

STANDARDOWE I NIESTANDARDOWE INSTRUMENTY POLITYKI PIENIĘŻNEJ EUROPEJSKIEGO BANKU CENTRALNEGO ORAZ ICH MODYFIKACJE I WPŁYW NA RYNEK FINANSOWY

Standard and non-standard monetary politics measures, their modifications and their impact on the financial market

ABSTRACT

Monetary policy is the key element of a financial system. The United States mortgage and asset-backed securities crisis as well as the mortgage-backed securities collapse induced the necessity for a change in monetary policy's direction, and so applying non-standard measures, whose aim was to stop the contemporary crisis and prevent such future economic declines. In this thesis analyses concern the European Central Bank stated in the Treaty on the Functioning of the European Union. This entity has a crucial impact on the eurozone, but it also exerts pressure on other Member States and the financial market in general. The main objectives of the ECB, such as keeping stable prices and achieving inflation aims, are realized with a broad spectrum of measures. In response to dynamic changes on the markets and fears of the next depression an implementation of asset purchase programme (APP) introduced at this magnitude in Europe for the first time took place, which has an enormous impact on the financial market in general and directly on financial instrument's valuation. This paper characterizes standard and non-standard measures adopted by the European Central Bank, their types, and describes their impact on the market based on european regulation and the constructions of the instruments utilized by the ECB.

Keywords: financial market – monetary policy – European Central Bank – Asset Purchase Programme

JEL Classification: E51, E52, E58

1. UWAGI WSTĘPNE

Podczas ostatniej dekady polityka pieniężna uległa ogromnym zmianom. Kryzys na rynku sekurytyzowanych papierów wartościowych znacząco wpłynął na postrzeganie sterowania finansowego oraz wymógł modyfikacje w jego zakresie. Dynamicznie zmieniające się realia rynkowe, a także tworzenie nowych instrumentów i narzędzi finansowych zmusza banki centralne do stałego korygowania swoich projekcji i opracowywania coraz bardziej skomplikowanych operacji pozwalających na realizowanie wyznaczonych celów. Tempo tych zmian oraz ich złożoność wymaga również stanowienia odpowiednich ram prawnych, co z kolei obliguje do konstruowania regulacji z uwzględnieniem aspektów ekonomicznych oraz reguł finansowych. Ukonstytuowany art. 282 Traktatu o Funkcjonowaniu Unii Europejskiej¹ Europejski Bank Centralny w ślad za innymi bankami centralnymi uruchomił szereg narzędzi mających zapobiec ponownemu załamaniu na rynku finansowym, a strach przed kolejnym kryzysem bezpowrotnie zmienił oblicza bankowości centralnej.

Na potrzeby tego referatu pod określeniem Europejskiego Banku Centralnego należy również rozumieć Krajowe Banki Centralne przeprowadzające operacje sygnowane przez EBC w ramach Eurosystemu. Wspomniana instytucja

posiada swój statut, wydaje m.in. decyzje, zalecenia czy wytyczne konstytuując tym samym swoje działania. Charakter niektórych z nich, wedle autora, można w pewnej mierze stypizować jako *soft law*². Jednak wykazują one również pewne detale będące cechami prawa właściwego (*hard law*) co objawia się np. obecnością artykułów penalizujących (sankcje) czy wyłącznym obszarem konstytuowania niektórych działań EBC.

Biorąc pod uwagę decyzje monetarne i wydarzenia finansowe na całym świecie, jesteśmy blisko momentu testu skuteczności zaaplikowanych zmian w systemie finansowym³. Odwrócona krzywa rentowności obligacji amerykańskich, ujemne rentowności obligacji krajów europejskich, ekstremalnie niskie, a miejscami ujemne stopy procentowe, brak reakcji inflacyjnych pomimo presji monetarnej, nieco umykająca opinii publicznej interwencja FED na rynku O/N⁴ repo, a także po raz pierwszy na taką skalę programy skupu

² Zob. T. Kneppka, *Rola Europejskiego Banku Centralnego w zapewnieniu stabilności rynku finansowego w Unii Europejskiej*, Warszawa 2017, *passim*.

³ Zob. A. Jurkowska-Zeidler, *EU financial market law: from minimal harmonization to federalization*, [w:] *The financial law towards challenges of the XXI century: (conference proceedings)*, red. M. Radwan, J. Gliniecka, T. Sowiński, P. Mrkývka, Brno 2017, a także P. Szczeńsiak, *Środki przymusowej restrukturyzacji banku*, Warszawa 2018, s. 4 i n.

⁴ *Overnight (O/N)* to okres obejmujący z reguły jeden dzień w odniesieniu do operacji bankowych, np. depozytów czy transakcji będących przedmiotem umowy repo.

¹ Traktat o funkcjonowaniu Unii Europejskiej (dalej jako: TFUE), (Dziennik Urzędowy C 326, 26/10/2012 P. 0001 – 0390)

aktywów europejskiego banku centralnego to sygnały, które zwiastują weryfikację słuszności podjętych działań prawnych i ekonomicznych. W pracy dokonano charakterystyki instrumentów polityki monetarnej z uwzględnieniem regulacji europejskich oraz ich wpływ na rynek finansowy, a także zasadność kierunku tych działań w świetle obecnego otoczenia makroekonomicznego. Pozwoli to na ocenę wpływu banków centralnych na stopy procentowe umów na rynku międzybankowym, wyceny aktywów i alokację pieniężną w kontekście realizacji wyznaczonych przez te podmioty celów.

2. STANDARDOWE INSTRUMENTY (STANDARD MEASURES) POLITYKI PIENIĘŻNEJ WYKORZYSTYWANE PRZEZ EBC

Zgodnie z art. 282 ust. 4 TFUE, Europejski Bank Centralny przyjmuje środki niezbędne do wykonywania swoich zadań odnosząc się do artykułów 127–133, artykułu 138 oraz warunków przewidzianych w Statucie ESBC i EBC⁵. W odpowiedzi na kryzys na rynku nieruchomości, który również wpłynął na kształt rynku finansowego w Europie Europejski Bank Centralny zaczął wykorzystywać niestandardowe instrumenty polityki pieniężnej oraz modyfikować te stosowane dotychczas, które okazały się niewystarczające wobec realizacji celów EBC w tym osiągnięcia celu inflacyjnego ustanowionego na poziomie bliskim, ale poniżej 2%.

Wytyczne Europejskiego Banku Centralnego (UE) 2015/510 z dnia 19 grudnia 2014 r. w sprawie implementacji ram prawnych polityki pieniężnej Eurosystemu (EBC/2014/60)⁶ z późniejszymi zmianami stanowią o instrumentach polityki pieniężnej. Art. 3 Wytycznych wskazuje trzy główne ich typy. Są nimi: operacje otwartego rynku, operacje kredytowo depozytowe i wymogi w zakresie rezerw obowiązkowych.

A. Operacje otwartego rynku

Zgodnie z art. 5 ust. 1 Wytycznych, Eurosystem może przeprowadzać operacje otwartego rynku w celu sterowania stopami procentowymi, zarządzania płynnością na rynku finansowym i sygnalizowania nastawienia polityki pieniężnej. Już na tym etapie można dostrzec niebagatelne znaczenie tych narzędzi i oddziaływanie na kluczowe obszary systemu finansowego. Operacje otwartego rynku pozwalają EBC trafniej realizować swoje cele oraz lepiej dostosowywać swoje działania do panującej sytuacji rynkowej. Podstawowe operacje refinansujące, jako jeden z typów tych narzędzi, są przeprowadzane wyłącznie za pomocą transakcji odwracalnych. Zdefiniowane w Wytycznych pojęcie 'transakcji odwracalnych' stanowi, że przedmiotem takiej transakcji jest kupno lub sprzedaż aktywów kwalifikowanych na podstawie umowy repo (*repurchase agreement*).

Umowa repo jest natomiast porozumieniem, w którym sprzedaje się kupującemu aktywa kwalifikowane, a sprzedający uzyskuje prawo i zobowiązanie do odkupu równoważnych aktywów po określonej cenie w przyszłym terminie

lub na żądanie. Nie zachowuje on jednak prawa własności do tych papierów⁷. Transakcja ma charakter warunkowy, ponieważ do ziszczenia się całości transakcji wynikającej z umowy repo potrzebna jest transakcja odwrótnej do pierwotnej, tj. transakcja odwracalna. Ma ona miejsce podczas odkupu przedmiotowych aktywów w określonym terminie lub na żądanie. Rozliczenie następuje gotówkowo w walucie euro. Z kolei art. 176 Wytycznych stanowi, że KBC stosują postanowienia umowne lub normatywne, które zapewniają, aby w ramach umowy repo następowała sprzedaż aktywów kwalifikowanych w zamian za euro w gotówce wraz z jednoczesną umową odsprzedaży równoważnych aktywów w określonym momencie. Wydaje się, iż dochodzi tu do pewnego dualizmu definicyjnego. Mianowicie bazując na pierwszej z nich można wnioskować, iż prawo i zobowiązanie do odkupu równoważnych aktywów wynika niejako automatycznie z zawieranej umowy (i jest w niej inkorporowane). Natomiast druga wskazuje, że umowa repo *de facto* obejmuje dwie umowy, tj. transakcji sprzedaży aktywów kwalifikowanych oraz odsprzedaży równoważnych aktywów przez kupującego na rzecz sprzedającego. Ta ostatnia z nich (transakcja odwracalna) jest warunkiem przeprowadzenia tej pierwszej. Celem podstawowych operacji refinansujących jest zasilenie sektora w płynność i wynika to poniekąd z natury transakcji dokonywanych w ramach umowy repo. EBC skupując dane aktywa dostarcza gotówkę stronie drugiej, przez co zwiększa jej płynność finansową.

Ważnym elementem z uwagi na przedmiotową analizę wpływu kształtu polityki pieniężnej na rynek finansowy jest wymaganie złożenia zabezpieczenia (*collateral*) w postaci odpowiednich aktywów kwalifikowanych (*eligible assets*). Część czwarta Wytycznych wskazuje na rodzaj takich aktywów oraz odpowiednie warunki, jakie muszą spełniać. Są to instrumenty, które m.in.: posiadają kupon o stałym oprocentowaniu, zerowy lub wielostopniowy o określonej z góry częstotliwości⁸ lub kupon zmienny posiadający odpowiednią strukturę opisaną w art. 63 ust. 1 lit. b Wytycznych, są denominowane w euro lub w byłej walucie państwa członkowskiego, które przyjęło euro. Wyklucza to tym samym zaliczenie do aktywów kwalifikowanych aktywów denominowanych np. w polskim złotym. Lista takich papierów jest publikowana i aktualizowana przez EBC⁹. Ich emitentem mogą być: banki centralne państw członkowskich, podmioty sektora publicznego, agencje, instytucje kredytowe, przedsiębiorstwa finansowe i niefinansowe, wielostronne banki rozwoju lub organizacje międzynarodowe co stanowi szerokie spektrum. EBC wpływa na kształt podstawowych operacji refinansujących poziomem stopy procentowej oraz ustanawiając kryteria dla aktywów kwalifikowanych stanowiących zabezpieczenie. Zgodnie z decyzją Rady Prezesów EBC z dnia 12 września 2019 r.¹⁰ obecnie stopa procentowa podstawowych operacji refinansujących znajduje się na poziomie 0.00%.

5 Statut EBC i ESBC, Protokół (nr 4) w sprawie statutu Europejskiego Systemu Banków Centralnych i EBC Dz.U. C 202 z 7.6.2016, str. 230.

6 Wytyczne Europejskiego Banku Centralnego (UE) 2015/510 z dnia 19 grudnia 2014 r. w sprawie implementacji ram prawnych polityki pieniężnej Eurosystemu (EBC/2014/60), (Dz.U. L 091 z 2.4.2015, s. 3) ze zm., dalej jako: Wytyczne.

7 Por. art. 2 pkt 77 Wytycznych.

8 Por. art. 63 ust. 1 Wytycznych.

9 All eligible assets, <https://www.ecb.europa.eu/paym/coll/assets/html/list-MID.en.html>.

10 Komunikat Prasowy Decyzje w sprawie polityki pieniężnej 12 września 2019, <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2019/html/ecb.mp190912~08de50b4d2.pl.html>.

Kolejną kategorią w zasadzie bliźniaczą w stosunku do poprzedniej są dłuższe operacje refinansujące. Kluczowa różnica polega na okresie zapadalności, który co do zasady wynosi trzy miesiące względem okresu tygodniowego w przypadku podstawowych operacji refinansujących, jednakże przepis art. 7 ust. 4 Wytycznych w trybie nieregularnym dopuszcza również przeprowadzanie dłuższych operacji refinansujących z zapadalnością inna niż trzymiesięczna. Z biegiem czasu okres ten wydłużył się do trzydziestu sześciu miesięcy. Operacje dostrajające przeprowadzane są nie tylko za pomocą transakcji odwracalnych, o których była już mowa, ale również za pomocą swapów walutowych oraz przyjmowania depozytów terminowych. Zgodnie z art. 11 ust. 1 Wytycznych, swapy walutowe na potrzeby polityki pieniężnej obejmują równoczesne transakcje kasowe i terminowe w euro wobec waluty obcej. Jest to transakcja zamiany kupna lub sprzedaży waluty euro z uwzględnieniem kursu kasowego i terminowego w określonych warunkach i dacie. W tym wypadku transakcje typu *swap* oprócz zasilania płynnościowego mogą spełniać funkcję instrumentu absorbującego płynność. Materia zapadalności i częstotliwości tych transakcji nie jest regulowana. Przyjmowanie depozytów terminowych służy natomiast wyłącznie absorpcji płynności. Bazuje ono na oprocentowaniu dodatnim, równym zero lub ujemnym, gdzie w przypadku tego ostatniego deponent jest zobowiązany do zapłaty za depozyt lub, względnie, przyjmujący depozyt ma prawo do obciążenia rachunku deponenta. W ramach operacji strukturalnych EBC może również przeprowadzać emisję certyfikatów dłużnych EBC. Wiąże się z nimi powstanie zobowiązania dłużnego po stronie banku centralnego względem posiadacza takiego certyfikatu. Jest stosunkowo nieskomplikowanym instrumentem opartym o prostą stopę procentową z możliwością emisji z dyskontem lub po cenie wyższej niż nominalna, a jego wykup następuje po cenie nominalnej w terminie zapadalności¹¹. Ponadto, operacje strukturalne są przeprowadzane także za pomocą transakcji odwracalnych oraz transakcji bezwarunkowych. Te ostatnie stanowią realizację pełnego przeniesienia prawa własności, a ustawodawca europejski w art. 14 Wytycznych wprost wskazuje, iż transakcja taka nie rodzi konieczności istnienia warunku lub charakteru odwracalnego.

B. Operacje kredytowo-depozytowe

Operacje kredytowo-depozytowe obejmują kredyt oraz depozyt w banku centralnym. EBC regularnie decyduje o poziomie stóp procentowych dotyczących tych narzędzi z zastrzeżeniem, iż może zmieniać je w dowolnym momencie. Pierwsza z nich, tj. kredyt w banku centralnym jest kredytem *overnight* realizowanym za pomocą umowy repo lub zabezpieczonej pożyczki, gdzie zabezpieczeniem są aktywa kwalifikowane, a preferowanym kanałem rozrachunku jest system TARGET2¹². Przepisy jednakże nie wykluczają innych systemów rozrachunku. Przedmiotowy kredyt opiera się na stopie kredytu w banku centralnym, który obecnie wynosi 0.25%, a odsetki są płatne wraz ze spłatami kredytu. Zgod-

nie z art. 21 Wytycznych depozyt w banku centralnym jest nieograniczony co do wielkości narzędziem polityki pieniężnej EBC, który nie wymaga ustanowienia zabezpieczenia. Przepisy wskazują wprost, w odróżnieniu od poprzedniego instrumentu, możliwości ustalania stopy procentowej jako ujemnej, zerowej lub dodatniej. Depozyt bazuje na terminie zapadalności *overnight*.

C. Wymogi w zakresie rezerwy obowiązkowej

Według stanu na dzień 13 września 2019 na rachunku bieżącym (w tym z tytułu rezerwy obowiązkowej) znajdowało się 1,394,906 mln euro¹³. Rezerwa obowiązkowa jest instrumentem wymagającym od banków posiadania środków na takich rachunkach w banku centralnym absorbując przy tym płynność¹⁴. Wedle art. 4 Rozporządzenie (WE) Europejskiego Banku Centralnego nr 1745/2003 z dnia 12 września 2003 r. dotyczące stosowania rezerw obowiązkowych (EBC/2003/9) ze zm. stopa rezerwy obowiązkowej wynosi 1% zobowiązań uwzględnionych w podstawie naliczania rezerwy, wyłączając depozyty terminowe powyżej dwóch lat lub z terminem wypowiedzenia powyżej tego okresu, umowy z przyrzeczeniem odkupu i emisję dłużnych papierów wartościowych powyżej lat dwóch – tu zastosowanie znajduje stopa rezerwy obowiązkowej wynosząca 0%.

Zgodnie z art. 2 Decyzji Europejskiego Banku Centralnego z dnia 5 czerwca 2014 r. w sprawie oprocentowania depozytów, sald oraz nadwyżek rezerw stosowane oprocentowanie przedmiotowych środków to wartość niższa z dwóch możliwości: zera lub stopy depozytu w banku centralnym. Wobec powyższego stopa oprocentowania takiego depozytu (jako kwoty posiadanej na rachunkach bieżących w banku centralnym) to -0.50% (wartość niższa niż zero). Tworzy to konieczność uiszczenia „opłaty” za taki depozyt przez bank składający go w ramach rezerwy. Zgodnie z komunikatem prasowym po posiedzeniu Rady Prezesów EBC z dnia 12 września 2019 r. wprowadzono dwupoziomowe oprocentowanie rezerw będące różnicowaniem stopy depozytowej (*tiering*), tzn. nadwyżka rezerwy obowiązkowej na rachunkach w banku centralnym nie będzie oprocentowana ujemną stopą depozytową (jak dotychczas) w odróżnieniu od wymaganej puli rezerwy.

Ciekawość budzi wbudowany mechanizm różnicowania w przypadku ujemnej stopy oprocentowania środków w ramach rezerwy. Z jednej strony bowiem zdeponowane środki z tego tytułu absorbują płynność, wraz z ujemnym oprocentowaniem - dopłatą ze strony składającego rezerwę, natomiast nadwyżka utrzymywana z inicjatywy deponującego ponad poziom obowiązkowy oprocentowana jest stawką 0% co niejako stanowi sygnał do zwiększenia utrzymywania nadwyżki (mniejszy jej koszt) w czasach ekstremalnego luzowania polityki monetarnej. Obecnie kwota takich środków wynosi 1,199.5 mld euro¹⁵. Zauważyć można, że część analityków pominęła ten aspekt w analizach ostatniej decyzji Rady Prezesów EBC.

11 Por. art. 13 Wytycznych.

12 „TARGET2” to system rozrachunku brutto w czasie rzeczywistym dla euro, w którym płatności w euro są rozliczane w pieniądzu banku centralnego, podlegający postanowieniom wytycznych EBC/2012/27. Zob. art. 2 pkt Wytycznych 91.

13 Skonsolidowane sprawozdanie finansowe Eurosystemu, <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/wfs/2019/html/ecb.fst190917.pl.html>.

14 W. Przybylska-Kapuścińska, M. Szyszko, *Współczesna polityka pieniężna. Perspektywa XXI w.*, Warszawa 2017, s. 147.

15 Reservemaintenance, <http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=10000027>.

3. NIESTANDARDOWE INSTRUMENTY (*NON-STANDARD MEASURES*) POLITYKI PIENIĘŻNEJ WYKORZYSTYWANE PRZEZ EBC

Celem stosowania niestandardowych instrumentów jest uzupełnienie środków standardowych oraz wpływ na transmisję ich bodźców. Całość takich narzędzi stosowanych przez EBC możemy objąć programem skupu aktywów (APP – *asset purchase programme*) oraz modyfikacjami niektórych warunków i konstrukcji środków podstawowych. Są to działania, które wpisują się w ogólnoswiatowy trend luzowania polityki monetarnej i zwiększania sumy bilansowej banków centralnych. Niekonwencjonalne narzędzia powodujące wzrost bazy monetarnej¹⁶, które na szeroką skalę zaczęto stosować po kryzysie finansowym w 2007 r. noszą miano luzowania ilościowego (QE – *quantitative easing*). Natomiast na pograniczu takich działań znajdują się scharakteryzowane już dłuższe operacje refinansujące (LTRO – *Long Term Refinancing Operation*), których stan na dzień 20 września 2019 r. wynosi 692.306 mln euro¹⁷. Zmiana terminu zapadalności takich transakcji względem podstawowych operacji refinansujących miała wspomóc średniookresowe zarządzanie płynnością, a także skłonić banki do zakupu większej ilości papierów wartościowych. Ten cel nie został w pełni osiągnięty co było przyczyną modyfikacji instrumentu, mającej na celu poprawić kierunki zasilania w płynność¹⁸.

W dniu 22 lipca 2019 r. Rada Prezesów EBC zdecydowała się uruchomić trzeci już program ukierunkowanych dłuższych operacji refinansujących (*targeted long-term refinancing operations* TLTRO-III), który przewiduje przeprowadzenie siedmiu takich operacji w okresie od września 2019 r. do marca 2021 r. z trzyletnim terminem zapadalności. Dodatkowo stopa procentowa mająca zastosowanie do pożyczonych kwot będzie równa średniej stopie procentowej podstawowej operacji refinansującej podczas trwania całego okresu operacji. Wprowadzono również możliwość wcześniejszej spłaty.¹⁹ Instrument ten promuje zwiększenie akcji kredytowej poprzez udzielanie pożyczki, której wysokość uzależniona jest od stopnia ekspansji kredytowej, tzn. do 30% salda niespłaconych kwalifikowanych kredytów²⁰, a także kwoty uzupełniające związane z samosekurytyzowanymi kwalifikowanymi kredytami pomniejszone o poprzednio pożyczone środki w ramach TLTRO-II.

16 M. Pronobis, *Rola polityki Europejskiego Banku Centralnego w zarządzaniu antykryzysowym w Europie*, red. M. Stasiak., Warszawa 2014, s. 17 i n.

17 Dz. Cyt. <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/wfs/2019/html/ecb.fst190924.pl.html>.

18 P. Matysiak, *Niestandardowe instrumenty polityki monetarnej stosowane przez Europejski bank Centralny*, https://repozytorium.uwb.edu.pl/jspui/bitstream/11320/7124/1/P_Matysiak_Niestandardowe_instrumenty_polityki_monetarnej_stosowane_przez_Europejski_Bank_Centralny.pdf, s. 93.

19 Decyzja Europejskiego Banku Centralnego (UE) 2019/1311 z dnia 22 lipca 2019 r. w sprawie trzeciej serii ukierunkowanych dłuższych operacji refinansujących (EBC/2019/21) (Dz.U. L 204 z 2.8.2019, s. 100), Zmiana decyzji (UE) 2019/1311 w sprawie trzeciej serii ukierunkowanych dłuższych operacji refinansujących (EBC/2019/28) (Dz.U. UE.L.2019.238.2).

20 Kredyty i pożyczki dla przedsiębiorstw niefinansowych i gospodarstw domowych z wyłączeniem kredytów mieszkaniowych dla gospodarstw domowych.

Najbardziej kompleksowym i kontrowersyjnym działaniem banków centralnych w ostatnich latach są zakupy aktywów. Europejski Bank Centralny prowadzi program skupu aktywów (APP) na który składa się: program zakupu obligacji zabezpieczonych (*covered bond purchase programme* CBPP3), program zakupu papierów wartościowych zabezpieczonych aktywami (*asset-backed securities purchase programme* ABSPP), program zakupu aktywów sektora publicznego na rynkach wtórnych (*public sector purchase programme* PSPP) oraz program zakupu w sektorze przedsiębiorstw (*corporate sector purchase programme* CSPP)²¹. Program skupu obligacji zabezpieczonych od kwalifikowanych kontrahentów ma miejsce na rynku pierwotnym i wtórnym²². W ten sposób bank centralny finansuje ekspansję kredytową banków zwiększając przy tym ich płynność oraz stanowi nacisk na wzrost finansowania przedsiębiorstw. Zgodnie z art. 2 Decyzja EBC/2014/40 rating takich obligacji może wynosić nawet BBB-, z wyjątkiem obligacji greckich i cypryjskich, które mogą być w ogóle pozbawione oceny. Podobnie jak w przypadku CBPP3, program zakupu papierów wartościowych zabezpieczonych aktywami (ABSPP) służy wzmocnieniu transmisji polityki pieniężnej, ułatwieniu dostarczania kredytu dla gospodarki strefy euro, rozprzestrzenieniu pozytywnych zjawisk na inne rynki oraz w konsekwencji złagodzeniu kierunku polityki pieniężnej EBC i przyczynieniu się do powrotu stopy inflacji do wyznaczonego celu²³. Zabezpieczone aktywami papiery wartościowe oraz obligacje zabezpieczone to wygenerowane w drodze procesu sekurytyzacji²⁴ papiery wartościowe, których zabezpieczeniem jest wyodrębniona pula aktywów będących najczęściej kredytami, np. hipotecznymi lub pożyczkami. Kolejnym programem będącym częścią programu skupu aktywów jest PSPP. Jego wartość na dzień 20 września 2019 r. wynosi 2,088.1 mld euro co stanowi największą pod tym względem składową całość APP²⁵. Przedmiotem tego gigantycznego narzędzia są denominowane w euro dłużne papiery wartościowe, których emitentem są głównie rządy państw strefy euro a także organizacje międzynarodowe czy banki wielostronne mające tam siedzibę. Zgodnie z art. 6 decyzji Europejskiego Banku Centralnego (UE) 2015/774 z dnia 4 marca 2015 r. w sprawie programu zakupu aktywów sektora publicznego na rynkach wtórnych 90% sumy bilansowej tych zakupów powinny stanowić papiery dłużne wyemitowane przez rządy, samorządy, władze lokalne, uznane agencje lub przedsiębiorstwa publiczne natomiast pozostałe 10% powinny stanowić papiery organizacji lub

21 Uwzględniono tylko obecnie trwające programy.

22 Decyzja Europejskiego Banku Centralnego z dnia 15 października 2014 r. w sprawie realizacji trzeciego programu zakupu zabezpieczonych obligacji (EBC/2014/40) (Dz. U. L 335 z 22.11. 2014, s. 22) ze zm., dalej jako: decyzja EBC/2014/40.

23 Motyw 2, Decyzja Europejskiego Banku Centralnego (UE) 2015/5 z dnia 19 listopada 2014 r. w sprawie realizacji programu zakupu papierów wartościowych zabezpieczonych aktywami (EBC/2014/45) (Dz. U. UE L z dnia 6 stycznia 2015 r.).

24 W. Przybylska-Kapuścińska, M. Szyszko, *Współczesna polityka pieniężna. Perspektywa XXI w.*, Warszawa 2017 s. 187.

25 Consolidated financial statement of the Eurosystem as at 20 September 2019, <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/wfs/2019/html/ecb.fs190924.en.html>, dalej jako: Consolidated financial statement of the Eurosystem.

banków wielostronnych²⁶. Termin zapadalności papierów kwalifikujących się do programu wynosi od roku do trzydziestu lat. Ciekawy jest fakt, iż przepisy przewidują możliwość zakupu przez EBC papierów wyemitowanych przez inne podmioty strefy euro²⁷. Bank centralny może udostępnić papiery nabyte w ramach programu do udzielenia pożyczek w tym w ramach transakcji repo. Warto zwrócić uwagę, że przepisy umożliwiają EBC zakup papierów o ujemnej stopie zwrotu do wykupu lub najniższej możliwej stopie zwrotu (*yield to worst*) w tym, w niezbędnym zakresie, niższej od stopy depozytu w banku centralnym²⁸. EBC może nabywać nierentowne instrumenty i pomimo, że z punktu widzenia inwestycyjnego nie jest to zawsze rozwiązanie pozbawione sensu²⁹ to z punktu widzenia charakteru podmiotu jakim jest bank centralny, takie regulacje mogą budzić kontrowersje. Ostatnim elementem APP jest program zakupu w sektorze przedsiębiorstw (CSPP)³⁰ w ramach którego banki centralne nabywają na rynku pierwotnym i wtórnym obligacje emitowane przez przedsiębiorstwa zaliczone do kategorii kontrahentów kwalifikowanych, a także na oddzielnych warunkach, przez przedsiębiorstwa sektora publicznego, z tą różnicą, iż takie papiery można nabyć tylko na rynku wtórnym. Emitentem może być tylko podmiot mający siedzibę na terenie kraju strefy euro. Również w przypadku tego programu, papiery będącego jego przedmiotem mogą zostać udostępnione w ramach pożyczek w tym transakcji repo. Wartość aktywów nabytych w trakcie trwania programu wynosi 177.0 mld euro³¹. Konieczne jest jednak wskazanie, że zgodnie z decyzją Rady Prezesów EBC z dnia 12 września 2019 r., 1 listopada ponownie rozpocznie się skup aktywów netto w ramach programu APP w wysokości dwudziestu miliardów euro miesięcznie.

4. UWAGI KOŃCOWE

Polityka pieniężna zmierza do realizacji celów wyznaczonych przez Europejski Bank Centralny. Jednym z nich jest poziom inflacji mierzonej wskaźnikiem HICP (zharmonizowany wskaźnik cen konsumpcyjnych) – blisko ale poniżej 2%. Obecnie wynosi ona 1% pomimo programu skupu aktywów i luzowania ilościowego w każdym możliwym obszarze. Jednak gdy spojrzymy na agregaty pieniężne, które stanowią faktyczną miarę ilości pieniądza w obiegu zobaczymy, że przyrost jest zdecydowanie większy niż wskazuje europejski wskaźnik. W czwartym kwartale 2018 r. agregat pieniężny M3³²

wynosił 12,374.2 mld euro, by w sierpniu osiągnąć poziom 12,872.6 mld euro³³. Podobne przyrosty obserwuje się również na poziomie węższych agregatów (M1, M2). To obrazuje realny wzrost ilości pieniądza w obiegu, a więc realną inflację. Ceny dóbr konsumenckich natomiast nie są zależne jedynie od presji monetarnej, przez co nie odzwierciedlają faktycznej kreacji. Kolejnym wnioskiem nasuwającym się po charakterystyce narzędzi monetarnych jest fakt, iż znakomita ich część dotyczy bezpośrednio aktywów rynkowych. Ceny dóbr konsumenckich oraz ich zmiany mogą stanowić tylko pochodną polityki pieniężnej i mogą być jedynie jednym z wielu elementów reagujących na te instrumenty. Bardziej miarodajnym wydaje się być wpływ na cenę aktywów w kierunku których środki stosowane przez EBC wpływają na wcześniejszych etapach transmisji. Jest to zasługa impulsów banku centralnego w stronę zwiększania akcji kredytowej. Z kolei dziesięcioletnie obligacje niemieckie notują ujemne rentowności (około 0,5%) podczas gdy w roku 2009 oscylowały w okolicach 3%. Spadek rentowności można obserwować również na przykładzie papierów innych krajów strefy euro, np. dziesięcioletnich obligacji włoskich. W wyniku tak dalece posuniętej polityce monetarnej doświadczamy bańki spekulacyjnej na wszystkich rodzajach aktywów – „*everything bubble*”. ABS i MBS, które były wplątane w mechanizm kryzysu z lat 2007-2008 są przedmiotem skupu przez Europejski Bank Centralny, co więcej, prawnie dopuszczalny rating takich aktywów wynosi BBB-. Papiery dłużne Grecji oraz Cypru nie muszą z kolei posiadać żadnego ratingu, by znaleźć się w portfelu ‘pożyczkodawcy ostatniej instancji’. W przypadku problemów finansowych może pojawić się problem braku rynku zbytu dla tak słabej jakości aktywów. Ewidentna nadpodaż monetarna strefy euro doprowadza do absurdalnych sytuacji dając impulsy w stronę inwestycji, które nie miałyby miejsca w przypadku racjonalnej redystrybucji i alokacji oraz w wyniku gromadzenia oszczędności. Podniesienie stóp procentowych doprowadzi do katastrofy na rynku finansowym. Nie jest to apel o brak ich wzrostu, a przestroga przed konsekwencjami zbyt ekspansywnej polityki pieniężnej ostatnich lat. Pomijana jest również kwestia występowania efektu Cantillona, który może nieco wyjaśnić dlaczego inflacja mierzona cenami dóbr konsumpcyjnych nie reaguje wystarczająco silnie – wzrost podaży pieniądza nie następuje we wszystkich obszarach jednocześnie przez co różne ceny odmiennie reagują na taki impuls. Pozostaje również pytanie – w jaki sposób EBC planuje zatrzymać lub wygaszczyć ekspansywne programy monetarne. Odwrotność luzowania ilościowego (QE) – *quantitative tightening* (QT) może nie być wystarczającym sposobem na stabilny powrót do racjonalnej polityki pieniężnej. Programy takie nie były wcześniej stosowane przez tak długi okres czasu co uniemożliwia analizę doświadczeń i odpowiednią ich kalibrację. Nie podjęto również działań legislacyjnych, by wprowadzane programy posiadały szczegółowe plany ich wygaszania. Przepis art. 127 ust. 1 TFUE stanowi bowiem, że ESBC działa w poszanowaniu zasady otwartej gospodarki rynkowej z wolną konkurencją, sprzyjając efektywnej alokacji zasobów. Instrumenty monetarne będące bezpośrednimi

26 Decyzja Europejskiego Banku Centralnego (UE) 2015/774 z dnia 4 marca 2015 r. w sprawie programu zakupu aktywów sektora publicznego na rynkach wtórnych (EBC/2015/10) (Dz.U. L 121 z 14.5.2015, s. 20) ze zm.

27 Tamże.

28 Tamże.

29 A. Sieroń, *Czy ujemne stopy procentowe zaprzeczają prawom ekonomii?*, <https://mises.pl/blog/2015/03/05/sieron-czy-ujemne-stopy-procentowe-zaprzeczaja-prawom-ekonomii1/>.

30 Decyzja Europejskiego Banku Centralnego (UE) 2016/948 z dnia 1 czerwca 2016 r. w sprawie realizacji programu zakupu w sektorze przedsiębiorstw (EBC/2016/16) (Dz.U. L 157 z 15.6.2016, s. 28) ze zm.

31 Consolidated financial statement of the Eurosystem.

32 M3 to agregat pieniężny obejmujący M1, M2 oraz umowy repo, jednostki i udziały funduszy rynku pieniężnego i papiery dłużne z zapadalnością do dwóch lat, gdzie M1 = waluta w obiegu, depozyty O/N, M2 = M1 + depozyty z terminem zapadalności do dwóch lat oraz depozyty podlegające zwrotowi w okresie 3 miesięcy (Glossary - <https://www.ecb.europa.eu/home/glossary/html/act6m.en.html#5>)

33 Monetary Statistics, <http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=10000030>

interwencjami na rynku finansowym stanowią zaprzeczenie zasad gospodarki rynkowej z wolną konkurencją. Impulsy kierowane przez EBC nie są i nigdy nie będą równomierne co jest również naturalną cechą centralnego sterowania polityką pieniężną. Dodatkowo efektywna alokacja zasobów to wedle prostej wykładni alokacja zgodna z wolnymi decyzjami podmiotów, podejmowana na zasadach własnej kalkulacji. Podaż monetarna EBC regulowana jest na podstawie politycznych pobudek dotyczących wspólnej waluty niekiedy kosztem innych państw członkowskich lub z uszczerbkiem na pojedyncze kraje strefy euro. Wątpliwości występują również na polu prawnym. Odmienne zdanie jednak miał Trybunał Sprawiedliwości UE³⁴, który weryfikował legalność jednego z programów (*Outright Monetary Transactions*) i ostatecznie uznał je za działanie zgodne z prawem europejskim. Pomimo tego, tak aktywne i bezpośrednie działania banku centralnego jakie zostały scharakteryzowane w niniejszym referacie budzą szereg wątpliwości i wydaje się, że wprost naruszają neutralność banku centralnego i „zasady gospodarki rynkowej z wolną konkurencją”.

BIBLIOGRAFIA

1. Jurkowska-Zeidler A., *EU financial market law: from minimal harmonization to federalization*. [w:] *The financial law towards challenges of the XXI century: (conference proceedings)*, red. M. Radvan, J. Gliniecka, T. Sowiński, P. Mrkývka, Brno 2017.
2. Knepek T., *Rola Europejskiego Banku Centralnego w zapewnieniu stabilności rynku finansowego w Unii Europejskiej*, Warszawa 2017.
3. Komunikat Prasowy Decyzje w sprawie polityki pieniężnej 12 września 2019, <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2019/html/ecb.mp190912~08de-50b4d2.pl.html>.
4. Matysiak P., *Niestandardowe instrumenty polityki monetarnej stosowane przez Europejski bank Centralny*, https://repozytorium.uwb.edu.pl/jspui/bitstream/11320/7124/1/P_Matysiak_Niestandardowe_instrumenty_polityki_monetarnej_stosowane_przez_Europejski_Bank_Centralny.pdf.
5. Matysiak P., *Niestandardowe instrumenty polityki monetarnej stosowane przez Europejski bank Centralny*, https://repozytorium.uwb.edu.pl/jspui/bitstream/11320/7124/1/P_Matysiak_Niestandardowe_instrumenty_polityki_monetarnej_stosowane_przez_Europejski_Bank_Centralny.pdf.
6. Pronobis M., *Rola polityki Europejskiego Banku Centralnego w zarządzaniu antykrzysowym w Europie*, red. M. Stasiak., Warszawa 2014.
7. Przybylska-Kapuścińska W., Szyszko M., *Współczesna polityka pieniężna. Perspektywa XXI w.*, Warszawa 2017.
8. Sieroń A., *Czy ujemne stopy procentowe zaprzeczają prawom ekonomii?*, <https://mises.pl/blog/2015/03/05/sieron-czy-ujemne-stopy-procentowe-zaprzeczaja-prawom-ekonomii1/>.
9. Szczęśniak P., *Środki przymusowej restrukturyzacji banku*, Warszawa 2018.
10. Wyrok TSUE z dnia z dnia 16 czerwca 2015 r., sygn. akt C- 62/14.

34 Wyrok TSUE z dnia z dnia 16 czerwca 2015 r., sygn. akt C 62/14.