Danuta Adamiec

Polityka pieniężna Europejskiego Banku Centralnego w odpowiedzi na kryzysy lat 2008–2020

Monetary policy of the European Central Bank in response to the crises of 2008–2020

The article explores the reaction of the European Central Bank (ECB) to two major economic crises that the EU had to face in the last two decades: the financial crisis which began in 2008 and the latest crisis caused by the COVID-19 pandemic. Although causes underlying both crises were ultimately different, the response of the ECB was based on the same unconventional monetary policy tools. The author analyses the similarities and differences between both of these crises, as well as the ECB's reaction to them, drawing attention to a shift in the ECB's monetary policy towards unconventional tools and consequences of such a shift for the position and future policy directions of the ECB.

DOI	https://doi.org/10.31268/StudiaBAS.2021.27
Słowa kluczowe	Europejski Bank Centralny, strefa euro, Unia Gospodarcza i Walutowa, kryzys finansowy, kryzys COVID-19
Keywords	European Central Bank, eurozone, Economic and Monetary Union, financial crisis, COVID-19 crisis
O autorce	doktor nauk prawnych, mgr stosunków międzynarodowych, specjalista ds. międzynarodowych w BAS • ✉ danuta.adamiec@sejm.gov.pl • ORCID 0000-0002-6600-4309

Artykuł został udostępniony na licencji Creative Commons – Uznanie Autorstwa 3.0 Polska (CC BY 3.0 PL).

Wstęp

Polityka pieniężna Europejskiego Banku Centralnego (EBC) od początku funkcjonowania Unii Gospodarczej i Walutowej (UGiW) była oparta na utrzymaniu stabilności cen, przede wszystkim przez zmiany stóp procentowych podstawowych operacji refinansujących oraz stóp kredytu i depozytu. Taka polityka okazała się jednak niewystarczająca na czas kryzysów, z którymi musiała się mierzyć Unia Europejska (UE) w ciągu ostatnich dwóch dekad: globalnego kryzysu finansowego z 2008 r. (dalej: kryzys finansowy) oraz ostatniego kryzysu wywołanego pandemią COVID-19 (dalej: kryzys COVID-19). Choć u podłoża obu z nich leżały inne czynniki, to narzędzia wykorzystane przez EBC w reakcji na nie wpisywały się w ten sam nurt – ograniczenia standardowych narzędzi polityki pieniężnej i szerszego wykorzystania narzędzi niestandardowych oraz zwiększenia znaczenia narzędzi komunikacyjnych.

Celem artykułu jest analiza reakcji EBC na kryzys finansowy i kryzys COVID-19 oraz ich wpływu na politykę pieniężną w strefie euro. Za punkt wyjścia posłużyło przedstawienie podobieństw i różnic między oboma kryzysami, a następnie analiza reakcji na nie EBC. Przy ocenie wpływu kryzysów na politykę pieniężną EBC zwrócono uwagę na przesunięcie w kierunku niestandardowych narzędzi. W literaturze przedmiotu brak jednoznacznej definicji niestandardowych narzędzi polityki pieniężnej. Najszerzej określane są one jako tymczasowe i nadzwyczajne

działania podjęte w odpowiedzi na wyjątkowe okoliczności¹. W polskiej literaturze przedmiotu definiowane są jako te, które oddziałują na rynek kanałami innymi niż stopy procentowe w sytuacji niesprawności standardowego mechanizmu transmisji². Według EBC niestandardowe narzędzia uzupełniają lub zastępują redukcję w poziomach głównych stóp procentowych w sytuacji występowania zakłóceń w mechanizmie transmisji i ograniczonych możliwości dalszego luzowania warunków kredytowania w ramach standardowych narzędzi polityki pieniężnej (operacje otwartego rynku, rezerwy obowiązkowe, operacje depozytowo-kredytowe)³. W artykule skoncentrowano się na tych niestandardowych narzędziach polityki pieniężnej stosowanych przez EBC w celu przeciwdziałania obu kryzysom, które mają największy wpływ na wielkość i strukturę bilansu EBC i Eurosystemu, a w konsekwencji – na pozycję EBC, czyli na dłuższych operacjach refinansujących i programach skupu aktywów.

Specyfika kryzysów finansowego i wywołanego pandemią COVID-19

Pierwszą dekadę funkcjonowania strefy euro można określić jako czas *prosperity*. Pozycja euro na rynkach finansowych się umacniała, poziom cen w strefie euro był stabilny, utrzymywał się wzrost gospodarczy. Niestety globalny kryzys finansowy, który wybuchł po upadku amerykańskiego banku Lehman Brothers w 2008 r., nie tylko uderzył w strefę euro, lecz także nałożył się na kryzys długu publicznego, przez co spowodował długoletnie spowolnienie gospodarcze w strefie euro.

Do przyczyn kryzysu finansowego należy zaliczyć głównie czynniki wewnętrzne. W warunkach unii walutowej wspólny nominalny poziom stóp procentowych ustalanych przez EBC oznaczał w rzeczywistości niższe stopy realne w tzw. państwach peryferyjnych, takich jak Grecja, Hiszpania czy Portugalia, charakteryzujących się wyższym poziomem inflacji⁴ i mniejszą konkurencyjnością. To z kolei napędzało w tych państwach wydatki konsumpcyjne (Portugalia),

1 Ph. Cour-Thimann, B. Winkler, *The ECB's Non-Standard Monetary Policy Measures. The Role of Institutional Factors and Financial Structure*, „Working Paper Series” 2013, nr 1528, <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp1528.pdf?020110fe7ca57b9db2a4d7dc4ba3ec3a> [dostęp: 27 lipca 2021 r.].

2 W literaturze przedmiotu zwraca się również uwagę, że niestandardowe narzędzia polityki pieniężnej to w istocie nowe, nietypowe sposoby stosowania klasycznych narzędzi. B. Dudkiewicz, W. Przybylska-Kapuścińska, *Nadzwyczajne instrumenty polityki pieniężnej* [w:] *Współczesna polityka pieniężna. Perspektywa XXI wieku*, red. W. Przybylska-Kapuścińska, M. Szyszko, Difin, Warszawa 2017.

3 *The ECB's Monetary Policy: Standard and Non-Standard Measures*, ECB Central Banking Seminar Frankfurt am Main, 3 July 2019, https://www.ecb.europa.eu/pub/conferences/shared/pdf/20190701_CBS2019/ecb.CBS2019_Schumacher_The_ECB_monetary_policy_standard_and_non_standard_measures_presentation.en.pdf [dostęp: 27 lipca 2021 r.].

4 D. Gros zwrócił uwagę, że nie tylko różnice w poziomie inflacji między państwami peryferyjnymi a centrum stanowiły problem, lecz także różnice w warunkach kredytowania w okresie boomu gospodarczego. W państwach peryferyjnych przeważały kredyty hipoteczne niż oprocentowane, bo oparte na oprocentowaniu zmiennym oraz z mniejszym wymaganym wkładem własnym, a w państwach centrum większość kredytów hipotecznych oparta była na oprocentowaniu stałym i wymagany był wyższy wkład własny. D. Gros, *Macroeconomic Imbalances in the Euro Area: Symptom or Cause of the Crisis?*, „CEPS Policy Briefs” 2012, nr 266, s. 9–10, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2060118 [dostęp: 27 lipca 2021 r.].

rządowe (Grecja) czy w budownictwie (Hiszpania i Irlandia)⁵. Boom ten był finansowany przepływami kapitału z tzw. państw centrum (Francja, Holandia, Niemcy), co powodowało nadwyżki w bilansie obrotów bieżących tych ostatnich, a deficyt w państwach peryferyjnych. W 2008 r. globalny kryzys spowodował zastopowanie napływu kapitału, a wiarygodność państw strefy euro z wysokim poziomem zagranicznego zadłużenia spadła. Ponadto nastąpiło spowolnienie wzrostu gospodarczego, a niektóre państwa strefy euro stanęły przed koniecznością obrony sektora bankowego. Te wszystkie czynniki spowodowały w państwach z deficytem w bilansie obrotów bieżących kryzys długu publicznego. Ponadto strefa euro doświadczyła niejako podwójnej recesji, gdyż po okresie wzrostu PKB (2,2% i 1,7% odpowiednio w 2010 r. i 2011 r.) nastąpił w 2012 r. kolejny jego spadek, utrzymujący się do 2013 r. (0,9% i 0,3% odpowiednio w 2012 r. i 2013 r.)⁶. Był to rezultat decyzji podjętych w kwietniu i lipcu 2011 r. przez EBC, aby podnieść stopy procentowe w odpowiedzi na wzrost cen ropy naftowej⁷. Największym błędem w polityce pieniężnej i fiskalnej po kryzysie finansowym okazała się jednak polityka zaciskania pasa. Rezultatem była stracona dekada w państwach peryferyjnych strefy euro.

Odmienne niż w przypadku kryzysu finansowego kryzys COVID-19 był spowodowany przede wszystkim czynnikami zewnętrznymi. Nie bez znaczenia dla przebiegu kryzysu COVID-19 było jednak to, że w momencie jego wybuchu strefa euro nie odbudowała się jeszcze w pełni gospodarczo po kryzysie finansowym. Światowa gospodarka, w tym strefa euro, wchodziła w recesję jeszcze przed wybuchem pandemii. W 2017 r. wzrost PKB w strefie euro wynosił 2,6%, ale już w 2018 r. – 1,9%, a w 2019 r. – tylko 1,3%. W jesiennej prognozie gospodarczej z 2019 r. Komisja Europejska (KE) sygnalizowała, że unijna gospodarka znalazła się w trudnym momencie, i przewidywała spowolnienie wzrostu, a nawet – recesję⁸. Co więcej, tempo odbudowy gospodarki w poszczególnych państwach UE było zróżnicowane. Najciężej dotknięte pandemią w początkowym okresie Włochy mierzyły się w IV kwartale 2019 r. z długiem publicznym w wysokości 134,8% PKB. Podobnie wysoki dług publiczny miały Grecja (176,6% PKB) i Portugalia (117,7% PKB), przy średniej dla strefy euro na poziomie 84,1% PKB. Jednocześnie np. Niemcy weszły w pandemię z długiem publicznym w wysokości 59,8% PKB⁹. Oznacza to, że podział na państwa centrum i peryferyjne widoczny podczas kryzysu finansowego utrzymał się przez kolejne lata i wpłynął na nasilenie kryzysu COVID-19 w poszczególnych państwach strefy euro.

5 B. Eichengreen, *The Euro Crisis: The Theory of Optimum Currency Areas Bites Back*, „Notenstein Academy White Paper Series”, March 2014, s. 5, <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.669.5131&rep=rep1&type=pdf> [dostęp: 27 lipca 2021 r.].

6 Eurostat, *Real GDP Growth Rate – Volume*, <https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/tec00115/default/table?lang=en> [dostęp: 27 lipca 2021 r.].

7 Europejski Bank Centralny, *Key ECB Interest Rates*, https://www.ecb.europa.eu/stats/policy_and_exchange_rates/key_ecb_interest_rates/html/index.en.html [dostęp: 27 lipca 2021 r.].

8 *European Economic Forecast. Autumn 2019*, November 2019, Luxembourg 2019, https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/economy-finance/ip115_en_0.pdf [dostęp: 27 lipca 2021 r.].

9 Eurostat, *Government Debt Down to 84.1% of GDP in Euro Area*, https://ec.europa.eu/eurostat/documents/portlet_file_entry/2995521/2-23042020-AP-EN.pdf/82252e2f-7336-a45b-9735-5dc29176aa06 [dostęp: 27 lipca 2021 r.].

**Wykres 1. Procentowy wzrost/spadek PKB w porównaniu z poprzednim kwartałem
(I kw. 2008 r. – IV kw. 2009 r.)**

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Eurostatu: *GDP and Main Components (Output, Expenditure and Income)*, https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/NAMQ_10_GDP__custom_998698/default/table?lang=en [dostęp: 26 lipca 2021 r.].

**Wykres 2. Procentowy wzrost/spadek PKB w porównaniu z poprzednim kwartałem
(I kw. 2019 r. – I kw. 2021 r.)**

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Eurostatu: *GDP and Main Components...*

Tym, co zdecydowanie odróżniało oba kryzysy, była intensywność załamania gospodarczego. W czasie kryzysu COVID-19 było ono o wiele głębsze i szybsze niż podczas kryzysu finansowego (w II kwartale 2020 r. nastąpił spadek PKB w stosunku do poprzedniego kwartału o 11,6%). Jednocześnie wraz z luzowaniem obostrzeń nastąpiło mocne odbicie – w III kwartale 2020 r. PKB wzrósł w porównaniu z II kwartałem o 12,5%. Natomiast w przypadku kryzysu finansowego załamanie gospodarcze w szczytowym momencie, czyli I kwartale 2009 r., wiązało się ze spadkiem PKB o 3,1% wobec IV kwartału 2008 r., a jego wzrost w kolejnych kwartałach był bardzo powolny (por. wykresy 1 i 2).

Intensywne załamanie podczas kryzysu COVID-19 wynikało z tego, że pandemia spowodowała szok po stronie zarówno popytowej, jak i podażowej. Na podaż wpłynęły zakłócenia w łańcuchach dostaw, które zmusiły wiele przedsiębiorstw do ograniczenia produkcji. Natomiast popyt został ograniczony w wyniku lockdownów, spadku dochodów pracowników oraz odroczenia konsumpcji i inwestycji. Te dwa szoki oddziaływały na siebie nawzajem i doprowadziły do presji deflacyjnej. Jednocześnie w przypadku kryzysu COVID-19 po poluzowaniu obostrzeń doszło do silnego odbicia wzrostu gospodarczego. Stało się tak dzięki polityce rządów, które zapewniły wsparcie finansowe przedsiębiorstwom i pracownikom zagrożonym utratą pracy, co umożliwiło tym ostatnim zachowanie siły nabywczej. Jeśli chodzi o kryzys finansowy, to nastąpiło przede wszystkim załamanie popytu. Jednocześnie recesja była wywołana przez kryzys sektora bankowego – osłabione banki nie były chętne do ekspansywnej polityki kredytowej. Spowodowało to wolniejsze wychodzenie z kryzysu niż w przypadku kryzysu COVID-19, którego główną ofiarą nie były banki, mogły więc odegrać swoją rolę w pobudzaniu gospodarki¹⁰. Niewątpliwie w przypadku kryzysu COVID-19 wyciągnięto wnioski z kryzysu finansowego, który próbowano przezwyciężyć wdrożeniem restrykcyjnej polityki fiskalnej i odpowiednimi działaniami EBC, podjętymi jednak zdecydowanie za późno. W przypadku kryzysu COVID-19 rządy, a także UE zastosowały ekspansywną politykę fiskalną, EBC zaś zareagował szybko, przez co dał sygnał rynkom, że będzie bronił strefy euro przed negatywnymi skutkami pandemii COVID-19 dla gospodarki.

Reakcja EBC na kryzys finansowy

Podczas kryzysu finansowego reakcja EBC była przede wszystkim oparta na redukcji stóp procentowych. Od października 2008 r. stopa depozytowa EBC spadła z poziomu 3,35% do 0% w lipcu 2012 r.¹¹ W pierwszej fazie kryzysu przewidziano działania w ramach tzw. wzmocnionego wsparcia kredytowego (*enhanced credit support*), polegającego na wsparciu od końca 2008 r. działalności kredytowej banków. Podjęto następujące kroki:

- ustalono, że wszystkie podstawowe operacje refinansujące (*main refinancing operations*, MROs), dłuższe operacje refinansujące (*longer-term refinancing operations*, LTROs) i dodatkowe dłuższe operacje refinansujące (*supplementary LTROs*) mają być przeprowadzane jako

¹⁰ P. de Grauwe, Y. Ji, *A Tale of Three Depressions*, 24 September 2020, VoxEU.org, <https://voxeu.org/article/tale-three-depressions> [dostęp: 27 lipca 2021 r.].

¹¹ Europejski Bank Centralny, *Key ECB...*

- przetargi kwotowe o stałej stopie procentowej z pełnym przydziałem, co miało na celu zasignalizowanie uczestnikom rynku, że EBC jest gotowy zapewnić potrzebną płynność¹²;
- rozszerzono listę zabezpieczeń dla transakcji, aby umożliwić bankom skorzystanie z dostępu do płynności z EBC, przy jednoczesnym zastosowaniu środków kontroli ryzyka finansowego przez monitorowanie wykorzystania zabezpieczeń;
 - wydłużono terminy zapadalności dłuższych operacji refinansujących z trzech miesięcy do sześciu, a w 2009 r. – do 12 miesięcy, co miało zwiększyć pewność w zakresie płynności i zachęcić banki do udzielania kredytów w dłuższym okresie;
 - przeprowadzono dodatkowe operacje zapewniające płynność w dolarach amerykańskich i we frankach szwajcarskich przez porozumienia swapowe (o wymianie walut);
 - uruchomiono program przewidujący zakup zabezpieczonych obligacji denominowanych w euro o wartości 60 mld EUR (*covered bond purchase programme*, CBPP) pomiędzy lipcem 2009 r. a końcem czerwca 2010 r.; w późniejszych latach EBC uruchamiał kolejne programy zakupu zabezpieczonych obligacji denominowanych w euro – CBPP2 w 2011 r. i CBPP3 w 2014 r.

W pierwszej fazie kryzysu wykorzystywano więc głównie standardowe środki polityki pieniężnej, z zastosowaniem większej skali i elastyczności.

Jak już wspomniano, kryzys finansowy w strefie euro miał specyficzny przebieg z racji nakładającego się na niego kryzysu długu publicznego. Dlatego w drugiej fazie kryzysu w 2010 r. EBC podjął działania związane z rynkiem papierów wartościowych. W maju 2010 r. uruchomił program dotyczący rynków papierów wartościowych (*Securities Markets Programme*, SMP), który miał na celu poprawę sytuacji w źle funkcjonujących segmentach rynku dłużnych papierów wartościowych strefy euro oraz zapewnienie właściwego mechanizmu transmisji polityki pieniężnej¹³. W okresie od maja 2010 r. do września 2012 r. EBC dokonał w ramach SMP zakupów na kwotę 218 mld EUR, przy średnich zakupach miesięcznych o wartości 12 mld EUR¹⁴. W 2012 r. strefa euro weszła w trzecią fazę kryzysu, związaną z pogarszającą się sytuacją długu publicznego w państwach peryferyjnych. Zmusiło to EBC do podjęcia kolejnych działań. W lipcu 2012 r. prezes EBC M. Draghi ogłosił, że zostaną zastosowane wszelkie konieczne środki, aby ratować euro¹⁵, co przyczyniło się do uspokojenia nastrojów na rynkach finansowych, a w sierpniu 2012 r. EBC poinformował o możliwości prowadzenia bezwarunkowych transakcji monetarnych na

12 Keynote Address by Jean-Claude Trichet, President of the ECB, at the University of Munich, 13 July 2009, <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2009/html/sp090713.en.html> [dostęp: 27 lipca 2021 r.]; Europejski Bank Centralny, *Raport roczny 2008*, <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2008pl.pdf> [dostęp: 27 lipca 2021 r.]; Europejski Bank Centralny, *Raport roczny 2009*, <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2009pl.pdf> [dostęp: 27 lipca 2021 r.].

13 Europejski Bank Centralny, *Raport roczny 2010*, <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2010pl.pdf> [dostęp: 28 lipca 2021 r.].

14 P. Benigno, P. Canofari, G. di Bartolomeo, M. Messori, *Theory, Evidence, and Risks of the ECB's Asset Purchase Programme*, „Monetary Dialogue Papers” 2020, nr 5, <https://doi.org/10.2861/309220>.

15 Speech by Mario Draghi, President of the European Central Bank, at the Global Investment Conference in London, 26 July 2012, <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2012/html/sp120726.en.html> [dostęp: 27 lipca 2021 r.].

wtórnych rynkach obligacji państwowych (*Outright Monetary Transactions, OMT*). Transakcje OMT były uzależnione od programu dostosowań makroekonomicznych lub programu zapobiegawczego w ramach Europejskiego Instrumentu Stabilności Finansowej (*European Financial Stability Facility, EFSF*) / Europejskiego Mechanizmu Stabilności (*European Stability Mechanism, ESM*). Deklaracja M. Draghiego z lipca 2012 r. i ogłoszenie OMT doprowadziły do uspokojenia rynków, ale w 2013 r. pojawiła się presja deflacyjna, co skłoniło EBC do wdrożenia kolejnego niestandardowego narzędzia polityki monetarnej, a mianowicie wytycznych prognostycznych. Po raz pierwszy w lipcu 2013 r. EBC dostarczył wytycznych prognostycznych co do przyszłych kierunków polityki dotyczącej stóp procentowych. Była to ważna zmiana w strategii komunikacyjnej EBC, która stała się narzędziem polityki pieniężnej, oddziałującym na przyszłe kierunki tej polityki przez informowanie o wpływie oceny warunków gospodarczych oraz średnioterminowego ryzyka na stabilność cenową.

Wykorzystanie niestandardowych narzędzi polityki pieniężnej kontynuowano jeszcze w okresie pokryzysowym. W 2014 r., ze względu na niski poziom inflacji i słabą dynamikę wzrostu, EBC przyjął pakiet decyzji, w tym wprowadził pierwszą serię ukierunkowanych dłuższych operacji refinansujących (*targeted longer-term refinancing operations, TLTROs*). Operacje TLTROs zapewniały finansowanie w okresie do czterech lat wszystkim bankom, które spełniały określone standardy dotyczące finansowania przez nie sfery realnej gospodarki. Podstawową cechą operacji TLTROs było to, że kwota, jaką bank mógł pożyczyć, zależała od kwoty udzielonych przez niego kredytów. Operacje te, zachęcające do finansowania gospodarki realnej, miały na celu zwiększenie transmisji polityki pieniężnej. Kolejne serie TLTROs uruchomiono w latach 2016 i 2019.

W kolejnych latach EBC rozszerzył również programy zakupu aktywów przez zainicjowanie Programu Skupu Aktywów (*Asset Purchase Programmes, APP*), łączącego zakupy różnych typów papierów wartościowych. Największy udział w APP miały papiery wartościowe wyemitowane przez sektor publiczny (*Public Sector Purchase Programme, PSPP*). Połączone średnie miesięczne zakupy aktywów w ramach APP w latach 2015–2018 miały wartość 60 mld EUR¹⁶, a od 2018 r. były stopniowo obniżane i od 1 listopada 2019 r. wynosiły 20 mld EUR. Europejski Bank Centralny zapowiedział, że miesięczne zakupy aktywów w ramach programu APP będą prowadzone tak długo, jak będzie to konieczne „do wzmocnienia łagodzącego oddziaływania podstawowych stóp procentowych EBC”, a zakończą się krótko przed podnoszeniem przez EBC stóp procentowych¹⁷.

Reakcja EBC na kryzys COVID-19

Kryzys COVID-19 miał zupełnie inną specyfikę niż kryzys finansowy, różny był także horyzont czasowy podejmowanych przez EBC działań mających zaradzić jego skutkom. Kryzys finansowy trwał kilka lat i towarzyszyła mu ewolucja środków polityki pieniężnej stosowanych przez EBC –

¹⁶ Europejski Bank Centralny, *Asset Purchase Programmes*, <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/app/html/index.pl.html> [dostęp: 27 lipca 2021 r.].

¹⁷ Mario Draghi, prezes EBC, Luis de Guindos, wiceprezes EBC, *Frankfurt nad Menem*, 12 września 2019 r., <https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2019/html/ecb.is190912~658eb51d68.pl.html> [dostęp: 27 lipca 2021 r.].

od środków standardowych do niestandardowych. Kryzys COVID-19 okazał się dużo krótszy, a jego przebieg był uzależniony od kolejnych fal pandemii i związanych z nimi ograniczeń w zakresie funkcjonowania gospodarek. Nie zmienia to jednak faktu, że w przypadku kryzysu COVID-19 działania EBC w dużej mierze były oparte na niestandardowych środkach polityki pieniężnej, wypracowanych podczas kryzysu finansowego. Ponadto reakcja EBC na nowy kryzys była o wiele szybsza.

Odpowiedź EBC na kryzys COVID-19 została oparta na trzech filarach. Pierwszym było luzowanie ilościowe, czyli skup aktywów. W marcu 2020 r. EBC podniósł poziom zakupów w ramach APP o dodatkowe 120 mld EUR do końca tego roku. Między marcem 2020 r. a styczniem 2021 r. dokonał zaś skupu na kwotę 333 mld EUR¹⁸. Dodatkowo w tym samym czasie uruchomiono tymczasowy nadzwyczajny program zakupów w czasie pandemii (*Pandemic Emergency Purchase Programme*, PEPP), obejmujący wszystkie kategorie aktywów kwalifikujące się do zakupu w ramach APP. Zakupy PEPP miały charakter odrębny i uzupełniający w stosunku do tych przeprowadzanych przez APP. Wartość programu była stopniowo podnoszona i do marca 2022 r. ma wynieść 1,85 bln EUR. Podobnie jak w przypadku APP przydział dokonywanych zakupów w ramach PEPP jest oparty na kluczu subskrypcji kapitału EBC, ale w PEPP przewidziano elastyczne podejście do składu zakupów, w zależności od sytuacji na rynku. Elastyczne kształtowanie struktury skupu pod względem klas aktywów i jurysdykcji miało wspierać płynną transmisję polityki pieniężnej¹⁹. Między marcem 2020 r. a styczniem 2021 r. w ramach PEPP EBC dokonał skupu na kwotę 810 mld EUR²⁰.

Drugim filarem polityki EBC podjętej w odpowiedzi na kryzys COVID-19 było przeprowadzenie dodatkowych LTROs, żeby zapewnić systemowi finansowemu strefy euro doraźne wsparcie płynnościowe do czasu następnej operacji TLTROIII, która przypadała na czerwiec 2020 r. W okresie od marca do czerwca 2020 r. przeprowadzono 13 dodatkowych LTROs, przez co zagwarantowano 388,9 mld EUR płynności systemowi finansowemu strefy euro.

Trzeci filar polityki EBC prowadzonej w celu zażegnania kryzysu COVID-19 to zastosowanie korzystniejszych warunków w odniesieniu do operacji TLTROIII (obniżone oprocentowanie, podniesienie maksymalnej kwoty pożyczki) w reakcji na hamującą akcję kredytową. Na pięć operacji w okresie od marca 2020 r. do marca 2021 r. EBC przeznaczył łączną kwotę 1978,78 mld euro²¹. Ponadto w kwietniu 2020 r. EBC ogłosił serię nieukierunkowanych nadzwyczajnych dłuższych operacji refinansujących w czasie pandemii (*pandemic emergency longer-term refinancing operation*, PELTRO), mających stanowić mechanizm ochrony płynności. Seria PELTRO początkowo miała objąć siedem dodatkowych operacji refinansujących w 2020 r., ale została rozszerzona

18 D. Rakic, *The ECD's Monetary Policy Response to the COVID-19 Crisis*, European Parliament, <https://doi.org/10.2861/705644>.

19 Decyzja Europejskiego Banku Centralnego (UE) 2020/440 z dnia 24 marca 2020 r. w sprawie tymczasowego nadzwyczajnego programu zakupów w czasie pandemii (EBC/2020/17) (Dz.Urz. UE 2020 L 91, s. 1) oraz Europejski Bank Centralny, *Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP). Questions & Answers*, <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/pepp/html/pepp-qa.pl.html> [dostęp: 27 lipca 2021 r.].

20 D. Rakic, *op. cit.*

21 *Ibidem* oraz Europejski Bank Centralny, *Open Market Operations*, <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omo/html/index.en.html> [dostęp: 27 lipca 2021 r.].

o cztery kolejne operacje w 2021 r. Łączna kwota przeznaczona na operacje od maja 2020 r. do marca 2021 r. wyniosła 26,99 mld EUR²².

Przy omawianiu reakcji EBC na załamanie gospodarcze wywołane pandemią COVID-19 należy zwrócić uwagę, że EBC, inaczej niż w czasie kryzysu finansowego, nie zmienił wysokości głównych stóp procentowych. Stopa depozytowa pozostaje na poziomie 0,5% od września 2019 r. Powodem takiej decyzji było przekonanie, że kryzys COVID-19 będzie miał charakter tymczasowy i lepszymi narzędziami zaradczymi będą dłuższe operacje refinansujące oraz programy skupu aktywów²³.

Wpływ kryzysów na politykę pieniężną i pozycję EBC

Ramy prawne polityki pieniężnej EBC określa art. 127 Traktatu o funkcjonowaniu UE (TFUE), zgodnie z którym celem Europejskiego Systemu Banków Centralnych (ESBC) jest utrzymanie stabilności cen, a „bez uszczerbku dla celu stabilności cen, ESBC wspiera ogólne polityki gospodarcze w Unii, mając na względzie przyczynianie się do osiągnięcia celów Unii ustanowionych w artykule 3 Traktatu o Unii Europejskiej”. Na potrzeby realizacji tego celu w 1998 r. Rada Prezesów EBC sformułowała liczbową definicję stabilności cen. Przez stabilność cen należy rozumieć roczny wzrost Zharmonizowanego Wskaźnika Cen Konsumpcyjnych (*Harmonised Index of Consumer Price*, HICP) dla strefy euro poniżej 2%, który powinien być utrzymany w średnim okresie²⁴. W 2003 r. doprecyzowano, że EBC będzie dążył do poziomu inflacji bliskiego 2% w średnim okresie²⁵. Aż do kryzysu finansowego polityka monetarna EBC opierała się przede wszystkim na zmianach stóp procentowych podstawowych operacji refinansujących oraz stóp kredytu i depozytu. Działania te okazały się jednak niewystarczające w świetle kryzysu finansowego. Od 2012 r. stopa inflacji w strefie euro zaczęła mocno spadać. W 2012 r. wynosiła ona 2,5%, a już w 2013 r. – tylko 1,4%, żeby w 2014 r. spaść do poziomu 0,4%. Taka presja deflacyjna spowodowała, że w trzeciej fazie kryzysu finansowego EBC sięgnął po niestandardowe narzędzia polityki monetarnej. Celem było złagodzenie warunków kredytowania, aby pobudzić realną gospodarkę, oraz zapewnienie podczas kryzysu płynności w sektorze prywatnym i publicznym.

Wykorzystanie niestandardowych narzędzi polityki monetarnej było jeszcze szersze podczas kryzysu COVID-19. Europejski Bank Centralny podniósł poziom zakupów w ramach APP oraz uruchomił tymczasowy PEPP. W konsekwencji tak szerokiego zastosowania programów skupu aktywów bilans EBC na koniec 2020 r. miał wartość 569 292 mln EUR – na koniec 2019 r. było to

²² D. Rakic, *op. cit.*; Europejski Bank Centralny, *Open Market...*

²³ P.R. Lane, *The Monetary Policy Package: An Analytical Framework*, <https://www.ecb.europa.eu/press/blog/date/2020/html/ecb.blog200313~9e783ea567.en.html> [dostęp: 27 lipca 2021 r.].

²⁴ *ECB Press Conference: Introductory Statement*, Willem F. Duisenberg, *President of the European Central Bank*, 13 October 1998, <https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/1998/html/is981013.en.html> [dostęp: 27 lipca 2021 r.].

²⁵ Europejski Bank Centralny, *The ECB's Monetary Policy Strategy*, 8 May 2003, https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2003/html/pr030508_2.en.html [dostęp: 27 lipca 2021 r.].

457 082 mln EUR, a więc nastąpił wzrost o 24,5%. Bilans całego Eurosystemu osiągnął poziom 6 979 324 mln EUR, co stanowiło 49-procentowy wzrost w porównaniu z końcem 2019 r., gdy bilans wynosił 4 671 425 mln EUR²⁶.

Wykres 3. Wartość bilansu Eurosystemu w latach 2007–2020 (w bln EUR)

Źródło: Europejski Bank Centralny, *Roczny raport finansowy EBC 2020*, <https://www.ecb.europa.eu/pub/annual/annual-accounts/html/index.pl.html> oraz <https://www.ecb.europa.eu/pub/annual/html/ar2020~4960fb81ae.pl.html>.

Powiększenie wartości bilansu budzi pewne obawy o jego wpływ na gospodarkę i pozycję EBC. Po pierwsze, luzowanie ilościowe może prowadzić do zwiększenia akcji kredytowej przez banki i doprowadzić w długim okresie do wzrostu poziomu inflacji. W teorii istnieje bowiem związek między bazą monetarną a szerokim pieniądzem M3²⁷, gdyż utrzymywanie wysokiego poziomu rezerw umożliwia bankom udzielanie kredytów przedsiębiorcom i gospodarstwom domowym, co w konsekwencji prowadzi do zwiększenia inflacji. W praktyce zależność ta nie jest jednak stabilna, co pokazał kryzys finansowy. Zwiększanie płynności na rynku przez działania EBC za pomocą operacji refinansujących oraz zakupu aktywów nie doprowadziło do proporcjonalnego wzrostu szerokiego pieniądza, co wynikało przede wszystkim z tego, że działania banków nie były już uzależnione od rezerw, jak bywało wcześniej²⁸.

²⁶ Europejski Bank Centralny, *Roczny raport finansowy EBC 2020*, <https://www.ecb.europa.eu/pub/annual/annual-accounts/html/index.pl.html> [dostęp: 28 lipca 2021 r.] oraz <https://www.ecb.europa.eu/pub/annual/html/ar2020~4960fb81ae.pl.html> [dostęp: 28 lipca 2021 r.].

²⁷ M3 to tzw. szeroki pieniądz, najszerzy wskaźnik pomiaru ilości pieniądza w gospodarce, więcej w: D. Gerdesmeier, *Stabilność cen – dlaczego jest ważna także dla Ciebie?*, Europejski Bank Centralny, Frankfurt 2009, https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/whypricestability_pl.pdf [dostęp: 27 lipca 2021 r.].

²⁸ Europejski Bank Centralny, *Base Money, Broad Money and the APP*, https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ebbox201706_07.en.pdf [dostęp: 28 lipca 2021 r.].

Po drugie, zwiększenie wartości bilansu i zapewnienie znacznej płynności na rynku może ograniczać przyszłą politykę pieniężną EBC. Z jednej strony może dojść do ograniczenia zysku EBC i zwiększenia ryzyka strat finansowych w chwili podniesienia stóp procentowych w sytuacji, gdy EBC będzie utrzymywał duże portfolio długoterminowych i niskooprocentowanych aktywów przy wysokim poziomie rezerw. Mogłoby to wpłynąć na niezależność EBC. Z drugiej strony, przy założeniu niskiej inflacji i braku konieczności podniesienia stóp procentowych w długim okresie, EBC mógłby utrzymywać duży bilans przez kolejne lata. Oznaczałoby to jednak pozbawienie EBC ważnego narzędzia polityki pieniężnej, jakim jest zmiana stóp procentowych. Jednocześnie taka sytuacja jest korzystna dla rządów, ponieważ pozwala na większą swobodę fiskalną i w ten sposób pobudza wzrost²⁹. Pozbawienie EBC pola manewru w polityce pieniężnej, przy jednoczesnej ekspansji fiskalnej rządów, może z kolei prowadzić do zjawiska tzw. dominacji fiskalnej. Dominacja fiskalna rozumiana jest jako sytuacja, w której bank centralny wspiera wydatki rządu kosztem utrzymania stabilności cen³⁰. Projekt EBC i strefy euro opierał się na dominacji monetarnej. W momencie tworzenia UGiW wysoki dług publiczny był postrzegany jako poważne zagrożenie dla niezależności banku centralnego. Pakt stabilności i wzrostu został zaprojektowany tak, aby wymóc na rządach prowadzenie ostrożnej polityki fiskalnej i zapewnić niski poziom długu publicznego, a także jego stabilność w czasie. Taka konstrukcja miała ochronić EBC właśnie przed dominacją fiskalną i stanowić gwarancję jego niezależności.

Głównym celem ESBC jest utrzymywanie stabilności cen, a w dalszej kolejności – wspieranie ogólnych polityk gospodarczych w Unii. Między dominacją fiskalną a monetarną rozciąga się jednak kontinuum i choć obecnie polityka EBC może być postrzegana jako zbliżanie się ku dominacji fiskalnej, to nadal nie można mówić o wspieraniu wydatków rządów kosztem utrzymania stabilności cen. Niska presja inflacyjna pozwoliła EBC na luzowanie ilościowe, co stanowiło pewne wsparcie dla działań fiskalnych rządów, ale nie wpłynęło negatywnie na stabilność cen. Niewątpliwie jednak oznacza to, że EBC w wyniku omawianych kryzysów zdecydował się przez swoją politykę pieniężną, zgodnie z art. 127 TFUE, w większym stopniu wspierać ogólne polityki gospodarcze państw Unii.

Przy omawianiu wpływu kryzysu finansowego i COVID-19 na politykę pieniężną EBC należy również zwrócić uwagę na pojawienie się „miękkich” narzędzi polityki pieniężnej, a mianowicie działań komunikacyjnych, które miały oddziaływać na rynki finansowe. Przykładem jest wypowiedź ówczesnego prezesa EBC M. Draghiego z lipca 2012 r., w której zadeklarował, że zostaną podjęte wszelkie możliwe działania, aby zachować euro (*Within our mandate, the ECB is ready to do whatever it takes to preserve the euro. And believe me, it will be enough*³¹). Okazało się, że stwierdzenie to miało ogromny wpływ na uspokojenie rynków finansowych i dalszy

29 G. Claes, *The European Central Bank in the COVID-19 Crisis: Whatever it Takes, Within its Mandat*, „Policy Contribution” 2020, nr 9.

30 K. Whelan, *Monetary-Fiscal Interactions in the Euro Area: Assessing the Risks* [w:] *Monetary-Fiscal Nexus After the Crisis. Compilation of Papers*, red. D. Rakic, European Parliament, Luxembourg 2020, <https://doi.org/10.2861/20510>, s. 21.

31 *Speech by Mario Draghi...*

przebieg kryzysu finansowego. Ponadto od 2013 r. EBC publikuje *forward guidance*³², czyli sygnalizuje, jak zamierza w przyszłości kształtować swoją politykę pieniężną. Rada Prezesów EBC informuje o swoich zamiarach co do przyszłego poziomu podstawowych stóp procentowych, a także horyzontu czasowego programu skupu aktywów. Tego rodzaju narzędzie ma zwiększyć skuteczność polityki pieniężnej EBC i pomóc bankom komercyjnym, uczestnikom rynków finansowych, przedsiębiorcom i konsumentom przewidzieć przyszłe koszty kredytów i w ten sposób stymulować rozwój gospodarczy.

Wszystkie powyższe zmiany w polityce pieniężnej EBC niewątpliwie znajdują odzwierciedlenie w nowej strategii polityki pieniężnej banku. Obecnie działa on zgodnie z dokumentem przyjętym w 1998 r. i doprecyzowanym w 2003 r., który zakłada ilościową definicję stabilności cen oraz dwufilarową – ekonomiczną i monetarną – analizę ryzyka dla stabilności cen³³. Na początku 2020 r. EBC ogłosił rozpoczęcie przeglądu strategii polityki pieniężnej. Swoją decyzję tłumaczył m.in. historycznie niskimi stopami procentowymi, co uniemożliwia ich obniżanie i wymusza stosowanie niestandardowych narzędzi polityki pieniężnej. Przegląd obejmie ilościowe określenie stabilności cen, zestaw narzędzi polityki pieniężnej, analizę ekonomiczną i monetarną oraz sposoby komunikacji. Bank centralny ma też rozważyć, jak zmiana klimatu, cyfryzacja, globalizacja i ewolucja struktur finansowych wpływają na realizację mandatu EBC³⁴. Początkowo przegląd strategii miał być zamknięty do końca 2020 r., ale z powodu pandemii COVID-19 potrwa, zgodnie z zapowiedziami, do połowy 2021 r.³⁵

Podsumowanie

Polityka pieniężna EBC od początku działania UGiW opierała się na klasycznym modelu, w którym podstawowym narzędziem były zmiany wysokości stóp procentowych, i była skuteczna do czasu, gdy strefa euro cieszyła się stabilnym wzrostem gospodarczym. Kryzys finansowy wymusił jednak ewolucję polityki pieniężnej EBC w kierunku wykorzystania niestandardowych narzędzi, przede wszystkim skupu aktywów i operacji refinansujących. Zmiany w polityce EBC po kryzysie finansowym były rozciągnięte w czasie, ale to w okresie tego kryzysu i bezpośrednio po nim ukształtowała się polityka pieniężna EBC, która mogła zostać wykorzystana podczas kryzysu COVID-19. Dzięki temu dużo szybciej i w o wiele większym zakresie sięgnięto po niestandardowe narzędzia polityki pieniężnej.

Bilanse EBC i Eurosystemu wzrosły do rekordowych poziomów, co w połączeniu z niską presją inflacyjną i niskimi (lub nawet ujemnymi) stopami procentowymi może znacznie ograniczać

32 https://www.ecb.europa.eu/home/search/html/forward_guidance.en.html [dostęp: 27 lipca 2021 r.].

33 <https://www.ecb.europa.eu/mopo/strategy/html/index.pl.html> [dostęp: 27 lipca 2021 r.].

34 EBC rozpoczyna przegląd swojej strategii polityki pieniężnej, Komunikat prasowy, 23 stycznia 2020 r., <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ecb.pr200123~3b8d9fc08d.pl.html> [dostęp: 27 lipca 2021 r.].

35 Speech by Christine Lagarde, President of the ECB, at the „ECB and Its Watchers XXI” Conference Frankfurt am Main, 30 September 2020, <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2020/html/ecb.sp200930~169abb1202.en.html> [dostęp: 27 lipca 2021 r.]. W dniu 8 lipca 2021 r., po przedłożeniu niniejszego tekstu do redakcji, EBC opublikował nową strategię polityki pieniężnej, w której przyjęto symetryczny cel inflacyjny wynoszący 2% w średnim okresie oraz postanowiono „mocniej włączyć problematykę zmian klimatu” w ramy polityki pieniężnej.

działania EBC w ramach polityki pieniężnej. Powyższe okoliczności sprawiły, że odrodziła się dyskusja o zagrożeniu dominacją fiskalną³⁶ w strefie euro, prowadzona na początku funkcjonowania UGiW. Po ponad 20 latach działania EBC ugruntował jednak swoją niezależność i mimo że obecnie jego polityka może być postrzegana jako zbliżanie się ku dominacji fiskalnej, nadal nie można mówić o wspieraniu wydatków rządów kosztem utrzymania stabilności cen. Niemniej zmiany w polityce pieniężnej, które nastąpiły w związku z reakcją na kryzys finansowy i kryzys COVID-19, muszą zostać uwzględnione w trwającym przeglądzie strategii EBC. Może on przynieść największą zmianę w polityce pieniężnej EBC od początku funkcjonowania UGiW, a mianowicie zmianę obecnego celu inflacyjnego, według którego roczna stopa inflacji mierzona HICP powinna być „poniżej, ale blisko 2% w średnim okresie”. We wrześniu 2020 r. prezes EBC Ch. Lagarde wyjaśniała, że przyjęty cel inflacyjny był odpowiedni, gdy EBC chciał zapewnić sobie wiarygodność, a główny problem stanowiła wysoka inflacja. Obecnie, przy niskiej inflacji wyzwania są zupełnie inne i musi to znaleźć odzwierciedlenie w celu inflacyjnym EBC³⁷. Nowy cel mógłby zostać określony jako przedział akceptowalnej inflacji. EBC mógłby również pójść w ślady amerykańskiego Systemu Rezerwy Federalnej (*Federal Reserve System*, Fed), który po przeglądzie swojej strategii ogłosił w sierpniu 2020 r. stosowanie elastycznego średniego celu inflacyjnego (*flexible average inflation targeting*)³⁸. Zgodnie z nową strategią po okresie, w którym inflacja utrzymuje się poniżej celu inflacyjnego (2%), Fed będzie akceptował kształtowanie się dynamiki cen umiarkowanie powyżej tego celu, co umożliwi kontynuowanie polityki pieniężnej skierowanej na pobudzanie wzrostu gospodarczego, nawet w warunkach rosnącej presji inflacyjnej. Prezes EBC Ch. Lagarde pozostawiła otwartą furtkę koncepcji średniego celu inflacyjnego i oceniła, że strategia taka, jeśli będzie wiarygodna, może wzmocnić zdolność polityki pieniężnej do stabilizacji gospodarki³⁹.

Bibliografia

- Benigno P., Canofari P., Di Bartolomeo G., Messori M., *Theory, Evidence, and Risks of the ECB's Asset Purchase Programme*, „Monetary Dialogue Papers” 2020, <https://doi.org/10.2861/309220>.
- Claeys G., *The European Central Bank in the COVID-19 Crisis: Whatever it Takes, Within its Mandat*, „Policy Contribution” 2020, nr 9.
- Cour-Thimann Ph., Winkler B., *The ECB's Non-Standard Monetary Policy Measures. The Role of Institutional Factors and Financial Structure*, „Working Paper Series” 2013, nr 1528, <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp1528.pdf?020110fe7ca57b9db2a4d7dc4ba3ec3a>.

³⁶ Por. np. *Monetary-Fiscal Nexus After the Crisis. Compilation of papers*, red. D. Rakic, European Parliament, Luxembourg 2020, <https://doi.org/10.2861/20510>.

³⁷ *Speech by Christine Lagarde...*

³⁸ Federal Reserve System, *Federal Open Market Committee Announces Approval of Updates to its Statement on Longer-Run Goals and Monetary Policy Strategy*, <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20200827a.htm> [dostęp: 27 lipca 2021 r.].

³⁹ Por. przypis 35.

- Dudkiewicz B., Przybylska-Kapuścińska W., *Nadzwyczajne instrumenty polityki pieniężnej* [w:] *Współczesna polityka pieniężna. Perspektywa XXI wieku*, red. W. Przybylska-Kapuścińska, M. Szyszko, Difin, Warszawa 2017.
- EBC rozpoczyna przegląd swojej strategii polityki pieniężnej, Komunikat prasowy, 23 stycznia 2020 r., <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ecb.pr200123~3b8d9fc08d.pl.html>.
- ECB Press Conference: Introductory Statement, Willem F. Duisenberg, President of the European Central Bank, 13 October 1998, <https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/1998/html/is981013.en.html>.
- The ECB's Monetary Policy: Standard and Non-Standard Measures*, European Central Bank, Central Banking Seminar Frankfurt am Main, 3 July 2019, https://www.ecb.europa.eu/pub/conferences/shared/pdf/20190701_CBS2019/ecb.CBS2019_Schumacher_The_ECB_monetary_policy_standard_and_non_standard_measures_presentation.en.pdf.
- Eichengreen B., *The Euro Crisis: The Theory of Optimum Currency Areas Bites Back*, „Notenstein Academy White Paper Series”, March 2014, s. 5, <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.669.5131&rep=rep1&type=pdf>.
- Gerdesmeier D., *Stabilność cen – dlaczego jest ważna także dla ciebie?*, Europejski Bank Centralny, Frankfurt 2009, https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/whypricestability_pl.pdf.
- Grauwe P. de, Ji Y., *A Tale of Three Depressions*, 24 September 2020, VoxEU.org, <https://voxeu.org/article/tale-three-depressions>.
- Gros D., *Macroeconomic Imbalances in the Euro Area: Symptom or Cause of the Crisis?*, „CEPS Policy Briefs” 2012, nr 266, s. 9–10, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2060118.
- Keynote Address by Jean-Claude Trichet, President of the ECB, at the University of Munich, 13 July 2009, <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2009/html/sp090713.en.html>.
- Lane P.R., *The Monetary Policy Package: An Analytical Framework*, <https://www.ecb.europa.eu/press/blog/date/2020/html/ecb.blog200313~9e783ea567.en.html>.
- Mario Draghi, prezes EBC, Luis de Guindos, wiceprezes EBC, Frankfurt nad Menem, 12 września 2019 r., <https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2019/html/ecb.is190912~658eb51d68.pl.html>.
- Rakic D., *The ECD's Monetary Policy Response to the COVID-19 Crisis*, European Parliament, <https://doi.org/10.2861/705644>.
- Speech by Christine Lagarde, President of the ECB, at the „ECB and Its Watchers XXI” Conference Frankfurt am Main, 30 September 2020, <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2020/html/ecb.sp200930~169abb1202.en.html>.
- Speech by Mario Draghi, President of the European Central Bank, at the Global Investment Conference in London, 26 July 2012, <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2012/html/sp120726.en.html>.
- Whelan K., *Monetary-Fiscal Interactions in the Euro Area: Assessing the Risks* [w:] *Monetary-Fiscal Nexus After the Crisis. Compilation of papers*, red. D. Rakic, European Parliament, Luxembourg 2020, <https://doi.org/10.2861/20510>.

Raporty, dokumenty

- Decyzja Europejskiego Banku Centralnego (UE) 2020/440 z dnia 24 marca 2020 r. w sprawie tymczasowego nadzwyczajnego programu zakupów w czasie pandemii (EBC/2020/17) (Dz.Urz. UE 2020 L 91).
- European Economic Forecast. Autumn 2019*, November 2019, Luxembourg 2019, https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/economy-finance/ip115_en_0.pdf.

Europejski Bank Centralny, *Asset Purchase Programmes*, <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/app/html/index.pl.html>.

Europejski Bank Centralny, *Base Money, Broad Money and the APP*, https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ebbox201706_07.en.pdf.

Europejski Bank Centralny, *The ECB's Monetary Policy Strategy*, 8 May 2003, https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2003/html/pr030508_2.en.html.

Europejski Bank Centralny, *Key ECB Interest Rates*, https://www.ecb.europa.eu/stats/policy_and_exchange_rates/key_ecb_interest_rates/html/index.pl.html.

Europejski Bank Centralny, *Open Market Operations*, <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omo/html/index.en.html>.

Europejski Bank Centralny, *Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP). Questions & Answers*, <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/pepp/html/pepp-qa.pl.html>.

Europejski Bank Centralny, *Roczny raport finansowy EBC 2020*, <https://www.ecb.europa.eu/pub/annual/annual-accounts/html/index.pl.html>.

Europejski Bank Centralny, *Raport roczny 2008*, <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2008pl.pdf>.

Europejski Bank Centralny, *Raport roczny 2009*, <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2009pl.pdf>.

Europejski Bank Centralny, *Raport roczny 2010*, <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2010pl.pdf>.

Eurostat, *GDP and Main Components (Output, Expenditure and Income)*, https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/NAMQ_10_GDP__custom_998698/default/table?lang=en.

Eurostat, *Government Debt Down to 84.1% of GDP in Euro Area*, https://ec.europa.eu/eurostat/documents/portlet_file_entry/2995521/2-23042020-AP-EN.pdf/82252e2f-7336-a45b-9735-5dc29176aa06.

Eurostat, *Real GDP Growth Rate – Volume*, <https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/tec00115/default/table?lang=en>.

Federal Reserve System, *Federal Open Market Committee Announces Approval of Updates to its Statement on Longer-Run Goals and Monetary Policy Strategy*, <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20200827a.htm>.

Strony internetowe

https://www.ecb.europa.eu/home/search/html/forward_guidance.en.html.

<https://www.ecb.europa.eu/mopo/strategy/html/index.pl.html>.

<https://www.ecb.europa.eu/pub/annual/html/ar2020~4960fb81ae.pl.html>.