

Bartłomiej Chinowski
Instytut Rynków i Konkurencji

Ocena efektywności interwencji rynkowych Europejskiego Banku Centralnego w latach 2010–2016

Streszczenie

Celem artykułu jest analiza skutków pokryzysowych interwencji prowadzonych przez Europejski Bank Centralny w latach 2010–2016. Analizie poddano zarówno faktycznie wprowadzone w życie programy pomocowe dla banków oraz rządów zadłużonych państw UE, jak i politykę informacyjną, dotyczącą programów jedynie ogłoszonych, do których realizacji dotychczas nie doszło. Na podstawie badania notowania krajowych swapów ryzyka kredytowego (CDS) oraz dynamiki akcji kredytowej oszacowano wpływ omawianych programów pomocowych na strefę realną gospodarki. Dokonane obserwacje wskazują na to, że interwencje EBC były skuteczne w tym sensie, że po ich przeprowadzeniu nie wystąpiły zdarzenia, którym bank centralny chciał zapobiec. Jednocześnie nie stwierdzono wywołania jednoznacznie negatywnych skutków omawianych programów. Zaobserwowano także względnie wysoką – wobec drogich programów interwencyjnych – efektywność polityki informacyjnej banku centralnego. Tym samym stwierdzono, że prowadzone w omawianym okresie działania EBC przyniosły zamierzone efekty i mogą zostać uznane za skuteczne.

Słowa kluczowe: bank centralny, programy EBC, działania pokryzysowe, polityka informacyjna
Kody klasyfikacji JEL: E58, G01, F62

1. Wprowadzenie

Wybuch kryzysu finansowego w 2008 r. spowodował materializację narastającego wcześniej ryzyka. Jego źródłem była niska jakość portfela kredytowego banków komercyjnych w USA, wysoki poziom zadłużenia rządowego w Europie oraz postrzeganie strefy euro jako homogenicznego tworów bez różnicowania wag ryzyka dla poszczególnych państw. Przykładowo, przed 2008 r. obligacje emitowane przez Grecję miały tę samą rentowność, co obligacje niemieckie, czyli teoretycznie cieszyły się takim samym poziomem zaufania inwestorów. Wystąpienie kryzysu nie tylko spowodowało powstanie nowych zagrożeń dla sektora finansowego, lecz także unaocniło zagrożenia wcześniej ignorowane – zarówno przez rządy, jak i banki centralne oraz inwestorów. Nagromadzenie trudności, jakie miało miejsce po 2008 r., spotęgowało wrażenie, że kryzys jest nie do przezwyciężenia przy wykorzystaniu tradycyjnie stosowanych metod. Dlatego banki centralne zdecydowały o wdrożeniu nadzwyczajnych programów pomocy. Stając wobec ograniczonych możliwości prowadzenia polityki monetarnej przy zastosowaniu tradycyjnych metod, czyli poprzez dalsze obniżanie stóp procentowych, zdecydowano o wdrożeniu programów skupów aktywów. Ocena skuteczności tych programów, wprowadzonych najpierw przez amerykańską Rezerwę Federalną (Fed) i Bank Anglii (BoE), a następnie także Europejski Bank Centralny (EBC), jest utrudniona ze względu na to, że zostały uruchomione jako odpowiedź na nietypowe i poważne trudności gospodarcze wywołane kryzysem finansowym. Nie można zatem przewidzieć, jak zmieniałyby się wskaźniki ekonomiczne, gdyby omawiane programy nie weszły w życie¹. W „normalnych” czasach konwencjonalny sposób ogłaszania informacji na temat polityki monetarnej jest ważnym źródłem informacji. Pozwala na łatwe ustalenie reakcji rynku – i jego ewentualnego zaskoczenia – na decyzje banku centralnego. Względnie bezpiecznie można wówczas założyć, że w krótkim okresie wokół publikacji decyzji była ona jedynym istotnym czynnikiem wpływającym na zachowanie rynku. W przypadku niekonwencjonalnej polityki monetarnej ocenę utrudniają istotne zmiany, jakie w czasie trwania programów zaszły na światowych rynkach finansowych, oraz spowolnienie globalnego wzrostu gospodarczego, spadek inflacji do poziomu bliskiego zera lub poniżej i wreszcie także turbulencje geopolityczne. Po trzecie należy pamiętać, że kryzys w Europie był bardziej rozległy niż w Stanach Zjednoczonych – wynikał nie tylko z trudności sektora bankowego, lecz także z zaistnienia ryzyka niewypłacalności państw. To ostatnie zagrożenie, mimo bardzo wysokiego poziomu zadłużenia USA, nie stanowiło w omawianym okresie zmartwienia Fedu, a było dużym wyzwaniem dla EBC. Należy przy tym zaznaczyć, że wymienione czynniki utrudniają ocenę działań EBC, natomiast jej nie uniemożliwiają.

¹ Jednym z argumentów podawanych przez prezesa M. Dragiego w obronie interwencji EBC jest sformułowanie, że krytycy EBC nie biorą pod uwagę, jaki byłby koszt zaniechania tych działań.

Mając na uwadze olbrzymią skalę kryzysu finansowego, należy założyć, że w przypadku nieskuteczności działań podjętych przez EBC mogły zmaterializować się nawet skrajne scenariusze, z rozpadem unii walutowej włącznie. Dlatego punktem odniesienia dla oceny skuteczności EBC w ograniczaniu negatywnych następstw kryzysu finansowego powinien być nie stan sprzed kryzysu, ale potencjalny najgorszy scenariusz rozwoju wypadków. Kolejnym kryterium oceny powinien być zakres, w jakim zrealizowane zostały deklarowane cele programów pomocowych.

Celem artykułu jest analiza skutków pokryzysowych interwencji prowadzonych przez Europejski Bank Centralny w latach 2010–2016. Przedstawiono wybrane prace dotyczące operacji EBC i zagadnienia, jakie były w nich podnoszone. Następnie omówiono szczegóły i mechanizmy programów już przeprowadzonych lub wciąż prowadzonych przez Europejski Bank Centralny. W kolejnej części dokonano próby oceny skuteczności omawianych programów, ich wpływu na realną gospodarkę oraz porównania z działaniami podejmowanymi po kryzysie przez inne banki centralne. Pracę zamyka podsumowanie oraz bibliografia.

2. Przegląd literatury

Ocena działań EBC w czasie „pokoju”, a już w szczególności w czasie kryzysu, musi uwzględniać uwarunkowania polityczne. Zwraca na to uwagę Popławski², który przypomina, że EBC tworzony był na wzór Bundesbanku i uruchomione w następstwie kryzysu działania pomocowe łamały fundamentalną dla Niemców zasadę: niefinansowania przez bank centralny długu rządowego. W tym sporze w opozycji do Berlina były kraje Południa oraz Francja, której sytuacja gospodarcza również znacząco się osłabiła. Dodatkowo francuskie banki miały dużą ekspozycję kredytową na zagrożone kraje peryferyjne, więc niewypłacalność tych ostatnich miałaby dla francuskiej gospodarki dużo bardziej dotkliwe konsekwencje niż dla Niemiec. Jak zaznacza Siemaszko³ stawką tej konfrontacji mógł być rozpad unii walutowej, więc presja na EBC była nadzwyczajna – nie tylko ekonomiczna, lecz także polityczna. Sum⁴ zauważa także, że polityka monetarna EBC nie była skoordynowana z polityką fiskalną, co stanowiło kolejne ograniczenie skuteczności prowadzonych działań.

Jeszcze przed kryzysem podnoszono w literaturze przedmiotu znaczenie polityki informacyjnej EBC jako skutecznego narzędzia interwencyjnego. Szczepańska⁵ zwraca uwagę na komunikaty prasowe EBC wydane 11 września 2001 r. – po atakach w USA oraz w marcu 2003 r. – po wybuchu II wojny w Zatoce Perskiej. W obu przypadkach bank centralny informował, że gotowy jest zapewnić wystarczające wsparcie płynnościowe nawet w nadzwyczajnych

² K. Popławski, *Niemiecki dylemat: uwspólnotowienie długów czy interwencje EBC?*, Komentarze OSW, 2012.

³ A. Siemaszko, *Europejski Bank Centralny wobec kryzysu strefy euro*, Nowa Politologia, 2012.

⁴ K. Sum, *Antykryzysowe działania Europejskiego Banku Centralnego – przyczyny, przebieg i skutki w poszczególnych fazach kryzysu*, Wyższa Szkoła Bankowa we Wrocławiu, Wrocław 2016.

⁵ O. Szczepańska, *Funkcja stabilności finansowej w Eurosystemie*, „Bank i Kredyt” 2004, vol. 35, no. 6.

okolicznościach⁶. Według Zwolankowskiego⁷ polityka informacyjna banku centralnego prowadzona jest poprzez komunikaty *sensu stricto*, ale także poprzez decyzje o zmianie stóp procentowych. Nagłe odejście od „trendu” – duża zmiana (np. 0,5 p.p.) wobec oczekiwanej małej (0,25 p.p.) może wysłać na rynek informację o wystąpieniu sytuacji szczególnej i wywołać reakcje niezgodne z zamierzeniami banku centralnego.

Ponadto Kluczyński⁸ zauważa, że EBC, prowadząc politykę antykryzysową, nie zrealizował podstawowego celu polityki pieniężnej, czyli utrzymania inflacji na poziomie poniżej, ale blisko 2%. Nieosiągnięcie celu inflacyjnego można uznać za koszt prowadzonej polityki i potraktować jako argument przeciwko uznaniu interwencji EBC za skuteczne.

Odrębna część literatury poświęcona jest wpływowi prowadzonego przez banki centralne luzowania ilościowego na postępowanie finansyzacji. Terminem tym określa się⁹ zwiększanie i wzrost znaczenia instytucji finansowych przy jednoczesnym uzyskiwaniu przez sektor finansowy coraz większej autonomii względem realnej gospodarki. Jak jednak zauważają C. Perillo i S. Battiston¹⁰, otrzymane przez banki środki z programów pomocowych niekoniecznie muszą zostać przekazane do realnej gospodarki. Ich zdaniem wzrost wartości kredytów udzielanych przez banki bankom, a nie przedsiębiorcom wpisuje się w zjawisko finansyzacji. Jednocześnie proces ten może być niepokojący w tych krajach europejskich, gdzie znaczna część struktury produkcyjnej oparta jest na małych i średnich przedsiębiorstwach finansujących się w bankach.

3. Securities Markets Programme

W maju 2010 r. Europejski Bank Centralny uruchomił Securities Markets Programme (SMP), który był programem odpowiadającym na niewydolność rynków papierów wartościowych, która zagrażała mechanizmowi transmisji impulsów polityki monetarnej do realnej gospodarki i jej wpływu na ceny. Wprowadzenie SMP miało zapewnić płynność rynku obligacji rządowych. W praktyce była to interwencja na rynku wtórnym obligacji greckich, irlandzkich oraz portugalskich, od sierpnia 2011 r. rozszerzona o obligacje hiszpańskie i włoskie. Zakupy dokonywane były przez krajowe banki centralne, a EBC był jedynie ich koordynatorem. Interwencje EBC przyniosły spodziewany efekt i pozwoliły na czasowe obniżenie rentowności kupowanych obligacji, a także zmniejszenie zmienności tych rentowności. W literaturze

⁶ ECB, *Statement of the Governing Council Following the Start of Military Action in Iraq*, 2003.

⁷ M. Zwolankowski, *Złożoność globalnego systemu finansowego – nowe wyzwania dla banków centralnych*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie” 2015, [S.l.], n. 2(938), s. 143–154.

⁸ L. Kluczyński, *Antykryzysowa polityka pieniężna na przykładzie wybranych banków centralnych w latach 2007–2011*, „Progress in Economic Sciences” 2015, nr 2.

⁹ E. Gostomski, *Finansyzacja w gospodarce światowej*, „International Business and Global Economy” 2014, nr 33, s. 299–311.

¹⁰ C. Perillo, S. Battiston, *Real Implications of Quantitative Easing in the Euro Area: A Complex-Network Perspective*, „Studies in Computational Intelligence” 2017, vol. 689.

przedmiotu panuje pogląd¹¹, że pierwszym następstwem interwencji Europejskiego Banku Centralnego było obniżenie rentowności obligacji rządowych, a operacje *quantitative easing* (QE)¹² okazały się w latach 2008 i 2009 skutecznym narzędziem do powstrzymania dalszego spadku PKB i inflacji¹³. Warto przy tym zauważyć, że już samo ogłoszenie planowanych interwencji EBC wpłynęło na obniżenie rentowności obligacji – greckich o ponad 400 punktów bazowych (p.b.), a hiszpańskich i włoskich o blisko 100 p.b. Według E. Ghyselsa et al.¹⁴ efekt ogłoszenia programu SMP był większy niż samej jego realizacji i choć miał on wpływ na rentowności obligacji, to bardziej poprzez zwiększenie zaufania rynków niż poprzez bezpośrednie zakupy¹⁵. Mimo wejścia w życie programu SMP rentowności obligacji peryferyjnych krajów strefy euro nadal rosły aż do lutego 2012 r., kiedy osiągnęły rekordowo wysokie poziomy. Nastąpił wówczas gwałtowny spadek rentowności omawianych papierów, wynikający z podpisania porozumienia restrukturyzującego grecki dług, czyli z wydarzenia, które nie było bezpośrednio związane z programami EBC.

4. Długoterminowe Operacje Refinansujące

Jednym z przejawów kryzysu finansowego był spadek zaufania do banków, czego efektem było zmniejszenie dostępności finansowania na rynku międzybankowym. Reakcją EBC na tę sytuację były uruchomione w grudniu 2011 r.¹⁶ oraz w lutym 2012 r.¹⁷ Długoterminowe Operacje Refinansujące (ang. *Long Term Refinancing Operation*, LTRO). LTRO miały zapadalność 36-miesięczną – dużo dłuższą niż standardowe 3-miesięczne LTRO oferowane wcześniej przez EBC. Ich stopa była o 10 p.b. wyższa niż stopa Głównych Operacji Refinansujących (ang. *Main Refinancing Operations*, MRO) – o zapadalności 1 tygodnia. Celem programu było zapewnienie długoterminowego finansowania bankom, które średnio- i długoterminowe inwestycje finansowały krótkoterminowymi zobowiązaniami na rynku międzybankowym¹⁸. W tej sytuacji rosło ryzyko, że zamrożenie krótkoterminowego finansowania międzybankowego może poważnie zagrozić wypłacalności banków. Wprowadzenie LTRO

¹¹ E. Ghysels et al., *A High Frequency Assessment of the ECB Securities Markets Programme*, ECB Working Paper Series 2014, no 1642.

¹² Określenie *quantitative easing* zostało po pierwszy użyte do określenia polityki Banku Japonii; zmagął się on z presją deflacyjną po pęknięciu bańki na rynku nieruchomości w latach 90. (za: M. Joyce et al., *Quantitative Easing and Unconventional Monetary Policy – an Introduction*, „The Economic Journal” 2012, vol. 122, iss. 564, s. 271–288).

¹³ C. Martin, C. Milas, *Quantitative Easing: a Sceptical Survey*, „Bath Economics Research Papers” 2012, no. 2.

¹⁴ E. Ghysels et al., *A High Frequency...*, op.cit.

¹⁵ M. Pooter et al., *Cheap Talk and the Efficacy of the ECB's Securities Market Programme: Did Bond Purchases Matter?*, „FRB International Finance Discussion Paper” 2015, no. 1139.

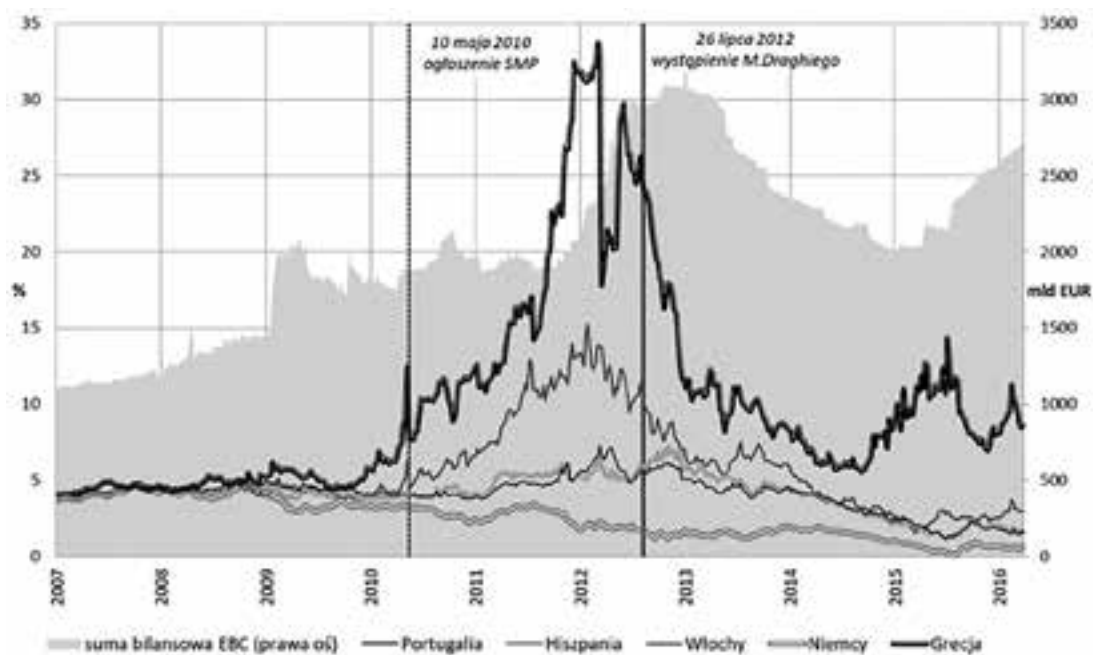
¹⁶ LTRO 1–489 mld EUR dla 523 banków.

¹⁷ LTRO 2–530 mld EUR dla 800 banków.

¹⁸ R.L. Łukowski, *Długoterminowe Operacje Refinansujące (LTRO) EBC, czyli europejska kroplówka*, Instytut Sobieskiego, Warszawa 2012.

nie spowodowało obniżenia rentowności obligacji krajów peryferyjnych: przykładowo między lutym a czerwcem 2012 r. spready CDS-ów Hiszpanii i Włoch wzrosły średnio o 48%¹⁹. Banki z krajów peryferyjnych wykorzystywały finansowanie uzyskane dzięki LTRO do zakupu krajowych obligacji, zwiększając jeszcze udział tych papierów w swoich portfelach (nierzadko ponad 80% wartości portfela obligacji²⁰). Tym samym ryzyko wynikające z ekspozycji banków na dług państw GIIPS zostało spotęgowane. Należy przy tym zauważyć, że taka praktyka była dopuszczona, a nawet motywowana, regulacjami dotyczącymi wypłacalności, które długowi rządowemu krajów OECD przypisywały zerową wagę ryzyka²¹. Przeznaczenie środków z LTRO np. na akcję kredytową rodziłoby konieczność utrzymywania przez banki wyższych kapitałów. Właśnie spotęgowanie ryzyka związanego z długiem rządowym, będące następstwem LTRO, nie pozwala na jednoznacznie pozytywną ocenę tego programu EBC. Jednak podstawowym celem omawianych działań było niedopuszczenie do bankructw banków krajów peryferyjnych i cel ten został osiągnięty (rysunek 1).

Rysunek 1. Rentowność obligacji krajów peryferyjnych oraz Niemiec na tle ogłoszenia programu SMP, wystąpienia Mario Draghiego oraz sumy bilansowej EBC



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Bloomberg.

¹⁹ V. Acharya, *Lender of Last Resort versus Buyer of Last Resort – Evidence from the European Sovereign Debt Crisis*, „Centre for European Economic Research Discussion Paper” 2016, no. 16–19.

²⁰ Ibidem.

²¹ ESRB, *ESRB Report on the Regulatory Treatment of Sovereign Exposures*, 2015.

5. Outright Monetary Transactions

Omówiona wyżej polityka zwiększania ekspozycji na ryzykowne papiery rządowe GIIPS²², uznawana niekiedy za *moral hazard*, niespodziewanie przyniosła bankom polepszenie kondycji. Gdy po ogłoszeniu programu Outright Monetary Transactions (OMT) rynki zwiększyły swoje zaufanie do długu rządowego, rosnące ceny obligacji GIIPS pozwoliły na szybsze odbudowanie się zagrożonych wcześniej banków. Choć program LTRO wpłynął pozytywnie na pasywną stronę bilansów banków strefy euro, zwiększając dostęp do finansowania, to jednak nie zmniejszył ryzyka wypłacalności. Obligacje rządów krajów peryferyjnych osiągały rekordowo wysokie rentowności, co groziło niewypłacalnością ich emitentów, upadkiem krajowych banków komercyjnych, a w konsekwencji także rozwiązaniem unii monetarnej. Odpowiedzią EBC na tę sytuację było wystąpienie Mario Draghiego, który w lipcu 2012 r. zadeklarował, że: w ramach naszego mandatu EBC jest gotów uczynić wszystko, co potrzeba, by ochronić euro. Kilka dni później nastąpiło ogłoszenie nowego programu OMT. Tym samym bank centralny, pełniący wcześniej funkcję pożyczkodawcy ostatniej szansy, stał się „kupującym ostatniej szansy”²³, zdolnym skupić dowolny wolumen obligacji krajów strefy euro. Wystąpienie prezesa EBC miało bardzo istotny wpływ na obniżenie rentowności obligacji krajów peryferyjnych i rok później zostało uznane za jedną ze skuteczniejszych „interwencji słownych” banku centralnego w historii²⁴. Porównania obu programów EBC wskazują na to, że ogłoszenie omówionego wyżej programu SMP przyniosło natychmiastowy, ale krótkotrwały efekt w postaci spadku rentowności obligacji państw peryferyjnych strefy euro, natomiast ogłoszenie OMT przyniosło efekt długoterminowy²⁵. Należy przy tym zaznaczyć, że omawiany wpływ dotyczył tylko obligacji krajów peryferyjnych, natomiast nie miał znaczenia dla rentowności np. obligacji niemieckich (por. rysunek 1). OMT skutkowało też zwiększeniem ekspozycji wszystkich banków strefy euro – nie tylko tych z krajów GIIPS – na obligacje krajów peryferyjnych. Wcześniej, po wprowadzeniu LTRO, obligacje te kupowane były tylko przez lokalne banki, co – jak wyżej wspomniano – prowadziło tylko do wzrostu ryzyka kredytowego²⁶. Tym samym EBC rozwiązał problem, do którego powstania wcześniej się przyczynił.

Innym następstwem omawianych wydarzeń były wzrosty indeksów giełdowych zarówno w krajach peryferyjnych, jak i w tzw. *core countries*, czyli państwach niedotkniętych kryzysem zadłużeniowym. Zwraca uwagę fakt, że do połowy 2016 r. żadne państwo strefy euro nie spełniło warunków koniecznych do skorzystania z OMT, czyli siła oddziaływania tego programu wynikała tylko z samego jego ogłoszenia.

²² Inaczej: tzw. kraje peryferyjne, Grecja, Włochy, Irlandia, Portugalia, Hiszpania.

²³ P. de Grauwe, *The European Central Bank as Lender of Last Resort in the Government Bond Markets*, „CESifo Economic Studies” 2013, vol. 59, 3, 520–535.

²⁴ „The Economist”, *Minutes are no longer heresy*, 1.08.2013.

²⁵ W. Grabowski, E. Stawasz, *Programy skupu aktywów Europejskiego Banku Centralnego w dobie kryzysu zadłużeniowego w strefie euro*, „Ekonomia Międzynarodowa” 2013, nr 4.

²⁶ V. Acharya, *Lender...*, op.cit.

6. Ocena wpływu programów EBC

W związku z tym, że obligacje krajów peryferyjnych znajdowały się w portfelach banków, spadek rentowności i wzrost wartości tych papierów miał pozytywny wpływ na wskaźniki kapitałowe posiadających je instytucji. Nagłe polepszenie kondycji dotyczyło przede wszystkim banków z państw najbardziej dotkniętych kryzysem zadłużeniowym. Tym samym ogłoszenie OMT poprawiło aktywną stronę bilansów banków, ich kapitalizację oraz ułatwiło dostęp do finansowania. Banki posiadające duży portfel obligacji GIIPS mogły je sprzedać z zyskiem, co zwiększało ich kapitały, a to z kolei wpływało na wzrost zaufania inwestorów, którzy chętniej przystawali na udzielanie finansowania. Deklarując, że program pomocowy jest praktycznie nieograniczony, EBC dostarczył płynność do banków, które jej najbardziej potrzebowały. Badania reakcji rynków kapitałowych na ogłoszenie przez EBC programu OMT wskazują, że wydarzenie to skutkowało wzrostem zaufania inwestorów zwłaszcza do tych banków, których istotną częścią aktywów były obligacje krajów GIIPS²⁷.

Przy realizacji omawianych programów interwencyjnych popełniano też błędy „operacyjne”, które obniżały skuteczność działań i wiarygodność banku centralnego. W 2010 r. EBC kupował greckie obligacje na wolnym rynku i w związku z tym powinien być traktowany *pari-passu*, tj. na równi z pozostałymi prywatnymi wierzycielami greckiego rządu. Zastosowano tu jednak proceduralny wybieg zmiany międzynarodowego numeru ISIN obligacji greckich, które znajdowały się w portfelu EBC. Tym samym stały się one innymi papierami niż obligacje kupione przez inwestorów prywatnych i dzięki temu nie objęła ich obniżka wartości długu, jaka spotkała pozostałych wierzycieli Grecji, tzw. *haircut*. EBC nadal domagał się spłaty wartości nominalnej obligacji, które sam nabył poniżej wartości, co oznaczało, że inwestorzy prywatni musieli ponieść wyższy koszt restrukturyzacji greckiego długu. W następstwie takiego postępowania inwestorzy zaczęli brać pod uwagę znaczenie swojego „podporządkowania” za każdym razem, gdy EBC kupował jakąś grupę obligacji. W rezultacie interwencje EBC mogły przynosić skutek odwrotny od oczekiwanego, bo inwestorzy prywatni mogli odbierać zaangażowanie się banku centralnego w jakiś zakup jako bezpośrednie zagrożenie swoich interesów²⁸. Później, przy ogłoszeniu technicznych standardów programu Outright Monetary Transactions, EBC jednoznacznie zadeklarował, że akceptuje zasadę *pari-passu* i będzie traktowany jak wszyscy pozostali wierzyciele²⁹.

²⁷ Acharya et al. (2015) zbadali, jak po ogłoszeniu programu OMT zmieniła się rentowność CDS-ów banków. CDS jest papierem ubezpieczającym ryzyko kredytowe i jego cena rośnie, gdy rośnie prawdopodobieństwo niewypłacalności emitenta długu. We wspomnianym badaniu spadek rentowności CDS-ów był przeciętnie czterokrotnie większy dla banków z krajów GIIPS niż dla banków spoza tych krajów.

²⁸ D. Gros, C. Alcidi, A. Giovanni, *Central Banks in Times of Crisis: The FED vs. the ECB*, „CEPS Policy Briefs” 2012, no. 276.

²⁹ ECB, *Technical Features of Outright Monetary Transactions*, 6 September 2012.

Jedną z możliwych konsekwencji zastosowania przez banki centralne luzowania ilościowego i pokrewnych niekonwencjonalnych metod interwencji może być wejście wymienionych instrumentów do zbioru „stałych” narzędzi polityki monetarnej. Kwestię instytucjonalnego umocowania programów pomocowych podjęli Ronkainen i Sorsa³⁰. Zwracają oni uwagę – na przykładzie amerykańskiego Fedu – na rozbieżności, jakie mogą nastąpić w działaniach banku centralnego, którego mandat jest niespójny i zakłada realizację zbyt wielu celów jednocześnie³¹. Z tego względu obniża się prawdopodobieństwo, że stosowane po ostatnim kryzysie finansowym metody zostaną formalnie dołączone do podstawowych narzędzi polityki monetarnej.

7. Wpływ interwencji EBC na realną gospodarkę

Większość opracowań dotyczących niekonwencjonalnych interwencji EBC bada ich wpływ na instytucje kredytowe i niewiele jest opracowań dotyczących sfery realnej – np. wzrostu PKB, akcji kredytowej, stopy bezrobocia, zachowania się przedsiębiorstw. Jednak opublikowane dotychczas ustalenia³² wskazują na to, że olbrzymie w swojej skali interwencje ECB miały niewielkie przełożenie na realną sferę gospodarki. Banki korzystające ze wsparcia banku centralnego z reguły nie zwiększały akcji kredytowej, a nawet gdy miało to miejsce, to przedsiębiorstwa nie przeznaczają kredytów na inwestycje i zwiększenie zatrudnienia. Wybrane badania wskazują, że ogłoszenie programu OMT spowodowało wzrost akcji kredytowej tych banków, których kondycja polepszyła się najbardziej³³. Jednakże przedsiębiorstwa wykorzystały pozyskane w ten sposób finansowanie nie na inwestycje lub zwiększenie zatrudnienia, ale na rozbudowę rezerw gotówkowych³⁴. Działo się dlatego, że w czasie niepewności gospodarczej, w tym w szczególności niepewności co przyszłego popytu, przedsiębiorstwa przyjmują zwykle zachowawczą postawę. Przejawia się ona ograniczeniem inwestycji, zatrudnienia, wynagrodzeń oraz zwiększonym zapotrzebowaniem na bezpieczne aktywa. Gdyby programy EBC były skuteczne w zmniejszaniu tej niepewności, na rynku powinno być obserwowane zwiększenie inwestycji, zatrudnienia oraz zapotrzebowania na finansowanie. Przegląd literatury wskazuje jednak na to, że o ile działania EBC wzmocniły sektor bankowy, to nie zmniejszyły niepewności przedsiębiorstw niefinansowych, przez co te ostatnie wciąż realizują strategię, jaką obrały po wybuchu kryzysu. W czasie gdy akcja kredytowa banków

³⁰ A. Ronkainen, V.P. Sorsa, *Quantitative Easing Forever? Financialisation and the Institutional Legitimacy of the Federal Reserve's Unconventional Monetary Policy*, „New Political Economy” 2017.

³¹ W określonych przypadkach bank centralny prowadziłyby politykę zmierzającą do jednoczesnego uzyskania wysokiej stopy krótkoterminowej i niskiej stopy długoterminowej.

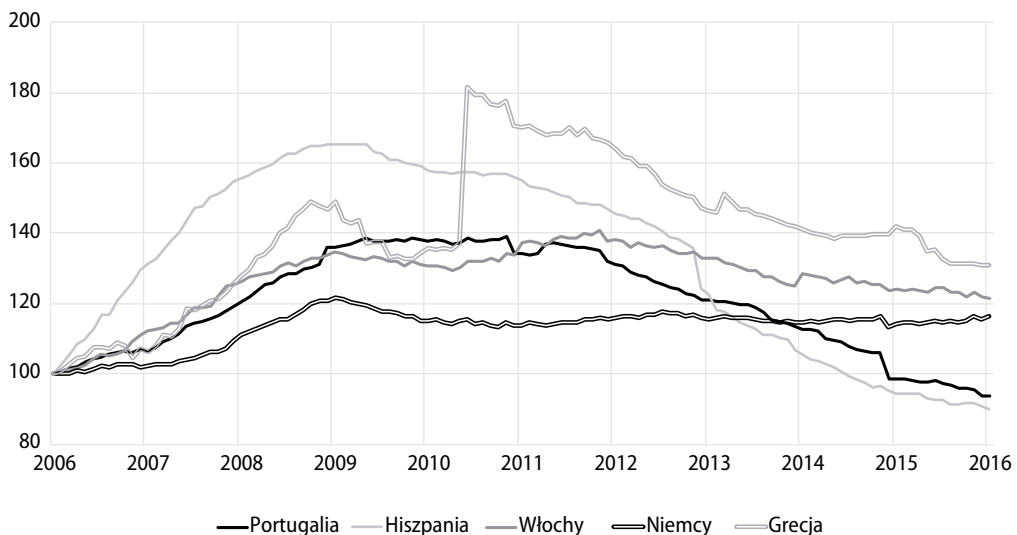
³² S. Daetz, M. Subrahmanyam et al., *Did ECB Liquidity Injections Help the Real Economy?*, New York University, New York 2016.

³³ V. Acharya et al., *Whatever it Takes: The Real Effects of Unconventional Monetary Policy*, 16th Jacques Polak Annual Research Conference, 2015.

³⁴ S. Daetz, M. Subrahmanyam et al., *Did ECB...*, op.cit.

z krajów GIIPS była znacząco ograniczona, przedsiębiorstwa „nauczyły się” finansować z własnych przepływów pieniężnych i ostatecznie działania EBC nie zmieniły ich nastawienia. Akcja kredytowa dla przedsiębiorstw w krajach peryferyjnych miała po 2009 r. ujemną dynamikę (rysunek 2). Na początku 2016 r. wartość kredytu dla przedsiębiorstw w Hiszpanii i Portugalii osiągnęła poziom niższy niż w na początku 2006 r. Dla porównania kredyt dla przedsiębiorstw w Niemczech utrzymywał się od 2009 r. na względnie niezmiennym poziomie nominalnym. Jednak w przypadku stosunku wartości kredytu dla przedsiębiorstw do PKB także w Niemczech odnotowany został spadek.

Rysunek 2. Akcja kredytowa dla przedsiębiorstw w krajach peryferyjnych strefy euro oraz w Niemczech (2006 = 100)



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych EBC.

Przytoczone dane liczbowe potwierdzają występowanie zjawiska finansyzacji, którego przejawem w tym wypadku jest nieprzekazanie przez instytucje kredytowe środków pozyskanych z banku centralnego do realnej gospodarki. Należy jednak zauważyć, że wpływ na rozwój akcji kredytowej ma także strona popytowa – a więc skłonność gospodarstw domowych i przedsiębiorstw do zaciągania zobowiązań. Okres kilku lat po apogeum kryzysu pozostaje okresem niepewności co do rozwoju uwarunkowań rynkowych, co negatywnie wpływa na apetyt na ryzyko oraz na zdolność kredytową. Na ograniczenie popytu wpływ mają także bardziej – niż w okresie przedkryzysowym – restrykcyjne regulacje nadzorcze, dotyczące w szczególności zadłużania się gospodarstw domowych.

Według Fratzschera et al.³⁵ operacje EBC, choć koncentrowały się w strefie euro, to pozytywnie oddziaływały także na rynki światowe – poprzez wzrost cen akcji, niwelowanie awersji

³⁵ M. Fratzscher et al., *ECB Unconventional Monetary Policy: Market Impact and International Spillovers*, „IMF Economic Review” 2016, vol. 64, no. 1.

do ryzyka oraz zmniejszanie ryzyka kredytowego. Następstwem uruchomienia programów pomocowych było również osłabienie się euro względem dolara. Deprecjacja waluty UE jest wymieniana jako „nieoficjalny” cel pokryzysowych działań Mario Draghiego na czele EBC. Ich motywacją miał być proces, w którym osłabienie waluty zwiększa konkurencyjność gospodarki i pozwala na przyspieszenie ekonomicznej odbudowy krajów strefy euro. Taka motywacja nie tylko wykracza poza zakres mandatu EBC, ale także stoi w opozycji do apelu wystosowanego przez Międzynarodowy Fundusz Walutowy i Bank Światowy, aby państwa członkowskie tych organizacji powstrzymały się od wszelkich form protekcjonizmu, w tym dewaluacji waluty³⁶.

Wielka skala niekonwencjonalnej polityki EBC powoduje, że efekty prowadzonych programów odczuwane są także w gospodarkach krajów spoza strefy euro. Horvath i Voslarova³⁷ stwierdzili, że skutkiem działań EBC było umocnienie aktywności gospodarczej w Czechach, na Węgrzech i w Polsce. Stwierdzenie występowania takich efektów zewnętrznych może mieć implikacje dla banków centralnych wymienionych krajów – prowadzona przez nie polityka monetarna powinna być mniej ekspansywna, niż gdyby oddziaływanie interwencji EBC było znikome lub nie występowało wcale. Należy także zauważyć, że w momencie, w którym EBC zadeklarował nieograniczone programy skupu rządowych obligacji, zaczął pełnić funkcję banku centralnego jako jedynej instytucji zdolnej do zapewnienia stabilizacji systemu finansowego. Było to działanie wychodzące poza zakres utrzymania stabilnych cen, czyli główny cel polityki monetarnej według Traktatu o funkcjonowaniu Unii Europejskiej. Odejście EBC od realizacji przede wszystkim celu inflacyjnego budzi sprzeciw części państw UE, w szczególności Niemiec. Można oczekiwać, że popierany przez tę frakcję następcą Mario Draghiego będzie dążył do powrotu EBC do konwencjonalnej polityki monetarnej.

8. EBC a działania innych banków centralnych

W 2016 r. wartość aktywów pozostających w bilansie wszystkich programów skupów aktywów koordynowanych przez EBC wynosiła niewiele ponad 1,1 bln EUR wobec sumy bilansowej równej 3 bln EUR. Dla porównania wartość aktywów kupionych przez Fed w latach 2008–2015 wyniosła 3,7 bln USD, natomiast Bank Anglii w ramach własnego programu Asset Purchase Facility wprowadził do gospodarki 375 mld GBP³⁸. Skalę działań Fedu oddaje fakt, że przed 2007 r. jego aktywa nie przekraczały 1 bln USD. Z kolei suma bilansowa BoE

³⁶ IMF, *Communiqué of the Thirty-Third Meeting of the IMFC*, 2016.

³⁷ R. Horvath, K. Voslarova, *International Spillovers of ECB's Unconventional Monetary Policy: The Effect on Central Europe*, „Applied Economics” 2016, vol. 49, 2017, s. 2352–2364.

³⁸ Na bieżąco aktualizowane informacje Bank of England publikuje na stronie internetowej Asset Purchase Facility-Results.

wynosiła pod koniec 2007 r. jedynie ok. 80 mld GBP³⁹ 40. Według badań nad efektywnością omawianych programów zakup przez bank centralny aktywów o równowartości 1% PKB przekładał się na spadek rentowności *benchmarku* (obligacji) między 10 a 20 punktów bazowych. W literaturze przedmiotu zwraca się uwagę, że długoterminowy spadek rentowności obligacji amerykańskich wynikał także z pogłębiającego się kryzysu w Europie, którego efektem było przenoszenie się inwestorów z UE do USA. Spadek zaufania do rynków europejskich miał mieć oddziaływanie co najmniej tak samo silne, jak bezpośrednie interwencje Fedu⁴¹.

Należy także zauważyć różnicę między programami Fedu i EBC w tzw. drugiej fazie kryzysu, tj. po 2010 r. Program Quantitative Easing (luzowania ilościowego) obliczony był na stymulowanie gospodarki obniżaniem długoterminowej stopy wolnej od ryzyka (na którą bank centralny nie ma bezpośredniego wpływu) poprzez skup długoterminowych obligacji rządowych. Z kolei działania EBC – które można określić mianem „luzowania kredytowego” – były początkowo motywowane faktem, że banki z tzw. krajów peryferyjnych strefy euro zostały odcięte od rynku międzybankowego i EBC przyjął rolę inwestora zapewniającego im płynność⁴². Innym przykładem wypierania prywatnych inwestorów przez EBC są programy LTRO (patrz Aneks), przy których tzw. *haircut* sięga nawet 50%. Zatem, aby zapewnić sobie finansowanie z tego źródła, banki muszą przedstawić zabezpieczenie (ang. *collateral*), które stanowi nierzadko dwu- lub nawet czterokrotność środków otrzymywanych z EBC. W rezultacie w razie niewypłacalności banku dla wierzycieli prywatnych zostaje niewielka część jego aktywów, co może obniżyć apetyt inwestorów na finansowanie banków, które finansują się także z pomocą EBC. W przeciwieństwie do EBC amerykański Fed brał na siebie ryzyko inwestorów prywatnych, dając tym samym silny sygnał, który pozwolił na szybką odbudowę zaufania rynkowego⁴³.

9. Podsumowanie

Choć wartość programów pomocowych EBC przekroczyła 1 bln EUR, to nie przyniosły one efektu w postaci zmian oprocentowania rządowych obligacji. Wyczekiwany spadek rentowności tych papierów wywołało dopiero wystąpienie Mario Dragiego, w którym potwierdził determinację EBC w rozwiązywaniu problemów, przed jakimi stanęła strefa euro. Krytycy działań EBC muszą brać pod uwagę konsekwencje, jakie dla kondycji europejskiej

³⁹ Skalę programów pomocowych poszczególnych banków centralnych można przedstawić także w odniesieniu do wielkości gospodarek „ich” krajów. Według E. Yardeni (E. Yardeni, *Global Economic Briefing: Central Bank Balance Sheets*, Yardeni Research, 2018) aktywa banków centralnych wynosiły: Fed ok. 7% PKB pod koniec 2008 r. i ok. 22% PKB pod koniec 2017 r., EBC odpowiednio 17% i 38%, BoE odpowiednio ok. 7% i 22% (2016). Dane dla BoE – według Federal Reserve Bank of St. Louis.

⁴⁰ Bank of England, *Annual Report 2007*, 2008.

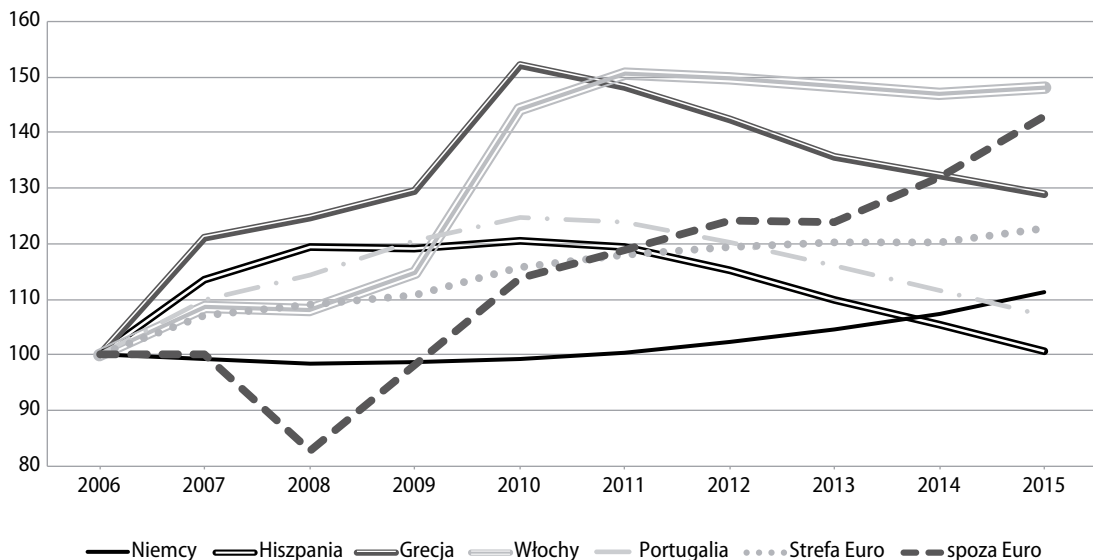
⁴¹ M. Pooter et al., *Cheap Talk...*, op.cit.

⁴² D. Gros, C. Alcidi, A. Giovanni, *Central Banks...*, op.cit.

⁴³ Ibidem.

gospodarki miałyby zaniechanie działań przez bank centralny. Scenariusz ten pozostaje już jednak tylko w strefie rozważań teoretycznych. Empirycznie można dokonywać porównań z innymi krajami – np. USA. Należy jednak przy tym uwzględnić fakt, że problem spadku zaufania inwestorów do niektórych zadłużonych państw był charakterystyczny wyłącznie dla Europy i amerykański Fed miał mniej złożone zadanie do zrealizowania – musiał „jedynie” uratować zagrożone kryzysem banki. Wydaje się także, że obiektywna ocena działań EBC będzie możliwa dopiero z perspektywy czasu – być może co najmniej kilku lat – i będzie zależec od tego, czy kraje strefy euro wrócą na ścieżkę szybkiego wzrostu gospodarczego. Wreszcie – należy pamiętać – że europejski bank centralny poddawany jest nieustannej presji politycznej i zobowiązany jest godzić interesy tak odmiennych gospodarek, jak choćby niemiecka i grecka, co jest zadaniem trudnym, o ile w ogóle wykonalnym. Operacje EBC okazały się skuteczne w tym sensie, że nie odnotowano po ich wprowadzeniu zdarzeń, którym miały zapobiegać, a jednocześnie nie wywołały jednoznacznie negatywnych skutków ubocznych dla gospodarki. Ocena działań EBC powinna uwzględniać fakt, że zostały podjęte w wyjątkowych uwarunkowaniach ekonomicznych: w następstwie kryzysu, któremu towarzyszyło spowolnienie gospodarcze, bardzo niska inflacja oraz ogólny spadek zaufania do sektora finansowego i wewnątrz jego samego. Oprócz rzeczywiście zrealizowanych interwencji na rynku, skutecznym narzędziem EBC okazała polityka informacyjna, obejmująca ogłoszenie poszczególnych programów skupu oraz przede wszystkim deklarację determinacji banku centralnego w ochronie strefy euro.

Rysunek 3. Kredyt mieszkaniowy w krajach strefy euro oraz spoza strefy euro (2006 = 100)



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych EBC.

Aneks 1. Programy polityki monetarnej i operacje otwartego rynku EBC

1. Regularne operacje otwartego rynku
 - 1.1. MRO (*main refinancing operations*) – operacje regulujące krótkoterminowe stopy procentowe poprzez dostarczanie jednotygodniowej płynności;
 - 1.2. LTRO (*longer-term refinancing operations*) – dostarczanie dodatkowej płynności o trzymiesięcznym terminie zapadalności.
2. Programy skupu aktywów – *asset purchase programmes* (stan: gru 2016)
 - 2.1. Rozszerzony program skupu aktywów – *expanded asset purchase programme* APP
 - 2.1.1. (CBPP3) *third covered bond purchase programme*, paź 2014 – wartość: **204** bln EUR
 - 2.1.2. (ABSPP) *asset-backed securities purchase programme*, lis 2014 – wartość: **23** bln EUR
 - 2.1.3. (PSPP) *public sector purchase programme*, mar 2015 – wartość: **1255** bln EUR
3. Programy zakończone
 - 3.1. SMP Securities Markets Programme maj 2010 – wrz 2012 wartość: **102** bln EUR
 - 3.2. CBPP1 Covered Bond Purchase Programme lip 2009 – cze 2010 wartość: **12** bln EUR
 - 3.3. CBPP2 Covered Bond Purchase Programme lis 2011 – paź 2012 wartość: **7** bln EUR
4. Pozostałe
 - 4.1. TLTRO – ukierunkowane dłuższe operacje refinansujące
 - 4.2. OMT – bezpośrednie transakcje monetarne, trwa od wrz 2012
Program zakłada zakup teoretycznie nieograniczonego wolumenu obligacji państwa, które spełni 4 warunki:
 - 1) otrzyma pomoc finansową z Europejskiego Mechanizmu Stabilności;
 - 2) rząd wprowadzi reformy zalecone przez ESM;
 - 3) kraj odzyska dostęp do finansowania z rynków prywatnych;
 - 4) rentowność obligacji kraju jest wyższa niż wskazywałyby na to fundamenty gospodarcze.

Podziękowanie

Za pomoc przy pisaniu artykułu dziękuję Panu dr Mateuszowi Mokrogulskiemu.

Bibliografia

1. Acharya V. et al., *Whatever it Takes: The Real Effects of Unconventional Monetary Policy*, 16th Jacques Polak Annual Research Conference, 2015.
2. Acharya V., *Lender of Last Resort versus Buyer of Last Resort – Evidence from the European Sovereign Debt Crisis*, „Centre for European Economic Research Discussion Paper” 2016, no. 16–19.
3. Altavilla C. et al., *The Financial and Macroeconomic Effects of OMT Announcements*, ECB Working Paper 2014, no. 1707.
4. Bank of England, *Annual Report 2007*, 2008.
5. Daetz S., Subrahmanyam M. et al., *Did ECB Liquidity Injections Help the Real Economy?*, New York University, New York 2016.
6. De Grauwe P., *The European Central Bank as Lender of Last Resort in the Government Bond Markets*, „CESifo Economic Studies” 2013, vol. 59, 3..
7. ECB, *Statement of the Governing Council Following the Start of Military Action in Iraq*, 2003.
8. ECB, *Technical Features of Outright Monetary Transactions*, 6 September 2012.
9. ESRB, *ESRB Report on the Regulatory Treatment of Sovereign Exposures*, 2015.
10. Fratzscher M. et al., *ECB Unconventional Monetary Policy: Market Impact and International Spillovers*, „IMF Economic Review” 2016, vol. 64, no. 1.
11. Georgiadis G., Gräß J., *Global Financial Market Impact of the Announcement of the ECB's Extended Asset Purchase Programme*, Federal Reserve Bank of Dallas, Globalization and Monetary Policy Institute Working Papers 2015, 232.
12. Ghysels E. et al., *A High Frequency Assessment of the ECB Securities Markets Programme*, ECB Working Paper Series 2014, no. 1642.
13. Gostomski E., *Finansyzacja w gospodarce światowej*, „International Business and Global Economy” 2014, nr 33.
14. Grabowski W., Stawasz E., *Programy skupu aktywów Europejskiego Banku Centralnego w dobie kryzysu zadłużeniowego w strefie euro*, „Ekonomia Międzynarodowa” 2013, nr 4.
15. Gros D., Alcidi C., Giovanni A., *Central Banks in Times of Crisis: The FED vs. the ECB*, „CEPS Policy Briefs” 2012, no. 276.
16. Herr H., *The European Central Bank and the US Federal Reserve as Lender of Last Resort*, „Panoeconomicus 2014, 61, 1.
17. Horvath R., Voslarova K., *International Spillovers of ECB's Unconventional Monetary Policy: The Effect on Central Europe*, „Applied Economics” 2016, vol. 49, 2017.
18. IMF, *Communiqué of the Thirty-Third Meeting of the IMFC*, 2016.
19. Joyce M. et al., *Quantitative Easing and Unconventional Monetary Policy – an Introduction*, „The Economic Journal” 2012, vol. 122, iss. 564.
20. Kluczyński L., *Antykryzysowa polityka pieniężna na przykładzie wybranych banków centralnych w latach 2007–2011*, „Progress in Economic Sciences” 2015, nr 2.
21. Łukowski R.L., *Długoterminowe Operacje Refinansujące (LTRO) EBC, czyli europejska kroplówka*, Instytut Sobieskiego, Warszawa 2012.

22. Martin C., Milas C., *Quantitative Easing: A Sceptical Survey*, „Bath Economics Research Papers” 2012, no. 2.
23. Perillo C., Battiston S., *Real Implications of Quantitative Easing in the Euro Area: A Complex-Network Perspective*, „Studies in Computational Intelligence” 2017, vol. 689.
24. Pooter M. et al., *Cheap Talk and the Efficacy of the ECB's Securities Market Programme: Did Bond Purchases Matter?*, „FRB International Finance Discussion Paper” 2015, no. 1139.
25. Popławski K., *Niemiecki dylemat: uwspólnotowienie długów czy interwencje EBC?*, Komentarze OSW, 2012.
26. Ronkainen A., Sorsa V.P., *Quantitative Easing Forever? Financialisation and the Institutional Legitimacy of the Federal Reserve's Unconventional Monetary Policy*, „New Political Economy” 2017.
27. Siemaszko A., *Europejski Bank Centralny wobec kryzysu strefy euro*, Nowa Politologia, 2012
28. Sum K., *Antykryzysowe działania Europejskiego Banku Centralnego – przyczyny, przebieg i skutki w poszczególnych fazach kryzysu*, Wyższa Szkoła Bankowa we Wrocławiu, Wrocław 2016.
29. Szczepańska O., *Funkcja stabilności finansowej w Eurosystemie*, „Bank i Kredyt” 2004, vol. 35, no. 6.
30. „The Economist”, *Minutes are no longer heresy*, 1.08.2013.
31. Yarendi E., *Global Economic Briefing: Central Bank Balance Sheets*, Yarendi Research, 2018.
32. Zwolankowski M., *Złożoność globalnego systemu finansowego – nowe wyzwania dla banków centralnych*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie” 2015, [S.l.], n. 2(938).

Assessment of Effectiveness of Market Interventions of the European Central Bank in the years 2010–2016

Summary

The article is aimed at the analysis of the impact of the post-crisis interventions made by the European Central Bank in the years 2010–2016. The analysis refers to the aid programmes actually implemented in favour of banks and governments of the indebted EU countries as well as the information policy concerning the programmes announced but not implemented so far. On the basis of the quotation of domestic credit risk swaps (CDS) and the credit action dynamics the impact of the analysed aid programmes on the real sphere of the economy was assessed. The observations indicate that interventions were effective as after they were introduced, the events that the Bank wanted to prevent did not take place. At the same time, no negative effects of the discussed programmes were explicitly confirmed. A relatively high effectiveness of the information policy of Central Bank was observed in comparison with expensive intervention programmes. Thus, it was found that the EBC activities within the discussed scope brought the intended effects and may be regarded effective.

Keywords: central bank, EBC programmes, post-crisis activities, information policy
