

OMT w Karlsruhe - w oczekiwaniu na wyrok

Tło zdarzeń OMT

Latem 2012 r. Prezes Europejskiego Banku Centralnego (EBC) zapowiedział możliwość nieograniczonego skupu obligacji państw członkowskich na rynku wtórnym w ramach programu *OMT (Outright Money Transactions)*ⁱ – bezpośrednich / bezwarunkowych transakcji monetarnych. Na stronach EBC czytamy, że skup bezwarunkowy należy do instrumentów polityki pieniężnej EBC już od 1999 r., ale po raz pierwszy zastosowano go dopiero w 2009 r. Można go zatem uznać za środek niestandardowyⁱⁱ. Niezbędnym wymogiem prowadzenia transakcji *OMT* są ściśle określone i możliwe do wyegzekwowania warunki związane z odpowiednim programem *EFSF/ESM* (Europejskim Mechanizmem Stabilności). *OMT* ma nielimitowany charakter i dotyczy obligacji skarbowych, których termin wykupu wynosi od 1 roku do 3 lat. W odniesieniu do wszystkich nabytych w wyniku transakcji *OMT* obligacji skarbowych EBC zgadza się być traktowany tak samo jak wierzyciele prywatni i inni. Płynność powstała w wyniku programu *OMT* będzie w pełni sterylizowana (wycofywana z rynku). Co ciekawe, *OMT* uspokoiły rynki finansowe i wyciszyły panikę nawet bez faktycznego zaistnienia. Sama obietnica uzdrowiła sytuację.

Kontrowersje, które doprowadziły do złożenia skargi w Niemczech, wzbudza fakt, że działania EBC mogą mieć konkretne i negatywne konsekwencje dla budżetu RFN, a o jego wysokości przesądzać powinien i może tylko *Bundestag*, wybrany przez niemieckich obywateli.

Nr 156/2014
08'01'14

INSTYTUT ZACHODNI
im. Zygmunta
Wojciechowskiego
Instytut Naukowo-Badawczy,
Poznań

Autor:
Marta Götz

Redakcja:
Marta Götz
Radosław Grodzki
Krzysztof Malinowski

Jednocześnie EBC, jako niezależna instytucja unijna, podlega, jeśli w ogóle, jurysdykcji Trybunału Sprawiedliwości Unii Europejskiej (TSUE), a nie Trybunału z Karlsruhe, który nie posiada uprawnień, aby wyrokować w jego sprawie.

EBC w ogniu niemieckiej krytyki

Warto przypomnieć, że nie tylko OMT spotyka się z krytyką w niemieckich kręgach politycznych i ekonomicznych. Zaniepokojenie wzbudza też (np. szefa Bundesbanku J. Weidmana)ⁱⁱⁱ *Emergency Liquidity Assistance (ELA)* i *Securities Market Programme (SMP)*, czyli pomoc płynnościowa udzielana w państwach objętych kryzysem przez tamtejsze banki centralne, uznawana za niezgodną z mandatem EBC^{iv}. Spór ogniskuje się wokół postrzegania tej aktywności w kategoriach niezbędnego korygowania zablokowanych kanałów transmisji polityki monetarnej (zwolennicy), czy raczej ignorującego fundamenty makroekonomiczne angażowania się w politykę fiskalną. Skup obligacji gospodarek peryferyjnych stoi w sprzeczności z niezależnością EBC i jego głównym zadaniem, czyli dbaniem o stabilność pieniężną, i oznacza zacieranie granic między polityką monetarną a fiskalną. Większość opiniotwórczych niemieckich środowisk ekonomicznych wypowiada się przeciw prowadzonej przez M. Dragiego polityce EBC, upatrując w niej jedynie ryzyka inflacji i redukcji presji reform na kraje Południa Europy^v: „Stabilizacyjną rolę wypełniać powinny rządy, a nie EBC”. Niepokój wzbudziła propozycja EBC ewentualnego stymulowania akcji kredytowych poprzez rozwój sektora papierów sekurytyzowanych (*ABS – asset-based securities*), do tej pory obwinianego za współudział w kryzysie i traktowanego jako „broń masowego rażenia”. Byłoby to przełamanie kolejnego tabu^{vi} wynikającego z rosnącego poczucia bezsilności i nieefektywności stosowanych narzędzi (niskiej stopy procentowej). Program *ABS* rozważany przez EBC, polegający w uproszczeniu na tworzeniu na bazie udzielonych małym i średnim przedsiębiorstwom (MSP) kredytów instrumentów, które byłyby akceptowane jako zastaw w EBC, skutkowałby jedynie wzrostem pokusy nadużyć (*moral hazard*). Sytuacja wymaga w pierwszej kolejności uzdrowienia tamtejszego systemu bankowego. Z krytyką spotkała się listopadowa redukcja stopy referencyjnej do rekordowo niskiego poziomu 0,25%, a także sama zapowiedź i rozważania wprowadzenia negatywnej stopy depozytowej mającej zniechęcić do „parkowania” wolnych środków przez banki komercyjne w EBC i pobudzić gospodarkę. Spory w środowisku ekonomistów i polityków niemieckich wywołała też kwestia



transparentności działania EBC, zwłaszcza postulat ujawniania protokołów z posiedzeń Rady i argumentacji stanowiącej podstawę podejmowanych decyzji^{vii}. Choć taka przejrzystość funkcjonowania banku z Frankfurtu wydaje się pożądana z racji ogromnej roli przypisywanej tej instytucji w walce z kryzysem i wpisuje w formułę stosowaną przez inne banki centralne, także FED, to jednak zdaniem specjalistów niesie ryzyko wywierania wpływu na członków Rady „inaczej głosujących”, swoistego lobbingu zwłaszcza ze strony polityków czy presji reszty środowiska. Tym samym podważa fundamentalną zasadę niezależności EBC. Poza tym pewna doza dwuznaczności czy też niejasności jest korzystna dla rynków finansowych. Przegląd prasy gospodarczej wskazuje, że w związku ze zbyt niską, jak na potrzeby RFN, stopą procentową EBC silne są obawy o pojawianie się bańki na rynku nieruchomości. Niemieckie środowiska ekonomiczne są w większości ortodoksyjne w postrzeganiu celów EBC, nie dzieląc głosów na rzecz ewentualnego wprowadzenia tzw. nominalnego PKB rozszerzającego spektrum polityki monetarnej EBC.

Kwestie legalności działalności EBC dzielą niemieckich ekonomistów. Głosy części środowiska przeciwnego zdają się lepiej przebijać w mediach i znajdują większy oddźwięk w powszechnej opinii publicznej. Choć i zwolennicy polityki M. Draghiego nie pozostają bierni. Grupa ekspertów, w tym prominentni: prezydent *Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung DIW Berlin* M. Fratzchser, była członkini Rady Doradców Ekonomicznych Beatrice Weder di Mauro, obecny członek Rady Peter Bofinger, Michael Hüther, dyrektor *Institut der deutschen Wirtschaft*, wystosowała list (podpisany przez 246 osób, w tym wielu renomowanych ekonomistów z całego świata), w którym popiera politykę EBC pod wodzą M. Draghiego^{viii}.

Postępowanie w Karlsruhe – argumenty obu stron

Wyrok dotyczący legalności wprowadzonej w życie, ale *de facto* jeszcze nie sprawdzonej operacji zakupu bezwarunkowego obligacji krótkoterminowych w ramach programu *OMT*, spodziewany na jesieni 2013 r., Trybunał z Karlsruhe przesunął na początek 2014 r. Wniosek złożyli polityk *CSU* Peter Gauweiler i stowarzyszenie „Mehr Demokratie” skupione wokół byłej minister sprawiedliwości Herty Däubler-Gmelin. Zgłaszane wątpliwości dotyczyły ewentualnego naruszenia konstytucji RFN gwarantującej *Bundestagowi* wyłączne prawa decydowania o wysokości budżetu. Pozew stwierdzał, że EBC krokiem tym przekroczył nadany mu traktatowo mandat, gdyż Traktat o Funkcjonowaniu Unii Europejskiej wprowadza zakaz monetarnego finansowania polityki fiskalnej (*monetary financing prohibition*), a więc m.in. nabywania



przez EBC papierów dłużnych bezpośrednio od państw (czyli na tzw. rynku pierwotnym^{ix}).

W celu rozpatrzenia złożonej latem 2013 r. skargi Trybunał rozpoczął serię przesłuchań. Nawet nastawiona sceptycznie wobec poczynań EBC prasa branżowa przyznawała, że dobór „świadków” wyraźnie premiował zwolenników ortodoksyjnej polityki monetarnej^x. O wyrażenie opinii poproszono między innymi prezydenta monachijskiego Ifo H.-W. Sinna, dyrektora ZEW z Mannheim C. Fuesta czy prezydenta DIW M. Fratzschera. Niektóre stanowiska były bardzo jednoznaczne (H.-W. Sinn), inne, bardziej wyważone, starały się dostrzec zarówno plusy, jak i minusy polityki EBC. Jakie argumenty przywołują zatem obie strony?

Zwolennicy uznają, że działania Banku we Frankfurcie podyktowane są wyższą koniecznością. Wyjątkowa sytuacja strefy euro uzasadnia stosowanie nawet niestandardowych narzędzi. Mimo że nietypowe, operacje te nadal wpisują się w ramy polityki pieniężnej. Orędownicy OMT powołują się na pewien wrodzony problem UGW, tj. występowanie wielokrotnych równowag (*multiple equilibria*). Oznacza on możliwość „usadowienia” się gospodarki w punkcie, w którym nie funkcjonuje ona optymalnie, a więc wiele z kategorii ekonomicznych działa poniżej poziomów potencjalnych. Jest to odzwierciedlenie sytuacji, gdy uwspólnotowieniu polityki monetarnej nie towarzyszy odpowiednia koordynacja polityk fiskalnych. Badania definiują „dobrą” równowagę przy relacji długu do PKB na poziomie około 75% i „złą” (*bad equilibrium*), gdy dług przekracza 106% PKB^{xi}. Przechodzenie do stanu „dobrej” równowagi, a więc wychodzenie z wzajemnie wzmacniającej się pętli rosnących stóp procentowych, spadku PKB, wzrostu relacji długu do PKB i inflacji wymaga zarówno reform strukturalnych, w tym konsolidacji fiskalnej, jak i pomocy zewnętrznej – dla systemu bankowego i finansów publicznych. Ekspertcy uważają więc, że rynek długu w UE jest wyjątkowo podatny na samospelniające się kryzysy^{xii}. Wzrost rentowności obligacji krajów Południa Europy niekoniecznie odzwierciedla pogorszenie się warunków realnych gospodarki, podstawowych kategorii makroekonomicznych, ile wypełnienie samospelniających się prognoz. W krajach UGW rynki mają tendencję do złej wyceny ryzyka. Innymi słowy zawodzą, gdyż w czasie boomów i recesji przeszacowują *spready*. Nie działają tak efektywnie, jak w „samodzielnych” gospodarkach. Kluczowe znaczenie ma tutaj ocena sytuacji danego kraju przez rynki finansowe. Kiedy kraj wypłacalny traci płynność w związku z rosnącą paniką na rynkach, otwiera się błędny krąg zadłużania. Coraz wyższe oprocentowania papierów skarbowych, których emisja jest konieczna dla obsługi dotychczasowych zobowiązań, powoduje, że rządy nie są w stanie rolować długu, bo rynki im „nie wierzą”^{xiii}. Przejście od „dobrej” równowagi z



niską stopą do „złej”, w której stopa osiąga poziomy uniemożliwiający obsługę długu, ma często nielogiczny charakter „wiary i przekonania rynków”, a nie oceny fundamentów makroekonomicznych i jest „samospelniającą się przepowiednią”.

Zwolennicy polityki EBC w wykonaniu M. Dragiego wskazują także, że z racji statutowej niezależności Bank we Frankfurcie ma zagwarantowaną autonomię decydowania i może sobie pozwolić nawet na kontrowersyjne kroki, jeśli uzna to za słuszne. Mandat niezależności stanowi immunitet chroniący od wpływów politycznych. Broniąc zasadności *OTM*, przypomina się o zadaniu EBC jakim jest dbanie o spójność strefy euro. Operacje EBC są w tym świetle jedynie próbą udrażniania kanałów transmisji polityki monetarnej do realnej gospodarki. „Nieodwołalne” wprowadzenie euro, jakie nastąpiło w ramach UGW, stawia EBC wobec konieczności podejmowania niezbędnych kroków celem utrzymania spójności i integralności strefy^{xiv}.

Przeciwnicy uznają, że EBC działa już poza swoimi prerogatywami, *de facto* w prawie szarej strefie. Nie prowadzi polityki pieniężnej, ale fiskalną. Konserwatywne środowiska z H.-W. Sinnem na czele uważają, że potwierdzając legalność *OTM*, Trybunał zaprzeczyłby sam sobie, bowiem anulował werdykt uznający wcześniej prawomocność skupu obligacji przez *ESM*, jak wiadomo nieuprawniony do prowadzenia polityki pieniężnej. Zatem skoro tamto działanie potraktowano za czynność w ramach polityki fiskalnej, identyczna aktywność, tyle że w wykonaniu EBC, nie może być uznana za politykę monetarną.

Krytycy działań M. Dragiego uważają, że nie należy korygować „nierównowagi” w ramach strefy euro, gdyż obserwowana sytuacja odzwierciedla jedynie fundamenty makroekonomiczne, a nie jest wynikiem niezdrowej i nieracjonalnej paniki rynków finansowych. Te bowiem, nawet „rozchwiane”, są w stanie rozpoznać (choć często z opóźnieniem) zróżnicowaną sytuację makroekonomiczną poszczególnych państw, co znajduje potwierdzenie w rozpiętości *spreadów* – różnic w poziomie rentowności papierów skarbowych poszczególnych państw. Zatem trudności finansowe firm z Południa Europy (wyższe ryzyko kredytowe i stąd koszty pozyskania środków) powodowane są czynnikami o charakterze narodowym (nie ogólnoeuropejskim), są specyficzne dla danej gospodarki^{xv}. Konieczne stają się reformy strukturalne, konsolidacja fiskalna, odzyskiwanie konkurencyjności – „praca od podstaw”.

Przeciwnicy polityki EBC i programu *OMT* widzą go w kategoriach „dyskryminującego” zakupu *de facto* wybranych (wyselekcjonowanych) obligacji krajów zagrożonych w recesji / doświadczających problemów gospodarczych i to pod



wątpliwej jakości zastaw. Działania te przypominają ubezpieczenie *ex post* sprzyjające pokusie nadużyć.

Decyzja?

Można przypuszczać, że werdykt z Karlsruhe będzie próbą pogodzenia obu argumentacji. A więc będzie z gatunku „tak, ale”: „zgoda, ale pod pewnymi warunkami”. Sędziowie uznają, że EBC działa na granicy legalności, co spowodowane jest w uproszczeniu specyfiką niepełnej UGW (koniecznością udrożnienia kanałów transmisji polityki monetarnej i zachowaniem spójności strefy euro). Nierealne zatem okaże się to, na co liczy część niemieckich ortodoksyjnych środowisk, że Trybunał stwierdzi niezgodność z konstytucją i przekroczenie przez EBC uprawnień, tzn. wejście na obszar prerogatyw *Bundestagu*. Decyzja raczej potwierdzi gorzką prawdę, że *Bundesbank* jest tylko jednym z szesnastu członków Rady EBC, a sąd w Karlsruhe nie ma uprawnień do przesądzania o legalności akcji takich, jak *OMT*, bowiem EBC podlega jedynie TSUE^{xvi}. Wyrok negatywny stwierdzający niezgodność z prawem mógłby poważnie wstrząsnąć misternie odbudowywanym zaufaniem i uspokojeniem na rynkach finansowych.

Najprawdopodobniej wydany na początku tego roku werdykt odzwierciedli wspomnianą już postawę „warunkowości”, tj. „pomoc tak, ale pod pewnymi warunkami” (wymóg zgody *Bundestagu*, ściśle określony próg wsparcia finansowego). Dyskurs prowadzony w niemieckich kręgach ekonomicznych nad przyszłością strefy euro / UE w szerszym ujęciu wydaje się bowiem sprowadzać do promowania pewnej „warunkowej” (może wręcz „elitarniej”?) integracji, sankcjonując tym samym ideę „unii wielu prędkości” czy „zmiennej geometrii”. Decyzja Trybunału z Karlsruhe będzie najpewniej kolejnym elementem niemieckiej układanki integracyjnej w myśl zasady warunkowości (obok np. projektowanych kontraktów na rzecz konkurencyjności i konwergencji IKK).

Tezy zawarte w tekście wyrażają jedynie opinie autora.

ⁱ T. Grosse, *O legitymacji działań Europejskiego Banku Centralnego w czasie kryzysu*, 18.06.2013, <http://www.nowapolitologia.pl/politologia/europeistyka/o-legitymacji-dzialan-europejskiego-banku-centralnego-w-czasie-kryzysu>.

ⁱⁱ http://www.ecb.europa.eu/ecb/educational/facts/monopol/html/mp_011.pl.html, 23.11.2013.

ⁱⁱⁱ *Euro-Rettung Weidmann rechnet mit der EZB ab*, „Handelsblatt” 25.04.2013.

^{iv} *Professoren halten EZB-Anleiheprogramm für rechtswidrig*, „Wirtschaftswoche” 11.09.2013.



-
- ^v H.W. Sinn, *Verantwortung der Staaten und Notenbanken in der Eurokrise*, Gutachten im Auftrag des Bundesverfassungsgerichts, Zweiter Senat, Sitzung 11. und 12. Juni 2013; *OMT – Nebenwirkungen der Rettungspolitik*, Mario Draghis riskantes Euro-Versprechen, „Wirtschaftswoche“ 5.08.2013.
- ^{vi} *EZB erwägt neuen Wertpapier-Kauf*, „Wirtschaftswoche“ 8.05.2013.
- ^{vii} *Neue Transparenz-Offensive EZB-Freizügigkeit mit Nebenwirkungen*, „Wirtschaftswoche“ 29.07.2013.
- ^{viii} <https://berlinoeconomicus.diw.de/geldpolitik/>, pobrane 24.11.2013.
- ^{ix} Art. 123 TFUE, Dziennik Urzędowy UE, C83, 30.03.2010, s. 99.
- ^x *Zweifel an Neutralität der Karlsruher Richter*, <http://www.handelsblatt.com/politik/deutschland/nach-euro-verhandlung-zweifel-an-neutralitaet-der-karlsruher-richter/8341920.html>, 13.06.2013.
- ^{xi} P.M. Padoan, U. Sila, P. van den Noord, *Avoiding debt traps: financial backstops and structural reforms*, paper presented at the 9th EUROFRAME Conference on Economic Policy Issues in the EU: „The Eurozone in crisis: challenges for monetary and fiscal policies, and prospects for monetary union”, 8.06.2012, Kiel, Germany.
- ^{xii} P. De Grauwe, Yuemei Ji, *Mispricing of Sovereign Risk and Multiple Equilibria in the Eurozone*, mimeo, http://www.econ.kuleuven.be/ew/academic/intecon/Degrauwe/PDG-papers/Discussion_papers/Multiple%20equilibria%20in%20Eurozone%20jan15.pdf, Jan 2012.
- ^{xiii} D. Gros, T. Mayer, *Liquidity in times of crisis: even the ESM needs it*, „CEPS Policy Brief” no. 265, 2012.
- ^{xiv} 52-stronicowa opinia Franka Schorkopfa (*Professor für Europarecht in Göttingen*) przygotowana dla EBC.
- ^{xv} A. Belke, *Finance Access of SMEs: What Role for the ECB?* „Ruhr Economic Papers” no. 430.
- ^{xvi} Carsten Brzeski blog – *Will Karlsruhe rock markets again?* 7.06.2013, <http://merkelnomics.blogspot.be/2013/06/will-karlsruhe-rock-markets-again.html>.

Marta Götz – ekonomista, adiunkt w Instytucie Zachodnim, zainteresowania badawcze: bezpośrednie inwestycje zagraniczne, gospodarka Niemiec, kryzys w strefie euro.

