



BIULETYN

Nr 26 (1263), 16 marca 2015 © PISM

Redakcja: Marcin Zaborowski (redaktor naczelny) • Katarzyna Staniewska (sekretarz redakcji)
Jarosław Ćwiek-Karpowicz • Aleksandra Gawlikowska-Fyk • Artur Gradziuk
Piotr Kościński • Sebastian Płociennik • Patrycja Sasnal • Marcin Terlikowski

Skup obligacji rządowych przez EBC – lepiej późno niż wcale

Patryk Toporowski

W marcu br. Europejski Bank Centralny rozpoczął półtoraroczny skup obligacji rządowych z rynku wtórnego, zwany obiegowo poluzowaniem ilościowym. Program taki, zastosowany już przez USA, Wielką Brytanię i Japonię, ma na celu ożywienie gospodarki. W UE został jednak uruchomiony zbyt późno, więc jego efekty do końca 2016 r. będą ograniczone. Dla Polski oznacza on wzmocnienie złotego względem euro oraz zmniejszenie oprocentowania krajowego długu.

W styczniu 2015 r. Europejski Bank Centralny (EBC) zapowiedział, że w marcu rozpocznie operację poluzowania ilościowego (*quantitative easing – QE*), podobną do przeprowadzonej m.in. przez Rezerwę Federalną (bank centralny USA – FED), Bank Japonii i Bank Anglii. Powodem tej deklaracji jest groźba tzw. japonizacji strefy euro, czyli stagnacji gospodarczej połączonej z deflacją pomimo prawie zerowych stóp procentowych. W ramach QE bank centralny zwiększa bazę monetarną, skupując (z rynku wtórnego) papiery dłużne od wszystkich państw strefy lub od innych instytucji. W konsekwencji wzrasta ilość pieniądza w gospodarce, zwiększa się tempo inflacji i spada koszt pozyskania kapitału. W okresie od 9 marca 2015 r. do września 2016 EBC planuje skup papierów dłużnych o miesięcznej wartości 60 mld euro, czyli ok. 1 bln euro w ciągu trwania całego programu.

Niestety EBC rozpoczął ten program bardzo późno, w czasie gdy strefa euro już kolejny rok boryka się ze stagnacją i słabą akcją kredytową w sektorze bankowym. Dla porównania, FED wdrożyła QE już w 2008 r., a Bank Anglii w 2009. Gdyby EBC zrobił to samo już na początku kryzysu, dekonstrukcja połączona z kryzysem bankowym mogłaby przebiegać łagodniej. Teraz jednak zaprzepaszczonych zostało już wiele szans, jakie dawało szybkie wprowadzenie programu.

Monetarna walka EBC. Prezes EBC Mario Draghi, w obliczu nasilenia kryzysu w eurostrefie, w celu uspokojenia rynków finansowych zadeklarował, że zastosuje wszelkie środki, by ratować euro. Na poparcie tych słów ogłosił programy ukierunkowane na zwiększenie płynności w gospodarce strefy. W 2012 r. wdrożył długoterminowe operacje refinansowania (*long-term refinancing operations – LTRO*), za pomocą których EBC udzielał nieoprocentowanego kredytu bankom komercyjnym. Banki jednak, zamiast kredytować przedsiębiorców, za uzyskane pieniądze kupowały obligacje państw. W konsekwencji EBC w 2012 r. zapowiadał przeprowadzenie tzw. bezpośrednich transakcji pieniężnych (*outright monetary transactions – OMT*), które polegają na warunkowym skupie przez EBC z rynku wtórnego obligacji rządowych państw wymagających pakietu pomocowego. Program ostatecznie się nie rozpoczął z powodu niezgodnych z Traktatami warunków uruchomienia skupu, tj. uzależnienia go od realizacji pakietów pomocowych przez państwa członkowskie. W styczniu 2015 r. Trybunał Sprawiedliwości Unii Europejskiej uznał, że OMT będą zgodne z *acquis communautaire*, jeśli warunki skupu długu zostaną usunięte, a EBC zostanie wyłączony z monitorowania wykonywania postanowień państw korzystających z pakietów pomocowych (przede wszystkim do nich adresowane były OMT).

Fakt, że Trybunał miał zastrzeżenia głównie do warunków skupu, nie do samej jego idei, otworzył drogę do wprowadzenia QE, które jest dostępne dla wszystkich państw strefy euro (z wyjątkiem Grecji), a nie tylko tych objętych pakietami pomocowymi. EBC prawie niezwłocznie wykorzystał to oświadczenie Trybunału i jeszcze w styczniu 2015 r. ogłosił plan rozpoczęcia QE. Jednak taką decyzję władze EBC powinny były podjąć już na początku kryzysu.

Spóźnione wsparcie dla Unii Gospodarczej i Walutowej. Z powodu późnego wprowadzenia QE jego efekt będzie słabszy, niż byłby siedem lat wcześniej. Przede wszystkim mniejsza będzie obniżka oprocentowania długu publicznego. W 2015 r. oprocentowanie w państwach południa strefy euro jest znacznie niższe niż w apogeum kryzysu. Przykładowo, rentowność włoskich lub hiszpańskich obligacji 10-letnich pod koniec 2011 r. sięgała ok. 7%, a w 2015 – ok. 1,5%. Dlatego niektóre państwa strefy euro mogłyby na początku kryzysu pozyskać tańszy kapitał, co przełożyłoby się na mniejsze koszty społeczne.

Ponadto strefa euro nie skorzystała – choć mogła – na osłabieniu wspólnej waluty, co podniosłoby jej konkurencyjność w kluczowych latach 2009–2011, gdy pojawiały się spekulacje o trwającej wojnie walutowej między innymi najważniejszymi globalnymi potęgami gospodarczymi (m.in. Chinami, Japonią, Szwajcarią). Państwa te, by dać przewagę konkurencyjną własnym przedsiębiorstwom, osłabiały swoje waluty. Wskutek ich deprecjacji strefa euro, która sama nie dążyła do osłabienia swojej waluty, poniosła straty związane z ucieczką przemysłu poza jej granice. Poza tym poluzowanie ilościowe na początku kryzysu mogłoby zmniejszyć niepokój na rynkach oraz uciąć spekulacje na temat dezintegracji UGW. Zamiast tego inwestorzy wielokrotnie wyrażali obawy o stabilność strefy euro, a jej problemy stały się przedmiotem dyskusji na tak ważnych forach ekonomicznych jak np. G-20.

Dla porównania, ekonomiści, choć różnią się w poglądach na temat pozytywnych konsekwencji programu QE dla gospodarki USA, jednocześnie przyznają, że miał on istotny wpływ na obniżenie długoterminowych stóp procentowych. Ponadto w 2014 r. stopa bezrobocia w USA i Wielkiej Brytanii (ok. 6% w obu przypadkach) wynosiła tyle, ile w momencie rozpoczęcia programu. W tym samym czasie w strefie euro stopa wzrosła z 7,6% do 11,6%, co wg FED oraz niektórych ekonomistów pośrednio wskazuje na pozytywne oddziaływanie QE na rynek pracy.

Oczekiwanie, że wprowadzenie QE w Europie w 2015 r. przyniesie przełom dzięki zwiększeniu podaży pieniądza, nie ma mocnych podstaw. Banki po długotrwałym kryzysie niechętnie będą podejmować ryzyko i udzielać kredytów osłabionym przedsiębiorstwom. Gdyby program uruchomiono już na początku kryzysu, sektor bankowy dzięki dodatkowemu strumieniowi pieniędzy z EBC stałby się bardziej stabilny, zaś banki – mniej narażone na upadłość. W konsekwencji ich podejście do ryzyka inwestycyjnego byłoby mniej zachowawcze niż obecnie, co przyczyniłoby się do większej akcji kredytowej.

Otwarty bilans korzyści i kosztów. Opóźnienie we wprowadzeniu QE to nie jedyny zarzut. Nie brak głosów, zwłaszcza w Niemczech, że poluzowanie ilościowe w oderwaniu od reform strukturalnych nie pomoże peryferiom strefy euro ożywić koniunktury. Zatem nie QE, ale reformy podażowe powinny zajmować główne miejsce w strategii antykryzysowej. Niemcy obawiają się również nadmiernej inflacji, którą może spowodować QE. Kolejną wątpliwość dotyczy skutków osłabienia się euro wskutek poluzowania, ponieważ spadek wartości waluty przełożyłoby się na wzrost kosztu importu surowców energetycznych. Wzrost ich cen mógłby zahamować wciąż słabe ożywienie gospodarcze. W przypadku strefy euro ma to duże znaczenie, gdyż uzależnienie od ropy przekracza 90%, a od gazu ziemnego – 60%.

Należy jednak podkreślić także zalety rozpoczęcia QE w 2015 r. Strefa euro wydaje się obecnie lepiej przygotowana do korzystania z tego rodzaju pomocy. O ile na początku kryzysu państwa członkowskie prowadziły własne odrębne polityki antykryzysowe, polegające m.in. na inwestycjach publicznych i innych wydatkach budżetowych mających pobudzić wzrost, o tyle w 2015 r. ich działalność na tym polu jest ograniczona ramami zarządzania gospodarczego w strefie euro. Połączenie reform strukturalnych i dyscypliny państw strefy euro ze startem QE ma większe szanse doprowadzić do wyjścia ze stagnacji niż sam program w oderwaniu od odpowiedzialnej polityki gospodarczej. Także zmiany w otoczeniu politycznym i instytucjonalnym mogą wzmocnić pozytywny efekt QE. Będzie ono dobrym uzupełnieniem planu inwestycyjnego Jeana-Claude'a Junckera, gdyż poprawi dostępność na rynku pieniądza, w dodatku tańszego niż przed programem. W konsekwencji może to zwiększyć skalę inwestycji w strefie euro. Efekt synergii będzie jeszcze wyraźniejszy, gdy UE utworzy wspólny rynek kapitałowy. Działanie QE może być jeszcze wzmocnione dzięki funkcjonowaniu unii bankowej, która reguluje kwestie nadzorcze i upadłościowe związane z bankami, a tym samym gwarantuje stabilność sektora bankowego.

Konsekwencje dla Polski. Choć Polska pozostaje poza strefą euro, zapewne odczuje wprowadzenie QE. Pierwszym efektem jest wzmocnienie złotego względem euro i częściowa utrata konkurencyjności cenowej wobec państw eurostrefy. To kolejny przyczynek do coraz intensywniejszej dyskusji o modelu konkurencyjności. Dotychczasowa przewaga konkurencyjna oparta na kosztach produkcji jest coraz mniej stabilna, i Polska powinna się skupić na rozwoju innych mocnych stron. Dobrym kierunkiem jest budowa stabilnego środowiska biznesowego, przyjaznego małym, innowacyjnym przedsiębiorstwom, a także inwestycje w kapitał ludzki i technologie. Jednocześnie rozpoczęcie QE może oznaczać przepływ kapitału ze strefy euro do krajów, gdzie jest wyższa stopa zwrotu, np. do Polski. Przełoży się to na zwiększoną wycenę polskich papierów wartościowych przez rynki finansowe, a w konsekwencji na niższe oprocentowanie obligacji i innych papierów dłużnych na rynku.

Luzowanie ilościowe może też nieco poprawić bilans kosztów i korzyści związanych z wejściem Polski do strefy euro. Brak możliwości operowania kursem walutowym w strefie euro był jednym z czynników zniechęcających do przyjęcia wspólnej waluty. Uruchomienie programu pozwala mieć nadzieję, że EBC będzie w przyszłości bardziej zdeterminowany do pobudzenia gospodarki. Ta zmiana z pewnością nie przeważa szali na rzecz natychmiastowego dołączenia do klubu euro, jednak w dyskusji o wprowadzeniu wspólnej waluty ten argument powinien zyskać na znaczeniu.