym zostały znacznie obniżone przez przyznanie pełnej płynności w operacjach refinansujących. Realne długoterminowe stopy spadły okresowo poniżej zera (ECB 2010a). Niskie stopy

procentowe sprzyjały pobudzeniu inwestycji w realnej sferze gospodarki.

W drugiej fazie kryzysu EBC stał się ważnym pośrednikiem na rynku pieniężnym. Aktywność banków komercyjnych spadła, można było natomiast zaobserwować ekspansję bilansów banków centralnych działających w ramach Eurosystemu. Za sprawą programów wspierania akcji kredytowej banki zgłaszały popyt na większą ilość płynnych środków niż byłoby to potrzebne w celu sfinansowania ich dziennych transakcji i w efekcie zgromadziły nadmiar płynności. Te środki nie były jednak wykorzystywane do udzielania pożyczek międzybankowych, lecz lokowane w ramach operacji depozytowych w EBC. Efektem tego był wzrost zbieżności stóp jednodniowych na rynku pieniężnym i stóp dla operacji depozytowych EBC (wykres 2).

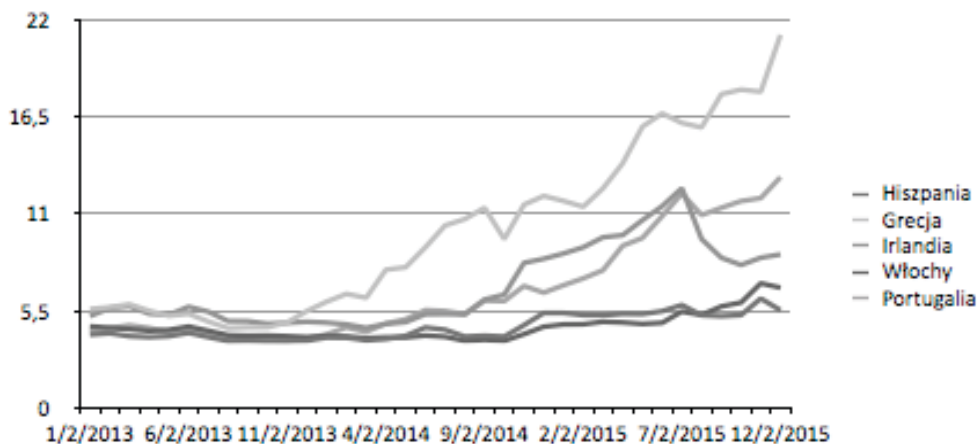
Poszerzenie spektrum aktywów uznawanych jako depozyty pod zastaw transakcji sprawiło, że znacznie wzrósł udział aktywów typu ABS w operacjach EBC, zmalał natomiast udział papierów wartościowych emitowanych przez instytucje publiczne (Allen i Moessner 2013).

Jako że program wsparcia kredytowego przywrócił stabilność na rynku międzybankowym i przyniósł oczekiwane efekty w sektorze bankowym krajów strefy euro w grudniu 2009 r., postanowiono o powolnym wycofaniu nadzwyczajnych środków polityki pieniężnej.

#### Kryzys zadłużeniowy w strefie euro

Potrzeba wsparcia przez rządy instytucji finansowych borykających się z problemami wypłacalności pogorszyła znacznie sytuację finansów publicznych krajów strefy euro. Wiosną 2010 r. rząd grecki ogłosił zrewidowane dane dotyczące stanu finansów publicznych wskazujące na niewypłacalność kraju. Rewizja danych wskazała na zwiększenie deficytu budżetowego

Wykres 3. Rentowność 10-letnich obligacji krajów strefy euro (%)



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych EBC

z 8,2% do 12,5% PKB. Efektem był bezprecedensowy wzrost *spreadów* między oprocentowaniem greckich i niemieckich obligacji rządowych. Zapoczątkowało to trzecią, trwającą do dziś fazę kryzysu, której szczególne nasilenie miało miejsce w lecie 2011 r. Do powstania kryzysu zadłużenia przyczynił się zły stan finansów publicznych sprzed kryzysu w peryferyjnych krajach strefy euro, nierównowaga zewnętrzna w kilku innych krajach strefy euro i wolny wzrost wydajności w wielu z tych krajów. Kryzys finansowy pogłębił więc już istniejące problemy. Należy zaznaczyć, że kryzys zadłużenia dotknął również kraje, które w przededniu wybuchu kryzysu cechowały się znaczącą dyscypliną finansów publicznych, jak np. Hiszpania. Koszty kryzysu były jednak tak wysokie, iż doprowadziły do drastycznego wzrostu zadłużenia w tych krajach. Znaczącą rolę odegrały aspekty behawioralne kryzysu finansowego. Inwestorzy traktowali grupę krajów o słabych fundamentach jako potencjalnie zagrożone załamaniem

płynności i wypłacalności<sup>5</sup>. W efekcie tego miał miejsce wzrost premii za ryzyko obligacji rządowych emitowanych przez te kraje (wykres 3). Dodatkowo, wzrost *spreadów* obligacji rządowych dotknął również kraje o stabilnych fundamentach, np. Francję. Mogło być tak z uwagi na fakt, że źródłem finansowania francuskiego sektora bankowego był chwiejny rynek pieniężny (Vause i von Peter 2011).

Z wykresu wynika, że silny wzrost premii za ryzyko obligacji wskazanych krajów występował od połowy 2010 r. Wprowadzenie pakietów pomocowych dla poszczególnych krajów miało miejsce: dla Grecji 2 maja 2010 r., dla Irlandii 28 listopada 2010 r., dla Portugalii 4 maja 2011 r. i dla Grecji ponownie 21 lipca i 26 października 2011 r. We Włoszech i Hiszpanii banki centralne Eurosystemu zakupiły obligacje

<sup>5</sup> Oprócz Grecji do krajów o słabych fundamentach ekonomicznych inwestorzy zaliczali: Portugalie, Włochy, Irlandię i Hiszpanię.

emitowane przez te kraje 8 sierpnia 2011 r. Z wykresu wynika, że jedynie w przypadku Włoch i Hiszpanii pakiety pomocowe zdołały chwilowo złagodzić tendencję wzrostową premii za ryzyko obligacji. Pozostałe działania rządów i instytucji UE nie przekonały inwestorów.

Jednocześnie miało miejsce obniżenie ratingu dla papierów wartościowych emitowanych przez instytucje prywatne, ulokowane w krajach o słabych fundamentach. Poskutkowało to obniżeniem wartości aktywów banków. Pojawiło się sprzężenie zwrotne między kryzysem bankowym a kryzysem finansów publicznych.

Obniżenie ratingów banków było spowodowane z jednej strony ekspozycją instytucji kredytowych na ryzyko niewypłacalności krajów strefy euro, z drugiej osłabieniem wsparcia rządów tych krajów. Spadek zaufania do banków strefy euro odzwierciedlał się we wzroście *spreadów* instrumentów CDS banków, zwłaszcza w porównaniu do sektorów bankowych Wielkiej Brytanii, Szwajcarii czy Stanów Zjednoczonych (Allen i Moessner 2013). Taka sytuacja ograniczyła znacznie możliwości pozyskiwania funduszy banków, zwłaszcza tych z krajów Europy południowej. Przykładowo, amerykańskie fundusze inwestycyjne zaczęły intensywnie wyprzedawać obligacje banków strefy euro. Miał również miejsce znaczący wzrost kosztów swapów euro-dolarowych.

Banki, które posiadały znaczące udziały ryzykownych obligacji rządowych w swoich portfelach, były zmuszone do wyprzedazy aktywów i ograniczenia ekspansji kredytowej. Celem banków stała się również redukcja zmienności wartości portfela, tak więc pozbywały się również papierów wartościowych emitowanych np. przez instytucje z gospodarek wschodzących (Vause i von Peter 2011).

W odpowiedzi na kryzys zadłużeniowy EBC wprowadził w maju 2010 r.

Securities Market Programme, polegający na zakupie na rynku wtórnym papierów wartościowych emitowanych zarówno przez podmioty prywatne, jak i publiczne. Program miał na celu zapewnienie płynności na częściach rynku, które borykały się z kryzysem. Z uwagi na ograniczenia traktatowe zakup papierów wartościowych w ramach Securities Market Programme mógł się odbywać wyłącznie na rynku wtórnym. Dodatkowo interwencje te były sterylizowane w celu uniknięcia nadmiaru płynności na częściach rynku, gdzie płynności tej nie brakowało przed uruchomieniem programu (Cour-Thimann i Winkler 2013).

Securities Market Programme miał na celu przeciwdziałanie zniekształceniom trzech kanałów transmisji polityki monetarnej: kanału cen aktywów, płynnościowego i bilansu banku (Cour-Thimann i Winkler 2013). Pierwszy z kanałów został zniekształcony, ponieważ wyższe oprocentowanie obligacji rządowych wpływało na podniesienie rentowności obligacji emitowanych przez banki, co z kolei zwiększało koszty finansowania banków. Zakupy w ramach SMP były jedynymi transakcjami, które zapobiegały dalszemu wzrostowi rentowności obligacji w okresach wzmoczonych turbulencji (Vause i von Peter 2011). Drugi z kanałów również nie działał prawidłowo, ponieważ obligacje rządowe były zwykle podstawowym instrumentem używanym jako depozyt zabezpieczający w transakcjach repo i głównym źródłem płynności na tym rynku. Podniesienie ich rentowności ograniczyło płynność na rynku tych transakcji. Trzeci kanał transmisji polityki monetarnej uległ zniekształceniu z uwagi na zmiany struktury aktywów banków. Zmiany cen instrumentów trzymany w portfelach banków przyczyniły się do konieczności wyprzedazy części aktywów i dekapitalizacji w sektorze bankowym, co z kolei wpłynęło na wielkość akcji kredytowej banków.

Securities Market Programme był przeprowadzany równolegle z operacjami European Financial Stability Facility, w ramach których rządy mogły oferować wzajemną pomoc w programach restrukturyzacyjnych poszczególnych państw członkowskich. Sam Securities Market Programme funkcjonował jednak niezależnie od reform strukturalnych, które powinny były być przeprowadzone, dlatego też nie stanowił rozwiązania dla problemu zadłużenia państw członkowskich. Pomógł natomiast złagodzić niektóre efekty kryzysu zadłużeniowego, np. zapobiec dalszemu wzrostowi rentowności obligacji i przenoszeniu się kryzysu do innych krajów strefy euro (ECB 2011c).

W trzeciej fazie kryzysu EBC przywrócił niektóre z nadzwyczajnych środków polityki pieniężnej, które były stosowane w poprzednich fazach kryzysu, a przede wszystkim pełen przydział płynności w ramach trzymiesięcznych operacji refinansujących oraz uruchomienie kolejnej sześciomiesięcznej operacji refinansującej z pełnym przydziałem płynności. Przywrócono również umowę swapową z Systemem Rezerwy Federalnej. Ponownie poszerzono listę aktywów akceptowanych jako depozyt pod zastaw transakcji. Koordynacja działań banków centralnych (EBC, Rezerwy Federalnej, Banku Anglii, Kanady, Japonii i Szwajcarii) w celu obniżenia kosztów swapów walutowych przyniosła chwilowo zamierzone efekty. Podbudowanie zaufania uczestników rynku przejawiało się w chwilowym spadku *spreadów* CDS i rentowności obligacji (Vause i von Peter 2011).

Kryzys zadłużeniowy w strefie euro nawiązał się w lecie 2011 r., gdy objął swym zasięgiem Włochy i Hiszpanię. Załamanie zaufania do obligacji rządowych spowodowało ekstremalny wzrost *spreadów* CDS obligacji rządowych i spadek wartości kapitałów własnych banków, również w krajach o względnie stabilnych fundamentach. Rynek

międzybankowy w krajach strefy euro stał się spolaryzowany – z jednej strony banki w krajach dotkniętych kryzysem doświadczały odpływu depozytów, jak i pogorszenia warunków pożyczek międzybankowych (np. braku możliwości rolowania pożyczek), z drugiej strony banki w krajach o stabilnych fundamentach cieszyły się napływem środków wycofanych z sektorów bankowych krajów zagrożonych kryzysem (Cour-Thimann i Winkler 2013).

Zła sytuacja sektora bankowego skłoniła instytucje regulujące do wprowadzenia bardziej restrykcyjnych przepisów. European Banking Authority wprowadziła wymóg trzymania kapitału z I filaru w wysokości 9% aktywów (European Commission 2013). Oznaczało to znaczący wzrost w stosunku do dotychczasowego prognozy wynoszącego 4%<sup>6</sup>. Taka sytuacja zmusiła banki do wyprzedaży aktywów i obniżenia dźwigni w bilansie, by spełnić wymogi kapitałowe. Okresowe zwiększenie wymogów kapitałowych było jednym z postanowień podjętych na szczycie UE w październiku 2011 r. Pozostałe decyzje dotyczyły planu oddłużenia Grecji i wsparcia emisji obligacji rządowych w ramach European Financial Stability Facility. Nowe wymogi kapitałowe ograniczyły znacznie możliwości ekspansji akcji kredytowej.

Reakcją EBC było wprowadzenie kolejnych niestandardowych środków polityki monetarnej w grudniu 2011 r. Po pierwsze, EBC przeprowadził dwie operacje refinansujące z trzyletnim okresem zapadalności. Pierwsza operacja została przeprowadzona w grudniu 2011 r., druga w lutym 2012. Banki miały więc zagwarantowaną płynność w bezprecedensowo długim okresie (ECB 2011c). Ponadto kontrakty te miały wbudowaną opcję spłaty

<sup>6</sup> Zgodnie z wytycznymi drugiej umowy kapitałowej z Bazylei. W trzeciej umowie bazylejskiej próg ten podniesiono do 6% (BCBS 2010).



w dowolnym terminie po roku trwania transakcji. W ramach dwóch operacji EBC przyznał 1 bln EUR. Sukcesem operacji był zwłaszcza fakt, że środki dotarły do wielu małych banków, których działalność była ukierunkowana na kredytowanie małych i średnich przedsiębiorstw. Po drugie, zmniejszono stopę rezerwy obowiązkowej z 2% do 1%. Zabieg ten przyczynił się do kolejnego wzrostu płynności sektora bankowego o 100 mld EUR (Cour-Thimann i Winkler 2013). Po trzecie, poszerzono po raz kolejny listę aktywów akceptowanych jako depozyt pod zastaw transakcji. Narodowe banki centralne mogły decydować o zakresie aktywów, które przyjmowały jako depozyt zabezpieczający. Efektem tej zmiany przepisów było przyznanie dodatkowych 53 mld EUR środków w oparciu o pożyczki bankowe. Po czwarte zachęcono banki do oceny aktywów mających stanowić depozyty zabezpieczające na podstawie różnych źródeł. Dotychczas ocena ta oparta była głównie na opinii agencji ratingowych, która, jak się okazało, mogła być błędna. Zarzutem wobec ratingu agencji była procykliczność i krótkowzroczność oceny (Cour-Thimann i Winkler 2013).

Dalsze środki miały na celu ułatwienie uzyskania dodatkowej płynności przez banki, np. poprzez przywrócenie greckich obligacji rządowych jako potencjalnego depozytu zabezpieczającego. Mimo podjętych działań kryzys zadłużeniowy istotnie podniósł koszty finansowania banków, a brak dostępu do dobrej jakości aktywów pod zastaw transakcji uniemożliwiał wielu bankom pozyskiwanie płynności. W dodatku pojawiła się obawa wyjścia niektórych krajów ze strefy euro, co przyczyniło się do znacznego wzrostu premii za ryzyko emitowanych przez nie obligacji<sup>7</sup>.

<sup>7</sup> Obawa wyjścia ze strefy euro dotyczyła zwłaszcza krajów z grupy GIPS (Grecja, Włochy, Portugalia, Hiszpania).

Z uwagi na ten fakt EBC uruchomił nowego typu działania antykryzysowe stanowiące połączenie operacji polityki monetarnej z reformami strukturalnymi. Operacje bezwarunkowe (*outright monetary transactions*), polegające na zakupie obligacji rządowych na rynku wtórnym, zostały uwarunkowane tzw. *conditionalities*, ustanowionymi w ramach programów European Financial Stability Facility / European Financial Stabilisation Mechanism. European Financial Stability Facility było instytucją finansowaną przez kraje strefy euro, natomiast European Financial Stabilisation Mechanism instytucją finansowaną ze środków uzyskanych na rynku finansowym w oparciu o budżet UE. Obie instytucje powstały w celu udzielania pożyczek krajom zagrożonym niewypłacalnością.

EBC mógł nabywać obligacje rządów, które przeprowadzały niezbędne reformy. Program skierowany był do krajów o niskich ratingach, w których przeprowadzane były reformy strukturalne. Z uwagi na ten fakt, w tego typu operacjach mogły uczestniczyć instytucje o dowolnym ratingu kredytowym. Celem operacji warunkowych była z jednej strony poprawa transmisji polityki monetarnej i zachowanie jej jednolitego charakteru na obszarze euro, a z drugiej zapewnienie, że reformy strukturalne przeprowadzane przez kraje objęte programem złagodzą negatywny wpływ kryzysu zadłużeniowego na rentowność papierów wartościowych emitowanych przez rządy i banki w tych krajach. Program miał ponadto stanowić komunikat dla uczestników rynku, że EBC jest zdeterminowany, by przeciwdziałać rozpadowi strefy euro.

Program operacji warunkowych obejmował krótkoterminowe transakcje obligacjami rządowymi z terminem zapadalności od 1 do 3 lat w celu zachęcenia rządów do podjęcia kroków w kierunku uzdrowienia finansów

publicznych (Cour-Thimann i Winkler 2013). Ponadto istotnym czynnikiem sukcesu operacji warunkowych miał być fakt, iż w ramach tych transakcji EBC przysługiwał taki sam status wierzyciela jak instytucjom prywatnym. Stanowiło to ulepszenie w stosunku do Securities Market Programme, w ramach którego EBC miał status uprzywilejowanego wierzyciela, co zniechęcało prywatnych inwestorów do inwestycji w dług kraju objętych kryzysem. Nowym elementem była również jawność transakcji warunkowych. Dane dotyczące transakcji warunkowych, wartości czasu trwania i uczestników musiały być publikowane. Niestety z uwagi na fakt, że żaden z krajów kandydujących do wsparcia w ramach OMT nie spełnił *conditionalities*, transakcje tego typu dotychczas w ogóle nie doszły do skutku. Wprowadzenie programu miało zatem wyjątknie znaczenie komunikacyjne dla otoczenia rynkowego.

### Ocena działań antykryzysowych EBC

Podejmując próbę oceny antykryzysowych działań EBC, należy stwierdzić, że w pierwszych dwóch etapach kryzysu operacje polityki pieniężnej przeprowadzane przez władze monetarne strefy euro przyczyniły się do znaczącej stabilizacji sytuacji na rynku międzybankowym. Stopy procentowe na rynku pieniężnym kształtowały się na zbliżonym poziomie do stóp bazowych EBC, co wskazywało na poprawną transmisję polityki pieniężnej w warunkach kryzysu.

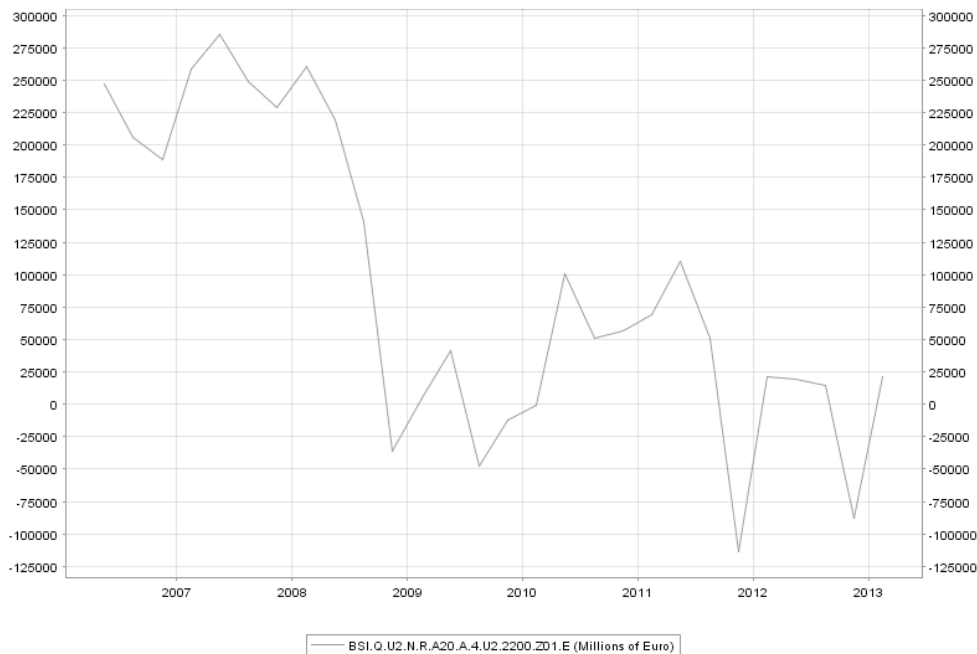
Kryzys zadłużeniowy w strefie euro pokazał jednak, iż środki polityki monetarnej nie są wystarczające, by przywrócić zaufanie inwestorów do rządów emitujących obligacje i do banków, które te obligacje nabywały. Ujawniła się konieczność reform strukturalnych, zwłaszcza naprawy stanu finansów publicznych w wielu krajach strefy euro. Mimo wprowadzenia regulacji

i dyrektyw UE w ramach tzw. Sześciopaku<sup>8</sup>, mającego na celu uściślenie postanowień zawartych w Pakcie Stabilności i Wzrostu, stan finansów publicznych poszczególnych państw członkowskich wymagał konsolidacji na poziomie narodowym. Świadczyła o tym trwała rozbieżność rentowności obligacji poszczególnych państw członkowskich, wskazująca na zróżnicowane postrzeganie krajów strefy euro przez inwestorów, mimo stworzenia wspólnych ram fiskalnych. Z uwagi na ten fakt należy wskazać na słuszość antykryzysowych działań EBC, które miały mieć na celu uwarunkowanie operacji polityki pieniężnej przeprowadzeniem niezbędnych reform strukturalnych.

Należy wskazać, że sukcesem działań antykryzysowych EBC było złagodzenie drastycznego załamania się akcji kredytowej banków (wykres 4). Zwłaszcza poszerzenie listy aktywów honorowanych przez EBC jako depozyt pod zastaw transakcji pozytywnie wpłynęło na możliwości refinansowania kredytów gospodarstw domowych i małych firm, i stanowiło wsparcie dla realnej sfery gospodarki. Z drugiej strony przyczyniło się do pogorszenia struktury depozytów zabezpieczających Eurosystemu, np. poprzez znaczący wzrost

<sup>8</sup> Akty prawne wchodzące w skład Sześciopaku to: Regulation (EC) No 1466/97 on the strengthening of budgetary surveillance and coordination of economic policies, Regulation (EC) No 1467/97 regarding speeding up and clarifying the implementation of the excessive deficit, Regulation of the European Parliament and Council Directive on the effective enforcement of budgetary surveillance in the euro area, Directive of the Council on the requirements for the fiscal framework of the Member States, Regulation of the European Parliament and of the Council on the prevention and correction of macroeconomic imbalances, Regulation of the European Parliament and of the Council on enforcement action to correct excessive macroeconomic imbalances in the euro area.

Wykres 4. Kredyty bankowe w strefie euro dla podmiotów niefinansowych (mln EUR)



Źródło: EBC, Statistical Data Warehouse

udziału ryzykownych instrumentów ABS czy też niezbywalnych papierów wartościowych<sup>9</sup>. Należy również wskazać na fakt, iż działania antykrzysowe znacznie zwiększyły rolę EBC jako pośrednika w transakcjach na rynku międzybankowym, głównie w drugiej i trzeciej fazie kryzysu. Miało to odzwierciedlenie w ekspansji i zmianie struktury bilansu EBC. Istotny wpływ na bilans miały zwłaszcza długoterminowe operacje refinansujące (Drudi i in. 2012).

W literaturze ekonomicznej pojawiły się głosy krytyki antykrzysowych działań EBC. Jednym z podstawowych zarzutów jest sprzeczność tych działań z zakazem pełnienia przez EBC

roli pożyczkodawcy ostatniej instancji. Mimo że formalnie EBC prowadził operacje w ramach traktatowych uprawnień, zmiany w polityce pieniężnej w czasie kryzysu sprawiły, iż EBC działał jako pożyczkodawca ostatniej instancji (Eichler i Hielscher 2012). Wskazywały na to obniżenie stóp procentowych i znaczne zwiększenie działalności pożyczkowej dla sektorów bankowych krajów objętych kryzysem zadłużenia. W literaturze wskazuje się jednocześnie, że w obliczu kryzysu finansowego standardowe operacje monetarne nie byłyby wystarczającym środkiem dla prowadzenia skutecznej polityki pieniężnej.

EBC było krytykowane również za intensywne użycie operacji typu *fine tuning*, które mogą prowadzić do nadmiernej presji inflacyjnej w długim okresie. Należy jednak zaznaczyć,

<sup>9</sup> Papiery wartościowe sprzedawane na rynkach OTC lub w ramach prywatnych transakcji.

iz środki podjęte przez EBC w ramach antykryzysowych działań miały na celu poprawę transmisji polityki pieniężnej, a nie kreowanie dodatkowego impulsu monetarnego (Cour-Thimann i Winkler 2013).

Elementem krytyki były również zmiany akceptowanych depozytów przyjmowanych pod zastaw operacji refinansujących (Sinn i Wollmershäuser 2011). Zmiana standardów aktywów przyjmowanych pod zastaw naraża narodowe banki centralne na ryzyko kredytowe. Jednak jak wskazano w literaturze, EBC musiało dokonać takiej rewizji, by móc wypełniać swój statutowy cel, jakim jest zasilanie systemu bankowego w płynność (Wolff 2014). Brak rewizji aktywów przyjmowanych pod zastaw spowodowałaby, że banki w krajach peryferyjnych nie miałyby dostępu do płynności EBC.

Niektórzy ekonomiści wskazują na negatywne skutki antykryzysowych działań EBC w postaci deprecjacji euro (Eichler 2012). Taka tendencja wynikała przede wszystkim z efektu obniżenia stóp procentowych i idącym z nim w parze spadkiem popytu na wspólną walutę oraz wzrostem oczekiwań inflacyjnych w obszarze euro. Ponadto, wzrost premii za ryzyko obligacji emitowanych przez rządy krajów należących do strefy euro podburzał zaufanie do wspólnej waluty. Eichler (2012) wskazuje, iż podjęcie nadzwyczajnych działań przez EBC przyczyniło się do deprecjacji euro w okresie od listopada 2008 r. do listopada 2011 r. Takiej tendencji nie można było obserwować w pierwszej fazie kryzysu finansowego. Potencjalną przyczyną deprecjacji mogły być również konsekwencje nadzwyczajnych operacji monetarnych, a zwłaszcza pogorszenie struktury bilansu EBC wskutek poszerzenia listy aktywów honorowanych jako depozyt pod zastaw transakcji. Do podobnych wniosków prowadzi analiza Ehrmana i in., (2013), wskazująca na istotny wpływ działań EBC na kształtowanie

się kursu euro. Autorzy zaznaczają, że w okresie kryzysu kurs wspólnej waluty był znacznie oderwany od fundamentów i że istotny wpływ na jego deprecjację miała strategia komunikacyjna polityki gospodarczej, zwłaszcza gospodarek o wysokim ratingu.

Giannone i in. (2012) wskazują natomiast, iż zastąpienie pośrednictwa banków komercyjnych pośrednictwem banków centralnych działających w ramach Eurosystemu było konieczne, jako że stanowiło główny kanał transmisyjny niestandardowych działań polityki monetarnej. Zmiana pośrednictwa na rynku międzybankowym znacząco wpłynęła na kształtowanie aspektów behawioralnych działalności banków i umożliwiła transmisję pozytywnych impulsów monetarnych do realnej sfery gospodarki. Autorzy wskazują na znaczący pozytywny wpływ niestandardowych działań EBC na akcję kredytową banków i działalność gospodarczą w strefie euro (Giannone i in. 2012).

Całościowa ocena antykryzysowych działań EBC aktualnego stanu nie jest możliwa, jako że kryzys zadłużenia w strefie euro nadal stanowi wyzwanie dla władz monetarnych. Należy jednak stwierdzić, iż nadzwyczajne środki polityki pieniężnej podjęte przez EBC przyczyniły się do stabilizacji sytuacji na rynku międzybankowym i złagodziły załamanie akcji kredytowej banków. EBC pokazał również, że jest zdeterminowany, by zapobiec rozpadowi strefy euro.

## Podsumowanie

Podsumowując, należy stwierdzić, że w pierwszych dwóch etapach kryzysu działania antykryzysowe EBC przyczyniły się do znaczącej stabilizacji sytuacji na rynku międzybankowym. Stopy procentowe na rynku pieniężnym kształtowały się na zbliżonym poziomie do stóp bazowych EBC, co wskazywało na poprawną

transmisję polityki pieniężnej w warunkach kryzysu. Dodatkowo antykryzysowe działania przeciwdziałały załamaniu akcji kredytowej banków, pozytywnie stymulując działalność gospodarczą w strefie euro.

Kryzys zadłużeniowy ujawnił jednak, iż środki polityki monetarnej nie są wystarczającym instrumentem przywrócenia stabilności na rynku finansowym

strefy euro. Dalsze działania antykryzysowe EBC powinny być zatem przeprowadzane w połączeniu z reformami strukturalnymi w gospodarkach objętych kryzysem zadłużenia. Wielu ekonomistów wskazuje na konieczność wzmocnienia unii monetarnej przez unię ekonomiczną, by przywrócić zaufanie uczestników rynków finansowych do wspólnej waluty.

## Bibliografia

Allen W., Moessner R. (2013), *The liquidity consequences of the euro area sovereign debt crisis*, BIS Working Paper 309.

Altunbas Y., Gambacorta L., Marques-Ibanez D., *Securitisation and the bank lending channel*, European Economic Review 53.

BCBS (2010) *Basel III: A global regulatory framework for more resilient banks and banking systems*, BIS.

Cour-Thimann P., Winkler B. (2013), The ECB's non-standard policy measures. The role of institutional factors and financial structure, ECB Working Paper 1528.

Drudi F., Durre A., Mongelli F. (2012), *The interplay of economic reforms and monetary policy. The case of the euro area*, ECB Working Paper 1467.

ECB (2009), Monetary analysis in an environment of financial turmoil, Monthly Bulletin, ECB, November.

ECB (2010a), *The ECB response to the financial crisis*, Monthly Bulletin, ECB, October.

ECB (2010b), The ECB's monetary policy stance during the financial crisis, Monthly Bulletin, ECB, January.

ECB (2011a), The monetary policy of the ECB, ECB.

ECB (2011b), *The implementation of monetary policy in the euro area*, General documentation on Eurosystem monetary policy instruments and procedures, ECB, February.

ECB (2011c), The ECB's nonstandard measures – impact and phasing out, Monthly Bulletin, ECB, July.

Ehrman M., Osbat C., Strasky J., Uskula L. (2013), The euro exchange rate during the European sovereign debt crisis. Dancing to its own tune?, ECB Working Paper 1532.

Eichler S., Hielscher K. (2012), *Does the ECB act as a lender of last resort during the subprime lending crisis? Evidence from monetary policy reaction models*, Journal of International Money and Finance 31.

Eichler S. (2012), *Financial crisis risk, ECB "non-standard" measures, and the external value of the Euro*, The Quarterly Review of Economics and Finance 52.

European Commission (1997a), *Regulation on the strengthening of budgetary surveillance and coordination of economic policies*, 1466/97.

European Commission (1997b), *Regulation regarding speeding up and clarifying the implementation of the excessive deficit*, 1467/97.



European Commission (2013), *CRD IV and CRR*, Directive (2013/36/EU) and Regulation 575/2013.

EU Council (2011), *Directive of the Council on the requirements for the fiscal framework of the Member States of 8 November 2011*, 2011/85/EU.

European Council (1997), *Resolution of the European Council on the Stability and Growth Pact, Amsterdam of 17 June 1997*, Official Journal C 236 of 02.08.1997.

European Parliament, EU Council (2010), Regulation (EU) of the European Parliament and of the Council of 24 November 2010 establishing a European Supervisory Authority (European Banking Authority), No 1093/2010 amending Decision No 716/2009/EC and repealing Commission Decision 2009/78/EC.

European Parliament, EU Council (2011), *Regulation of the European Parliament and Council Directive of 16 November 2011 on the effective enforcement of budgetary surveillance in the euro area*, 1173/2011.

European Parliament, EU Council (2011), *Regulation of the European Parliament and of the Council of 16 November 2011 on the prevention and correction of macroeconomic imbalances*, 1176/2011.

European Parliament, EU Council (2011), *Regulation of the European Parliament and of the Council of 16 November 2011 on enforcement action to correct excessive*

*macroeconomic imbalances in the euro area*, 1174/2011.

Giannone D., Lenza M., Pill H., Reichlin M. (2012), *The ECB and the interbank market*, ECB Working Paper No. 1496.

Grammaticos T., Vermeulen E. (2012), *Transmission of the financial and sovereign debt crises to the EMU: Stock prices, CDS spreads and exchange rates*, Journal of International Money and Finance 31.

Sinn H.W., Wollmershäuser T. (2011), *Target Loans, Current Account Balances and Capital Flows: The ECB's Rescue Facility*, Working Paper Series 3500, CESifo Group.

Sum K. (2013), *The Impact of Banking Regulation on the Economic Performance of EU Countries in 2007-2009*, Gospodarka Narodowa Nr 4/2013.

Treaty of Maastricht on European Union, Official Journal C 83/47, 30.3.2010.

Vause N., von Peter G. (2011), Euro area sovereign crisis drives global financial markets, BIS Quarterly Review, December.

Wolff G. (2014), Eurosystem collateral policy and framework: Was it unduly changed?, Bruegel Policy Contribution Paper.

<http://sdw.ecb.europa.eu/>

<http://www.emmi-benchmarks.eu/>

<http://eur-lex.europa.eu>

## **Anti-crisis actions of the European Central Bank- their foundations, course and effects in the respective phases of the crisis**

### **Abstract**

The financial crisis of 2007-2010 posed a substantial challenge for the European Central Bank (ECB). A specific feature of the financial crisis in the euro

area was its course in three phases: the turmoil on the money market in the middle of 2007, the transfer of the global financial crisis after the collapse of Lehman Brothers in 2008 and the subsequent debt crisis in 2010. A substantial difficulty for the ECB in fighting the crisis was the lack of interrelation between the monetary and fiscal policies in the euro zone and the impossibility to achieve a proper *policy mix*. The study is aimed at presenting the rationales and effects of the anti-crisis actions of the ECB over the respective phases of the crisis and assessing these actions in the light of their efficiency and the ECB's mandate.

**Keywords:** European Central Bank, financial crisis, debt crisis, monetary policy

**JEL:** G01, G21, E52, E58