

*Dominika Brózda**

**MECHANIZM TRANSMISJI MONETARNEJ W STREFIE EURO
POPRAZ KANAŁ KREDYTOWY
W CZASIE GLOBALNEGO KRYZYSU FINANSOWEGO**

WSTĘP

W prawidłowo funkcjonującej gospodarce polityka Europejskiego Banku Centralnego (EBC), tak jak innych banków centralnych, wpływa na poziom stóp procentowych na rynku pieniężnym. Sytuacja na tym rynku przekłada się na inne stopy procentowe, m.in. stopy oprocentowania kredytów oraz depozytów. Następnie różnymi kanałami polityka pieniężna oddziałuje na decyzje cenowe i produkcyjne podmiotów gospodarczych oraz na całą gospodarkę. Ten skomplikowany proces jest znany, jako mechanizm transmisji polityki pieniężnej (*transmission mechanism of monetary policy*).

W następstwie zaburzeń na światowych rynkach finansowych, zapoczątkowanych w 2007 r. zapaścią na amerykański rynku kredytów hipotecznych o wysokim ryzyku (*subprime mortgage*), mechanizm transmisji monetarnej EBC przestał sprawnie funkcjonować. Prawidłowy proces przenoszenia impulsów polityki pieniężnej do gospodarki realnej został zakłócony, przede wszystkim, przez kryzys zaufania na rynku międzybankowym oraz zwiększoną awersję banków komercyjnych do ponoszenia ryzyka. Celem niniejszego artykułu jest przedstawienie wpływu globalnego kryzysu finansowego na funkcjonowanie kanału kredytowego w strefie euro oraz próba oceny antykryzysowych działań EBC w zakresie usprawnienia monetarnego procesu transmisji.

Praca jest podzielona na trzy części. W pierwszej z nich opisano mechanizm transmisji impulsów polityki pieniężnej poprzez kanał kredytowy. W części drugiej zaprezentowano sytuację na rynku kredytowym strefy euro w latach 2008–2011. Następnie przedstawiono działania podjęte przez EBC, w celu złagodzenia negatywnego wpływu kryzysu finansowego i gospodarczego na mechanizm transmisji impulsów polityki pieniężnej. Całość zamknięta została podsumowaniem, w którym zawarto syntetyczne wnioski z przeprowadzonej wcześniej analizy.

* Mgr, doktorantka w Katedrze Międzynarodowych Stosunków Gospodarczych, Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny UŁ.

1. MECHANIZM TRANSMISJI MONETARNEJ POPRZEZ KANAŁ KREDYTOWY

Mechanizm transmisji polityki pieniężnej jest bardzo skomplikowany, zawiera wiele zależności pomiędzy podmiotami gospodarczymi. Proces ten składa się z kilku dróg, poprzez które decyzje banku centralnego oddziałują na realną sferę gospodarki oraz na rynek finansowy. Najczęściej w literaturze do kanałów transmisji zalicza się [Pszczółka, 2007]:

- kanał stopy procentowej (*interest rate channel*),
- kanał kursu walutowego (*the exchange rate channel*),
- kanał kredytowy (*the credit channel*).

Z punktu widzenia dalszych rozważań, szczególną uwagę należy zwrócić na kanał kredytowy. Kanał ten pełni istotną rolę w mechanizmie transmisji monetarnej Eurosystemu, ze względu na dominującą pozycję sektora bankowego w systemie finansowym strefy euro¹.

W ramach kanału kredytowego, Mishkin [2002] wyróżnił dwa główne mechanizmy, poprzez które polityka pieniężna oddziałuje na oferowaną przez banki podaż kredytów, tj.:

- kanał kredytów (pożyczek) bankowych (*bank lending channel, narrow credit channel*),
- kanał bilansowy (*balance sheet channel, broad credit channel*).

Kanał kredytów bankowych odgrywa obecnie znacznie mniejszą rolę w mechanizmie transmisji monetarnej niż kanał bilansowy [Bernanke i Gertler, 1995]. Sytuację tą potwierdzają rezultaty badań dotyczących funkcjonowania kanału kredytów bankowych w poszczególnych państwach członkowskich strefy euro².

Poprzez kanał pożyczek bankowych polityka pieniężna oddziałuje na bilanse banków komercyjnych. Zmiany stóp procentowych prowadzą do zmiany sytuacji płynnościowej banków, wpływając tym samym na możliwość refinansowania i prowadzenia akcji kredytowej. Zgodnie z tym mechanizmem, obniżenie przez bank centralny stóp procentowych prowadzi do wzrostu płynnych rezerw instytucji finansowych, ułatwiając tym samym kredytowanie gospodarki [Bernanke i Gertler, 1995]. Proces ten opisuje poniższy schemat.

¹ W ostatnich latach udział kredytów bankowych w całkowitych zewnętrznych źródłach finansowania sektora prywatnego strefy euro wynosił ok. 85% [ECB, 2009].

² Szerzej na ten temat [Favero, Fiavazzi i Flabbi, 1999].

$$M \uparrow \Rightarrow \text{depozyty bankowe} \uparrow \Rightarrow L \uparrow \Rightarrow I \uparrow \Rightarrow Y \uparrow \quad (1)$$

gdzie:

- M – podaź pieniądza,
- L – podaź kredytów bankowych,
- I – wydatki inwestycyjne,
- Y – zagregowany popyt (PKB).

Z kolei za pomocą kanału bilansowego polityka pieniężna wpływa na bilanse przedsiębiorstw oraz gospodarstw domowych. Kanał ten uwidacznia zmiany, jakie mogą wystąpić w sytuacji majątkowej podmiotów gospodarczych w wyniku zmiany nastawienia w polityce monetarnej oraz wpływ tych zmian na podaź kredytów. W literaturze przedmiotu wyróżnia się kilka odmian kanału bilansowego [Mishkin, 2002]:

- pośrednictwo bilansowe,
- pośrednictwo nieoczekiwanego poziomu cen,
- pośrednictwo strumienia pieniądza,
- efekt płynności gospodarstw domowych.

Pośrednictwo bilansowe związane jest z asymetrią informacji³ występującą na rynku kredytowym, która może doprowadzić do wystąpienia problemów związanych z negatywną selekcją⁴ oraz ryzykiem nadużycia⁵. Im wyższa jest wartość netto przedsiębiorstwa, tym w mniejszym stopniu dotyka je problem negatywnej selekcji i ryzyka nadużycia. Wyższa wartości rynkowa wskazuje, że firma dysponuje wyższą wartością zabezpieczenia. W rezultacie podmioty gospodarcze mają łatwiejszy dostęp do kredytów inwestycyjnych. Efekt ten można przedstawić w postaci poniższej zależności [Mishkin, 2002]:

$$M \uparrow \Rightarrow P_e \uparrow \Rightarrow NS \downarrow \Rightarrow RN \downarrow \Rightarrow L \uparrow \Rightarrow I \uparrow \Rightarrow Y \uparrow \quad (2)$$

gdzie:

- P_e – cena akcji; wartość netto przedsiębiorstwa,
- NS – negatywna selekcja,
- RN – ryzyko nadużycia.

³ Asymetria informacji – to sytuacja, w której jedna ze stron transakcji posiada niewystarczające informacje do podjęcia właściwej decyzji dotyczącej drugiej strony. Teoria pośrednictwa bankowego wskazuje, że banki komercyjne są dobrze przystosowane do rozwiązywania tego problemu.

⁴ Negatywna selekcja (*adverse selection*) – jest to problem, który pojawia się przed zawarciem transakcji. Negatywna selekcja zwiększa prawdopodobieństwo udzielenia złego kredytu.

⁵ Ryzyko nadużycia (*moral hazard*) – jest to problem, który pojawia się po zawarciu transakcji. Ryzyko nadużycia zwiększa prawdopodobieństwo niespłacenia zaciągniętego kredytu.

Kolejny kanał transmisji monetarnej związany z bilansem przedsiębiorstwa, działa poprzez wpływ polityki pieniężnej na ogólny poziom cen (tzw. pośrednictwo nieoczekiwanego poziomu cen). Schemat reakcji występujący w tym kanale jest następujący [Mishkin, 2002]:

$$M \uparrow \Rightarrow \text{nieoczekiwany } P \uparrow \Rightarrow NS \downarrow \Rightarrow RN \downarrow \Rightarrow L \uparrow \Rightarrow I \uparrow \Rightarrow Y \uparrow \quad (3)$$

gdzie:

P – poziom cen.

Analizując powyższą zależność można zauważyć, że ekspansywna polityka pieniężna prowadząc do nieoczekiwanego wzrostu ogólnego poziomu cen, obniża realną wartość zobowiązań przedsiębiorstwa (ponieważ nominalna wartość zadłużenia, określona w umowie, jest stała). W efekcie tego procesu, problem negatywnej selekcji i ryzyka nadużycia ulega złagodzeniu, doprowadzając do wzrostu wydatków inwestycyjnych i zagregowanego produktu.

Trzecim kanałem bilansowym jest kanał strumienia pieniądza. Ekspansywna polityka pieniężna, przyczyniając się do poprawy bilansu przedsiębiorstwa, zwiększa strumień pieniądza. Zwiększona płynność podmiotu gospodarczego osłabia problem negatywnej selekcji i ryzyka nadużycia. Sytuacja ta skłania banki komercyjne do zwiększania akcji kredytowej, powodując wzrost wydatków w gospodarce. Efekt ten można przedstawić w postaci następującej zależności [Mishkin, 2002]:

$$M \uparrow \Rightarrow I \downarrow \Rightarrow \text{strumień pieniądza} \uparrow \Rightarrow NS \downarrow \Rightarrow RN \downarrow \Rightarrow L \uparrow \Rightarrow I \uparrow \Rightarrow Y \uparrow \quad (4)$$

W tym miejscu warto jednak zwrócić uwagę na fakt, iż zmiana nastawienia w polityce pieniężnej może również wpływać na bilans gospodarstw domowych (tzw. efekt płynności gospodarstw domowych) [Mishkin, 2002]. Poniższa zależność wskazuje, że złagodzenie polityki pieniężnej przez bank centralny zwiększa strumień pieniądza będący w dyspozycji konsumentów. Wzrost płynności finansowej (większe bezpieczeństwo finansowe) zwiększa skłonność gospodarstw domowych do nabywania dóbr trwałego użytku oraz nieruchomości, doprowadzając do wzrostu zagregowanego produktu.

$$M \uparrow \Rightarrow P_e \uparrow \Rightarrow AF \uparrow \Rightarrow \text{prawdop.TF} \downarrow \Rightarrow C \uparrow \Rightarrow Y \uparrow \quad (5)$$

gdzie:

AF – aktywa finansowe,

prawdop.TF – prawdopodobieństwo wystąpienia trudności finansowych,

C – wydatki konsumentów na dobra trwałego użytku i domy.

W związku z globalnym kryzysem finansowym często w literaturze przedmiotu, obok kanału pożyczek bankowych i kanału bilansowego, wymieniany jest również trzeci mechanizm wpływu polityki monetarnej na politykę kredytową banków komercyjnych – tzw. kanał ryzyka bankowego (*risk taking channel*). Borio i Zhu [2008] wskazali, że kanał ten związany jest ze zmianą struktury aktywów banków na skutek zmiany polityki pieniężnej. Wyniki przeprowadzonego przez nich badania potwierdziły hipotezę, że długie okresy ekspansywnej polityki monetarnej (nadmiernie niskich stóp procentowych) zwiększają skłonność instytucji finansowych do udzielania zbyt ryzykownych kredytów. Ekonomisci podkreślają, że poprzez kanał ryzyka bankowego polityka monetarna może wywierać znaczący wpływ na ryzyko portfela kredytowego banków, a tym samym na stabilność całego systemu finansowego [Brzoza-Brzezina, 2011].

2. SYTUACJA NA RYNKU KREDYTOWYM STREFY EURO W CZASIE KRYZYSU

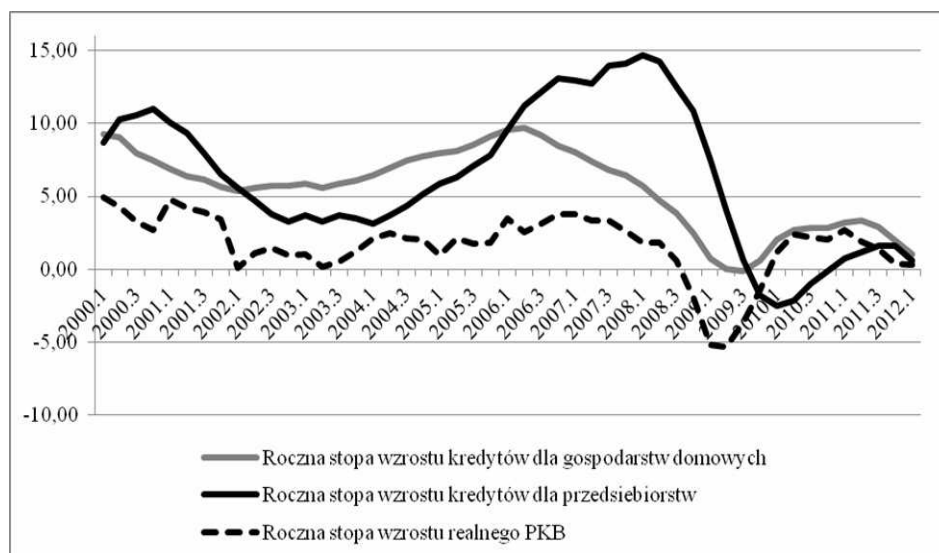
Gwałtowne załamanie amerykańskiego systemu finansowego, jakie nastąpiło we wrześniu 2008 r., wywarło ogromny wpływ na gospodarkę globalną. W latach 2009–2010 miało miejsce znaczne spowolnienie gospodarcze, w 2009 r. globalny PKB spadł o 0,6% [Brzoza-Brzezina, 2011]. Kryzys na amerykańskim rynku finansowym stosunkowo szybko przeniósł się do Europy. Sprzyjała temu sieć powiązań systemów bankowych Stanów Zjednoczonych i większości krajów europejskich, w szczególności państw członkowskich strefy euro. Upadek banku inwestycyjnego Lehman Brothers przyczynił się m.in. do kryzysu zaufania na rynku międzybankowym strefy euro. Banki komercyjne utraciły możliwość pozyskania płynnych środków finansowych bezpośrednio na rynku, ponieważ ze względu na zwiększoną awersję do ryzyka, wolały lokować swoje nadwyżki pieniężne w EBC. Powodowało to, że proces oddziaływania polityki pieniężnej na gospodarkę realną poprzez kanał kredytów bankowych został w znacznym stopniu ograniczony.

Następnie w drugiej połowie 2010 r., rosnące wskaźniki deficytu i długu publicznego w niektórych państwach Europy Zachodniej, doprowadziły do kryzysu zadłużeniowego w Eurosystemie. Brak stabilności finansów publicznych, zwiększył obawy o trwałość Unii Gospodarczej i Walutowej oraz kondycję jej sektora bankowego [Tarnawa, 2012]. W wyniku nasilenia się napięć na krajowych rynkach długu, proces oddziaływania polityki pieniężnej na gospodarkę realną po raz kolejny został zakłócony. W biuletynie miesięcznym z września 2011 r., EBC zwrócił uwagę na trzy główne mechanizmy, które się do tego przyczyniły [ECB, 2011a]:

Oficjalne stopy procentowe EBC przestały w odpowiednim stopniu przekładać się na poziom długoterminowych stóp procentowych, które wpływają na decyzje inwestycyjne gospodarstw domowych i przedsiębiorstw, a następnie na ceny.

Gwałtowny spadek cen obligacji skarbowych, spowodował wysokie straty w portfelach inwestycyjnych instytucji finansowych, jak i niefinansowych. Sytuacja ta osłabiała zdolność banków komercyjnych do kredytowania gospodarki.

Bardzo niska płynność na rynkach obligacji skarbowych ograniczała możliwość wykorzystania tych instrumentów, jako zabezpieczenia w operacjach refinansujących. W związku z czym, pogorszeniu uległa dostępność kredytów bankowych w gospodarce.

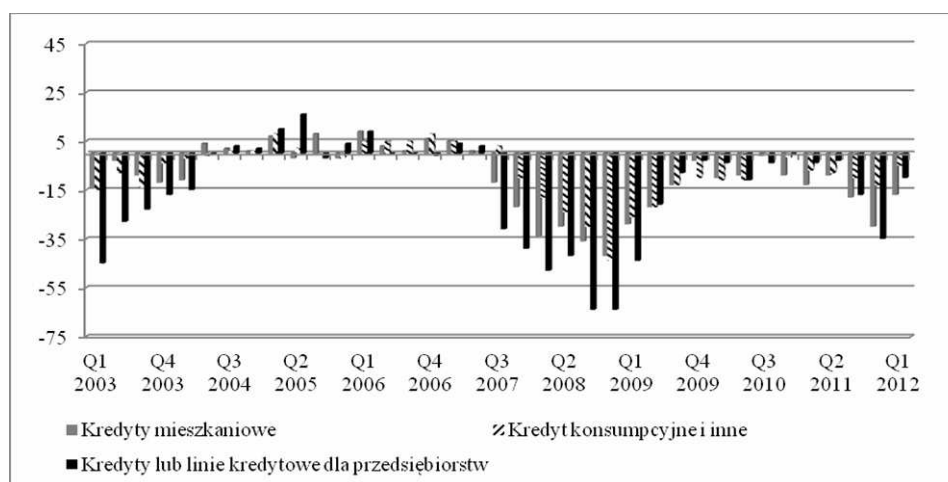


Rysunek 1. Roczne stopy wzrostu kredytów dla przedsiębiorstw i gospodarstw domowych w latach 1999–2011 (w%)

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych statystycznych Eurostat oraz ECB, *Statistical Data Warehouse*, www.sdw.ecb.europa.eu, 10.06.2012.

Zaburzenia na światowych rynkach finansowych i niestabilna sytuacja finansów publicznych w strefie euro spowodowały, że mechanizm transmisji impulsów polityki pieniężnej EBC poprzez kanał kredytowy, przestał sprawnie funkcjonować. Sektor bankowy w strefie euro znacząco ograniczył dostępność kredytów, pomimo ekspansywnej polityki pieniężnej EBC (tj. polityki niskich stóp procentowych). Z danych zawartych na rysunku 1 wynika, że w latach 2008–2010 nastąpił znaczny spadek dynamiki kredytów dla przedsiębiorstw (tj. z 14% w 2008 r. do około – 2% w 2010 r.) oraz kredytów dla gospodarstw domowych (tj. z 6% w 2008 r. do 2% w 2010 r.). Dopiero w 2011 r. można było zauważyć stopniową stabilizację (choć na niskim poziomie) sytuacji na rynku kredytowym.

Zmniejszenie akcji kredytowej wobec sektora prywatnego w latach 2008–2010, doprowadziło w dużym stopniu do ograniczenia popytu konsumpcyjnego i inwestycyjnego w strefie euro (zob. rysunek 1). Prawidłowość tą potwierdziły wyniki badań przeprowadzonych przez Ciccarelli, Maddaloni i Peydró. Autorzy w swoich analizach empirycznych wykazali, że zmniejszenie podaży kredytów dla przedsiębiorstw znacząco przyczyniło się do obniżenia dynamiki realnego PKB w strefie euro [Ciccarelli, Maddaloni i Peydró, 2010].

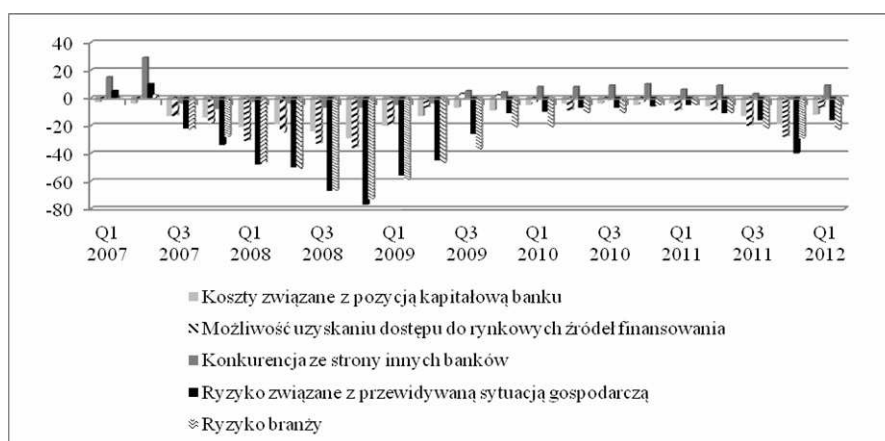


Rysunek 2. Zmiana kryteriów przyznawania kredytów przez banki komercyjne w okresie od 1 kwartału 2003 r. do 1 kwartału 2012 r. (w procentach netto)*

* Procent netto – wyraża różnicę pomiędzy sumą odpowiedzi „znacznie złagodzone” i „nieznacznie złagodzone”, a sumą odpowiedzi „znacznie zaostrzone” i „nieznacznie zaostrzone”. Dodatnią wartość procentu netto należy interpretować, jako złagodzenie polityki kredytowej.

Źródło: opracowanie własne na podstawie: ECB, *The euro area Bank Lending Survey*, April 2012.

Na pogorszenie warunków kredytowych w czasie kryzysu, wskazywały również rezultaty badań ankietowych, przeprowadzonych przez narodowe banki centralne Eurosystemu w ramach Bank Lending Survey (BLS)⁶. Z informacji zawartych na rysunku 2 wynika, że w latach 2008–2011, banki komercyjne zaostrzyły kryteria udzielania kredytów zarówno wobec przedsiębiorstw, jak i gospodarstw domowych. W analizowanym okresie, w ujęciu netto zmniejszył się jednak odsetek banków deklarujących zaostrzenie zasad przyznawania kredytów, np. w przypadku kredytów dla przedsiębiorstw z 64% w trzecim kwartale 2008 r. do 10% w pierwszym kwartale 2012 r. Dane te mogą świadczyć o stopniowej poprawie sytuacji na rynku kredytowym w czasie trwania drugiej fazy kryzysu.



Rysunek 3. Czynniki wpływające na zmianę kryteriów przyznawania kredytów dla przedsiębiorstw w okresie od 1 kwartału 2007 r. do 1 kwartału 2012 r. (w procentach netto)*

* Procent netto – wyraża różnicę pomiędzy sumą odpowiedzi „znaczny wpływ na złagodzenie polityki kredytowej” i „nieznaczny wpływ na złagodzenie polityki kredytowej” a sumą odpowiedzi „znaczny wpływ na zaostrzenie polityki kredytowej” i „nieznaczny wpływ na zaostrzenie polityki kredytowej”. Ujemny wskaźnik oznacza, że dany czynnik przyczynił się do zaostrzenia polityki kredytowej.

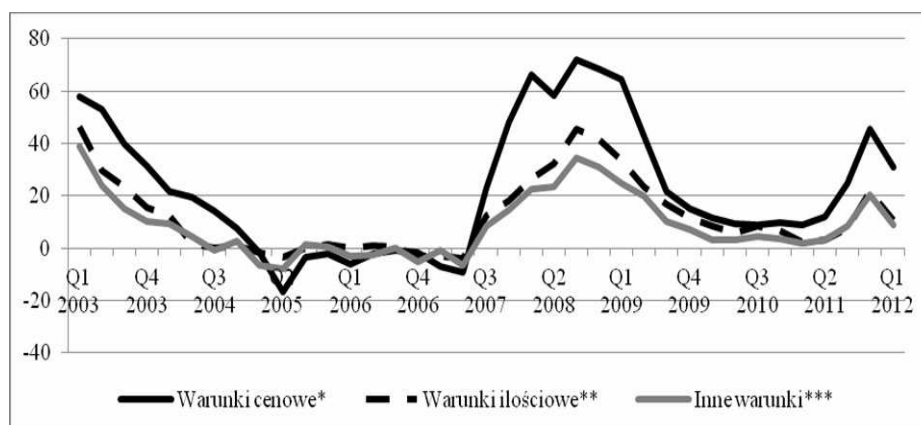
Źródło: opracowanie własne na podstawie: ECB, *The euro area Bank Lending Survey*, April 2012.

Instytucje finansowe uzasadniały zaostrzenie polityki kredytowej wobec podmiotów gospodarczych, przede wszystkim, zwiększonym ryzykiem związanym z przewidywaną sytuacją gospodarczą w strefie euro (zob. rysunek 3).

⁶ Bank Lending Survey – to badanie ankietowe, przeprowadzane co kwartał przez narodowe banki centralne Eurosystemu, dotyczące kierunku zmian polityki kredytowej strefy euro. W oparciu o to badanie EBC systematycznie monitoruje trendy i warunki przyznawania kredytów przez sektor bankowy.

W czwartym kwartale 2008 r. w ujęciu netto czynnik ten wskazało aż 77% banków, a w ostatni kwartale 2011 r. 40% badanych instytucji. W tym miejscu warto podkreślić, że w analizowanym okresie niestabilna sytuacja gospodarcza w strefie euro wpływała także na zaostrzenie kryteriów przyznawania kredytów konsumpcyjnych i mieszkaniowych [ECB, 2012].

Wprowadzenie bardziej restrykcyjnych zasad udzielania kredytów dla przedsiębiorstw, banki komercyjne tłumaczyły również podwyższonym ryzykiem kredytowanej branży. Pogorszenie kondycji finansowej potencjalnych kredytobiorców (m.in. spadek ich wartości rynkowych), znacznie zwiększyło problem negatywnej selekcji i ryzyko nadużycia na rynku kredytowym. W efekcie czego, osłabieniu uległ skutek oddziaływania ekspansywnej polityki monetarnej na gospodarkę realną poprzez kanał bilansowy.



Rysunek 4. Zmiana warunków udzielania kredytów dla przedsiębiorstw przez banki strefy euro w okresie od 1 kwartału 2003r. do 1 kwartału 2012r. (w procentach netto)****

* „Warunki cenowe” – odnoszą się do „średnich marż kredytowych” oraz „marż kredytowych dla kredytów obciążonych większym ryzykiem”.

** „Warunki ilościowe” – odnoszą się do „maksymalnej kwoty kredytu lub linii kredytowej” oraz „wymaganego zabezpieczenia”.

*** „Inne warunki” – odnoszą się do „pozostałych warunków umowy kredytowej”, „pozaodsetkowych kosztów kredytu” oraz „maksymalnego okresu kredytowania”.

**** Procent netto – wyraża różnicę pomiędzy sumą odpowiedzi „znaczny wpływ na zaostrzenie polityki kredytowej” i „nieznaczny wpływ na zaostrzenie polityki kredytowej”, a sumą odpowiedzi „znaczny wpływ na złagodzenie polityki kredytowej” i „nieznaczny wpływ na złagodzenie polityki kredytowej”. Dodatni wskaźnik oznacza, że dany czynnik przyczynił się do zaostrzenia polityki kredytowej.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: ECB, *Monetary policy and loan supply in the euro area*, Monthly Bulletin, October 2009, s. 64. oraz ECB, *The euro area Bank Lending Survey*, April 2012.

Bardziej rygorystyczne zasady kredytowania przedsiębiorstw były realizowane, przede wszystkim, poprzez podwyższenie marż kredytowych oraz pozaodsetkowych kosztów kredytu (zob. rysunek 4). Ponadto, zaostrzenie warunków kredytowych związane było ze zwiększeniem wymagań dotyczących zabezpieczeń.

3. NIESTANDARDOWE DZIAŁANIA PODJĘTE PRZEZ EBC W CZASIE KRYZYSU FINANSOWEGO I GOSPODARCZEGO

W wyniku kryzysu płynności na rynku międzybankowym oraz utraty zaufania inwestorów do obligacji skarbowych państw strefy euro, doszło do znacznego ograniczenia akcji kredytowej dla sektora prywatnego. W efekcie bank centralny Eurosystemu podjął się roli animatora rynku kredytowego w strefie euro. EBC wprowadził szereg niestandardowych działań mających na celu zwiększenie płynności w sektorze bankowym, m.in.:⁷

- udzielał bankom komercyjnym długoterminowych pożyczek (*long-term refinancing operations, LTRO*),
- wprowadził program zakupu zabezpieczonych obligacji (*covered bond purchase programme, CBPP*),
- wprowadził program dotyczący rynków papierów wartościowych (*securities markets programme, SMP*),
- w latach 2009–2010 przeprowadzał z innymi bankami centralnymi operacje swapów walutowych (*foreign exchange swap operations*).

Podkreślić należy, że wszystkie niestandardowe środki w zakresie polityki pieniężnej, wdrażane przez EBC w okresie napięć na rynku finansowym, miały charakter tymczasowy [ECB, 2011a].

W czasie globalnego kryzysu finansowego regularne operacje otwartego rynku zostały uzupełnione przez operacje zasilające w płynność denominowane w euro o terminie zapadalności (około) jednego, sześciu, dwunastu i trzydziestu sześciu miesięcy, a także o operacje zasilające w płynność denominowane w dolarach amerykańskich. Na przykład w grudniu 2011 r. oraz w lutym 2012 r. EBC zaoferował bankom komercyjnym dłuższe operacje refinansujące (LTRO) o trzyletnim okresie zapadalności na łączną sumę ponad 1 bln euro (489,2 mld euro w grudniu 2011 r. oraz 529,5 mld euro w lutym 2012 r.). Środki te oprocentowane były na poziomie 1%. Celem udzielonych pożyczek było zwiększenie przez sektor bankowy akcji kredytowej dla przedsiębiorstw i gospodarstw domowych, służące ożywieniu koniunktury [Bęza-Bojanowska i in., 2012].

W maju 2009r. EBC wprowadził specjalny program zakupu zabezpieczonych obligacji (CBPP), który działał w okresie od dnia 2 lipca 2009 r. do 30

⁷ www.ecb.europa.eu/mopo/liq/html/index.en.html#portfolios 27.06.2012.

czerwca 2010 r. W listopadzie 2011 r. Rada Prezesów postanowiła wydłużyć czas jego funkcjonowania, ustanawiając program CBPP2. W ramach tej inicjatywy narodowe banki centralne Eurosystemu uzyskały możliwość dokonywania transakcji bezwarunkowego zakupu zabezpieczonych obligacji. Jednym z celów programów CBPP i CBPP2 było zachęcenie instytucji kredytowych do utrzymania i rozszerzenia akcji kredytowej [ECB, 2011b].

Beirne et al. [2011] przeanalizowali wpływ programu CBPP na rynek pierwotny i wtórny obligacji. Przeprowadzone przez nich badanie wykazało, że program ten był bardzo skutecznym instrumentem w walce w kryzysie, ponieważ przyczynił się do:

- pobudzenia spadku stóp procentowych rynku pieniężnego,
- złagodzenia warunków finansowania dla instytucji kredytowych i przedsiębiorstw,
- zachęcenia instytucji kredytowych do zwiększania akcji kredytowej,
- zwiększenia rynkowych zasobów płynności w głównych segmentach rynku niepublicznych dłużnych papierów wartościowych.

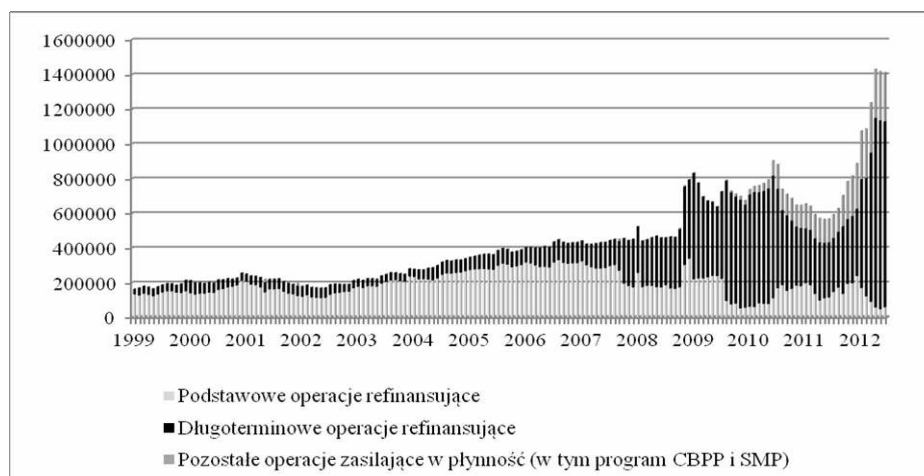
W szczególności, program CBPP spowodował, że duża liczba instytucji kredytowych w strefie euro wykorzystywała zabezpieczone obligacje, jako instrument finansowania swojej działalności, co pomogło (przynajmniej tymczasowo) ożywić sytuację na słabo rozwiniętych lub mniejszych krajowych rynkach takich krajów jak m.in.: Włochy, Portugalia, Grecja, Austria i Holandia [Beirne et al., 2011].

Z kolei w maju 2010r. EBC uruchomił specjalny program dotyczący rynków papierów wartościowych (SMP). W ramach tego programu narodowe banki centralne państw członkowskich strefy euro uzyskały możliwość przeprowadzania interwencji na rynkach publicznych i niepublicznych dłużnych papierów wartościowych w Eurosystemie. Głównym celem tej inicjatywy było zasilenie w płynność poszczególnych segmentów rynków papierów dłużnych, które funkcjonowały w niewłaściwy sposób, oraz przywrócenie prawidłowej transmisji impulsów polityki pieniężnej [ECB, 2010].

Zgodnie z przepisami traktatu wszystkie transakcje zakupu obligacji, przeprowadzone przez Eurosystem, mogły być dokonywane wyłącznie na rynku wtórnym. Efekt zasilania w płynność podlegał pełnej sterylizacji, poprzez operacje absorbujące płynność z rynku⁸, ponieważ celem programu SMP nie było dostarczenie dodatkowej płynności do systemu bankowego. Program ten nie stwarzał zatem zagrożenia inflacyjnego. Na koniec 2010 r. łączna kwota interwencji Eurosystemu na rynkach obligacji skarbowych wyniosła 73,5 mld euro. 7 sierpnia 2011r. Rada Prezesów EBC podjęła decyzję o wznowieniu interwencji w ramach programu SMP [ECB, 2011a].

⁸ Płynność zapewniana w ramach SMP była absorbowana przez cotygodniowe depozyty terminowe, przyjmowane przez EBC.

Skala wykorzystania niestandardowych instrumentów polityki pieniężnej została zaprezentowana na rysunku 5. Analizując informacje zawarte na wskazanym wykresie można zauważyć, że w latach 1999–2007 podstawowe operacje refinansowe odrywały kluczową rolę w zwiększaniu płynności w strefie euro. Poprzez te operacje, EBC dostarczał do systemu bankowego około 70% płynnych środków. Z kolei w drugiej połowie 2008 r., w związku z kryzysem finansowym, bank centralny Eurosystemu znacznie zwiększył udostępnianie płynności, za pomocą długoterminowych operacji otwartego rynku. Udział tych transakcji w łącznej kwocie środków dostarczanych za pomocą operacji refinansowych zwiększył się z około 30% w 1999 r. do, aż około 90% w 2009 r.



Rysunek 5. Płynność dostarczana przez EBC za pomocą operacji otwartego rynku w okresie od stycznia 1999 r. do czerwca 2012 r. (stan na koniec miesiąca w mln euro)

Źródło: opracowanie własne na podstawie ECB, *Statistical Data Warehouse*, www.sdw.ecb.europa.eu 28.06.2012.

Jak zostało wcześniej wspomniane, w latach 2010–2011 (w czasie drugiej fali kryzysu), EBC kontynuował stosowanie niestandardowych instrumentów polityki pieniężnej. W tym okresie podstawowe operacje refinansujące nadal odgrywały marginalne znaczenie. Z danych zawartych na rysunku 5 wynika, że na początku 2012 r. 70% płynnych środków było dostarczanych do systemu bankowego za pomocą długoterminowych operacji refinansujących, a ponad 20% poprzez skup obligacji skarbowych w ramach programów CBPP2 i SMP.

W miejscu tym należy również zauważyć, że w czasie zawirowań na rynkach finansowych EBC znacznie zwiększył siłę swojego oddziaływania na zachowanie banków komercyjnych. W styczniu 2009 r. łączna kwota transakcji

zasilających w płynność wynosiła około 838 mld euro, a w czerwcu 2012 r. aż 1410 mld euro.

Zastosowanie niestandardowych instrumentów polityki monetarnej spowodowało, że w pierwszym kwartale 2012 r. odnotowano poprawę warunków finansowania sektora bankowego strefy euro (zob. rysunek 6). W badaniu ankietowym, przeprowadzanym na zlecenie EBC, banki komercyjne wskazały, że na początku 2012 r. uzyskały znacznie łatwiejszy dostęp do źródeł finansowania akcji kredytowej niż poprzednich trzech kwartałach, przede wszystkim, poprzez rynek pieniężny oraz dłużne papiery wartościowe. Sytuacja ta może świadczyć o pozytywnym wpływie antykrzysowej polityki pieniężnej na bilanse banków komercyjnych. Długoterminowe pożyczki udzielone przez EBC poprawiły pozycję finansową instytucji komercyjnych i tym samym usprawniły funkcjonowanie kanału kredytów bankowych. W dłuższej perspektywie należy oczekiwać, że doraźne zwiększenie płynności finansowej sektora bankowego wpłynie również pozytywnie na bilanse przedsiębiorstw oraz gospodarstw domowych poprzez kanał bilansowy.



Rysunek 6. Ocena przez banki komercyjne warunków finansowania w strefie euro w okresie od 1 kwartału 2010r. do 1 kwartału 2012r. (w procentach netto)*

* Procent netto – wyraża różnicę pomiędzy odsetkiem banków wskazujących na złagodzenie warunków finansowania sektora bankowego a odsetkiem banków wskazujących na pogorszenie tych warunków. Dodatnią wartość procentu netto należy interpretować jako poprawę warunków finansowania, a ujemną wartość procentu netto – jako pogorszenie warunków finansowania.

Źródło: opracowanie własne na podstawie: ECB, *The euro area Bank Lending Survey*, April 2010 – April 2012.

Skuteczność niestandardowych środków zastosowanych przez EBC w czasie kryzysu potwierdziły również wyniki badania przeprowadzonego przez Giannone et al. Ich zdaniem interwencja banku centralnego Eurosystemu na rynku pieniężnym miała znaczący wpływ na poprawę funkcjonowania rynku kredytowego i pośrednio na zwiększenie aktywności gospodarczej w strefie euro [Giannone et al., 2011].

PODSUMOWANIE

Globalny kryzys finansowy, wywołany upadkiem banku Lehman Brothers zmienił stan systemu bankowego strefy euro. Mechanizm transmisji impulsów polityki monetarnej, w szczególności poprzez kanał kredytowy, przestał w pełni poprawnie funkcjonować. Europejski sektor bankowy ograniczył dostępność kredytów, nastąpił znaczny wzrost marż kredytowych. W efekcie w latach 2008–2011 miał miejsce gwałtowny spadek ilości kredytów udzielanych przez banki komercyjne, co przyczyniło się do ograniczenia popytu konsumpcyjnego i inwestycyjnego [Brzoza-Brzezina, 2011].

Reasumując można stwierdzić, że załamanie światowego systemu finansowego mocno uwydatniło znaczenie banków komercyjnych we wspieraniu sprawnej transmisji monetarnej. W czasie kryzysu znacznie wzrosła również rola EBC jako pośrednika finansowego, który oferował instytucjom kredytowym instrumenty finansowe o nadzwyczajnie długim okresie zapadalności.

Ponadto, wprowadzenie niestandardowych środków polityki pieniężnej usprawniło proces transmisji impulsów polityki pieniężnej poprzez kanał kredytów bankowych. Dzięki działaniom banku centralnego Eurosystemu, w zakresie dostarczania bankom komercyjnym długoterminowego finansowania, w pierwszym kwartale 2012 r. sytuacja płynnościowa sektora bankowego strefy euro uległa poprawie. W rezultacie oddalony został scenariusz dezintegracji strefy euro [Tarnawa, 2012].

BIBLIOGRAFIA

- Beirne J., Dalitz L., etc., *The impact of the Eurosystem's covered bond purchase programme on the primary and secondary market*, ECB, Occasional Paper Series No. 122, January 2011.
- Bernanke B. S., Gertler M., *Inside the black box: the credit channel of monetary policy transmission*, Journal of Economic Perspectives, Vol. 9, No 4, 1995.
- Bęza-Bojanowska J., Osńska J., Torój A., Waćko K., Witkowski D., *Monitor stabilności strefy euro*, Ministerstwo Finansów, nr 1, 2012.
- Borio C., Zhu H., *Capital Regulation, Risk-Taking and Monetary Policy: A Missing Link in the Transmission Mechanism?*, „BIS Working Paper” nr 268, Bank for International Settlements, 2008.

- Brzoza-Brzezina M., *Polska polityka pieniężna. Badania teoretyczne i empiryczne*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2011.
- Ciccarelli M., Maddaloni A., Peydró J., *Trusting the bankers a new look at the credit channel of monetary policy*, ECB, Working Paper Series No. 1228, July 2010.
- ECB, *Euro area markets for banks' long-term debt financing instruments: recent developments, state of integration and implications for monetary policy transmission*, Monthly Bulletin, November 2011b.
- ECB, *Monetary policy and loan supply in the euro area*, Monthly Bulletin, October 2009.
- ECB, *Monthly Bulletin*, September 2011a.
- ECB, *Raport 2010*, 2010.
- ECB, *Statistical Data Warehouse*, www.sdw.ecb.europa.eu,
- ECB, *The euro area Bank Lending Survey*, April 2012.
- Favero C. A., Giavazzi F., Flabbi L., *The Transmission Mechanism of Monetary Policy in Europe: Evidence from Banks' Balance Sheets*, Working Paper No. 7231, National Bureau of Economic Research, Cambridge 1999.
- Giannone D., Lenza M., Pill H., Reichlin L., *The ECB and the Interbank Market*, CEPS Discussion Paper nr 8844, 2011.
- Mishkin F., *Ekonomia pieniądza, bankowości i rynków finansowych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2002.
- Pszczołka I., *Mechanizmy transmisyjne zmian podaży pieniądza i nominalnych stóp procentowych*, [w:] J.L. Bednarczyk [red.], *Teoria i polityka stóp procentowych we współczesnej gospodarce*, Wydawnictwo Politechniki Radomskiej, Radom 2007.
- Tarnawa Ł., *Banki A.D. 2012 i wyzwania długookresowe*, miesięcznik finansowy „Bank”, 2012. www.ecb.europa.eu/mopo/liq/html/index.en.html#portfolios

Dominika Brózda

MONETARY TRANSMISSION MECHANISM IN THE EURO AREA THROUGH THE CREDIT CHANNEL DURING THE GLOBAL FINANCIAL CRISIS

The aim of the study is to present the impact of the financial and sovereign debt crisis on the functioning of the Eurosystem's credit channel and attempt to assess the ECB's anti-crisis measures to improve monetary transmission process. The paper is divided into three major parts. In the first part the transmission mechanism of monetary policy through the credit channel was described. In the second part the situation on the euro area's credit market in the years 2008–2011 was contained. Then was presented the actions which was undertaken by ECB in order to easing the negative influence of global financial crisis on the transmission mechanism of monetary policy. The essay was concluded with a summary providing conclusions.