



EUROPEJSKA POLITYKA PIENIĘŻNA

Europejski System Banków Centralnych (ESBC) obejmuje EBC i krajowe banki centralne wszystkich państw członkowskich UE. Podstawowym celem ESBC jest utrzymanie stabilności cen. Dla osiągnięcia tego głównego celu Rada Prezesów EBC opiera swoje decyzje na dwufilarowej strategii polityki pieniężnej oraz realizuje je przy wykorzystaniu zarówno standardowych, jak i niestandardowych środków polityki pieniężnej. Do najważniejszych instrumentów standardowej polityki pieniężnej EBC należą operacje otwartego rynku, operacje banku centralnego na koniec dnia oraz utrzymywanie rezerwy obowiązkowej. W odpowiedzi na kryzys finansowy EBC zmienił także swoją strategię komunikacji poprzez dostarczanie progностycznych wytycznych na temat przyszłych kierunków polityki stóp procentowych EBC w oparciu o prognozę stabilności cenowej, a także przyjął szereg niestandardowych środków polityki pieniężnej. Obejmują one nabywanie aktywów i obligacji skarbowych na rynku wtórnym w celu zagwarantowania stabilności cen i skuteczności mechanizmu transmisji polityki pieniężnej.

PODSTAWA PRAWNA

- Artykuły 119–144, 219 oraz 282–284 Traktatu o funkcjonowaniu Unii Europejskiej (TFUE);
- Protokół (nr 4) do Traktatu z Lizbony w sprawie Statutu Europejskiego Systemu Banków Centralnych (ESBC) i Europejskiego Banku Centralnego (EBC).

CELE

Zgodnie z art. 127 ust. 1 TFUE głównym celem ESBC jest utrzymanie stabilności cen. Z zastrzeżeniem tego celu ESBC wspiera ogólną politykę gospodarczą Unii, przyczyniając się do osiągnięcia celów Unii. ESBC działa w poszanowaniu zasady otwartej gospodarki rynkowej i wolnej konkurencji, sprzyjając efektywnej alokacji zasobów (art. 127 ust. 1 TFUE).

OSIĄGNIĘCIA

A. Główne zasady stanowiące podstawę działalności EBC

1. Niezależność EBC

Główna zasada niezależności EBC została ustanowiona w art. 130 TFUE („W wykonywaniu uprawnień oraz zadań i obowiązków, które zostały im powierzone Traktatami i Statutem ESBC i EBC, ani Europejski Bank Centralny, ani krajowy



bank centralny, ani członek któregokolwiek z ich organów decyzyjnych nie zwracają się o instrukcje ani ich nie przyjmują od instytucji, organów ani jednostek organizacyjnych Unii, rządów Państw Członkowskich, ani jakiegokolwiek innego organu.”). Niezależność EBC chroniona jest także przez zakazy określone w art. 123 TFUE, które mają również zastosowanie do krajowych banków centralnych: zakazane jest udzielanie pożyczek na pokrycie deficytu lub jakichkolwiek innych kredytów instytucjom lub organom Unii, rządowi centralnemu, władzom regionalnym, lokalnym lub innym władzom publicznym, innym instytucjom prawa publicznego lub przedsiębiorstwom publicznym państw członkowskich. Niezależność EBC opiera się na swobodnym doborze instrumentów polityki pieniężnej. Traktat przewiduje wykorzystanie tradycyjnych instrumentów (art. 18 i 19 statutu) oraz pozwala Radzie Prezesów EBC decydować o zastosowaniu innych metod (art. 20 statutu).

2. Zasady odpowiedzialności i przejrzystości EBC

Aby zapewnić wiarygodność EBC, zarówno Traktat (art. 284 TFUE), jak i statut (art. 15) nakładają na niego obowiązek składania sprawozdań. Przynajmniej raz na kwartał EBC opracowuje i publikuje sprawozdania z działalności ESBC. Skonsolidowane zestawienie finansowe ESBC jest publikowane co tydzień. Od samego początku EBC publikuje biuletyny miesięczne zawierające szczegółową analizę sytuacji gospodarczej i prognozy kształtowania się cen. Biuletyn Miesięczny został zastąpiony w styczniu 2015 r. nowym Biuletynem Gospodarczym, który – w związku ze zmianą częstotliwości posiedzeń Rady Prezesów poświęconych polityce pieniężnej, organizowanych od stycznia 2015 r. co sześć tygodni – będzie publikowany dwa tygodnie po każdym posiedzeniu dotyczącym polityki pieniężnej. W dniu 19 lutego 2015 r. EBC opublikował po raz pierwszy sprawozdanie z posiedzenia Rady Prezesów poświęconego polityce pieniężnej, a w konsekwencji dostosował się do polityki komunikacji innych wiodących banków centralnych. EBC kieruje do Parlamentu Europejskiego sprawozdanie roczne z działalności ESBC i w sprawie polityki pieniężnej za rok ubiegły i rok bieżący. EBC jest odpowiedzialny przed Parlamentem Europejskim, a członkowie zarządu EBC regularnie stawiają się w PE.

3. Zasady głosowania w Radzie Prezesów EBC (art. 10 ust. 2 statutu)

W głosowaniu w Radzie Prezesów kierowano się uprzednio zasadą „jedna osoba, jeden głos”. W traktatach UE przewidziano wprowadzenie w Radzie Prezesów EBC rotacyjnego systemu głosowania w momencie, gdy strefa euro będzie liczyła więcej niż 18 państw. Stało się tak z dniem 1 stycznia 2015 r., kiedy to Litwa przystąpiła do strefy euro. Celem wprowadzenia systemu rotacyjnego jest zapewnienie skuteczności procesu decyzyjnego w EBC nawet z większą liczbą uczestników. Prezesi z państw strefy euro, w kolejności od pierwszego do piątego, o czym decyduje wielkość gospodarki i sektora finansowego (obecnie są to Niemcy, Francja, Włochy, Hiszpania i Holandia) dysponują łącznie 4 głosami. Wszystkie pozostałe państwa (obecnie 14 państw) dysponują łącznie 11 głosami. Prezesi korzystają z prawa głosu na zmianę, każdorazowo przez miesiąc. Członkowie Zarządu EBC dysponują stałym prawem głosu.



B. Strategia polityki pieniężnej EBC

1. Przegląd

Na posiedzeniu w dniu 13 października 1998 r. Rada Prezesów EBC uzgodniła główne elementy swojej strategii polityki pieniężnej, a mianowicie: (i) ilościową definicję stabilności cen; (ii) istotną rolę monitorowania przyrostu masy pieniądza na podstawie agregatu pieniężnego oraz (iii) kompleksową ocenę perspektyw zmiany cen. EBC zdecydował się na strategię pieniężną opartą na dwóch filarach (filar 1: analiza ekonomiczna, filar 2: analiza monetarna), których funkcje zostały raz jeszcze szczegółowo określone podczas przeglądu strategii pieniężnej w dniu 8 maja 2003 r.

2. Stabilność cen

Stabilność cen jest definiowana jako stopa inflacji (roczny wzrost zharmonizowanego indeksu cen konsumpcyjnych dla strefy euro) kształtująca się poniżej, lecz blisko 2 % w średnim okresie.

3. Pierwszy filar strategii polityki pieniężnej: analiza ekonomiczna

Analiza ekonomiczna zawiera ocenę krótko- i średnioterminowych czynników kształtowania się cen. Akcent kładziony jest na faktyczną działalność i warunki finansowe w gospodarce. Analiza ekonomiczna uwzględnia fakt, że na kształtowanie się cen w tych perspektywach wpływa w dużej mierze współzależność między popytą i popytem na rynkach towarów, usług i czynników produkcji. W tym celu EBC dokonuje systematycznego przeglądu zmiany łącznej produkcji, popytu i sytuacji na rynkach pracy, szerokiej gamy wskaźników cen i kosztów, polityki budżetowej, bilansu płatniczego strefy euro i cen aktywów^[1].

4. Drugi filar strategii polityki pieniężnej: analiza monetarna

Analiza monetarna dotyczy długoterminowej zależności między walutą a cenami i służy głównie krzyżowej kontroli krótko- i średnioterminowych wskaźników polityki pieniężnej wynikających z analizy ekonomicznej. Analiza monetarna polega na szczegółowej ocenie agregatów pieniężnych i akcji kredytowej w celu oszacowania ich wpływu na przyszłą inflację i wzrost gospodarczy.

C. Wdrażanie polityki pieniężnej: instrumenty i procedury

Poprzez ustanawianie stóp procentowych, według których banki komercyjne mogą otrzymać pieniądze z banku centralnego, polityka pieniężna EBC pośrednio wpływa na stopy procentowe w całej gospodarce strefy euro, a w szczególności na oprocentowanie pożyczek udzielanych przez banki komercyjne i oprocentowanie oszczędności. EBC wykorzystuje wiele instrumentów do realizacji swojej polityki pieniężnej.

1. Operacje otwartego rynku

Operacje otwartego rynku odgrywają ważną funkcję w sterowaniu stopami procentowymi, zarządzaniu płynnością na rynku oraz sygnalizowaniu kursu polityki pieniężnej. Przeprowadzane przez Eurosystem regularne operacje otwartego

[1]Opis obu filarów pochodzi z opracowania: The Monetary Policy of the ECB (Strategia polityki pieniężnej EBC) (2011), <http://www.ecb.int/pub/pdf/other/monetarypolicy2011en.pdf>



rynku polegają na jednotygodniowych operacjach w euro zasilających płynność (podstawowe operacje refinansujące) oraz trzymiesięcznych operacjach w euro zasilających płynność (długoterminowe operacje refinansujące). Podstawowe operacje refinansujące służą sterowaniu krótkoterminowymi stopami procentowymi, tak by zarządzać płynnością na rynku i określić kurs polityki pieniężnej w strefie euro, podczas gdy długoterminowe operacje finansujące zapewniają sektorowi finansowemu refinansowanie w dłuższej perspektywie.

Mniej regularnymi operacjami otwartego rynku są operacje dostrajające i operacje strukturalne. Te pierwsze mają na celu regulację niespodziewanych wahań płynności na rynku, a zwłaszcza łagodzenie ich wpływu na stopy procentowe, podczas gdy drugi typ operacji służy głównie stałemu korygowaniu pozycji strukturalnej systemu euro wobec sektora finansowego. Operacje banku centralnego na koniec dnia

2. Operacje kredytowo-depozytowe

Operacje banku centralnego na koniec dnia mają na celu zasilanie w płynność finansową lub absorbowanie bieżącej płynności z zapadalnością typu overnight, a uśredniona stopa procentowa transakcji overnight w euro (EONIA) służy obliczeniu faktycznej stopy procentowej transakcji overnight w euro na rynku międzybankowym. Eurosystem oferuje instytucjom kredytowym dwa rodzaje takich operacji: kredyt banku centralnego na koniec dnia, umożliwiający uzyskanie płynności typu overnight od banku centralnego po przedstawieniu wystarczających kwalifikowalnych aktywów, a także depozyt w banku centralnym na koniec dnia, umożliwiający składanie depozytów typu overnight.

3. Utrzymywanie rezerwy obowiązkowej

Zgodnie z art. 19 ust. 1 statutu EBC ma prawo żądać od instytucji kredytowych ustanowionych w państwach członkowskich utrzymywania obowiązkowych rezerw w EBC i krajowych bankach centralnych. Celem rezerw obowiązkowych jest stabilizacja krótkoterminowych stóp procentowych na rynku oraz stworzenie (lub zwiększenie) strukturalnego niedoboru płynności wewnątrz systemu bankowego względem Eurosystemu, co ułatwia sterowanie rynkowymi stopami procentowymi poza regularnymi transakcjami zasilającymi płynność finansową. Metody obliczania i określania wymaganej kwoty są określane przez Radę Prezesów.

4. Niestandardowe środki polityki monetarnej i reagowania na kryzys, stosowane począwszy od 2007 r.: prognostyczne wytyczne i programy zakupu aktywów

Od lipca 2013 r. EBC dostarcza prognostycznych wytycznych na temat przyszłych kierunków polityki stóp procentowych. Przedstawianie prognostycznych wytycznych było ważną zmianą w strategii komunikacji EBC, gdyż obejmuje ono nie tylko informowanie o sposobie, w jaki EBC ocenia obecne warunki gospodarcze oraz średnioterminowe ryzyko dla stabilności cenowej, ale także informowanie o wpływie tej oceny na przyszłe kierunki polityki pieniężnej.

Ponadto od 2009 r. realizowane były liczne programy zakupu aktywów w celu wsparcia wzrostu w całej strefie euro i zgodnie z celem, jakim jest osiągnięcie poziomu inflacji poniżej 2 %, choć blisko tej wartości w średniej perspektywie. W latach 2009 i 2011 EBC uruchomił dwa programy skupu obligacji zabezpieczonych (CBPP i CBPP2). Od



10 maja 2010 r. do lutego 2012 r. EBC prowadził interwencje na rynkach instrumentów dłużnych w ramach programu dotyczącego rynku papierów wartościowych. W sierpniu 2012 r. EBC ogłosił możliwość prowadzenia bezpośrednich operacji otwartego rynku na wtórnych rynkach obligacji państwowych, aby zagwarantować prawidłową transmisję polityki pieniężnej i zachować jednolitość prowadzonej przez siebie polityki pieniężnej. W czerwcu 2014 r. EBC ogłosił szereg ukierunkowanych dłuższych operacji refinansujących służących poprawie bankowych zdolności pożyczkowych w niefinansowym sektorze prywatnym strefy euro, w tym pożyczek skierowanych do gospodarstw domowych z przeznaczeniem na zakup nieruchomości, planowanych na okres dwuletni. We wrześniu 2014 r. EBC ogłosił dwa nowe programy zakupu, a mianowicie program zakupu papierów wartościowych zabezpieczonych aktywami (ABSPP) oraz trzeci program zakupu zabezpieczonych obligacji (CBPP3), służące poprawie transmisji polityki pieniężnej, wsparciu udzielania kredytów w gospodarce strefy euro, a w konsekwencji dalszemu dostosowaniu polityki pieniężnej. Dnia 9 marca 2015 r. w ramach programu zakupu w sektorze publicznym (PSPP) EBC rozpoczął na rynku wtórnym zakup obligacji emitowanych przez rządy centralne w strefie euro oraz niektóre agencje i instytucje międzynarodowe lub ponadnarodowe mające siedzibę w strefie euro. Łącznie programy ABSPP, CBPP3 i PSPP wpisują się w rozszerzony program zakupu aktywów (EAPP), w ramach którego miesięczna wartość nabytych aktywów wynosi 60 mld EUR. Dnia 10 marca 2016 r. EBC postanowił zwiększyć wartość obecnie prowadzonego miesięcznego nabywania aktywów do 80 mld EUR, aby podwyższyć limity dotyczące emitenta i udziału emisji dla rynkowych papierów wartościowych z 33 % do 50 % oraz uwzględnić inwestycyjne obligacje denominowane w euro, emitowane przez instytucje niebędące bankami mające siedzibę w strefie euro, w wykazie kwalifikowalnych aktywów, a także by wprowadzić od czerwca 2016 r. nową serię czterech warunkowych długoterminowych operacji refinansujących (TLTRO), przy czym okres zapadalności każdej z nich wynosi cztery lata. Te nowe operacje mają na celu wzmocnienie akomodacyjnego kursu polityki pieniężnej oraz transmisji polityki pieniężnej poprzez dalsze wspieranie podaży kredytów bankowych. Będą one prowadzone dopóty, dopóki ECB nie stwierdzi trwałego dostosowania ścieżki inflacji, odpowiadającego jego celowi inflacyjnemu, jakim jest osiągnięcie poziomu inflacji poniżej 2 %, ale blisko tego pułapu, w średnim okresie. W dniu 8 grudnia 2016 r. Rada Prezesów EBC podjęła decyzję o utrzymaniu miesięcznych zakupów aktywów na kwotę 80 mld EUR do marca 2017 r. Od kwietnia 2017 r. do grudnia 2017 r., a jeżeli okaże się to konieczne, po tej dacie, miesięczne zakupy będą utrzymywane na poziomie 60 mld EUR. Ponadto EBC postanowił dostosować niektóre parametry swojego programu zakupu aktywów, który obowiązuje od stycznia 2017 r.: minimalny okres pozostały do zapadalności aktywów kwalifikowanych w ramach programu PSPP zmniejszono z dwóch lat do jednego roku, zaś zakupy papierów wartościowych o rentowności do wykupu poniżej stopy depozytu w EBC będą dozwolone w niezbędnym zakresie na mocy rozszerzonego programu zakupu aktywów.

ROLA PARLAMENTU EUROPEJSKIEGO

Na mocy art. 284 ust. 3 TFUE i art. 15 ust. 3 Statutu ESBC prezes EBC ma obowiązek przedstawić Parlamentowi roczne sprawozdanie. W swojej rezolucji z dnia



25 lutego 2016 r. w sprawie raportu rocznego Europejskiego Banku Centralnego za rok 2014 Parlament podkreślił potrzebę poprawy warunków finansowych dla inwestycji publicznych i prywatnych, ostrzegł przed ryzykiem finansowym związanym z utrzymującymi się od dłuższego czasu niskimi stopami procentowymi w niektórych państwach członkowskich oraz z wysokimi i zróżnicowanymi poziomami zadłużenia publicznego i prywatnego, z zadowoleniem przyjął decyzję EBC dotyczącą publikowania skróconych protokołów posiedzeń oraz wskazał na potrzebę zapewnienia demokratycznej odpowiedzialności w związku z nowymi obowiązkami w zakresie nadzoru powierzonymi EBC. Zgodnie z utrwaloną praktyką prezes EBC stawia się cztery razy do roku przed parlamentarną Komisją Gospodarczą i Monetarną (ECON), aby wyjaśnić decyzje polityczne podjęte przez EBC i odpowiedzieć na pytania członków komisji (dialog monetarny). Posiedzenia są otwarte dla publiczności, a ich zapis jest publikowany zarówno na stronie internetowej Parlamentu, jak i na stronie EBC.

[Dario Paternoster / Dirk Verbeken / Dražen Rakić](#)
05/2019

