

Analiza *natolińska*

9(68)2013

Czy Europejski Bank Centralny uratuje strefę euro?

Michał Pronobis



CENTRUM EUROPEJSKIE NATOLIN

CENTRUM EUROPEJSKIE NATOLIN

ul. Nowoursynowska 84, 02-797 Warszawa

tel: 48 22 54 59 800· fax: 48 22 646 12 99

www.natolin.edu.pl

Streszczenie:

Europejski Bank Centralny (EBC), podobnie jak inne duże banki centralne na świecie, podjął się niekonwencjonalnej polityki pieniężnej w odpowiedzi na globalny kryzys finansowy po upadku banku Lehman Brothers we wrześniu 2008 roku. Mimo że reakcja EBC nie była tak daleko idąca, jak chociażby amerykańskiej Rezerwy Federalnej – można ocenić, że działania podjęte przez EBC uratowały niektóre kraje strefy euro przed niewypłacalnością, a samą strefę euro przed rozpadem. Niemniej jednak EBC nie jest w stanie rozwiązać wszystkich gospodarczych problemów strukturalnych UGW. Zagwarantowanie pomyślnego funkcjonowania unii walutowej w Europie pozostaje raczej w gestii krajowych rządów i zależy od kierunku nadawanego przez ich politykę gospodarczą. Sukces wspólnej waluty w przyszłości uzależniony będzie również od determinacji w pogłębianiu integracji ekonomicznej i politycznej.

1. WPROWADZENIE

Postępująca od 2008 roku globalna dekonunktura, wzrost stopy bezrobocia oraz narastający dług publiczny w coraz większym stopniu ciężący największym gospodarkom świata spowodowały konieczność znacznego złagodzenia polityki pieniężnej przez banki centralne. Narzędzia konwencjonalne tejże polityki – stopy procentowe – szybko się jednak wyczerpały. Główne banki centralne świata – amerykańska Rezerwa Federalna (Fed), Bank Anglii (BoE), Bank Japonii (BoJ) oraz Europejski Bank Centralny (EBC) – w krótkim czasie obniżyły je bowiem w okolice zera. W teorii ekonomii problem zerowych nominalnych stóp procentowych (*zero lower bound, ZLB*) znany był do tej pory jako teoretyczny problem akademicki. Po 2008 roku władze monetarne wstąpiły na niezbadane dotąd empirycznie terytorium ZLB, stanowiące jednocześnie dolne ograniczenie w konwencjonalnym luzowaniu polityki pieniężnej. Skala kryzysu okazała się jednak na tyle duża, że banki centralne zmuszone były do wprowadzenia niestandardowych narzędzi polityki pieniężnej. Stosując je, mimo zetknięcia się z barierą ZLB, były zdolne do dalszego łagodzenia warunków monetarnych w gospodarce. Tym samym po 2008 roku niekonwencjonalna polityka pieniężna stała się powszechną praktyką bankowości centralnej na całym świecie. Niekonwencjonalne kroki podjął także EBC.

2. POLITYKA PIENIĘŻNA EBC ORAZ BANKÓW CENTRALNYCH W ODPOWIEDZI NA KRYZYS PO LEHMAN BROTHERS

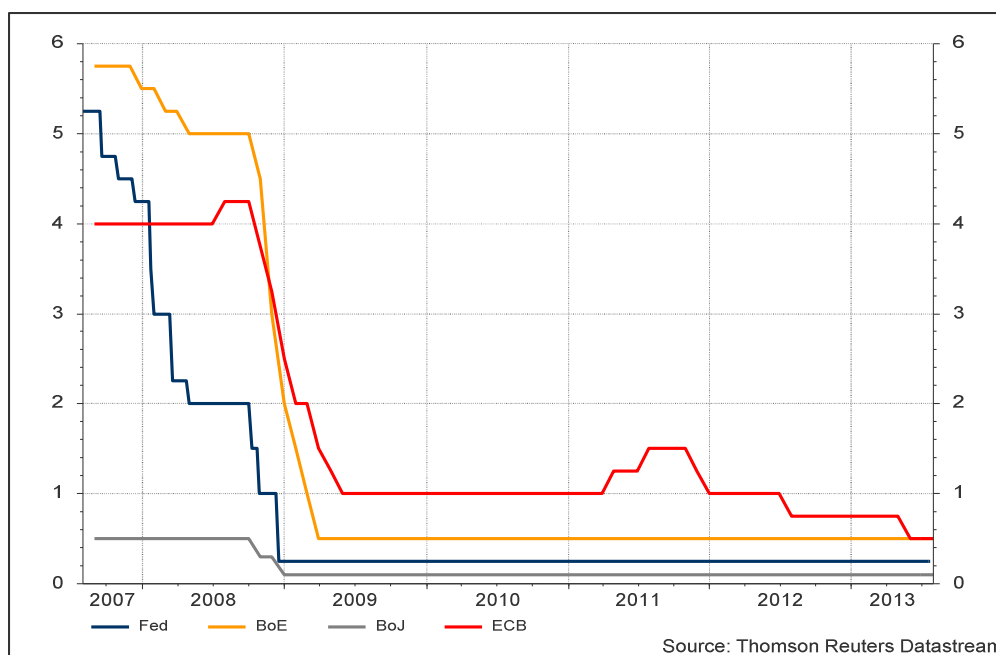
Finansowe „trzęsienie ziemi” spowodowane upadkiem Lehman Brothers 15 września 2008 roku skutkowało koniecznością podjęcia szybkich i zdecydowanych kroków przez banki centralne na całym świecie. Niestandardowa polityka pieniężna, a zwłaszcza tzw. ilościowe luzowanie (*quantitative easing, QE*) – dla całego świata pozostające do tej pory tylko teoretycznym zagadnieniem (testowanym wcześniej jedynie w Japonii) – stały się od tego momentu powszechną praktyką stosowaną systemowo przez największe banki centralne na świecie.

Na skutek gwałtownych zaburzeń na rynkach finansowych oraz dużego zagrożenia recesją wszystkie banki centralne skokowo obniżyły bazowe stopy procentowe. W ciągu

zaledwie trzech miesięcy (do grudnia 2008 roku) Fed obniżył główną stopę procentową do przedziału 0- 0,25%, wobec 5,25% w 2007 roku oraz 2% we wrześniu 2008 roku. BoJ, także w grudniu 2008 roku, obniżył główną stopę procentową do poziomu 0,1% z 0,5% we wrześniu 2008 roku, w Japonii stopy procentowe banku centralnego były już wcześniej utrzymywane na poziomie bliskim zera. BoE w marcu 2009 roku sprowadził główną stopę do poziomu 0,5%, wobec 5,75% w 2007 roku oraz jeszcze 5% we wrześniu 2008 roku. Wreszcie EBC, w maju 2009 roku, ściał główną stopę procentową do poziomu 1% z 4,25% we wrześniu 2008 roku.

Skala łagodzenia polityki pieniężnej okazała się bezprecedensowa, prowadząc w krótkim czasie do obniżki stóp procentowych do poziomu historycznego minimum w każdym z czterech przypadków¹. Co godne podkreślenia, stopy utrzymały się na tym poziomie nie tylko w okresie najgłębszego globalnego tąpnięcia na rynkach finansowych (lata 2008- 2009), ale pozostają one niezmiennie aż do dzisiaj. Wyjątek stanowi tu tylko EBC, który w 2011 roku podniósł stopy z 1% do 1,5%, później jednak obniżył je ponownie w jeszcze bardziej zdecydowany sposób do poziomu 0,5% w maju 2013 roku. Innymi słowy, w połowie 2013 roku, pięć lat po wybuchu kryzysu, stopy procentowe czterech największych banków centralnych świata utrzymują się w przedziale 0-0,5%.

Stopy procentowe głównych banków centralnych w okresie 2007-2013



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Thomson Reuters Datastream

Faktyczne dotknięcie problemu zerowej granicy nominalnych stóp procentowych spowodowało konieczność przedsięwzięcia nowych, niestandardowych interwencji luzowania monetarnego. Za niekonwencjonalnymi działaniami, nazywanymi powszechnie luzowaniem ilościowym (QE), kryją się przede wszystkim operacje prowadzące do zmiany wielkości bilansu banku centralnego. Odbywać się one mogą poprzez np. bezwarunkowy skup długoterminowych papierów dłużnych na otwartym rynku w celu zbiccia ich rentowności, a tym samym również długoterminowych stóp procentowych. Ma to na celu oddziaływanie nie tylko

na „krótki” koniec krajowej krzywej dochodowości - jedyny bezpośredni obiekt zainteresowania banków centralnych w normalnych warunkach, ale też na jej „dłuższy” koniec. Jest to zatem operacja na całej długości krzywej dochodowości (*yield curve*). Co najważniejsze, jeśli zakupy aktywów są finansowane przez emisję pieniądza banku centralnego – wówczas polityka taka nosi nazwę QE. W jej wyniku dochodzi bowiem do dalszego luzowania polityki pieniężnej w warunkach ZLB poprzez zwiększenie ilości pieniądza w obiegu. Innymi słowy, efekt niższych długoterminowych stóp procentowych udaje się osiągnąć kosztem dodatkowej emisji pieniądza, zwiększenia bazy monetarnej, trwałego zasilenia systemu bankowego w płynne rezerwy. Pochodną polityki QE jest też zwiększenie sumy bilansowej banku centralnego.

Niestandardowa polityka pieniężna, a zwłaszcza luzowanie ilościowe stały się powszechną praktyką stosowaną systemowo przez największe banki centralne na świecie.

3. ANTYKRYZYSOWE DZIAŁANIA PODJĘTE PRZEZ EBC

Mimo, że w strefie euro stosunkowo najdłużej przebiegał proces konwencjonalnego obniżania stóp procentowych bezpośrednio po wybuchu kryzysu i dodatkowo nie było ono aż tak głębokie jak w innych badanych gospodarkach (stopa EBC sprowadzona do poziomu 1% w maju 2009 roku) – również i tu władze monetarne zmuszone zostały do podjęcia szybkich i niestandardowych kroków w polityce pieniężnej. W Europie, podobnie jak w USA, priorytetem po upadku Lehman Brothers było przywrócenie do życia i ustabilizowanie sprawnego działania rynku międzybankowego. Nagłe wstrzymanie się banków od aktywności na rynku pieniężnym oznaczało skok stóp krótkoterminowych i brak dostępu do płynności, co rodziło ryzyko systemowego zachwiania stabilności finansowej oraz pogorszenie warunków funkcjonowania całej gospodarki.

EBC zareagował na to udostępnieniem bankom nielimitowanej płynności w ramach podstawowych operacji refinansujących (*main refinancing operations*, MRO) – głównego narzędzia operacji otwartego rynku w strefie euro. Innowacja polegała na wprowadzeniu zasady stałej stopy i pełnego przydziału (*fixed rate-full allotment*, FRFA). Do tej pory, tj. w normalnych okolicznościach rynkowych, EBC zasilał banki w płynność w ramach cotygodniowych MRO, jednak to bank centralny określał pulę tych operacji, a banki zgłaszały się do przetargu, konkurując ze sobą określoną ceną (stopą procentową, *bid rate*) – nie niższą niż główna stopa refinansowa banku centralnego. W nowych warunkach EBC w ramach MRO zaczął oferować finansowanie bez określania puli, zaspokajając wszystkie zgłaszane na bieżąco potrzeby płynnościowe europejskich banków. Stopa procentowa tych operacji była stała i od maja 2009 roku wynosiła 1%. Jedynym warunkiem udostępnienia płynności w ramach podstawowych operacji EBC było posiadanie odpowiedniego zabezpieczenia (*collateral*). *Nota bene*, lista akceptowanych jako *collateral* papierów została w tym samym czasie przez EBC rozszerzona. Dodatkowo procedurę FRFA zaimplementowano także do standardowych długoterminowych (3-miesięcznych) operacji refinansujących EBC (*longer-term refinancing operations*, LTRO)².

Wprowadzenie zasady FRFA do podstawowych operacji płynnościowych EBC oznaczało znaczące złagodzenie warunków finansowania na rynku (*credit easing*), a jednocześnie powodowało automatyczne uzależnienie płynności w sektorze od popytu zgłaszanego na nią przez banki, nie zaś od decyzji banku centralnego, jak to miało miejsce do tej pory.

W marcu i w maju 2009 roku EBC wydłużył horyzont LTRO do odpowiednio: 6 i 12 miesięcy z pierwotnych 3 miesięcy, w celu poprawy pozycji płynnościowej banków. Oprócz tego uruchomiony został program skupu papierów *covered bonds*: *Covered Bond Purchase Programme* (CBPP). Opiewał on na kwotę 60 mld EUR i miał na celu polepszenie warunków finansowania dla banków³. W październiku 2011 roku program CBPP został rozszerzony o dodatkowe 40 mld EUR. W sumie jednak skala skupu aktywów była relatywnie niewielka, uwzględniając już obie rundy programu.

W maju 2010 r., wskutek paniki na rynkach finansowych spowodowanej obawami o bankructwo Grecji, EBC podjął decyzję o bezpośredniej interwencji na europejskim rynku długu (*sovereign debt market*). Bank uruchomił program skupu obligacji skarbowych (*outright purchases*) wybranych krajów strefy euro: *Securities Markets Programme* (SMP). Ofi-

cialnym powodem wprowadzenia nowego instrumentu było zapewnienie płynnego funkcjonowania tego segmentu rynku finansowego, który zdaniem EBC działał wówczas nieefektywnie, zakłócając właściwy przebieg procesu transmisji monetarnej w skali całej unii walutowej⁴. Najważniejszym, choć nigdy oficjalnie nie wyartykułowanym przez EBC, celem programu był jednak skup papierów skarbowych krajów południowoeuropejskich, których rentowności drastycznie wzrosły wskutek paniki na rynkach finansowych, co z kolei uprawdopodobniało scenariusz niewypłacalności poszczególnych rządów. Oprocentowanie greckich papierów skarbowych przekroczyło bowiem wówczas granicę 10%, czyniąc tamtejszy dług praktycznie niemożliwym do obsługi.

Interwencje w ramach SMP dokonywane były na krajowych rynkach długu na rynku wtórnym, a ich efekty płynnościowe były całkowicie sterylizowane, nie wywołując zmian w bazie monetarnej strefy euro⁵. W tym sensie nie był to instrument QE. Z całą pewnością jednak uznać go należy za nowy i niekonwencjonalny element w instrumentarium EBC. Pula operacji nie była z góry określona, co zresztą od samego początku wywołało zarzuty rynku finansowego o brak transparentności działań banku centralnego⁶. EBC na bieżąco decydował zatem o skali interwencji na rynku długu. Z publikowanych co tydzień sprawozdań finansowych Eurosystemu wynika jednak, że ich skumulowana wartość wyniosła 220 mld EUR. EBC nie ogłaszał jednak żadnych dodatkowych informacji dotyczących struktury czy zapadalności nabywanych aktywów ani też kryteriów i harmonogramów przeprowadzanych operacji. Szacunki rynkowe wskazują, że skup obligacji rządowych w ramach SMP skoncentrowany był w dwóch głównych okresach: maj-lipiec 2010 roku, kiedy EBC nabywał papiery greckie, irlandzkie i portugalskie oraz sierpień-grudzień 2011, kiedy bank centralny interweniował, skupując papiery hiszpańskie i włoskie⁷. Efekty interwencji EBC w postaci niższych rentowności obligacji skarbowych okazały się wyraźne, ale jednocześnie krótkotrwałe. Dlatego skuteczność działań EBC w tym aspekcie była raczej wątpliwa.

W grudniu 2011 roku EBC uruchomił kolejny niestandardowy instrument polityki pieniężnej: 36-miesięczne pożyczki dla banków w ramach LTRO. Pierwotnie zapadalność LTRO wynosiła 3 miesiące. Wydłużenie jej aż do 36 miesięcy miało na celu poprawę możliwości zarządzania średnioterminową płynnością przez europejskie banki. Pośrednią, choć nieoficjalną, intencją wprowadzenia wydłużonych operacji refinansujących było wsparcie rynku długu krajów peryferyjnych. EBC, pożyczając bankom na termin 36 miesięcy, liczył

bowiem na uzyskanie efektu w postaci zwiększonego strumienia zakupów krajowych papierów skarbowych przez hiszpańskie czy włoskie banki zgłaszające się po płynność w ramach LTRO, a tym samym zbitcie rentowności obligacji.

Działaniom EBC już wcześniej – a dokładnie w momencie wprowadzenia SMP – zarzucano niezgodność z przepisami traktatowymi, zakazującymi *de facto* bezpośredniego interweniowania na wybranych krajowych rynkach długu. Otworzenie bankom nielimitowanego dostępu do płynności w ramach LTRO zdejmowało z EBC ciężar tej odpowiedzialności, mimo że instrument ów miał w dużej części podobny cel jak SMP (wsparcie rynku długu w krajach peryferyjnych).

LTRO realizowane było zgodnie z zasadą *fixed rate-full allotment*, co oznaczało stałą stopę procentową (stopa refinansowa EBC) operacji oraz uzależnienie jej skali od zgłaszanych przez europejskie banki potrzeb. Wartość udzielonych przez EBC pożyczek podczas pierwszej rundy LTRO w grudniu 2011 roku wyniosła 490 mld EUR, w drugiej rundzie zaś (luty 2012 roku) 530 mld EUR, w sumie ponad 1 bln EUR⁸. Żaden inny nowo wprowadzony instrument polityki EBC nie był pod tym względem tak istotny, jak właśnie LTRO.

Po nadzwyczajne finansowanie w ramach LTRO zgłosiły się głównie banki hiszpańskie i włoskie, które wcześniej miały kłopoty z finansowaniem się na rynku. Z jednej strony operacje te rozluźniły nieco napięcia na rynkach finansowych, czego odzwierciedleniem były chociażby spadki rentowności obligacji krajów peryferyjnych strefy euro. Z drugiej strony tanie (subsydiowane) pożyczki EBC zwiększyły jeszcze bardziej ekspozycje banków hiszpańskich czy włoskich na skarbowe papiery dłużne swoich krajów. Utrwaliło to i tak już niebezpieczną zależność pomiędzy kondycją finansową rządów i krajowych systemów bankowych. W razie problemów z wypłacalnością rządów automatycznie pojawiłoby się zagrożenie niewypłacalnością banków. Ponadto podtrzymywanie przy życiu słabych kapitałowo banków i zachęcanie ich do dalszej nieroztropnej ekspansji kredytowej za pomocą LTRO generowało średnioterminowe ryzyka dla stabilności finansowej, utrudniając wejście i utrzymanie się na ścieżce zrównoważonego wzrostu w długim okresie w skali całej strefy euro⁹.

We wrześniu 2012 roku EBC ogłosił nowy program bezpośredniego skupu papierów skarbowych pod nazwą *Outright Monetary Transactions* (OMT). Program ten zastąpił do tej pory istniejący program SMP. Istotą nowego programu – podobnie jak w przypadku SMP – był selektywny skup papierów skarbowych krajów strefy euro, których rentowności

skokowo wzrastały wskutek napięć rynkowych. Intencją uruchomienia OMT było przywrócenie płynnego działania procesu transmisji monetarnej w skali strefy euro oraz szerzej – obrona wspólnej europejskiej waluty, której istnienie poddawane było coraz częściej wyrażanym wątpliwościom. EBC wystąpił tutaj z wyraźną deklaracją, że gotowy jest do nieograniczonego skupu określonych papierów w celu zapobieżenia niekontrolowanym ruchom cen na rynku długu, pośrednio łagodząc ryzyko niewypłacalności rządów krajów peryferyjnych strefy euro. Bank centralny wystąpił tym samym w długu oczekiwanej przez rynek roli gwaranta integralności wspólnej waluty. Mario Draghi sformułował tę deklarację używając słynnych słów, że „euro jest nieodwracalne”¹⁰.

Ewentualna interwencja na wybranych rynkach długu w ramach OMT miała być *ex ante* nieograniczona, co wskazywało na determinację EBC i siłę jego potencjalnego oddziaływania, a to z kolei w oczach rynku nadawało programowi niezbędny walor wiarygodności. Ponadto warunkiem włączenia się EBC w skup określonych obligacji skarbowych było formalne podporządkowanie się ich emitenta (rządu danego kraju) odpowiednim rygorom dyscypliny finansowej narzuconym przez Europejski Mechanizm Stabilizacyjny (*European Stabilization Mechanism*, ESM). Tym samym OMT stanowił bardziej kompleksowe rozwiązanie niż jego poprzednia formuła, czyli program SMP. Wszystkie efekty płynnościowe ewentualnych interwencji w ramach OMT miały być sterylizowane. Program nie został do tej pory ani razu uruchomiony, jednak już samo jego ogłoszenie spowodowało złagodzenie presji rynkowej, co znalazło swój wyraz w zmniejszeniu rentowności papierów skarbowych krajów peryferyjnych strefy euro.

4. POLITYKA PIENIĘŻNA EBC W OBLICZU ZŁOŻONOŚCI KRYZYSU W EUROPIE

Polityka pieniężna EBC w ostatnich latach często stawała się obiektem krytyki ekonomistów. Z jednej strony władzom monetarnym strefy euro zarzucano bierność i pasywność w porównaniu z innymi bankami centralnymi prowadzenie działań antykryzysowych. Pojawiały się wręcz głosy, że to EBC wprost ponosi odpowiedzialność za kryzys strefy euro. Z drugiej strony krytyka banku centralnego motywowana była także odwrotnymi argumentami: EBC atakowano bowiem za nadmierne zaangażowanie w transakcje na rynku obligacji skarbowych krajów peryferyjnych, co odczytywane było jako łamanie postanowień traktatowych i odejście

od tradycyjnej roli banku centralnego w imię krótkookresowych przesłanek politycznych i ratowania zadłużonych państw z południa Europy.

W opinii autora trudno zgodzić się zarówno z pierwszymi, jak i drugimi argumentami. Odnosząc się w pierwszej kolejności do zarzutu o uleganie presji politycznej przez EBC i działanie wbrew przepisom traktatu z Maastricht warto zwrócić uwagę na nadzwyczajne okoliczności kryzysowe, które wymagały podjęcia niestandardowych kroków (*exceptional times call for exceptional measures*)¹¹. Skala i dynamika zdarzeń kryzysowych na świecie po 2008 roku była największa od czasu Wielkiej Depresji w latach trzydziestych dwudziestego wieku. Alternatywą dla EBC i pozostałych banków centralnych było nie podjęcie jakichkolwiek działań niekonwencjonalnych po zderzeniu się z granicą ZLB. Konsekwencją byłaby jednak prawdopodobnie głęboka recesja, a ponadto deflacja, skok bezrobocia oraz załamanie sektora finansowego. W Europie dodatkowym skutkiem mogłyby okazać się również bankructwa niektórych krajów i ich systemów bankowych (głównie Grecji, Portugalii, Irlandii, być może też Hiszpanii i Włoch) oraz w rezultacie rozpad strefy euro. Argument, że EBC „złamał swój własny kręgosłup” niepotrzebnie angażując się w „interwencje ratunkowe”, wydaje się w takich okolicznościach nieporozumieniem.

Z drugiej strony, mimo ekstremalnych warunków polityka pieniężna EBC różniła się od polityki innych banków centralnych. Była ona bowiem bardziej ostrożna i wyważona w porównaniu z działaniami Fed, BoJ czy BoE. Jak już wcześniej wspomniano, programy skupu aktywów wprowadzone przez EBC były nieporównywalnie mniejsze (brak masowego skupu), ich konsekwencją nie był wzrost podaży pieniądza (transakcje sterylizowane), a ich implementacji bank centralny nie tłumaczył jako dodatkowe luzowanie monetarne, lecz wprost jako działanie wspierające konwencjonalną politykę pieniężną (udrożnienie zablokowanych kanałów transmisji monetarnej).

Mimo większej zachowawczości, postawę EBC trudno określić jako pasywną, a jego działaniom zarzucić całkowity brak skuteczności. Sama interwencja werbalna Mario Dragiego z lipca 2012 roku o nieodwracalności wspólnej waluty oraz wprowadzenie

Jeśli przyjąć założenie, że europejski kryzys fiskalny jest również kryzysem wypłacalności, wówczas sama tylko polityka pieniężna EBC choćby najbardziej nawet niekonwencjonalna, nie będzie w stanie go rozwiązać.

programu OMT były dowodem na silną determinację Banku i zaangażowanie się w obronę strefy euro przed konsekwencjami kryzysu. Ponadto interwencja ta była skuteczna, przynosząc pożądaný skutek w postaci uspokojenia sytuacji na rynkach finansowych, czego wyrazem były obniżone rentowności obligacji skarbowych w najbardziej zagrożonych niewypłacalnością krajach strefy euro. Innymi słowy, EBC faktycznie prowadził bardziej zachowawczą politykę pieniężną w czasach kryzysu, jednak taktyka ta okazała się względnie skuteczna - panika na rynkach finansowych została zneutralizowana. Władzom monetarnym we Frankfurcie udało się tym samym osiągnąć założone efekty relatywnie mniejszym kosztem i bez wprowadzania spektakularnych programów QE o masowej skali.

EBC poprzez wyważone działania spełnił swój główny cel, jakim było uspokojenie rynków finansowych, których przesadne reakcje zagrażały wypłacalności niektórych krajów peryferyjnych oraz stabilności całej strefy euro. Polityka EBC okazała się w tym kontekście adekwatna. Pamiętać jednak należy, że problemy strefy euro miały i nadal mają charakter strukturalny i ich pełne rozwiązanie leży poza możliwościami oddziaływania polityki pieniężnej.

EBC rzeczywiście odegrał znaczącą rolę z zażegnaniu kryzysu płynności na poziomie poszczególnych rządów krajów strefy euro. Jeśli jednak przyjąć założenie, że europejski kryzys fiskalny nie ma wyłącznie charakteru kryzysu płynności, lecz także kryzysu wypłacalności – wówczas sama tylko polityka pieniężna EBC, choćby najbardziej nawet niekonwencjonalna i daleko posunięta, nie będzie w stanie go rozwiązać. W tym sensie polityka monetarna EBC skutecznie pomogła ustabilizować rentowności wybranych obligacji skarbowych, lecz mimo to inercja rosnącego długu w przypadku niektórych krajów w strefie euro i tak wydaje się nie do zatrzymania. Wyeliminowanie tego komponentu premii za ryzyko w cenach poszczególnych obligacji skarbowych pozostaje poza kontrolą polityki pieniężnej. Mimo sprzyjającej polityki EBC ułatwiającej procesy obsługi długu publicznego (niższe rentowności papierów skarbowych) słabość niektórych gospodarek krajowych w strefie euro jest czynnikiem decydującym o prawdopodobnie nieuchronnej niewypłacalności rządów takich państw jak Grecja, Portugalia czy Cypr¹². W przypadku tych krajów widoczny jest jednoznaczny trend wzrostu zadłużenia i operacja umorzenia przynajmniej jego części wydaje się nieunikniona. Sama polityka EBC nie jest w stanie tej sytuacji w jakikolwiek sposób zmienić.

Wobec tak poważnych problemów strukturalnych w strefie euro EBC nie był i nie jest w stanie samodzielnie wyprowadzić gospodarki europejskiej z kryzysu. Polityka pieniężna EBC, mimo że oceniona w niniejszej analizie jako adekwatna i skuteczna, mogła w tym sensie jedynie niejako tworzyć stabilne i sprzyjające otoczenie. Okazuje się, że bardziej fundamentalne znaczenie dla perspektyw strefy euro i jej szans na trwałe wyjście z kryzysu mają takie elementy, jak jakość polityki gospodarczej krajowych rządów, elastyczność poszczególnych gospodarek oraz ogólnie kształt i przyszła wizja integracji ekonomicznej i politycznej na kontynencie europejskim.

grudzień 2013

Dr Michał Pronobis jest prodziekanem Wyższej Szkoły Bankowej w Gdańsku.

Niniejsza analiza powstała na podstawie referatu wygłoszonego na seminarium eksperckim zorganizowanym przez Centrum Europejskie Natolin 23 października 2013 roku.

¹ Obniżenie stóp procentowych do historycznego minimum w przypadku EBC nie wywiera być może tak dużego wrażenia, ze względu na zaledwie 10-letnią historię istnienia tej instytucji. W przypadku BoE, uwzględniając jego ponad 300-letnią historię, fakt ten zyskuje jednak zdecydowanie bardziej wyjątkowy charakter.

² European Central Bank, *The EBC's Non-Standard Measures – Impact and Phasing-out*, ECB Monthly Bulletin, lipiec 2011 r., s. 59.

³ Transkrypt z konferencji prasowej EBC, 7 maja 2009 r., URL:
<http://www.EBC.int/press/pressconf/2009/html/is090507.en.html>

⁴ Transkrypt z konferencji prasowej EBC, 10 maja 2010 r., URL:
<http://www.EBC.eu/press/pr/date/2010/html/pr100510.en.html>

⁵ Tamże.

⁶ D. Gros, C. Alcidi, A. Giovanni, *Central Banks in Times of Crisis: The FED vs. the EBC*, CEPS Policy Briefs, lipiec 2012 r., nr. 276, s. 5.

⁷ Tamże, s. 6.

⁸ Tamże, s. 5.

⁹ W.H. Buiter, E. Rahbari, *The EBC as a Lender of Last Resort for Sovereigns in the Euro Area*, Centre for Economic Policy Research Discussion Paper, maj 2012 r., nr. 8974, s. 19.

¹⁰ Transkrypt z konferencji prasowej EBC, 2 sierpnia 2012 r., URL:
<http://www.EBC.europa.eu/press/pressconf/2012/html/is120802.en.html>.

¹¹ M. Lenza, H. Pill, L. Reichlin, *Monetary Policy in Exceptional Times*, EBC Working Papers, październik 2010 r., nr. 1253, s. 7.

¹² W przypadku Grecji niewypłacalność *de facto* stała się już faktem. Kraj ten nie jest w stanie finansować się samodzielnie na rynku, a w 2012 roku przeprowadzono restrukturyzację długu sektora rządowego.

Centrum Europejskie Natolin (CEN) rozpoczęło działalność w 1993 roku. Od swego powstania wykonuje zadania publiczne – projekty badawcze, informacyjne i edukacyjne związane z problematyką Unii Europejskiej i szeroko pojętą polityką europejską. Realizuje zlecenia administracji rządowej i prowadzi własną działalność statutową. We współpracy ze szkołami wyższymi i instytucjami naukowymi organizuje konferencje i seminaria. Prowadzi również działalność publikacyjną (m.in. periodyk „Nowa Europa. Przegląd Natoliński”) i informacyjną w zakresie specjalistycznych zagadnień związanych z integracją europejską i euroatlantycką.

