Jan L. Bednarczyk
Politechnika Radomska, Katedra Polityki Ekonomicznej i Bankowości

POLITYKA PIENIĘŻNA EUROPEJSKIEGO BANKU CENTRALNEGO JAKO NARZĘDZIE PRZEZWYCIĘŻANIA KRYZYSU W KRAJACH STREFY EURO

1. Teoretyczne przesłanki polityki pieniężnej EBC

Mijający kryzys finansowy był poważnym testem dla polityki pieniężnej państw uprzemysłowionych, opartej na konsensusie osiągniętym w wyniku wieloletnich dyskusji, jakie toczyły się pomiędzy przedstawicielami wiodących nurtów ekonomicznych. W latach 70. XX w. główna linia podziału przebiegała pomiędzy keynesistami i monetarystami, prezentującymi dość odmienne punkty widzenia na mechanizm transmisyjny, rolę oraz sposób aplikacji narzędzi polityki pieniężnej w gospodarce. Po „eksperymencie monetarystycznym" w Stanach Zjednoczonych i w Wielkiej Brytanii, a także po analizie skutków wdrażania różnorodnych narzędzi polityki pieniężnej w kolejnych dziesięcioleciach, stanowiska przedstawicieli obydwu nurtów zaczęły się do siebie zbliżać.

Charakter dyskusji toczącej się pomiędzy przedstawicielami Nowej Ekonomii Keynesowskiej (NEC) a przedstawicielami Nowej Syntezy Neoklasycznej (NSN), będącej kontynuacją wcześniejszego sporu pomiędzy keynesistami a monetarystami, był o tyle nietypowy, że przeważyły w niej względy pragmatyczne i chęć zrozumienia racji drugiej strony, nie zaś chęć wykazania wyższości głoszonych poglądów. W efekcie zaowocowało to pojawieniem się w latach 90. XX w. wspólnego stanowiska w kwestii użycia polityki pieniężnej jako narzędzia polityki stabilizacyjnej a także w kwestii powiązań pomiędzy polityką pieniężną a innymi narzędziami polityki gospodarczej, w tym zwłaszcza polityką fiskalną.

Podstawą konsensusu było przyjęcie, jako podstawy analizy zmian zachodzących w gospodarce zarówno poglądów nawiązujących do klasycznego nurtu w ekonomii (optymalizacja międzyokresowa (*intertemporal optimalization*), racjonalność oczekiwań, uzależnienie dynamiki sfery realnej tylko i wyłącznie od oddziaływania

czynników realnych), jak i poglądów bliskich tradycji keynesowskiej (konkurencja monopolistyczna, sztywność płac nominalnych, kluczowa rola polityki pieniężnej w stabilizacji gospodarki) (Goodfriend 2007, s. 59). Bezpośrednim następstwem zbliżenia poglądów w tych kluczowych kwestiach było uznanie stabilności cen za warunek konieczny (i właściwie wystarczający) dla utrzymania gospodarki na ścieżce stabilnego wzrostu gospodarczego i uczynienie z banku centralnego głównej instytucji odpowiedzialnej za jej urzeczywistnienie.

Nowe podejście wypracowane na płaszczyźnie teoretycznej i wdrażane równolegle do praktyki[1] znalazło wkrótce wyraz w sformułowaniach nowej doktryny polityki stabilizacyjnej nazwanej z czasem doktryną bezpośredniego celu inflacyjnego (*inflation targeting*). Zgodnie z tą doktryną, stabilizacja cen jest najlepszym sposobem przyczynienia się polityki pieniężnej do stabilizacji sfery realnej a zwłaszcza stabilizacji produkcji i zatrudnienia. Dzieje się tak dlatego, że w warunkach stabilności cen firmy mogą bez zakłóceń planować opłacalność produkcji, mogą też reagować na zmianę warunków produkcji lub warunków konkurencji własnymi dostosowaniami cenowymi, czego efektem w skali makro jest utrzymywanie się rzeczywistej wielkości produkcji w pobliżu poziomu potencjalnego, określonego czynnikami podażowymi, charakterystycznymi dla gospodarki odbiegającej wprawdzie od wzorca doskonałej konkurencji, ale funkcjonującej w warunkach giętkości cen.

Zwolennicy polityki bezpośredniego celu inflacyjnego (BCI) idą jeszcze dalej, utrzymując, że ugruntowanie przez bank centralny w podmiotach gospodarczych przekonania co do utrzymania się w przyszłości niskiej inflacji może bezpośrednio przyczynić się do wcześniejszego wyjścia gospodarki z fazy recesji (Goodfriend 2007, s. 55). Staje się tak dlatego, że w tych warunkach możliwe są głębokie cięcia stóp procentowych (głębsze niż w sytuacji słabo zakotwiczonych oczekiwań inflacyjnych) podtrzymujące wydatki konsumpcyjne oraz inwestycyjne w gospodarce. Aby było to jednak możliwe, bank centralny musi zrezygnować z zachowywania tajemnicy w zakresie formułowania zasad i wdrażania narzędzi polityki pieniężnej i uczynić swoją polityki w pełni transparentną i przewidywalną dla podmiotów gospodarczych. Jedynie wówczas mogą one w pełni ocenić jego wiarygodność, wynikającą z jego determinacji w dążeniu do ustabilizowania cen.

W prezentowanym modelu polityki pieniężnej szczególna rola przypada polityce stóp procentowych. Jest to wyraźne odejście od tradycyjnie negatywnej oceny tego narzędzia przez zwolenników nurtu monetarystycznego (Bednarczyk 1990, s. 52). Jednak preferowana przez monetarystów regulacja podaży pieniądza okazała się w praktyce trudna do realizacji (innowacje finansowe) i mniej efektywna

[1] Nie ma pełnej jasności, co do kolejności jaką należałoby przyznać teorii i polityce (praktyce bankowości centralnej) w tworzeniu podstaw, a następnie dochodzeniu do ostatecznych postulatów doktryny BCI. Tutaj przyjmuje się uprzedniość teorii w tym sensie, że była ona współtworzona przez praktyków zaangażowanych w działalność banków centralnych.

w zwalczaniu zwłaszcza niższej inflacji[2]. W warunkach niższej inflacji, regulacja krótkoterminowych nominalnych stóp procentowych, uzupełniana otoczką prawie publicznej dyskusji nad jej celami i znaczeniem dla przywracania równowagi makroekonomicznej, zdawała się lepiej przyczyniać nie tylko do tonowania oczekiwań inflacyjnych, ale też i do kształtowania poziomu długoterminowych stóp procentowych i w konsekwencji średnioterminowej koniunktury gospodarczej. Istotę polityki pieniężnej zorientowanej antyinflacyjnie (BCI) bardzo trafnie opisuje slogan: polityka jednego celu i jednego narzędzia (*one target, one tool policy),* uwidoczniając dość uproszczony ogląd rzeczywistości gospodarczej w pełni uzależnionej od efektywności wolnych mechanizmów rynkowych.

Jakkolwiek Europejski Bank Centralny, podobnie zresztą jak System Rezerwy Federalnej, nie wskazał oficjalnie na doktrynę BCI jako bazę swojej polityki pieniężnej, to jednak zarówno w traktacie z Maastricht, jak i w Statucie Eurosystemu (Consolidated Version..., Charter III, Article 9) wskazuje się na utrzymanie stabilności cen jako główny cel działania banku centralnego. Istotnie, w latach 1999–2002 celem EBC było utrzymanie inflacji mierzonej zharmonizowanym indeksem dóbr konsumpcyjnych (*HIPC, Harmonised Index of Consumer Proces*) na poziomie poniżej 2%. W maju 2003 r. sprecyzowano ten cel, jako utrzymanie stopy inflacji na poziomie poniżej 2%, lecz zbliżonym do tego poziomu (ECB 2009, s. 8).

Głównym narzędziem realizacji tego celu jest, zgodnie z założeniami doktryny BCI, regulacja trzech oficjalnych krótkoterminowych stóp procentowych, z których jedna pełni rolę wiodącą[3]. EBC wykorzystuje w swojej polityce również regulację podaży pieniądza a także inne narzędzia kształtowania warunków gospodarowania w strefie euro. Część z tych narzędzi wykorzystywana jest w sposób incydentalny, inne zaś stosowane były jako środki nadzwyczajne (*„non-standard" measures*) (Trichet 2009(2) w celu złagodzenia skutków kryzysu finansowego. Zatem oceny skuteczności polityki pieniężnej EBC, w tym również jej skuteczności jako narzędzia polityki antykryzysowej, należy dokonać, uwzględniając całokształt stosowanych przez EBC w tym celu środków.

[2] Za niższą inflację można uznać, np. tempo wzrostu cen zamykające się wartościami jednocyfrowymi, chociaż w krajach notujących tradycyjnie niskie wskaźniki inflacji takich jak: Japonia, Niemcy czy Szwajcaria takie wartości inflacji mogłyby zostać zakwalifikowane jako inflacja galopująca.

[3] Od 15 października 2008 rolę podstawowej stopy procentowej EBC pełni stała stopa przetargowa (*fixed rate*). Górny pułap oprocentowania pożyczek dla banków określa stopa marginalna (*marginal lending facility*), zaś wysokość oprocentowania depozytów banków komercyjnych w EBC – stopa depozytowa (*deposit rate*). Wysokość stałej stopy przetargowej równa jest dokładnie średniej arytmetycznej stopy marginalnej i stopy depozytowej, zaś korytarz otaczający tę stopę waha się w przedziale od 100 do 200 p.b.

2. Implementacja narzędzi polityki pieniężnej w warunkach kryzysu

Europejski Bank Centralny zareagował bardzo szybko na zjawiska kryzysowe. Jeśli za początek kryzysu uznać 9 sierpnia 2007 r., to EBC zareagował na niego dosłownie w ciągu kilku godzin, jako pierwszy bank centralny na świecie. (Trichet 2009(1). Reakcja polegała na zapewnieniu banków, iż mogą one liczyć na refinansowanie się w banku centralnym w formie pożyczek *overnight* zaciąganych według obowiązującej stopy przetargowej, bez limitów kwotowych i realizowaniu tych transakcji w ciągu kolejnych dni. Ponieważ popyt ze strony banków na te pożyczki był bardzo duży (95 mld euro tylko w pierwszym dniu), zatem kontynuowano ich udzielanie, co przyczyniło się do przejściowego uspokojenia sytuacji na rynku pieniężnym (Stark 2009).

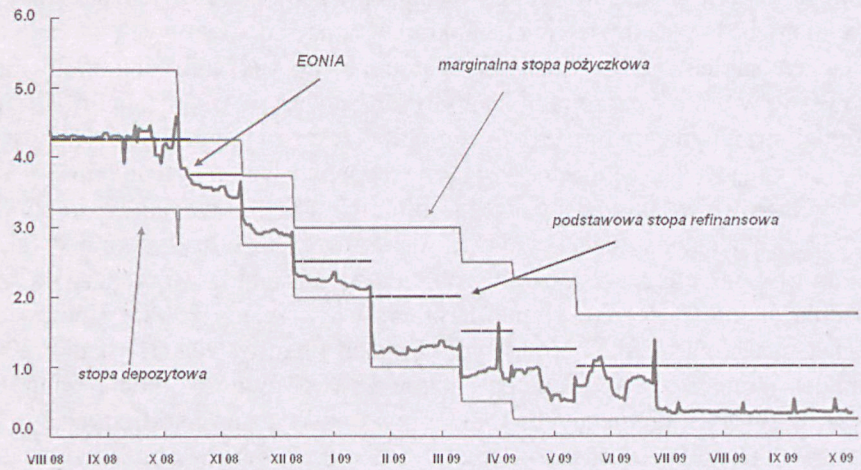
Inne działania jakie podejmowano w reakcji na uwidocznianie się znacznie większej zmienności krótkoterminowych stóp rynku pieniężnego niż to miało miejsce przed sierpniem 2007 r. dotyczyły: manipulowania wysokością pożyczek udzielanych w poszczególnych okresach czasowych w ramach operacji refinansowych bankom komercyjnym (*frontloading*), wydłużenia do trzech i sześciu miesięcy terminów spłaty pożyczek udzielanych bankom w ramach dodatkowych operacji refinansujących (suplementary refinancing operations), dostarczenia bankom płynności dolarowej w wyniku porozumień swapowych, zawartych z Systemem Rezerwy Federalnej, organizowania przed końcem 2007 r., co dwa tygodnie dodatkowych przetargów mających na celu pełne zaspokojenie popytu banków na płynność według stopy przetargowej wynoszącej wówczas minimum 4% (*minimum bid rate*) (ECB). Należy stwierdzić, że sytuacja rynkowa w pierwszej fazie kryzysu nie stwarzała władzom EBC jakichś szczególnych problemów z jej stabilizowaniem aż do czasu ogłoszenia upadłości przez Lehman Brothers we wrześniu 2008 r. i pojawienia się oznak paniki na międzynarodowych rynkach finansowych (Bernanke 2009).

Upadek jednego z największych banków inwestycyjnych, mocno zaangażowanego na rynkach pieniężnych, spowodował praktycznie paraliż tych rynków po obydwu stronach Atlantyku. Przestał funkcjonować zwłaszcza rynek lokat międzybankowych, mający kluczowe znaczenie nie tylko dla podtrzymania płynności banków, ale również i dla ich zdolności do kredytowania przedsiębiorstw oraz gospodarstw domowych[4]. Skutkiem zapaści rynku międzybankowego było z jednej strony zahamowanie przepływu środków finansowych pomiędzy bankami, z drugiej zaś strony rozszerzanie się spreadu (dysparytetu) pomiędzy oficjalnymi stopami procentowymi oraz stopami rynkowymi. Obydwie te tendencje groziły

[4] Znaczenie prawidłowego funkcjonowania rynku międzybankowego dla zabezpieczenia dopływu środków finansowych do sektora przedsiębiorstw jest szczególnie istotne w Europie, gdzie ponad 70% źródeł finansowania tego sektora dostarczają banki. W Stanach Zjednoczonych, gdzie przedsiębiorstwa korzystają głównie z finansowania przez rynek kapitałowy, udział banków w finansowaniu przedsiębiorstw wynosi tylko około 25% (Tumpel-Gugerell 2009).

całkowitym załamaniem się tradycyjnego kanału transmisyjnego impulsów polityki pieniężnej, biegnącego od banku centralnego poprzez rynek pieniężny do sektora przedsiębiorstw i gospodarstw domowych.

W tej sytuacji EBC zmuszony był podjąć wiele działań zastępujących niejako rynek międzybankowy. W pierwszej kolejności rozpoczął cykl obniżek stóp procentowych, aby obniżyć koszty refinansowania się banków komercyjnych wobec nadmiernie wysokich kosztów refinansowania się na rynku pieniężnym. W okresie siedmiu miesięcy, tj. pomiędzy październikiem 2008 r. a majem 2009 r. podstawowa stopa procentowa została w siedmiu ruchach obniżona z 4,25 do 1 %, a zatem o 325 p.b.(ECB). Warto podkreślić, że pierwsza decyzja o obniżeniu podstawowej stopy procentowej została podjęta 15 października 2008 r. więc w nieco ponad trzy miesiące po poprzedniej decyzji, w wyniku której wysokość tej stopy została podwyższona o 25 p.b. Władze EBC nie mogły jednak przewidzieć wówczas dramatycznej zmiany okoliczności, w których przyjdzie im działać za kilka miesięcy; kierowały się natomiast chęcią przeciwdziałania sytuacji, w której mogłoby dojść do „odkotwiczenia" oczekiwań inflacyjnych wobec rozluźnienia dostępu do pieniądza banku centralnego.



Rysunek 1. Dynamika podstawowych stóp procentowych Europejskiego Banku Centralnego i stopy EONIA w latach 2008–2009

Źródło: (Tumpel-Gugerell 2009)

Na tydzień przed podjęciem decyzji o obniżce podstawowej stopy procentowej ogłoszono, że poczynając od 15 października 2008 r. rolę tę przestanie pełnić zmienna stopa przetargowa z określoną minimalną rentownością pożyczki (*minimum bid rate*), a jej miejsce zajmie po raz pierwszy od 28 stycznia 2000 r. stała przetargowa (*fixed rate*). Zmiana ta oznaczała, że EBC będzie gotowy udzielać bankom komercyjnym, posiadającym odpowiednie zabezpieczenie, pożyczek w każdej

potrzebnej im kwocie (*full allotment*) według stałej stopy procentowej (a nie jak dotychczas na warunkach przetargowych). Jednocześnie w okresie do 21 stycznia 2009 r. zmniejszono z 200 do 100 p.b. korytarz wokół podstawowej stopy refinansowej (różnicę pomiędzy wysokością stopy marginalnej oraz depozytowej), co miało, z jednej strony, bardziej zachęcać banki do korzystania z finansowania w banku centralnym, a z drugiej strony, do powierzania bankowi centralnemu wolnych środków pieniężnych w przypadku pojawienia się nadpłynności.

Działania te okazały się skuteczne w dość szybkim ustabilizowaniu stopy EONIA, która już od listopada 2008 r. zaczęła przyjmować wartości pośrednie pomiędzy wysokością stopy podstawowej i depozytowej, natomiast od lipca 2009 r. wartości bardzo bliskie stopie depozytowej (0,25%). Bardzo pozytywnie na decyzje EBC w zakresie regulacji stóp procentowych zareagowały również inne krótkoterminowe stopy rynku pieniężnego, jak np. EURIBOR 12M, czy LIBOR 12M. Praktycznie od końca 2008 r. nie przekraczały one 2%, w miarę upływu czasu coraz bardziej zbliżając się do poziomu podstawowej stopy refinansowej EBC.

Tabela 1. Wybrane wskaźniki zmian na rynku finansowym krajów strefy euro w latach 2007–2009

Wyszczególnienie	2007	2008	2009
1. Średnioroczna wartość głównej stopy refinansowej EBC[1]	3,75	3,55	1,65
2. Średnioroczna wartość stopy EONIA[2]	3,87	3,87	0,71
3. Średnioroczna wartość EURIBOR 3M	4,28	4,64	1,22
4. Średnioroczna wartość LIBOR 3M			
– Stany Zjednoczone	5,30	2,93	0,69
– Japonia	0,79	0,93	0,47
5. Średnioroczna wartość spreadu EURIBOR 12M – EONIA	0,58	0,96	0,90
6. Tempo wzrostu podaży pieniądza M_3	11,6	7,6	-0,2

[1] Do 8 października 2008 – minimalna stopa przetargowa od 15 października 2008 – stała stopa przetargowa.
[2] Oprocentowanie jednodniowych pożyczek międzybankowych.

Źródło: ECB (2010a), EBC (2010b) oraz obliczenia własne.

Sukces polityki stóp procentowych EBC w zakresie ograniczania kosztów finansowania przedsiębiorstw i gospodarstw domowych był możliwy głównie dzięki właściwie realizowanej polityce refinansowej banku. W krytycznej sytuacji, jaka wytworzyła się po załamaniu się rynku międzybankowego, zdołano, wykorzystując narzędzia polityki refinansowej, zabezpieczyć ciągłość obiegu finansowego oraz nie dopuścić do ograniczenia finansowana przez banki ich klientów. Jeśli tym niemniej nastąpiło wyhamowanie akcji kredytowej (tab. 2), to przyczyny tego leżały bardziej po stronie popytowej niż podażowej.

Całokształt działań EBC nakierowanych na podtrzymanie akcji kredytowej banków, nazywanych „spotęgowanym wspieraniem działalności kredytowej" (*enhanced credit support)* (Trichet 2009(1) objął m.in.: rozszerzenie listy aktywów przyjmowanych przez EBC jako zabezpieczenie jego pożyczek dla banków[5], przedłużenie do jednego roku terminów spłaty tych pożyczek, zaspokajanie popytu banków na waluty obce (dolary), bezpośrednie zakupy denominowanych w euro listów zastawnych emitowanych w krajach strefy euro. Z wymienionych narzędzi kształtowania płynności sektora bankowego jedynie skup listów zastawnych był faktycznie działaniem nowym, nie praktykowanym dotąd przez EBC. Jego zastosowanie wynikało jednak ze specyficznej sytuacji, w jakiej znalazł się w okresie kryzysu rynek papierów hipotecznych. Z jednej strony, rynek ten pozostawał tradycyjnie ważnym ogniwem refinansowania się banków, z drugiej zaś strony, spadek zaufania do wszelkich papierów hipotecznych nie pozwalał bankom nadal korzystać z tego dogodnego dla nich źródła dopływu kapitału. EBC musiał i w tym przypadku podjąć działania zastępujące realnie funkcjonujący rynek, aczkolwiek skala dokonanych zakupów była niewielka, zamykając się kwotą 60 mld euro (Tumpell-Gugerell 2009).

Doświadczenia kryzysu finansowego wykazały, że EBC dysponuje dobrymi narzędziami skutecznego oddziaływania na sytuację rynkową, nawet w skrajnie trudnych warunkach. Dowodem na potwierdzenie tej tezy jest niewątpliwie dość szybkie ustabilizowanie się rynkowych stóp procentowych na niskich poziomach oraz stopniowe zmniejszanie się spreadów pomiędzy najkrótszymi rynkowymi stopami procentowymi (EONIA) a stopami 12-miesięcznymi (np. EURIBOR 12M) (tab. 1). Spready te świadczą m.in. o stopniu zakotwiczenia oczekiwań inflacyjnych oraz ocenie ryzyka inwestycyjnego w średnim terminie. Ich średni odczyt na poziomie około 90 p.b. w 2009 r. oznacza, z jednej strony, wartość prawie dwa razy wyższą niż w 2007 r., ale z drugiej strony, pozwala stwierdzić, że polityka pieniężna EBC okazała się skuteczna w przywracaniu normalnych relacji pomiędzy bankami a resztą gospodarki, bez narażania na szwank jej podstawowego celu jakim pozostaje stabilizacja cen.

3. Polityka pieniężna EBC a rozwój sytuacji makroekonomicznej w krajach strefy euro

Jeśli nawet uzna się za uzasadniony pogląd, że EBC dość sprawnie uporał się ze skutkami kryzysu w sektorze bankowym, co stanowi wartość samą w sobie, ze względu na fatalne skutki, jakie dla całej gospodarki Eurolandu miałby brak

[5] Rozszerzenie listy aktywów nastąpiło poprzez obniżenie ratingu papierów wartościowych przyjmowanych jako zabezpieczenie pożyczek udzielanych bankom przez EBC z „A-„ do „BBB-". Obniżenie ratingu nie dotyczyło papierów wartościowych zabezpieczonych na aktywach (asset-backed securities).

sukcesów na tym polu, to jednak ciągle otwarte pozostaje pytanie, na ile polityka pieniężna Europejskiego Banku Centralnego mogła przyczynić się do zmniejszenia skali recesji w sektorze realnym oraz przyspieszenia wychodzenia gospodarki Eurolandu z tej recesji. Odpowiedź na to pytanie jest o tyle trudna, że jak to zostało nadmienione wyżej, zarówno litera prawa, jak i filozofia działania tej instytucji, nie przewidują bezpośredniego angażowania się we wspieranie wzrostu gospodarczego. Należałoby zatem raczej odpowiedzieć na pytanie, czy w istocie niedopuszczenie przez EBC do rozchwiania oczekiwań inflacyjnych pozwoliło mu na nadzwyczajne obniżenie stóp procentowych, co z kolei mogło przyczynić się do przyspieszenia ożywienia w sektorze przedsiębiorstw oraz pobudzenia popytu gospodarstw domowych.

Tabela 2. Ewolucja sytuacji makroekonomicznej krajów strefy euro w latach 2007–2009 na tle zmian wybranych wskaźników rynku pieniężnego (w %)

Wyszczególnienie	2007	2008	2009
1. Realny EURIBOR 3M	2,14	1,35	0,94
2. Realny LIBOR 3M – Stany Zjednoczone – Japonia	2,44 0,73	−0,94 −0,45	1,03 1,82
3. Tempo wzrostu podaży pieniądza M3	11,6	7,6	−0,2
4. Tempo wzrostu pożyczek bankowych dla – przedsiębiorstw – gospodarstw domowych	14,5 6,2	9,5 1,7	−2,3 1,3
5. Wskaźnik wzrostu cen detalicznych	2,1	3,3	0,3
6. Tempo wzrostu realnego PKB	2,8	0,6	(III kw. 2009) −4,0
7. Tempo wzrostu produkcji przemysłowej	3,2	−2,2	(III kw. 2009) −13,8
8. Tempo wzrostu prywatnej konsumpcji	1,6	0,4	(III kw. 2009) −1,0
9. Tempo wzrostu eksportu	6,3	1,0	(III kw. 2009) −13,5
10. Tempo wzrostu inwestycji w majątku trwałym	4,8	−0,4	−11,4
11. Efektywny realny kurs euro (1999 Q1 = 100)	104,2	107,1	107,9
12. Saldo bieżącego bilansu płatniczego jako procent PKB	0,2	−1,4	–
13. Deficyt budżetowy jako procent PKB	−0,6	−2,0	(III kw. 2009) −4,1

Źródło: ECB (2010a), EBC (2010b) oraz obliczenia własne.

Jak wynika z danych zawartych w tabeli 2, efektem znacznych obniżek podstawowej stopy EBC było, z jednej strony, stopniowe obniżanie się krótkoterminowych.

realnych stóp procentowych na rynku pieniężnym, rzutujące na koszty kredytów dla przedsiębiorstw i gospodarstw domowych (np. EURIBOR 3M), lecz z drugiej strony, obniżki te były znacznie słabsze w 2008 r. niż w USA czy Japonii. Dopiero w 2009 r. realne stopy procentowe rynku pieniężnego zaczęły osiągać podobne wartości jak w USA. Trudno dokładnie oszacować, w jakim stopniu zachowawcza polityka stóp procentowych EBC, a zwłaszcza zbyt późne zainicjowanie cyklu obniżek stóp procentowych (ponad rok po Systemie Rezerwy Federalnej)[6], przyczyniła się do zredukowania wielu korzyści, które osiągnęłaby gospodarka Eurolandu, gdyby jej bank centralny, bazując na zakotwiczonych oczekiwaniach inflacyjnych, doprowadził do mocniejszej redukcji kosztów pieniądza; tzn. gdyby ta redukcja osiągnęła podobną skalę jak chociażby w USA.

Tymczasem utrzymywanie wysokich stóp procentowych, zwłaszcza w 2008 r., przyczyniło się niewątpliwie do dalszej aprecjacji euro i w jakimś stopniu do pogłębienia załamania się eksportu, który dla największych gospodarek Eurolandu stanowi kluczowy element kreowania wzrostu gospodarczego. Wyższe stopy procentowe mogły wywrzeć również negatywny wpływ na inwestycje w majątku trwałym oraz dynamikę konsumpcji. Wskazują na to dane dotyczące kształtowania się tych kategorii zarówno w 2008, jak i 2009 r. Wydaje się zatem, że EBC w niewystarczającym stopniu wykorzystał swoisty kredyt zaufania, jakim dysponował, prowadząc od początku swojej działalności operacyjnej zdecydowaną politykę ograniczania inflacji. W efekcie, pomimo że EBC posiadał znacznie większe pole manewru niż np. System Rezerwy Federalnej, to jego działania doprowadziły jedynie do wyhamowania kryzysu sektora finansowego, lecz nie były w stanie stworzyć w gospodarce Eurolandu klimatu do przynajmniej podtrzymania dotychczasowego poziomu aktywności gospodarczej. W efekcie skala załamania koniunktury w krajach strefy euro była mocniejsza niż w gospodarce USA i wiele przesłanek wskazuje na to, że tempo wychodzenia z kryzysu gospodarki amerykańskiej będzie szybsze niż gospodarki europejskiej.

Zakończenie

Z podjętej w artykule analizy skuteczności EBC w przezwyciężaniu skutków kryzysu finansowego wynika, że zwolennicy nowego konsensusu w polityce stabilizacyjnej mogą przeceniać skuteczność polityki pieniężnej, zorientowanej jednoznacznie na stabilizację cen jako metody kształtowania pozytywnych warunków dla wzrostu gospodarczego w średnim okresie. Doświadczenia tego kryzysu zarówno w Europie, jak i w Ameryce wskazują przede wszystkim na niewystarczalność regu-

[6] Nie należy przy tym zapominać o kontynuowaniu przez EBC podwyżek podstawowej stopy procentowej w lipcu 2008 roku, gdy SRF obniżył swoją podstawową od września 2007 r. w sumie o 325 p.b.!

lacji krótkoterminowych stóp procentowych jako narzędzia stabilizacji koniunktury, zwłaszcza w okresie znacznych zakłóceń równowagi rynkowej. Gdyby polityka stóp procentowych nie została uzupełniona o aktywną politykę refinansową, wówczas prawdopodobnie kryzys sektora bankowego znacznie by się przedłużył i byłby jeszcze głębszy. Okazało się również, że nawet w warunkach zakotwiczonych oczekiwań inflacyjnych trudno jest wybrać taki poziom stóp procentowych, które, z jednej strony, byłyby zgodne z postulatem utrzymania niskiej inflacji w przyszłości, ale z drugiej strony, nie ograniczałyby też średniookresowych perspektyw przezwyciężenia kryzysu w realnej sferze gospodarki.

Bibliografia

Bednarczyk J.L.(1990). *Polityka pieniężna przeciw inflacji. Studium gospodarki kapitalistycznej.* PWN Warszawa.

Bernanke B. (2009), *Reflections on the Year of Crisis*. Speech by Charman Ben S.Bernanke at the Federal Reseve Bank of Kansas City` s Annual Economic Symposium, Jackson Hole Wyoming, Aug. 21,2009, www.federalreserve.gov. (31.01.2010).

Consolidated Version of the Treaty on Eurepean Union and the Treaty on the Functioning of the European Union, "Official Journal of the European Union", Volume 51, 09.05.2008.

ECB (2009), *Price stability:why is it important for you.*

ECB (2010a), *ECB Monthly Bulletin. Euro Area Statistics Online*, January 2010, www. ecb.int (31.01.2010).

ECB (2010b), *ECB Monetary Statistics*, January 2010.

ECB, *Key ECB interest rates*, www.ecb.int (31.01.2010)

Goodfriend M. (2007), *How the World Achieved Consensus on Monetary Policy*, "Journal of Economic Perspectives", No 4/2007.

Stark J. (2010), *Wirtschaftliche Perspektiven nach der Krise: historische Erfahrungen, lechren für jetzt.* Vortrag von Jürgen Stark, Mitglied des Direktorium der EZB am Leipziger Seminar Őkonomie und Praxis, Leipzig, 20. Januar 2010, www.ecb.int. (31.01.2010).

Trichet J.-C. (2009(1), *Lessons from the financial crisis*. Keynote adress by Jean-Claude Trichet, President of the European Central Bank at the " Wirtschaftstag 2009", organised by the Volksbanken and Raiffaisenbanken, Frankfurt am Main, 15.Oct. 2009, www. ecb.int (31.01.2010).

Trichet J.-C.(2009(2), *Key lessons from the crisis*. Speech by Jean-Clude Trichet , President of the European Central Bank at the Annual Conference organised by the Association de Mercados Financieros, Madrid, 23 nov.2009, www.ecb.int (31.01.2010).

Tumpell-Gugerell G. (2009), *The European response to the financial crisis*. Speech by Gertrude Tumpell-Gugerell, Member of the Executive Board of the ECB, Bank of New York mellon Headquarter, New York, 16 Oct. 2009. www.ecb.int. (31.01.2010).

THE ECB'S MONETARY POLICY AS A TOOL TO OVERCOME THE CRISIS IN THE EUROZONE COUNTRIES

Summary

The aim of this paper is to analyse the monetary policy of the European Central Bank since 2007 from the point of view of its effectiveness in eliminating the effects of the financial crisis in the Eurozone countries. The main source of data has been the ECB's statistical materials as well as publications of the Bank's trustees interpreting current problems of monetary policy. The research method adopted for the sake of this paper consists in the presentation of key aspects of the monetary policy explicitly oriented toward price stabilization and confrontation of this policy with the specific circumstances of the financial crisis. The undertaken studies indicate that the monetary policy tools which before the crisis were at the ECB's disposal were basically sufficient (following some modifications) to gradually restore efficiency of the main transmission channel for the ECB's monetary policy impulses running through the monetary market to the real sphere of economy. Consequently, the rapid limitation of this sphere financing due to the panic which burst out in international financial markets after the bankruptcy of the Lehman Brothers investment bank had been announced was not allowed. The unquestionable success of the ECB's monetary policy in the period of crisis was skilful reconciliation of a very active re-financing policy implemented in the situation of a significantly reduced basic interest rate with the maintenance of inflation indexes at a low level. On the other hand, it is difficult to find convincing arguments which could prove that this policy can directly contribute to faster recovery of the Euroland economy from the deepest slump in the post-war period.