

NIESTANDARDOWE INSTRUMENTY POLITYKI MONETARNEJ STOSOWANE PRZEZ EUROPEJSKI BANK CENTRALNY

Streszczenie: Kryzys finansowy, który wybuchł w 2007 roku, zmusił Europejski Bank Centralny (EBC) do skorzystania z niestandardowych instrumentów polityki monetarnej. Od 2008 roku EBC zaczął modyfikować swoje standardowe instrumenty, zaś od 2009 zaczął wprowadzać całkowicie nowe programy, niemieszczące się w tradycyjnej polityce monetarnej. Skup instrumentów finansowych, emitowanych przez banki, instytucje publiczne, rządy oraz korporacje, trwa po dziś dzień i wydaje się, że jeżeli sytuacja gospodarcza nie będzie kształtowała się zgodnie z oczekiwaniami władarzy EBC, to polityka pieniężna będzie kontynuowana w swojej obecnej formie aż do momentu wystarczającej poprawy sytuacji.

Słowa kluczowe: polityka monetarna, Europejski Bank Centralny, nadzwyczajne instrumenty polityki monetarnej

NON-STANDARD MONETARY POLICY INSTRUMENTS APPLIED BY EUROPEAN CENTRAL BANK

Summary: Financial crisis which started in 2007 in USA was transferred to Europe through financial channels. It forced European Central Bank to apply non-standard monetary policy instruments. Since 2008 ECB started to modify standard instruments and since 2009 started to introduce completely new programs, which do not belong to traditional monetary policy repertoire. Purchase of financial instruments issued by banks, public institutions, governments and corporations lasts up to this day and it does seem that it will continue in present form if economic situation will not be sufficiently improved.

Key words: monetary policy, European Central Bank, extraordinary monetary policy instruments

Wprowadzenie

Celem, który przyświeca działalności Europejskiego Banku Centralnego (EBC) od momentu jego powstania w 1998 roku, jest utrzymanie stabilności pieniądza. Jako że sformułowanie celu w ten sposób byłoby podatne na różnorakie interpretacje, a co za tym idzie, polityka EBC mogłaby być niespójna w czasie, cel ten został skwantyfikowany i wyznaczony w strategii działania. Strategia Europejskiego Banku Centralnego obejmuje dwa filary. Pierwszym z nich jest utrzymywanie bezpośredniego celu inflacyjnego, czyli zapobieganie sytuacji, w której wskaźnik HICP przekroczy określony poziom 2%, oraz niedopuszczanie do deflacji. Drugim filarem jest dbanie o odpowiednią jakość pieniądza, które koncentruje się na utrzymywaniu agregatu monetarnego M3 na odpowiednim poziomie. Wartość referencyjna agregatu M3 została ustalona na poziomie 4,5%¹, co oznacza, że podaż pieniądza M3 powinna rosnać w takim tempie rok do roku. Można zatem podsumować, że bank centralny strefy euro opiera swoją politykę pieniężną na strategii bezpośredniego celu inflacyjnego i agregatu pieniężnego². Dodatkowym celem EBC jest wspieranie polityki gospodarczej Unii Europejskiej, aby ta spełniała założenia zawarte w artykule 3. *Traktatu o Unii Europejskiej*. Do tych celów należą m.in.: wspieranie dobrobytu narodów, zwalczanie wykluczenia społecznego, wspieranie sprawiedliwości społecznej oraz ochrony socjalnej³.

Do momentu wybuchu ostatniego kryzysu finansowego, Europejski Bank Centralny z powodzeniem realizował zamierzone cele⁴, korzystając ze standardowych instrumentów polityki monetarnej. W momencie, gdy instytucje finansowe odczuły perturbacje związane z kryzysem, mechanizm transmisji polityki monetarnej przestał funkcjonować zgodnie z oczekiwaniami EBC, zmniejszając tym samym jego wpływ na gospodarkę. Było to powodem uruchomienia dodatkowych programów, które nie mieszczą się w ramach standardowej polityki pieniężnej.

Celem artykułu jest przedstawienie niestandardowych instrumentów polityki monetarnej. Zostały one wdrożone przez Europejski Bank Centralny w odpowiedzi na kryzys finansowy, a także na kryzys zadłużenia, który wybuchł w strefie euro.

¹ J. Bilski, *Międzynarodowy system walutowy*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2006, s. 187.

² M. Musielak-Linkowska, *Strategie polityki pieniężnej*, [w:] *Współczesna polityka pieniężna*, W. Przybylska-Kapuścińska (red.), Centrum Doradztwa i Informacji Difin sp. z o.o., Warszawa 2008, s. 97.

³ *Traktat o funkcjonowaniu Unii Europejskiej*, Dz. Urz. UE 2016, C 202, s. 102.

⁴ K. Twarowska, *Realizacja celu inflacyjnego w polityce pieniężnej Europejskiego Banku Centralnego w latach 2008-2010*, [w:] *Gospodarka i polityka makroekonomiczna strefy euro w latach 2008-2010. Skutki kryzysu i słabości zarządzania*, B. Mucha-Leszko (red.), Wydawnictwo Uniwersytetu Marii-Curie Skłodowskiej, Lublin 2011, s. 157-158.

W pierwszej części artykułu omówiono podstawowe instrumenty polityki monetarnej stosowane przez Europejski Bank Centralny, natomiast w drugiej części opisano ich modyfikacje oraz pozostałe, niestandardowe instrumenty stosowane w reakcji na kryzys finansowy i zadłużeniowy w strefie euro.

Instrumenty standardowe

Standardowe instrumenty wykorzystywane przez Europejski Bank Centralny można podzielić na trzy grupy, takie jak:

1. rezerwa obowiązkowa,
2. operacje otwartego rynku,
3. kredyty i depozyty na koniec dnia (*standing facilities*).

Stopa rezerwy obowiązkowej to odsetek bilansowych zwrotnych zobowiązań banków wobec sektora niefinansowego. Rezerwa musi być utrzymywana na rachunku w banku centralnym lub w postaci ściśle określonych aktywów w bankach komercyjnych⁵. Wysokość stopy rezerwy obowiązkowej jest jednym z czynników mających wpływ na możliwość kreacji pieniądza przez system bankowy. Im wyższa stopa rezerwy obowiązkowej, tym możliwość kreacji pieniądza przez system bankowy jest bardziej ograniczona. Rezerwa obowiązkowa ma również pośredni wpływ na stabilizację innych stóp procentowych, zwłaszcza na wysokość stopy *overnight*, a więc stopy, która obejmuje transakcje o najkrótszym terminie zapadalności. Stabilność stóp *overnight* jest istotna, ponieważ ogranicza wahania innych stóp procentowych⁶. W 1999 roku Europejski Bank Centralny ustalił wysokość stopy rezerwy obowiązkowej na 2% dla depozytów oraz instrumentów zabezpieczonych długiem o terminie zapadalności krótszym niż 2 lata, natomiast stopa rezerwy obowiązkowej dla depozytów oraz instrumentów o dłuższym terminie zapadalności została ustalona na wysokości 0%. W styczniu 2012 roku bank centralny strefy euro obniżył do 1% stopę rezerwy obowiązkowej dla depozytów oraz instrumentów o okresie zapadalności krótszym niż 2 lata, zaś stopa dla transakcji o dłuższym terminie zapadalności pozostała bez zmian.

Operacje otwartego rynku odgrywają kluczową rolę w procesie wpływania banku centralnego na stan płynności na rynku oraz na poziom rynkowych, krótkoterminowych stóp procentowych⁷. Są one przeprowadzane przede wszystkim przez krajowe banki centralne, jednak o wielkości przetargu oraz stopie procentowej decyduje Europejski Bank Centralny.

Głównym narzędziem zaopatrującym w płynność banki komercyjne, działające w strefie euro, są podstawowe operacje refinansujące (*main refinancing*

⁵ M. Cendal, *Instrumenty polityki pieniężnej*, [w:] *Współczesna polityka pieniężna*, W. Przybylska-Kapuścińska (red.), Centrum Doradztwa i Informacji Difin sp. z o.o., Warszawa 2008, s. 110.

⁶ Ibidem, s. 111.

⁷ O. Szczepańska, *Instrumenty polityki pieniężnej Eurosystemu*, [w:] *EURO od A do Z*, Narodowy Bank Polski, Warszawa 2003, s. 67.

operations – MRO). Są to cotygodniowe aukcje, na których EBC wystawia określoną pulę środków pieniężnych po określonej stopie procentowej w formie transakcji repo, czyli z automatyczną opcją wykupu w danym terminie. Banki komercyjne mają możliwość zaoferowania nieco wyższego oprocentowania w celu uprzedzenia swoich konkurentów oraz zapewnienia sobie odpowiedniej płynności. Muszą one również posiadać papiery wartościowe o odpowiedniej wycenie, które służą jako zastaw pod środki pożyczane z banku centralnego. Termin spłaty tego typu pożyczki jest ustalony przez EBC i wynosi zazwyczaj tydzień.

Kolejnym narzędziem, które jest zaliczane do operacji otwartego rynku, są dłuższe operacje refinansujące (*longer-term refinancing operations* – LTRO). Regularne operacje LTRO są comiesięcznymi aukcjami, w ramach których bank centralny pożycza środki pieniężne pod zastaw papierów wartościowych na okres trzech miesięcy. Jest to więc instrument bardzo podobny do podstawowych operacji refinansujących, różniący się od MRO częstotliwością oraz długością zawieranych kontraktów. Kolejną różnicą jest to, że EBC z zasady nie przeprowadza tych transakcji w celu kształtowania stóp procentowych na rynku, z reguły biernie akceptując stopę procentową oferowaną przez banki⁸.

Trzecim instrumentem należącym do spektrum operacji otwartego rynku, z których korzysta EBC, są operacje dostrajające (*fine tuning operations* – FTO). Są to operacje doraźne i bardzo elastyczne, ponieważ mogą przyjmować zarówno formę refinansującą, jak i absorbującą. Celem FTO jest reagowanie na niespodziewane wahania płynności. Służą kontrolowaniu płynności i wpływaniu na stopy procentowe. Zazwyczaj przyjmują one formę transakcji odwracalnych, jednak nie jest to konieczność. W ich przypadku EBC może swobodnie decydować o formie oraz uczestniczących podmiotach i decydować się na transakcje bezwarunkowe, przyjmowanie depozytów terminowych, a także przeprowadzać swapy walutowe.

Ostatnim instrumentem, wykorzystywanym w ramach standardowych operacji otwartego rynku, są operacje strukturalne (*structural operations*). Celem przeprowadzania operacji strukturalnych jest korekcja strukturalnej pozycji płynnościowej Eurosystemu wobec sektora finansowego, a ich realizacja odbywa się w drodze emisji certyfikatów dłużnych, transakcji odwracalnych i transakcji bezwarunkowych⁹.

Trzecim instrumentem, stosowanym w ramach standardowej polityki monetarnej EBC, są kredyty i depozyty na koniec dnia (*standing facilities*). Nie różnią się one od typowych operacji depozytowo-kredytowych wykorzystywanych przez inne banki centralne. W stosunku do tego instrumentu inicjatywa należy do banków komercyjnych, nie zaś, jak to było w dwóch poprzednich grupach instrumentów, do banku centralnego. Banki komercyjne mają możliwość złożenia de-

⁸ M. Proczek, *Polityka monetarna w strefie euro*, „Bank i Kredyt”, 2008, nr 6, s. 21.

⁹ *Ibidem*, s. 22.

pozytu lub zaciągnięcia pożyczki *overnight* w banku centralnym po określonej stopie procentowej. Depozyt w banku centralnym jest wykorzystywany przez banki wobec nadmiaru płynności, natomiast pożyczka pozwala bankom zwiększyć swoją płynność w przypadku jej niedostatku. Kredyt w banku centralnym jest z reguły najwyżej oprocentowany na rynku, dlatego też bankom komercyjnym bardziej opłaca się zaciąganie pożyczek na rynku międzybankowym. Wyjątkiem jest sytuacja, kiedy na całym rynku międzybankowym panuje niedostatek płynności, wtedy stopa procentowa na rynku międzybankowym może okazać się wyższa, co skłania banki do zaciągania pożyczek w banku centralnym. W odniesieniu do depozytów jest odwrotnie – stopa procentowa oferowana przez bank centralny jest z reguły niższa niż stopa depozytów jednodniowych, z wyjątkiem sytuacji związanej ze znaczącą nadwyżką płynności w całym sektorze międzybankowym. Tym samym operacje typu *standing facilities* w typowych warunkach odgrywają rolę korytarza zmian rynkowych stóp procentowych dla operacji typu *overnight*, w którym stopa depozytowa jest jego dolną granicą, zaś stopa oprocentowania kredytu jest górnym pułapem wahań stopy procentowej na rynku międzybankowym¹⁰.

Instrumenty niestandardowe

W czasach przedkryzysowych (w latach 2001-2007) średnie tempo wzrostu gospodarczego strefy euro wynosiło niecałe 2%, jednak w roku 2008 wartość ta znacznie spadła do poziomu 0,4%. W związku z tak znacznym spadkiem tempa rozwoju gospodarczego, Europejski Bank Centralny podjął działania w ramach standardowych instrumentów prowadzenia polityki pieniężnej. Od listopada 2008 roku rozpoczęto serię obniżek stóp procentowych. W pierwszym miesiącu bank centralny zdecydował się obniżyć stopy o 50 punktów bazowych, miesiąc później nastąpiła kolejna obniżka, tym razem o 75 punktów bazowych. Na koniec 2008 roku stopa depozytowa wynosiła 2%, stopa procentowa dla podstawowych operacji refinansujących 2,5%, natomiast stopa pożyczkowa 3%. Przyczyniło się to do zawężenia korytarza wahań rynkowych stóp procentowych z 2 punktów procentowych do 1. Na posiedzeniu w styczniu 2009 roku Rada Prezesów podjęła decyzję o obniżeniu stopy depozytowej o 100 punktów bazowych, stopa MRO została obniżona o 50 punktów bazowych, zaś stopa kredytowa pozostała na niezmiennym poziomie. Od marca do maja 2009 EBC przeprowadził kolejne obniżki, które sprowadziły stopę depozytową do poziomu 0,25%, stopę dla podstawowych operacji refinansujących do poziomu 1%, a stopę kredytową do wartości 1,75%. Ze względu na problemy, z którymi borykał się sektor finansowy od 2007 roku, mechanizm transmisyjny polityki pieniężnej uległ znacznemu osłabieniu, co spowodowało, że standardowe instrumenty polityki pieniężnej nie

¹⁰ M. Cendal, *Instrumenty polityki...*, op. cit., s. 119.

przynosiły zadowalającego skutku¹¹. Stąd od sierpnia 2007 roku bank centralny strefy euro rozpoczął wdrażanie niestandardowych instrumentów polityki monetarnej.

Niestandardowe instrumenty, którymi posługuje się Europejski Bank Centralny, można podzielić na dwie grupy. Pierwszą grupę stanowią modyfikacje instrumentów wykorzystywanych na co dzień w ramach standardowych instrumentów, zaś drugą grupę obejmują całkowicie nowe instrumenty. Oficjalnym uzasadnieniem wykorzystywania niestandardowych instrumentów jest dążenie do przywracania drożności kanałom transmisji monetarnej, które zostały naruszone w trakcie kryzysu, i których funkcjonowanie jest niezbędne w oddziaływaniu na gospodarkę w ramach tradycyjnej polityki stóp procentowych¹².

W roku 2008 wprowadzono modyfikacje transakcji LTRO. Obok standardowych trzymiesięcznych pożyczek, pojawiły się pożyczki na okres sześciu miesięcy, a w 2010 roku zostały wprowadzone pożyczki na okres dwunastu miesięcy. Aby zasilić system bankowy dodatkową płynnością, w 2011 roku EBC zapowiedział dwie aukcje LTRO o trzyletnim okresie zapadalności. W ramach pierwszej aukcji, która odbyła się w grudniu 2011 roku, zasilono system bankowy kwotą 489,2 mld euro, natomiast druga aukcja, która miała miejsce w lutym 2009 roku, zasiła system bankowy kwotą 529,5 mld euro. Kwoty pożyczone przez system bankowy w głównej mierze zostały przeznaczone na zakup obligacji krajów strefy euro, co pomogło zmniejszyć ich rentowość, a jednocześnie obniżyć koszty zadłużania się krajów strefy euro. Jednak nie wszystkie środki z wyżej wymienionych programów zostały wykorzystane zgodnie z ideą EBC, bowiem część z nich posłużyła spekulacji bardziej ryzykownymi aktywami¹³. Dlatego też w 2014 roku uruchomiono kolejny instrument, który był modyfikacją transakcji LTRO – *targeted longer-term refinancing operations* (TLTRO). Program ten został podzielony na dwie części. W ramach pierwszej części przeprowadzono osiem operacji w latach 2014-2016, wszystkie z terminem zapadalności we wrześniu 2018 roku. W ramach TLTRO-II przeprowadzono do tej pory cztery operacje – trzy w 2016 roku oraz jedną w marcu 2017 roku. Różni się on od poprzedniego programu niejednakowym terminem zapadalności. Termin zapadalności pierwszej operacji przypada na połowę 2020 roku, zaś zapadalność czwartej operacji na marzec 2021 roku. Celem instrumentu TLTRO jest pobudzenie realnej sfery gospodarki, w związku z czym EBC pożycza środki bankom w zależności od ich stopnia zaangażowania w kredyty konsumenckie oraz w kredyty dla firm, których działalność nie skupia się na rynku finansowym. Im bardziej aktywnie dany bank finansuje

¹¹ E. Dziwok, *Strefa euro w obliczu kryzysu. Rola Europejskiego Banku Centralnego w kształtowaniu nowej polityki pieniężnej*, „Studia Ekonomiczne. Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach”, 2013, nr 170, s. 60.

¹² Z. Polański, *Przemiany funkcji pożyczkodawcy ostatniej instancji w czasie kryzysu*, [w:] *Współczesna bankowość centralna*, W. Jaworski, A. Szelańska (red.), CeDeWu Sp. z o.o., Warszawa 2012, s. 102-103.

¹³ B. Dudkiewicz, *Europejski Bank Centralny i nadzór finansowy w Unii Europejskiej a stabilność finansowa*, CeDeWu Sp. z o.o., Warszawa 2016, s. 115.

podmioty gospodarcze, tym mniejsza stopa oprocentowania pożyczki zaciągniętej w ramach TLTRO. Co ciekawe – jeżeli akcja kredytowa skupiona na podmiotach realnej sfery gospodarki jest wystarczająco wysoka, to oprocentowanie środków pożyczone od banku centralnego może być ujemne (aż do poziomu stopy depozytowej, a więc -0,4%), zatem bank komercyjny, który bardzo aktywnie działa na rynku kredytów konsumenckich oraz kredytów dla przedsiębiorstw niefinansowych, będzie zobowiązany spłacić mniejszą kwotę niż pożyczył z banku centralnego.

Kolejnym posunięciem EBC w 2008 roku było wdrożenie procedury *fixed-rate full-allotment* (FRFA), która zmieniła zasady dokonywania transakcji repo. W przypadku standardowej procedury bank centralny oferuje bankom komercyjnym z góry określoną kwotę pożyczki oraz ustanawia bazową stopę oprocentowania tychże środków, zaś banki komercyjne, podbijając oprocentowanie, konkurują ze sobą o udostępnione środki. Procedura FRFA zmienia procedurę w taki sposób, że banki mają możliwość pożyczania dowolnej, potrzebnej kwoty przy stałym oprocentowaniu.

Za jedną z modyfikacji standardowej polityki monetarnej EBC można także uznać obniżenie wymagań w stosunku do aktywów, którymi zabezpiecza się operacje otwartego rynku. Standardowo aktywa, pod których zastaw bank centralny udzielał pożyczek, musiały być oceniane na poziomie co najmniej A-, jednak w reakcji na kryzys EBC akceptował jako zabezpieczenie aktywa notowane na poziomie BBB-¹⁴, a dla obligacji greckich został zniesiony minimalny próg wymogów ratingowych¹⁵.

Poza modyfikacjami standardowych operacji, Europejski Bank Centralny dodał do swojego instrumentarium całkowicie nowe narzędzia, których bezpośrednim celem było wpłynięcie na rynek aktywów, a w sposób pośredni na bilanse banków komercyjnych, tak aby zachęcić je i ułatwić im ekspansję kredytową, oraz na sytuację budżetową krajów strefy euro, które borykały się z problemem wzrastających kosztów obsługi już istniejącego długu i rosnącym kosztem zaciągania nowych zobowiązań.

Pierwszym całkowicie nowym posunięciem EBC było wprowadzenie w lipcu 2009 roku programu *Covered Bond Purchase Programme* (CBPP). Program ten miał na celu zachęcenie banków komercyjnych do zwiększenia akcji kredytowej dzięki polepszeniu ich warunków finansowych. Aby to osiągnąć, bank centralny skupował zarówno z rynku pierwotnego, jak i wtórnego obligacje banków komercyjnych. Natomiast te zostały wystawione pod zastaw długów publicznych i kredytów hipotecznych, które banki miały w swoich aktywach. Łączna wartość programu zaplanowana była na 60 mld euro i została osiągnięta 30 czerwca 2010 roku. Ponadto, obligacje musiały posiadać rating na poziomie przynajmniej AA-, ich termin zapadalności musiał mieścić się w przedziale 3-10 lat, a minimalna

¹⁴ F. Drudi, A. Durre, F. P. Mongelli, *The interplay of economic reforms and monetary policy. The case of euro area*, „ECB Working Paper Series”, 2012, no. 1467 s. 8.

¹⁵ P. Bagus, *Tragedia euro*, Instytut Ludwiga von Misesa, Warszawa 2011, s. 105.

wielkość emisji musiała wynosić 500 mln euro. W ramach skupu EBC pozyskał 422 obligacje, których okres zapadalności wyniósł średnio nieco powyżej 4 lata. Natomiast 73% zakupionych obligacji pochodziło z rynku wtórnego, a 23% stanowiły nowo wyemitowane papiery¹⁶. W listopadzie 2011 roku Europejski Bank Centralny uruchomił kolejny program CBPP, dla którego został zaplanowany zakup obligacji na kwotę 40 mld euro. Obligacje zakwalifikowane do programu musiały mieć rating na poziomie przynajmniej BBB- (z wyjątkiem papierów greckich i cypryjskich), ich termin zapadalności nie mógł przekraczać 10,5 roku, a minimalna wielkość emisji została ustalona na poziomie 300 mln euro. Jednak tym razem, ze względu na rosnący popyt rynkowy na obligacje zabezpieczone oraz ich niższą podaż EBC, nie udało się zrealizować zamierzonego celu. Do momentu zakończenia, które zostało przeprowadzone zgodnie z zaplanowaną na początku datą 31 października 2012, EBC zakupiło obligacje na kwotę 16,418 mld euro¹⁷. 20 października 2014 roku EBC rozpoczął trzeci program CBPP. W związku z tym banki centralne Eurosystemu skupowały obligacje, których rating nie był niższy niż BBB-, z wyjątkiem papierów instytucji greckich i cypryjskich. Tym razem obligacje nie musiały spełniać kryterium okresu zapadalności. Nie została również określona minimalna wielkość emisji. Początkowo program planowano na 2 lata, lecz ostateczna data jego zakończenia nie została ustalona.

Kolejnym programem, który został przeprowadzony przez EBC w ramach niestandardowych instrumentów polityki monetarnej, był skup prywatnych i publicznych instrumentów dłużnych – *Securities Market Programme* (SMP). Program został uruchomiony 10 maja 2010 roku i trwał do 6 września 2012 roku. Z uwagi na zakaz bezpośredniego finansowania długu państw strefy euro przez Europejski Bank Centralny, publiczne papiery dłużne były skupowane jedynie na rynku wtórnym, natomiast papiery emitowane przez instytucje prywatne były skupowane zarówno na rynku pierwotnym, jak i wtórnym. W ramach tego programu EBC dokonał zakupów obligacji na kwotę przekraczającą 200 mld euro, a ich dokładna struktura nie była ujawniana¹⁸. Programowi SMP towarzyszyły operacje sterylizujące, w trakcie których bank centralny absorbował dodatkową płynność z rynku poprzez oferowanie depozytów bankom komercyjnym. Działając w ten sposób, EBC chciał zapobiec możliwemu wzrostowi inflacji, który mógłby pojawić się po dostarczeniu dodatkowej płynności na rynek. Ostatnie operacje tego typu, które ściągnęły z rynku kwotę 209,5 mld, euro zostały przeprowadzone we wrześniu oraz październiku 2012 roku¹⁹.

¹⁶ Europejski Bank Centralny, „Final monthly report on the Eurosystem’s covered bond purchase programme”, 2010, s. 1.

¹⁷ Europejski Bank Centralny, „Ending of covered bond purchase programme 2 (CBPP2)”, 31 października 2012, https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2012/html/pr121031_1.en.html (data wejścia: 19.01.2017).

¹⁸ B. Dudkiewicz, *Europejski Bank Centralny...*, op. cit., s. 109-110.

¹⁹ Europejski Bank Centralny, „ECB Monthly Bulletin, October 2012”, 2012, s. 29.

21 listopada 2014 roku EBC uruchomił program skupu instrumentów dłużnych zabezpieczonych aktywami. Był to kolejny ruch banku centralnego Eurosystemu, którego zadanie wiązało się z kredytowaniem realnej gospodarki oraz wzmocnieniem mechanizmu transmisyjnego. Skupując aktywa w ramach programu *Asset-backed Securities Purchase Programme* (ABSPP), Europejski Bank Centralny zapewnia płynność bankom, aby te chętniej udzielały kredytów podmiotom ich potrzebującym. Za sprawą tego programu banki komercyjne mają możliwość sekurytyzacji dotychczasowo udzielonych kredytów, a następnie odsprzedaży ich EBC, dzięki czemu zyskują możliwości rozszerzenia swojej akcji kredytowej. Od kwietnia 2017 roku w skup jest zaangażowanych sześć banków centralnych, do których zostały przyporządkowane aktywa w zależności od kraju pochodzenia (zob. tabela 1.). Podobnie jak w przypadku programu SMP, szczegółowa struktura skupowanych aktywów nie jest podawana do wiadomości publicznej, jednak wiadomo, że w początkowej fazie większość aktywów pochodziła z rynku wtórnego – nawet 95% w lutym 2015 roku, lecz z biegiem czasu tendencja ta uległa zmianie i obecnie aktywa z rynku wtórnego stanowią już niewiele ponad 60%. Program nie ma określonej daty wygaśnięcia, a do kwietnia 2017 roku w jego ramach skupiono instrumenty dłużne o wartości ponad 24 mld euro.

Tabela 1.
Przyporządkowanie geograficzne transakcji w ramach programu ABSPP

Narodowy bank centralny obsługujący transakcje	Kraj pochodzenia instrumentu
Banque Nationale de Belgique/De Nationale Bank van België	Belgia
Deutsche Bundesbank	Niemcy
Banco de España	Hiszpania
Banque de France	Finlandia, Francja, Irlandia, Luxemburg, Portugalia
Banca d'Italia	Włochy
De Nederlandsche Bank	Holandia

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych EBC.

W marcu 2015 roku Eurosystem rozpoczął skup instrumentów dłużnych sektora publicznego w ramach programu *Public Sector Purchase Programme* (PSPP). Instrumenty skupowane przez EBC obejmowały obligacje emitowane zarówno przez rządy centralne, jak i samorządy, specjalne instytucje, które zostały wymienione przez EBC, jak również organizacje międzynarodowe, których siedziby znajdują się na terenie strefy euro²⁰. Zatem dzięki temu programowi instytucje, takie jak European Financial Stability Facility oraz European Stability Mechanism, mogą pozyskiwać środki na ratowanie państw zagrożonych bankructwem.

²⁰ Wykaz instytucji można znaleźć na stronie: <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implementation/html/pspp.en.html> (data wejścia: 12.05.2017).

Przez pierwszy rok funkcjonowania programu, Eurosystem skupował obligacje w stosunku: 88% obligacje rządowe i wyróżnione agencje oraz 12% organizacje międzynarodowe. Po tym okresie stosunek został zmieniony do odpowiednio: 90% i 10%. Do 5 maja 2017 roku Eurosystem skupił papiery o łącznej wartości ponad 1,5 biliona euro, a jego największą część (łącznie niemal 60% całkowitej wartości) stanowiły papiery: niemieckie, francuskie i włoskie.

Ostatnim programem uruchomionym do tej pory przez EBC jest *Corporate Sector Purchase Programme* (CSPP). Program został zapowiedziany 10 marca 2016 roku, natomiast pierwszy skup papierów wartościowych w jego ramach miał miejsce 8 czerwca tego samego roku. Skup, podobnie jak w przypadku programu ABSPP, prowadzi sześć banków, z tą różnicą, że miejsce banku holenderskiego zajął bank fiński. Okres zapadalności, liczący się od momentu zakupu, kwalifikujących się papierów musi mieścić się w przedziale od 6 miesięcy do 30 lat, rating musi wynosić minimum BBB-, a jego emitentem nie może być korporacja zajmująca się udzielaniem kredytów ani spółka podległa takiej korporacji. Ponadto, papiery te muszą nadawać się jako zabezpieczenie kolejnych transakcji kredytowych. Głównym celem programu CSPP jest pomoc w przywróceniu inflacji do poziomu niewiele poniżej 2% w ujęciu średniokresowym.

Programy: CBPP, ABSPP, PSPP oraz CSPP działają w ramach programu *Asset Purchase Programme* (APP), który można uznać za europejską wersję luzowania ilościowego. Według zapowiedzi EBC, program APP będzie działał przynajmniej do grudnia 2017 roku. Wszystkie instrumenty skupowane w ramach APP muszą być denominowane w euro, a stopa zwrotu z pozyskiwanych papierów musi przewyższać stopę depozytową EBC. Jedyny wyjątek od reguły rentowności stanowi program PSPP, jednak preferowane są papiery spełniające powyższy warunek²¹. Od początku istnienia APP, Eurosystem skupuje co miesiąc papiery o równowartości średnio 60 mld euro, z wyjątkiem okresu od kwietnia 2016 do marca 2017, kiedy to skupowano aktywa o równowartości średnio 80 mld euro miesięcznie.

Podsumowanie

Tuż po wybuchu kryzysu finansowego, Europejski Bank Centralny starał się zapanować nad sytuacją gospodarczą, wykorzystując standardowe instrumenty polityki monetarnej, jednakże jego możliwości wpływania na realną sferę gospodarki zostały szczególnie osłabione z powodu zaburzenia mechanizmu transmisji polityki monetarnej. Co więcej wybuch kryzysu finansowego, doprowadzając do niepokoju wśród inwestorów, przyczynił się do wybuchu kryzysu zadłużeniowego w strefie euro. Inwestorzy, stwierdzając skalę długów, takich państw, jak: Portugalia, Hiszpania czy przede wszystkim Grecja, znacząco obniżyli popyt na emitowane

²¹ Europejski Bank Centralny, „ECB provides further details on APP purchases of assets with yields below the deposit facility rate”, www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2017/html/pr170119_1.en.html (data wejścia: 19.01.2017).

wane przez nie obligacje. Spowodowało to wzrost kosztów zaciągania kolejnych zobowiązań i w efekcie uniemożliwiło proces dalszego rolowania długu przez te kraje. Dostrzegając skalę zagrożenia, jakie niesie ze sobą kryzys zadłużeniowy, przy jednoczesnym braku możliwości kształtowania gospodarki za sprawą użycia standardowych instrumentów, Europejski Bank Centralny początkowo zdecydował się zmodyfikować swój standardowy arsenał, a później poszerzyć go o dodatkowe programy, aby udroźnić kanał transmisji monetarnej, doprowadzić wzrost poziomu cen do celu inflacyjnego, a także uspokoić inwestorów oraz instytucje finansowe, co w efekcie miało wywołać przyrost tempa wzrostu gospodarczego.

Niestandardowe operacje, wykorzystywane przez EBC, głównie skupiały się na poprawie sytuacji bilansowej banków komercyjnych oraz dostarczaniu im dodatkowej płynności, co miało wpłynąć na poszerzenie akcji kredytowej, a zarazem wzrost popytu na obligacje państw zagrożonych bankructwem, w celu obniżenia ich rentowności. Dążąc do realizacji swojego zadania, bank centralny skupował: instrumenty finansowe emitowane przez banki pod zastaw aktywów, obligacje korporacyjne, obligacje banków oraz obligacje krajów zagrożonych bankructwem. Początkowo nie były to programy o regularnym charakterze, natomiast od 2015 roku można już mówić o regularnych operacjach luzowania ilościowego na kwotę 60 mld, a przez pewien okres i 80 mld euro miesięcznie.

Zgodnie z zapowiedziami Europejskiego Banku Centralnego dodatkowe instrumenty jeszcze będą wykorzystywane przynajmniej do końca 2017 roku. Wydaje się jednak, że jeżeli nie będzie zagrożenia związanego z naruszeniem średniookresowego celu inflacyjnego, a wzrost gospodarczy nie będzie na wystarczającym poziomie, to bank centralny strefy euro bez wahania wydłuży okres obowiązywania nadzwyczajnych instrumentów polityki pieniężnej na kolejne miesiące, a być może i lata.

Literatura

1. Bagus P., *Tragedia euro*, Instytut Ludwiga von Misesa, Warszawa 2011.
2. Bilski J., *Międzynarodowy system walutowy*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2006.
3. Cendal M., *Instrumenty polityki pieniężnej*, [w:] *Współczesna polityka pieniężna*, W. Przybylska-Kapuścińska (red.), Centrum Doradztwa i Informacji Difin sp. z o.o., Warszawa 2008.
4. Drudi F., Durre A., Mongelli F. P., *The interplay of economic reforms and monetary policy. The case of euro area*, „ECB Working Paper Series”, 2012, no. 1467.
5. Dudkiewicz B., *Europejski Bank Centralny i nadzór finansowy w Unii Europejskiej a stabilność finansowa*, CeDeWu Sp. z o.o., Warszawa 2016.
6. Dziwok E., *Strefa euro w obliczu kryzysu. Rola Europejskiego Banku Centralnego w kształtowaniu nowej polityki pieniężnej*, „Studia Ekonomiczne. Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach”, 2013, nr 170.
7. „ECB provides further details on APP purchases of assets with yields below the deposit facility rate”, 19 stycznia 2017, https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2017/html/pr170119_1.en.html (data wejścia: 19.01.2017).
8. Europejski Bank Centralny, „ECB Monthly Bulletin, October 2012”, 2012.

9. Europejski Bank Centralny, „Final monthly report on the Eurosystem’s covered bond purchase programme”, 2010 (data wejścia: 19.01.2017).
10. „Ending of covered bond purchase programme 2 (CBPP2)”, 31 października 2012, https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2012/html/pr121031_1.en.html (data wejścia: 19.01.2017).
11. Musielak-Linkowska M., *Strategie polityki pieniężnej*, [w:] *Współczesna polityka pieniężna*, W. Przybylska-Kapuścińska (red.), Centrum Doradztwa i Informacji Difin sp. z o.o., Warszawa 2008.
12. Polański Z., *Przemiany funkcji pożyczkodawcy ostatniej instancji w czasie kryzysu*. [w:] *Współczesna bankowość centralna*, W. Jaworski, A. Szelańska (red.), CeDeWu Sp. z o.o., Warszawa 2012.
13. Proczek M., *Polityka monetarna w strefie euro*, „Bank i Kredyt”, 2008, nr 6.
14. Szczepańska O., *Instrumenty polityki pieniężnej Eurosystemu*, [w:] *EURO od A do Z*, Narodowy Bank Polski, Warszawa 2003.
15. *Traktat o funkcjonowaniu Unii Europejskiej*, Dz. Urz. UE 2016, C 202.
16. Twarowska K., *Realizacja celu inflacyjnego w polityce pieniężnej Europejskiego Banku Centralnego w latach 2008-2010*, [w:] *Gospodarka i polityka makroekonomiczna strefy euro w latach 2008-2010. Skutki kryzysu i słabości zarządzania*, B. Mucha-Leszko (red.), Wydawnictwo Uniwersytetu Marii Curie-Skłodowskiej, Lublin 2011.