

Wyjątkowe instrumenty na wyjątkowe czasy

Andrzej Raczek, dr nauk ekonomicznych, członek Zarządu Narodowego Banku Polskiego. W I. 2003–2004 minister finansów w rządach Leszka Millera i Marka Belki

Władze Europejskiego Banku Centralnego są oskarżane o sprzeniewierzenie się konserwatywnemu ideałowi banku centralnego, w którym utrzymanie właściwego poziomu inflacji jest jedynym i nadrzędnym celem. Trzeba się jednak zastanowić, czy ta krytyka nie jest krzywdząca?

Dla lepszego zrozumienia obecnej polityki EBC warto przypomnieć, jakie korzyści miała przynieść idea powołania wspólnego banku centralnego dla jednolitego obszaru walutowego. Po pierwsze, inflacja miała zostać sprowadzona do poziomu zapewniającego długookresowy stabilny wzrost gospodarczy. Po drugie, reputacja EBC miała zapewnić zakotwiczenie oczekiwań inflacyjnych. Po trzecie, oczekiwano, że wspólna polityka pieniężna jest w stanie stopniowo wyrównać poziom inflacji w krajach członkowskich. Jeszcze przed wybuchem kryzysu finansowego te trzy cele udało się zrealizować, co miało istotne znaczenie dla rozwoju gospodarczego strefy euro.

Wspólna polityka pieniężna nie była realizowana w próżni, ale w warunkach głębokiej, europejskiej integracji gospodarczej, w szczególności integracji finansowej. Kapitał finansowy, nieograniczony barierami przepływu i wsparty możliwościami inwestycyjnymi wynikającymi z niekrępowania przez krajowe przepisy, swobodnie przepływał pomiędzy państwami strefy euro. Wspólny rynek finansowy zapewniał zatem możliwość finansowania projektów inwestycyjnych w krajach o ograniczonej podaży oszczędności. Polityka pieniężna oparta na jednolitej stopie procentowej pozwalała oczekiwać w różnych krajach strefy euro tego samego poziomu oprocentowania dla pożyczkobiorców o zbliżonym poziomie ryzyka kredytowego. Ten efekt był podstawą wiary w funkcjonowanie efektywnego mechanizmu transmisji wspólnej polityki pieniężnej. Zmiany podstawowej stopy procentowej dokonywanej przez EBC wpływały za pośrednictwem zintegrowanego europejskiego systemu finansowego na warunki kredytowania we wszystkich krajach strefy euro.

Kryzys finansowy doprowadził do istotnego zakłócenia mechanizmu transmisji. W rezultacie kredytobiorcy o zbliżonej zdolności kredytowej otrzymują warunki kredytowe istotnie różniące się pod względem oprocentowania w zależności od kraju, w którym prowadzą działalność gospodarczą. Różnice widoczne w warunkach kredytowania pomiędzy północą i południem strefy euro powodują, że w niektórych krajach, mimo niskiej podstawowej stopy procentowej EBC, może dojść do drastycznego ograniczenia akcji kredyto-

wej, gwałtownego spadku aktywności gospodarczej, która może skutkować nawet deflacją.

Przyczyn zakłóceń w mechanizmie transmisji należy szukać w zmianach funkcjonowania sektora finansowego. Przed kryzysem finansowym praktycznie nie występowały widoczne ograniczenia w zakresie płynności finansowej. Możliwość pozyskiwania nowych środków finansowych poprzez emisję papierów wartościowych zabezpieczonych aktywami oraz regulowanie płynności za pośrednictwem operacji repo spowodowały istotny wzrost dźwigni finansowej w europejskim systemie bankowym. Stosowane w Unii Europejskiej regulacje nie ograniczyły skutecznie tego procesu. Wzrost dźwigni finansowej następował w warunkach narastającego niedopasowania pomiędzy długoterminowymi aktywami i krótkoterminowymi pasywami. Uczestnicy rynku uzyskiwali w ten sposób dochód z różnicy między długoterminowymi i krótkoterminowymi stopami procentowymi. Kryzys finansowy, który przeniósł się na rynek europejski z USA, spowodował gwałtownie rosnące trudności z rolowaniem krótkoterminowego finansowania. Ograniczenie operacji repo uruchomiło proces delewarowania sektora finansowego. Zmniejszająca się dźwignia finansowa musiała wpłynąć na zmniejszenie stopy zwrotu na kapitale, co z kolei wywołało spadek cen akcji spółek sektora finansowego. Proces ten ostatecznie prowadził do spadku wyceny aktywów i konieczności pokrycia strat świeżym kapitałem. Trwałym skutkiem tej fazy kryzysu stało się ograniczenie limitów na operacje na rynku międzybankowym i utrzymywanie bufora płynnościowego przez instytucje finansowe.

Druga faza kryzysu, o korzeniach europejskich, była spowodowana kryzysem budżetowym w krajach południowej Europy. Konieczność restrukturyzacji długu Grecji i spadek cen obligacji skarbowych krajów z południowej części Europy zmuszał do nowej wyceny aktywów. Dynamika kryzysu budżetowego, który ogarniał kolejne kraje strefy euro, spowodowała, że proces szacowania strat nie był jednorazowy, ale wymagał kolejnych korekt i skutkowało ciągłym wzrostem zapotrzebowania na nowy kapitał przez instytucje finansowe. W rezultacie kluczowa dla funkcjonowania rynku finansowego wycena ryzyka nie mogła być dokonywana prawidłowo, ponieważ szacunek ryzyka był oparty w dużym stopniu na bieżących informacjach z nie płynnych często rynków finansowych i dodatkowo pozostawał pod dużym wpływem kolejnych fal spekulacji na temat działań Unii Europejskiej mających na celu zapobieżenie kryzysowi.

Skuteczne prowadzenie polityki pieniężnej w warunkach istotnych zakłóceń płynności na rynkach finansowych i niestabilnym mechanizmie wyceny ryzyka finansowego jest niemożliwe. Działania podjęte przez EBC służą przywróceniu stabilności i spójności rynków finansowych. Płynność instytucji finansowych została podtrzymana przez nowe ramy prowadzenia operacji otwartego rynku. Po pierwsze, EBC wydłużył okres, na jaki prowadzone są tego typu operacje. Po drugie, poszerzono listę zabezpieczeń, pod które dokonywane są operacje repo. Po trzecie, EBC zdecydował się na bezpośredni

zakup niektórych instrumentów dłużnych. Po czwarte, uzyskano linię swapową z Fed pozwalającą na wyrównanie niedopasowania walutowego w europejskich bankach. Wszystkie te elementy, łącznie z istotnym obniżeniem stopy procentowej, zapewniły bankom łatwą i tanią płynność. Działania podjęte przez EBC stworzyły więc osłonę płynnościową pozwalającą na bezpieczne przeprowadzenie procesu delewarowania.

O wiele trudniejszym zadaniem jest przywrócenie efektywności w mechanizmie wyceny ryzyka. Został on zdestabilizowany w najbardziej wrażliwym punkcie, to znaczy w odniesieniu do instrumentów finansujących dług publiczny. Ceny obligacji stanowią miarę ryzyka kredytowego kraju i punkt odniesienia do wyceny ryzyka pozostałych aktywów z danego kraju. Istotna niestabilność cen obligacji powoduje zatem gwałtowne wahania w ocenie ogólnego ryzyka kredytowego i uniemożliwia prowadzenie przez banki racjonalnej polityki kredytowej. Z tego punktu widzenia musi pojawić się instytucja, która doprowadzi do stabilizacji cen na rynku długu. Biorąc pod uwagę obecne trudności związane z uruchomieniem Europejskiego Mechanizmu Stabilności, zaangażowanie EBC na wtórnym rynku skarbowych papierów wartościowych jest całkowicie uzasadnione.

Krytycy polityki EBC koncentrują się na możliwości wystąpienia jej proinflacyjnych skutków. Należy jednak stwierdzić, że poluzowanie polityki pieniężnej odbywa się w warunkach zmiany preferencji płynności sektora finansowego. Ekspansja monetarna EBC nie powoduje zwiększenia całkowitej podaży pieniądza. Kredyt jako czynnik kreacji pieniądza jest ograniczony przez odczuwalny brak kapitału i widoczną awersję do ryzyka w sektorze bankowym. Problemem nie jest samo poluzowanie polityki pieniężnej, ale zdolność do jej odwrócenia w przyszłości, dlatego też EBC zapowiedział z góry gotowość do sterylizacji ewentualnej nadpłynności.

Obecność EBC na rynku skarbowych papierów wartościowych postrzegana jest przez krytyków jako osłabianie gotowości rządów do konsolidacji budżetowej. Tymczasem należy podkreślić, że EBC deklaruje działanie tylko pod warunkiem zobowiązania się kraju do wdrożenia uzgodnionego i nadzorowanego programu gospodarczego. Wbrew niektórym opiniom groźba wycofania się przez EBC z rynku długu konkretnego kraju zmusza władze tego kraju do współpracy, ponieważ rezygnacja z pomocy EBC oznacza odcięcie go od jakichkolwiek źródeł finansowania. Należy dodać, że zaangażowanie EBC nie ma charakteru trwałego i stanowi tylko pomost dla wprowadzenia nowego systemu zapewniającego porządek w finansach publicznych krajów Unii Europejskiej.

Europejskiemu Bankowi Centralnemu przyszło działać w wyjątkowych czasach, a „w wyjątkowych czasach — jak powiedział Mario Draghi — odzyskanie stabilności czasami wymaga wyjątkowych działań”.

Tekst ukazał się 8 października 2012 roku w „Rzeczpospolitej” pod tytułem *Bank na wyjątkowe czasy*.