Zeszyty Naukowe
Wyższej Szkoły Bankowej w Poznaniu
2013, t. 48, nr 3

Marta Karaś

Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu, Wydział Zarządzania, Informatyki i Finansów,
Katedra Inwestycji Finansowych i Zarządzania Ryzykiem

Polityka pieniężna w Europie w obliczu kryzysu: o globalizacji i współpracy międzynarodowej

Streszczenie. *W 2011 r. przeprowadzono badania dotyczące działań banków centralnych w obliczu kryzysu finansowego, w których uwzględniono m.in. wszystkie kraje Europy (26 centralnych władz monetarnych). Oprócz mnogości nowatorskich rozwiązań w prowadzeniu polityki pieniężnej zaobserwowano wiele nowych form współpracy międzynarodowej. Głównym celem artykułu jest prezentacja zaproponowanej przez autorkę taksonomii tych nowych rozwiązań oraz ocena zmian w polityce pieniężnej w Europie od początku kryzysu do chwili obecnej. Zaproponowana analiza pozwala na wyciągnięcie wniosków na temat przyszłych działań europejskich banków centralnych.*

Słowa kluczowe: *światowy kryzys finansowy, bank centralny, polityka pieniężna, Europa*

1. Wstęp

Okres między 2007 i 2011 r. okazał się wyjątkowo trudny dla uczestników rynku finansowego. Sektory finansowe na całym świecie musiały się zmierzyć z poważnymi problemami z płynnością, w odpowiedzi na co banki centralne podjęły bezprecedensowe działania. W 2010 i 2011 r. przeprowadzono badania dotyczące działań władz monetarnych w obliczu globalnego kryzysu finansowego. Wśród najciekawszych obserwacji zanotowano różnorodne nowatorskie rozwiązania w polityce pieniężnej, zarówno w skali narodowej, jak i globalnej. Głównym celem artykułu jest prezentacja nowych rozwiązań w polityce pieniężnej wraz z ich, zaproponowaną przez autorkę, taksonomią. Szczególnie dużo uwagi poświęcono nieporuszanemu dotąd zagadnieniu współpracy międzynarodowej, która w dobie kryzysu stała się strategicznym elementem antykryzysowego zarządzania monetarnego.

2. Parametry badawcze

Wybór podmiotów części badania, której poświęcony jest niniejszy artykuł, został podyktowany kilkoma czynnikami. Próba badawcza składa się z 26 centralnych władz monetarnych, tak szeroka grupa pozwoliła bowiem na wyciągnięcie wniosków uogólniających dotyczących Europy, postrzeganej jako region ścisłych ekonomicznych powiązań międzynarodowych. Warto jednak zaznaczyć, że wyniki prezentowane dla Europy pozostają reprezentatywne dla całej badanej próby 50 największych gospodarek świata[1]. W badaniu uwzględniono banki centralne wszystkich krajów europejskich (stref walutowych), jednak z powodu stosunkowo niskiej przejrzystości[2] polityki pieniężnej w takich krajach, jak Mołdawia, Białoruś czy Rosja, dane dotyczące tych państw należy traktować z ostrożnością. Dzięki zasadniczym podobieństwom między badanymi krajami możliwe było przeprowadzenie dedukcji uogólniającej. Do podobieństw tych zalicza się:

– relatywnie wysoki stopień zaludnienia,
– istotny udział w międzynarodowym rynku finansowym,
– zbliżony poziom rozwoju gospodarczego,
– niezależność polityczną i pieniężną (walutową),
– politykę pieniężną skierowaną na stabilność cen,
– transparentność polityki pieniężnej,
– znalezienie się pod wpływem globalnego kryzysu finansowego.

Wybór przedziału czasowego dla badania został podyktowany warunkami gospodarczymi, dlatego uwzględnia: lata 2006-2007, czyli okres przedkryzysowy, lata 2008-2009, czyli okres największych problemów z płynnością, oraz lata 2010-2011 – okres relatywnej stabilizacji oraz recesji gospodarczej.

Przedstawione badanie obejmuje dokładną analizę wszystkich działań podjętych przez władze monetarne w badanym okresie. W celu zebrania danych przestudiowano publikacje i komunikaty prasowe banków centralnych, udostępnione w okresie badawczym na stronach domowych poszczególnych instytucji[3].

---

[1] Prezentowane wyniki, wzbogacone o dane z 2011 r., dotyczą wycinka badań przeprowadzonych w 2010 r. dla łącznej próby 50 banków centralnych zarówno z Europy, jak i obu Ameryk, Azji oraz Australii z Oceanią. Por. M. Karaś, *Monetary Policy in Face of the Global Financial Crisis 2007-2009* [praca magisterska], UE we Wrocławiu, Wydział Zarządzania, Informatyki i Finansów, Master Studies in Finance, Wrocław 2010.

[2] Badania wykazały, że w krajach tych dane dotyczące działań banku centralnego udostępniane są z dużym opóźnieniem oraz mają charakter cząstkowy. Warto jednak zaznaczyć, że nie stoi to w sprzeczności z celem finalnym polityki monetarnej, bowiem kraje te nie prowadzą typowej polityki celu inflacyjnego. Por. M. Karaś, *Monetary Policy in Face…*

[3] Szczegółowa lista źródeł znajduje się w końcowej części artykułu. Bezpośrednie źródła danych do prezentowanych tabel i wykresów nie są cytowane, gdyż dane te zostały najpierw przetworzone przez autorkę i niejednokrotnie pochodzą z wielu źródeł równocześnie. Bezpośrednia cytacja jest technicznie niemożliwa.

Pośród wielu nowo zaobserwowanych aspektów polityki pieniężnej wyjątkowo istotny wydaje się fakt, że badany okres okazał się niesłychanie dynamiczny pod względem prowadzenia polityki monetarnej. 50 przebadanych instytucji centralnego zarządzania pieniądzem podjęło łącznie 1786 działań w celu stabilizacji sytuacji finansowej na skalę globalną i lokalną[4]. W 2008 r. okazało się jednak, że tradycyjne instrumenty polityki pieniężnej zawiodły. Przed upływem 2010 r. praktycznie wszystkie kraje europejskie podjęły nowe działania w tym zakresie, wymagające zacieśnienia współpracy międzynarodowej. Dodatkowo ponad połowa banków centralnych zdecydowała się na wprowadzenie nowych instrumentów. Mniejsza część z nich miała wpłynąć na stabilność sektora finansowego za pośrednictwem istniejących kanałów transmisji polityki pieniężnej, pozostałe zaś za pośrednictwem nowych kanałów, których większość, jak się okazało, zależeć miała od nowej, ścisłej współpracy międzynarodowej.

3. Nowe rozwiązania dla płynności sektora finansowego

W badanym okresie w polityce pieniężnej zastosowano niekonwencjonalne strategie wprowadzania płynności na rynek i kontroli stóp procentowych. Aby lepiej zrozumieć rozwiązania wprowadzone przez władze monetarne w obliczu globalnego kryzysu finansowego, zasadne wydaje się opracowanie taksonomii tych rozwiązań. Takie taksonomie proponowane były m.in. przez przewodniczącego Rady Gubernatorów Systemu Rezerwy Federalnej Stanów Zjednoczonych – Bena Bernanke'a[5] czy przez Lorenza Bini Smaghi, byłego członka zarządu Europejskiego Banku Centralnego[6]. Jednakże wspomniane propozycje dotyczą rozwiązań wprowadzanych jedynie w krajach wysoko rozwiniętych. Jako że w badanej próbie znalazły się zarówno kraje rozwinięte, jak i rozwijające się, szersza i jednocześnie bardziej szczegółowa taksonomia wydaje się konieczna.

Kotaro Ishi, Mark Stone i Etienne Yehoue[7] z Międzynarodowego Funduszu Walutowego (MFW) zaproponowali taksonomię nowych rozwiązań dla rynków rozwijających się, która po pewnych modyfikacjach wydaje się właściwa również dla rynków rozwiniętych. Konieczne jest jednak wprowadzenie podziału nowych rozwiązań na działania zależne i niezależne od współpracy międzynarodowej. Proponowana przez autorkę taksonomia jest zilustrowana na rysunku 1.

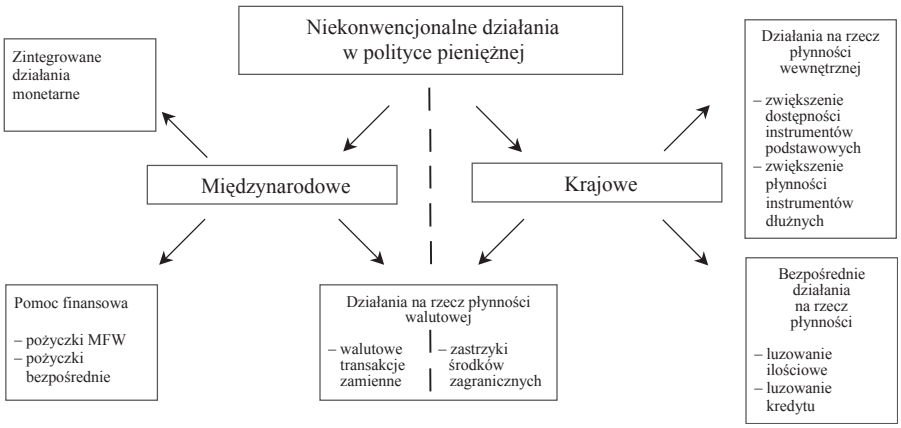
---

[4] M. Karaś, *Monetary Policy in Face…*, s. 68.

[5] B.S. Bernanke, *The Federal Reserve's Balance Sheet, Speech at the Federal Reserve Bank of Richmond 2009 Credit Markets Symposium*, Charlotte, North Carolina, 3.04.2009, http://federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20090403a.htm [5.07.2009].

[6] L. Bini Smaghi, *Conventional and unconventional monetary policy, Keynote lecture at the International Center for Monetary and Banking Studies (ICMB)*, Geneva, kwiecień 2009, www.ecb.int/press/key/date/2009/html/sp090428.en.html [5.07.2009].

[7] K. Ishi, M. Stone, E.B. Yehoue, *Unconventional Central Bank Measures for Emerging Economies*, „IMF Working Paper" nr 09/226.



Rys. 1. Niekonwencjonalne rozwiązania w polityce pieniężnej

Źródło: opracowanie własne.

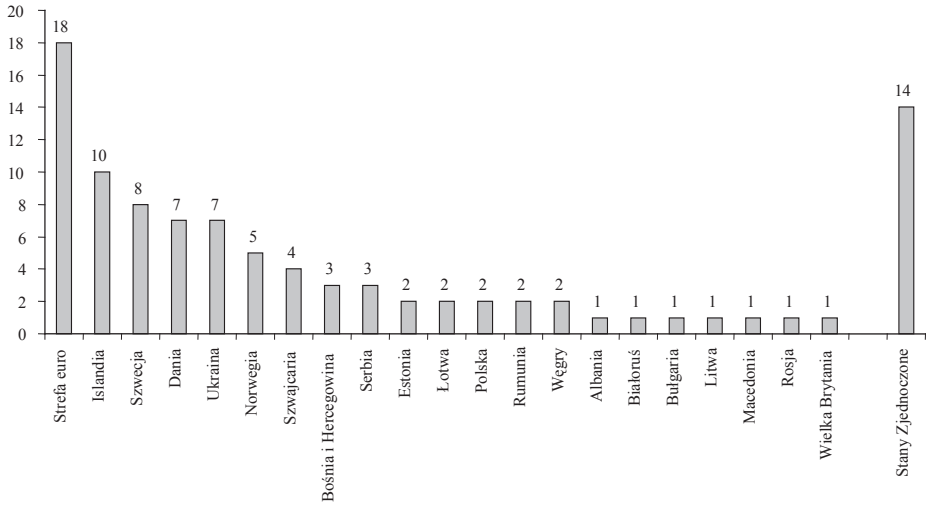
Aż 92% badanych krajów europejskich podjęło w okresie kryzysu nowatorskie działania zależne od zacieśnionej współpracy międzynarodowej. Ponieważ działania takie stanowią spójną grupę, jednocześnie zasadniczo różniąc się od pozostałych rozwiązań ujętych na rysunku 1, a dodatkowo uwzględniają ponad połowę zaobserwowanych w badaniu niekonwencjonalnych działań, stanowią one główny temat prezentowanego artykułu[8]. W dalszej części opracowania każdej z podgrup współpracy międzynarodowej poświęcono osobną sekcję.

4. Współpraca międzynarodowa na polu polityki pieniężnej

Wraz z rozwojem kryzysu szybko okazało się, że ścisła współpraca na arenie międzynarodowej jest niezbędna, aby skutecznie walczyć z globalnymi problemami w zakresie płynności. W niniejszym podrozdziale zaprezentowano dane empiryczne dotyczące takiej współpracy w latach 2006-2011. Działania związane z aktywnością MFW zostały wyłączone z tej części analizy, poświęcony jest im jednak osobny podrozdział w dalszej części artykułu.

Na rysunku 2 przedstawiono łączną liczbę działań z zakresu pogłębiania współpracy międzynarodowej między 26 badanymi bankami centralnymi. W badaniu nie znaleziono informacji wskazujących na aktywny udział w takich działaniach dwóch krajów: Chorwacji i Mołdawii, dlatego zakłada się, że kraje te ich nie podjęły. W celu nadania globalnego kontekstu przedstawianym danym na wybranych wykresach znajdują się również dane dotyczące Stanów Zjednoczonych.

[8] Analizę rozwiązań znajdujących się po prawej stronie rysunku 1 można znaleźć w publikacji: M. Karaś, *Monetary Policy Facing Global Financial Crisis: Unconventional Measures*, w: *Finanse w niestabilnym otoczeniu – dylematy i wyzwania. Bankowość*, „Studia Ekonomiczne", red. I. Pyka, J. Cichorska, UE w Katowicach, Katowice 2012, s. 47-55.



Rys. 2. Łączna liczba działań z zakresu współpracy międzynarodowej dla Europy w latach 2006-2011

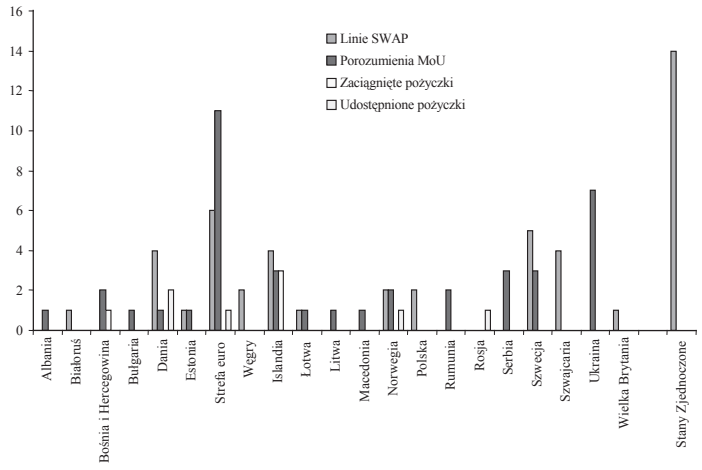
Źródło: opracowanie własne.

Tabela 1. Działania z zakresu współpracy międzynarodowej dla Europy w latach 2006-2011 – uogólnienia statystyczne

Suma wprowadzonych zmian	82
Średnia próby	3,9
Odchylenie standardowe próby	4,19

Źródło: opracowanie własne.

Z danych statystycznych wyraźnie wynika, że w ostatnich latach współpraca międzynarodowa była istotnym elementem zmian. Jak widać, w latach 2006-2011 banki centralne zrealizowały łącznie 82 formalnie udokumentowane działania w zakresie współpracy. Daje to średnią 4 działań na każdy z banków. Jednak różnorodność w próbie jest znaczna (odchylenie standardowe – 4,19), gdyż mniej więcej połowa banków podjęła jedno do dwóch działań, natomiast wybrane jednostki organizacyjne podjęły wiele takich działań (np. Europejski Bank Centralny – aż 18). Warto zaznaczyć, że zdecydowana większość badanych władz monetarnych podpisała po jednym porozumieniu określonego rodzaju z każdym z krajów. To dodatkowo uwidocznia, jak wielowymiarowy charakter miała opisywana współpraca. Jedynym przypadkiem, gdy jeden rodzaj umowy międzynarodowej dotyczył wielu krajów równocześnie, były porozumienia dotyczące walutowych transakcji zamiennych (ang. *international reciprocal currency arrangements*, *central bank swap lines*).



Rys. 3. Współpraca międzynarodowa poszczególnych banków centralnych w latach 2006-2011 według rodzaju[9]

Źródło: opracowanie własne.

Szczegóły dotyczące form omawianej współpracy ilustruje rysunek 3. Wynika z niego, że w Europie w okresie kryzysu pojawili się międzynarodowi kredytodawcy (Dania, Norwegia, Rosja, Unia Europejska) oraz nowi kredytobiorcy, głównie kraje spoza Unii Europejskiej najsilniej dotknięte przez kryzys, czyli Islandia i Białoruś. Pośród najpopularniejszych form współpracy odnajdujemy porozumienia typu *Memorandum of Understanding* (MoU) oraz walutowe transakcje zamienne. Pod względem form współpracy Europa różni się od reszty świata, gdzie walutowe transakcje zamienne stanowiły główną formę współpracy.

Obserwowane w dobie kryzysu zacieśnienie współpracy międzynarodowej należy postrzegać jako zjawisko pozytywne dla polityki pieniężnej. Fakt, iż aktualnie nie ma zasadniczo w Europie banku centralnego, który nie deklaruje formalnie (ale – jak pokazało doświadczenie – i realnie) gotowości do współpracy, jest bezprecedensowy. W globalnej sieci finansowej, z jaką mamy do czynienia współcześnie, taka gotowość jest koniecznym elementem stabilizacji sektora finansowego i zarządzania w nim ryzykiem. Porozumienia typu MoU kładą fundament pod bardziej praktyczne formy współpracy, takie jak np. zarządzanie ryzykiem kredytowym (wymiana informacji) czy płynnością (walutowe transakcje zamienne), jednak to pozostałe, nowo wprowadzone formy współpracy dały monetarnym władzom centralnym możliwość regulacji podaży pieniądza pomimo blokady tradycyjnych kanałów transmisji.

[9] Wprowadzanie zintegrowanej polityki pieniężnej nastąpiło w wielu przypadkach jako efekt działań podjętych wcześniej, a przedstawionych na powyższym wykresie, dlatego „zintegrowana polityka pieniężna" nie jest żadną ze zmiennych wspomnianego wykresu.

4.1. Porozumienia formalne i zintegrowane działania monetarne

Każde porozumienie typu MoU w kontekście polityki pieniężnej znaczy mniej więcej: „umowa, której celem jest ustanowienie podstawowych zasad działania, według których strony umowy będą pracować, aby osiągnąć zamierzone cele wzajemne”[10]. Taki dokument w dziedzinie polityki pieniężnej opisuje dwu- lub wielostronne porozumienie pomiędzy przedstawicielami banków centralnych, często wskazując jakiś określony plan wspólnych działań. Przykładem może być tu zbiór porozumień krajów śródziemnomorskich i bałkańskich dotyczących wymiany informacji o kredytobiorcach w celu lepszego zarządzania ryzykiem w bankach komercyjnych.

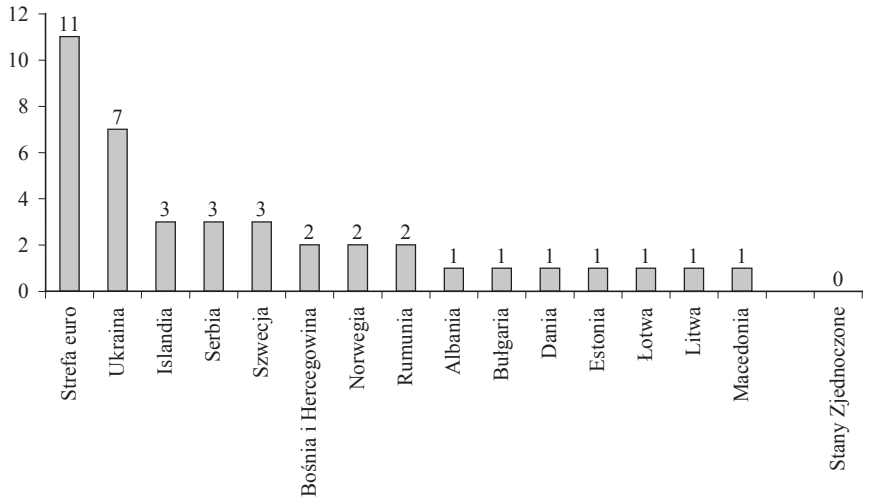
Jak należałoby się spodziewać, najbardziej aktywnym bankiem centralnym w zakresie porozumień typu MoU jest Europejski Bank Centralny. Wynika to po części z biurokratycznej natury Unii Europejskiej, jak również z jej administracyjnych właściwości. Interesujący jest jednak fakt, że takie porozumienia podpisywano najintensywniej dopiero w latach 2007 i 2008, a nie bezpośrednio w związku z powiększaniem Unii. Ciekawy wydaje się również przykład Ukrainy, która wyjątkowo silnie zacieśniła ramy współpracy międzynarodowej w latach 2006-2008, o czym świadczy aż 7 porozumień w ciągu 4 lat. Odzwierciedla to ówczesne aspiracje tego kraju względem Unii Europejskiej.

W kontekście globalnym Europa pozostaje obszarem najbardziej sformalizowanej współpracy międzynarodowej z zakresu polityki pieniężnej, o czym świadczy aż 45 porozumień wiążących 21 krajów (uwzględniając kraje leżące w strefie euro). Interesujący jest fakt, że ani w Ameryce Północnej, ani w Południowej nie funkcjonują żadne formalne umowy o współpracy międzynarodowej. Wszystkie działania opierają się tam na praktycznych ustaleniach bieżących. Takie różnice między kontynentalnym a anglosaskim modelem funkcjonowania wpływają negatywnie na dynamiczność i *timing* działań europejskich w stosunku do reszty świata. Rysunki 5 i 6 przedstawiają jedynie działania sformalizowane, a więc dotyczą Europy, Azji i Australii.

Mała dysproporcja, rzędu 7%, między liczbą porozumień i liczbą krajów wynika z istnienia kilku wielostronnych umów, z których największa dotyczy 8 krajów: Albanii, Bułgarii, Cypru, Czarnogóry, Grecji, Macedonii, Rumunii i Serbii.

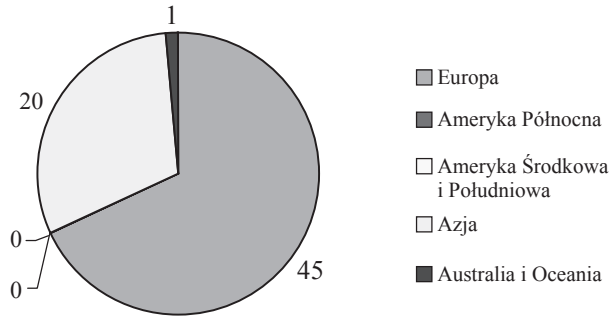
Zupełnie nowa inicjatywa została podjęta 17 sierpnia 2010 r. przez ministerstwa, banki centralne i władze nadzorcze krajów nadbałtyckich i nordyckich. Dokument, zatytułowany „Nordycko-Bałtycka umowa o stabilności finansowej” (ang. *Nordic-Baltic Agreement on Financial Stability*), został podpisany przez

[10] US Legal, definicja *Memorandum of Understanding*, http://definitions.uslegal.com/m/memorandum-of-understanding [3.08.2010].



Rys. 4. Liczba nowych porozumień międzynarodowych typu *Memorandum of Understanding* podpisanych w latach 2006-2011 w Europie[12]

Źródło: opracowanie własne.



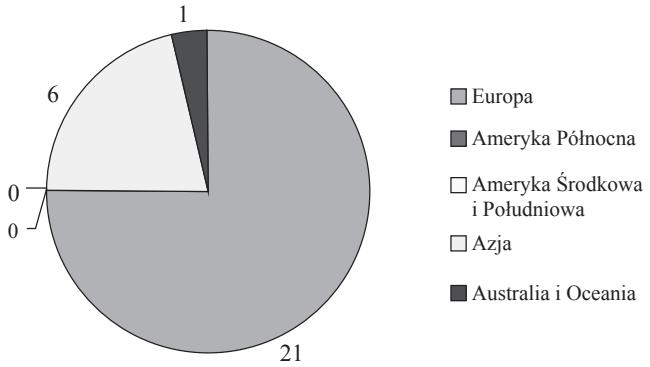
Rys. 5. Liczba porozumień typu MoU według kontynentów

Źródło: opracowanie własne.

8 krajów (Danię, Estonię, Finlandię, Islandię, Litwę, Łotwę, Norwegię i Szwecję). Jak podaje Centralny Bank Islandii, celem umowy jest „wzmocnienie gotowości zwalczania problemów związanych z brakiem stabilności silnie zintegrowanego nordycko-bałtyckiego sektora finansowego”[11]. W ten sposób wymienione kraje

[11] *Cooperation agreement on cross-border financial stability, crisis management and resolution between relevant Ministries, Central Banks and Financial Supervisory Authorities of Denmark, Estonia, Finland, Iceland, Latvia, Lithuania, Norway and Sweden*, www.cb.is/library/Skr%C3%A1arsafn---EN/Financial-Stability-Report/Cooperation%20agreement%20on%20cross-border%20financial%20stability.pdf [19.08.2010].

zapoczątkowały istnienie pierwszej transgranicznej grupy stabilizacyjnej (ang. *cross-border stability group*). Niestety, wspomniany dokument dotyczy przede wszystkim rzetelności bankowej i zarządzania ryzykiem w sektorze bankowym, a więc nie porusza wszystkich istotnych aspektów stabilności sektora finansowego, w tym zwłaszcza problemu przerostu sektorów bankowych w stosunku do gospodarek narodowych oraz kwestii baniek spekulacyjnych[12].



Rys. 6. Liczba krajów, które podpisały porozumienia MoU według kontynentów

Źródło: opracowanie własne.

W szerszym ujęciu należy jednak zauważyć, że opisane do tej pory działania na polu współpracy międzynarodowej dały przede wszystkim podstawy do wprowadzania nowatorskich instrumentów polityki pieniężnej i podjęcia przedsięwzięć z zakresu zintegrowanej polityki monetarnej, z których najbardziej niekonwencjonalnymi wydają się wspólne decyzje o obniżkach stóp procentowych oraz uruchomienie linii walutowych transakcji zamiennych.

Na podstawie przedstawionych obserwacji można wnioskować, że współcześnie mamy do czynienia z wieloma różnym formami współpracy oraz że ich liczba znacznie wzrosła w obliczu kryzysu. Toruje to drogę bardziej zintegrowanej, skoordynowanej i globalnej polityce pieniężnej. Takie zmiany dają nowe możliwości w zakresie zarządzania różnego rodzaju ryzykiem, ale niosą ze sobą również nowe, dotąd niezarządzane w sposób aktywny, globalne formy ryzyka, takie jak np. ryzyko efektu domina (ang. *financial contagion effect*). Jest ono spowodowane pogłębioną integracją systemów finansowych i konsolidacją zarządzania nimi. Powoduje to, że międzygraniczna transmisja zaburzeń między poszczególnymi gospodarkami staje się bardziej prawdopodobna niż dotychczas.

[12] Dane dotyczące Białorusi oraz Rosji mogą być niekompletne ze względu na ograniczoną transparentność polityki pieniężnej.

Nie można jednak zapominać, że kryzys pokazał, iż rynki finansowe już są zglobalizowane, a skoro zjawisko globalizacji dotarło do sektora finansowego, naturalne jest, że zafunkcjonuje również w polityce pieniężnej. Ważne jest jednak, by korzystać z nowych możliwości, jakie taka globalizacja daje bankowi centralnemu. Europa jest tutaj doskonałym przykładem zmian: pierwsze realne kroki we współpracy, by przeciwdziałać kryzysowi, miały tu już miejsce i jest ona dużo bardziej gotowa, by działać międzynarodowo, niż była w 2006 r.

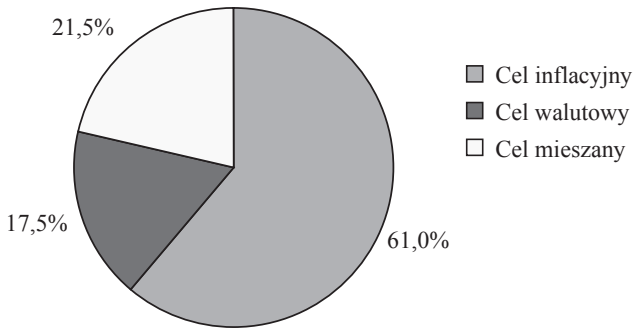
4.2. Międzynarodowa pomoc finansowa

Banki centralne dysponują rezerwami płynnościowymi na wypadek nagłej potrzeby zwiększenia płynności sektora finansowego. Jak pokazało doświadczenie ostatnich lat, rezerwy te są bardzo potrzebne, ale w przypadku ich niewystarczalności pojawiają się dwie możliwości. Pierwszą jest porzucenie pierwotnego celu polityki pieniężnej i dostosowanie go do możliwości finansowych banku, drugą – pozyskiwanie funduszy zewnętrznych. Ta część artykułu dotyczy tych władz monetarnych, które zdecydowały się na drugie z wymienionych rozwiązań.

Łącznie w latach 2006-2011 otwarto w Europie 17 linii kredytowych, a 15 z nich dotyczy krajów rozwijających się. Pośród krajów, które skorzystały z finansowania zewnętrznego, znalazły się: Albania, Białoruś, Bułgaria, Bośnia i Hercegowina, Mołdawia, Islandia, Rumunia, Serbia, Turcja, Ukraina i Węgry. Z pomocy korzystały też wybrane kraje Unii Europejskiej, jednak pomoc ta miała charakter wewnętrzny, a więc nieco inny niż pozostałe rozwiązania prezentowane w tym podrozdziale. Wszystkie wymienione kraje skorzystały z uzgodnień pomocowych MFW, zaś pięć z nich wykorzystało dodatkowo różne inne formy finansowania/kredytowania zagranicznego.

Zgodnie z teorią polityki pieniężnej należałoby oczekiwać, że kraje, w których prowadzi się politykę oddziaływania na kurs walutowy (ang. *exchange rate targeting*), będą najbardziej podatne na popadanie w dług w obliczu kryzysu. Jednak, jak się okazuje, z międzynarodowych linii kredytowych w badanym okresie korzystały banki centralne prowadzące politykę pieniężną każdego rodzaju.

Jak widać na rysunku 7, badane proporcje nie są zrównoważone, gdyż aż 60% krajów korzystających z kredytu międzynarodowego w badanym okresie to kraje o celu inflacyjnym, 16% to kraje o polityce oddziaływania na kurs walutowy, a pozostałe 20% reprezentuje kraje o polityce mieszanej. Po głębszej analizie okazuje się, że jest to jednak bardzo symetryczny rozkład, jeśli uwzględnimy informację, iż w badanej próbie znalazło się 68% banków centralnych o celu inflacyjnym oraz po 16% banków deklarujących każdy z dwóch pozostałych rodzajów polityki pieniężnej. Można zatem wnioskować, że typ prowadzonej polityki w dobie ostatniego kryzysu nie wpływał znacząco na problem zadłużenia banku centralnego.



Rys. 7. Procentowy udział linii kredytowych otwartych w okresie 2006-2011 według rodzaju prowadzonej polityki pieniężnej

Źródło: opracowanie własne.

Jeśli weźmiemy pod uwagę formy pomocy finansowej inne niż pożyczki MFW, w Europie największym kredytodawcą okazuje się Europejski Bank Centralny (uwzględniając pomoc dla Grecji i innych krajów śródziemnomorskich)[13]. Mimo że największy wkład w finansowanie płynności w dobie kryzysu ma EBC, pomocy tej nie można zaliczyć do form współpracy czysto międzynarodowej, gdyż kierowana jest ona niezmiennie do krajów strefy euro, czyli poniekąd jest to pomoc wewnętrzna. Pozostała zewnętrzna pomoc kredytowa dotyczy Islandii, która uzyskała łącznie 5,775 miliarda euro w pożyczkach, przy czym było to wynikiem podpisania 5 umów: czterech z Rosją oraz jednej z Danią, Finlandią i Szwecją.

W skali globalnej bank centralny Japonii zaproponował pomoc finansową Meksykowi, jednak kraj ten ostatecznie uniknął konieczności skorzystania z pożyczki. To jednak również była sytuacja nietypowa, gdyż wynikała ona z niewydolności finansowej MFW, i w tym kontekście była formą finansowania Funduszu, a nie bezpośrednio innego kraju. Drugim krajem, który zapewnił pomoc finansową dla MFW, były Indie, które zakupiły 200 ton złota od Funduszu w badanym okresie.

Zasadniczo można powiedzieć, że udzielanie bezpośrednich kredytów/pożyczek było najmniej popularną formą pomocy międzynarodowej, jednak fakt, iż miało ono w ogóle miejsce, wart jest odnotowania. Opisane wyżej działania wskazują na pewną niewydolność Międzynarodowego Funduszu Walutowego w dobie kryzysu. Kondycja MFW stanowi istotne zagadnienie dla przyszłości Europy, jako że, jak pokazano w dalszej części artykułu, jest on podstawowym źródłem pomocy finansowej dla rozwijających się krajów europejskich.

[13] Trzeba zauważyć, że takie wewnętrzne działania EBC (mimo bezprecedensowej formy i olbrzymich kwot) nie mogą być traktowane jako rodzaj kredytowania. Fakt, iż decyzje o takim wsparciu zapadają na szczeblu politycznym, a nie ekonomicznym, uniemożliwia przeanalizowanie ich *stricte* w kontekście prowadzonej w Europie polityki pieniężnej.

4.2.1. Pomoc Międzynarodowego Funduszu Walutowego

W Europie, w przeciwieństwie do reszty świata, Międzynarodowy Fundusz Walutowy wciąż pozostaje instytucją niezmiernie istotną. Jak już wspominano, aż 14 z 19 linii kredytowych zostało otwartych z pomocą MFW.

Międzynarodowy Fundusz Walutowy jest organizacją międzyrządową, zrzeszającą aktualnie 187 krajów członkowskich. Jej główne cele to nadzór nad globalnym systemem finansowym, stabilizacja kursów wymiany walut oraz wspieranie zrównoważonego rozwoju gospodarczego i handlu międzynarodowego[14]. Działania MFW nie pozostają jednak bez krytyki[15]. Fundusz wpływa na poszczególne banki centralne głównie za pomocą wymogów związanych z udostępnianą im pomocą finansową. Wymogi takie mogą uwzględniać m.in. liberalizację gospodarczą czy restrukturyzację polityki fiskalnej i pieniężnej[16].

W okresie kryzysu skala pomocy finansowej udzielonej przez MFW była bezprecedensowa. Badanym krajom Europy Fundusz udostępnił linie kredytowe przedstawione w tabeli 2.

Tabela 2. Linie kredytowe otwarte przez MFW dla krajów Europy w latach 2006-2011

Kraj	Łączna kwota pomocy finansowej (kredytu/pożyczki) w XDR
Grecja	30 000 000 000
Ukraina	21 000 000 000
Rumunia	16 916 323 598
Węgry	7 637 000 000
Turcja	4 368 493 934
Białoruś	2 270 000 000
Islandia	1 400 000 000
Serbia	1 227 642 500
Bułgaria	474 586 534
Bośnia i Hercegowina	304 380 000
Mołdawia	213 544 000
Albania	38 541 206

Źródło: opracowanie własne.

Pośród krajów najbardziej zadłużonych w dobie kryzysu, poza strefą euro, znalazły się trzy kraje o celu inflacyjnym: Rumunia, Ukraina i Węgry.

[14] Międzynarodowy Fundusz Walutowy, *About the IMF*, www.imf.org/external/about.htm [21.07.2010].

[15] Zob. np. N. Chomsky, *Business-Controlled Economy Criticized*, w: „The Tech: Online Edition, 120, 46, red. E. Lee, P.A. Uzamere, http://tech.mit.edu/V120/N46/46chomsky.46n.html, s. 1-21; P. Chowla, *What are the main concerns and criticism about the World Bank and IMF?*, w: „Bretton Woods Project", www.brettonwoodsproject.org/item.shtml?x=320869 [21.07.2010].

[16] Międzynarodowy Fundusz Walutowy, *About the IMF*...

Pomoc MFW jest przyznawana na podstawie specjalnych praw ciągnienia (ang. *Special Drawing Rights*, SDR), których wysokość zależy od międzynarodowych rezerw dewizowych złożonych na ręce MFW. Dla członków SDR-y odpowiadają wysokości roszczeń do rezerw walutowych (ang. *quota*), na które mogą one zostać wymienione w trudnej sytuacji.

Jednakże w okresie ostatniego kryzysu miał miejsce niespotykany dotychczas przydział środków finansowych. Wiele bowiem krajów uzyskało pomoc przekraczającą limity ich roszczeń. Przykładem jest Ukraina, która uzyskała pomoc sięgającą aż 728,9% jej limitu przydziału. To pokazuje, że również w zakresie działalności MFW mieliśmy w badanym okresie do czynienia z bezprecedensowymi formami współpracy międzynarodowej. Takie zachowanie Funduszu doprowadziło go jednak na skraj niewypłacalności i wymusiło w dłuższym horyzoncie konieczność restrukturyzacji finansowej. Z perspektywy czasu działania MFW są mimo wszystko oceniane pozytywnie[17].

Ujęcie pomocy MFW w skali globalnej ukazuje jego istotność dla krajów europejskich. Szczegółowo ilustrują to rysunki 8 i 9.

Jak widać z różnicy między rysunkiem 8 i 9, pomoc finansową wypłacono głównie rozwijającym się krajom europejskim, mimo iż przyznana została także w znacznym stopniu rozwijającym się krajom amerykańskim. Powody dużych różnic kwotowych między pomocą przyznaną a wypłaconą są następujące:

– opóźnienia we wdrażaniu reform (np. Grecja),
– pogorszenie prognoz sytuacji gospodarczej (np. Islandia),
– zanik potrzeby uzyskania pomocy (np. Meksyk i Peru).

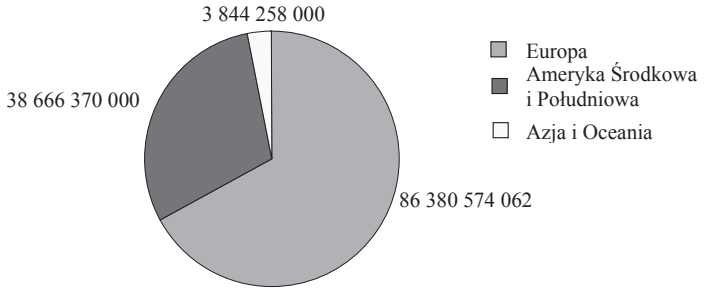
W zasadzie tylko dla Europy MFW pozostawał głównym źródłem pomocy finansowej. Jest to istotna informacja, gdyż przyszłość Funduszu jest niepewna.

Jak już wspominano, w ostatnich latach MFW sam mierzył się z problemami płynnościowymi i korzystał z pomocy. 27 kwietnia 2008 r., po tym jak Fundusz zanotował szczególnie duże spadki w przychodach, jego ówczesny dyrektor Dominique Strauss-Kahn opowiedział się za ograniczeniem kosztów funkcjonowania Funduszu o 100 mln dolarów do 2011 r., co oznaczało m.in. 380 zwolnień pracowniczych[18]. Dodatkowo 18 września 2009 r. rada nadzorcza MFW zdecydowała o sprzedaży kolejnych 403 ton złota, która miała się stać centralnym elementem nowego modelu dochodowego, wprowadzonego, by zyskać dodatkowe środki pomocowe dla krajów o niskich przychodach.

---

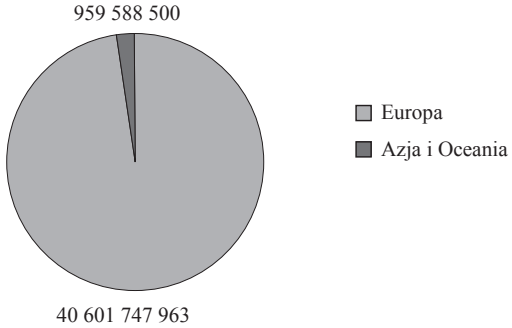
[17] P. Gąsiorowski, D. Frankiewicz, M. Grotte, A. Życieńska, *Międzynarodowy Fundusz Walutowy w reakcji na światowy kryzys finansowy i gospodarczy,* wystąpienie na Seminarium Instytutu Ekonomicznego NBP, Warszawa, 20.11.2012, www.nbp.pl/badania/seminaria_files/20xi2012.pdf [20.11.2012].

[18] Międzynarodowy Fundusz Walutowy, *The Transmission of Financial Stress from Advanced to Emerging Economies*, „World Economic Outlook", kwiecień 2009, s. 139-175.



Rys. 8. Procentowy udział kwoty przyznanej przez Międzynarodowy Fundusz Walutowy poszczególnym krajom według kontynentów

Źródło: opracowanie własne.



Rys. 9. Procentowy udział kwoty wypłaconej przez Międzynarodowy Fundusz Walutowy poszczególnym krajom według kontynentów

Źródło: opracowanie własne.

Z obserwacji wynika, że kryzys nie oszczędził nawet pożyczkodawcy ostatniej instancji dla banków centralnych, które z definicji same miały być takimi właśnie pożyczkodawcami. Przyszłość MFW stoi pod znakiem zapytania. Nie wiadomo, czy wspomniana restrukturyzacja będzie wystarczająca i czy przy kolejnym kryzysie uda się zgromadzić środki konieczne, by Fundusz mógł kontynuować wykonywanie zamierzonych działań.

Dla Europy oznacza to konieczność stworzenia nowego organu, który będzie w stanie lepiej i bardziej płynnie wykonywać zadania powierzone do tej pory Międzynarodowemu Funduszowi Walutowemu. Czy wypracowane niedawno na drodze politycznego kompromisu rozwiązania Unii Europejskiej przyniosą na tym polu sukces, to oczywiście zweryfikuje czas.

W kwestii międzynarodowej pomocy finansowej w Europie, w dobie ostatniego kryzysu najistotniejsza okazała się pomoc MFW. Pomoc bezpośrednia popłynęła jednak również z kilku krajów europejskich oraz wciąż nieprzerwanie płynie z Unii. To wszystko pokazuje zupełnie nowy obraz Europy: bardziej zintegrowanej i gotowej do samopomocy niż kiedykolwiek.

4.3. Tymczasowe linie walutowych transakcji zamiennych

Tymczasowe linie walutowych transakcji zamiennych, czyli transakcje typu *swap* pomiędzy bankami centralnymi, stały się nowatorskim narzędziem zarządzania płynnością w walutach obcych na skalę zarówno lokalną, jak i globalną. Pierwsze z takich rozwiązań zostało wprowadzone w Europie 17 grudnia 2007 r. pomiędzy bankiem centralnym Stanów Zjednoczonych (Federal Reserve, FED), Europejskim Bankiem Centralnym i Szwajcarskim Bankiem Narodowym. Od tamtego czasu 26 krajów podjęło podobne działania, a łącznie uruchomiono 75 linii walutowych.

Dla Europy walutami istotnymi z punktu widzenia płynności pozostają euro, frank szwajcarski oraz dolar amerykański, dlatego oprócz danych dotyczących Europy w części tej znalazły się też dane dotyczące Stanów Zjednoczonych. Tabela 3 zawiera szczegółowe informacje na temat krajów, pomiędzy którymi uruchomiono opisywane tutaj instrumenty finansowe, jak również dane o ich ilości.

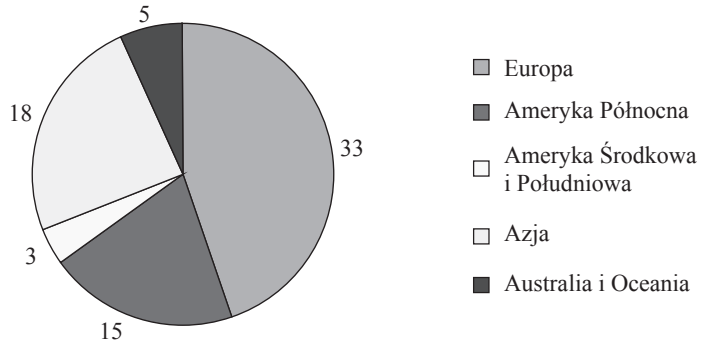
Tabela 3. Umowy dotyczące walutowych transakcji zamiennych dla krajów europejskich

Kraj	Liczba umów	Kraje partnerskie					
USA	6	Dania	Norwegia	Strefa euro	Szwajcaria	Szwecja	Wlk. Brytania
Strefa euro	6	Dania	Polska	Szwecja	Węgry	USA	
Szwecja	5	Estonia	Islandia	Łotwa	Strefa euro	USA	
Dania	4	Islandia	Łotwa	Strefa euro	USA		
Islandia	4	Dania	Chiny	Norwegia	Szwecja		
Szwajcaria	4	Polska	Strefa euro	Węgry	USA		
Norwegia	2	Islandia	USA				
Polska	2	Strefa euro	Szwajcaria				
Węgry	2	Strefa euro	Szwajcaria				
Białoruś	1	Chiny					
Estonia	1	Szwecja					
Łotwa	1	Dania, Szwecja					
Wlk. Brytania	1	USA					

Źródło: opracowanie własne.

Jak wynika z tabeli 3, najpopularniejszą formą wdrażania walutowych transakcji zamiennych do systemu polityki pieniężnej było uruchamianie jednej lub (nieco rzadziej) dwóch linii typu *swap*. Wydaje się to wynikać z faktu, że w więk-

szości omawianych krajów sektor bankowy korzysta z jednej obcej jednostki rozliczeniowej jako zasadniczej podstawy produktów walutowych. Wyjątkiem od tej reguły są np. takie kraje, jak Polska czy Węgry, w których funkcjonują dwie dominujące waluty obce: euro oraz frank szwajcarski. To wyjaśnia, dlaczego banki centralne tych krajów uruchamiały po dwie linie typu *swap*.



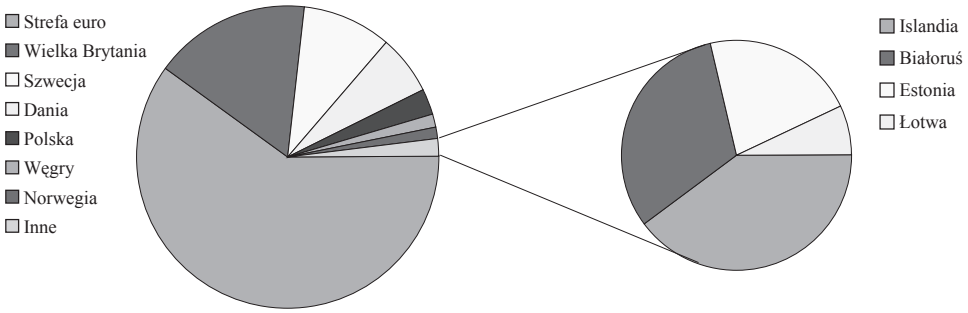
Rys. 10. Liczba linii walutowych transakcji zamiennych uruchomionych w latach 2006-2011 według kontynentów

Źródło: opracowanie własne.

Można zauważyć, że jest kilka krajów, które uruchomiły dużą liczbę linii walutowych, i kraje te można uznać za płynnościodawców. Zapewniały one płynność finansową we własnej walucie wielu innym krajom, same znacznie mniej potrzebując takiej obcej płynności. I tak na przykład, w grupie tej znalazły się banki centralne największych systemów bankowych świata, czyli strefy euro, Stanów Zjednoczonych oraz Szwajcarii, ale też walutowi potentaci na skalę regionalną, jak np. Szwecja, która zapewniła płynność Islandii, Estonii i Łotwie.

Geograficzny rozkład aktywności związanej z opisywanym tu globalnym instrumentem finansowym jest zasadniczo zrównoważony, jeśli weźmiemy pod uwagę wielkość poszczególnych gospodarek. Inaczej niż w przypadku porozumień typu MoU, w skali globalnej nie było kontynentu, który nie podjąłby współpracy międzynarodowej w formie walutowych transakcji zamiennych. Można zatem postrzegać wprowadzenie tych instrumentów do globalnego sektora finansowego jako zmianę ogólnoświatową, a nie dotyczącą jedynie Europy.

Aby przeprowadzić analizę porównawczą wykorzystania linii *swap*, należy zwrócić uwagę na ilość i rodzaj waluty, jaka została w nie zaangażowana. Jak już podano, dla Europy trzy rodzaje waluty były podstawą dla transakcji wymiennych, aczkolwiek łącznie użyto w nich 5 różnych walut: oprócz trzech wymienionych wcześniej są to dodatkowo korona szwedzka i funt brytyjski.



Rys. 11. Kwotowa łączna wartość finansowa umów o walutowych transakcjach zamiennych uruchomionych w Europie (z wyłączeniem franka szwajcarskiego) w latach 2006-2010

Źródło: opracowanie własne.

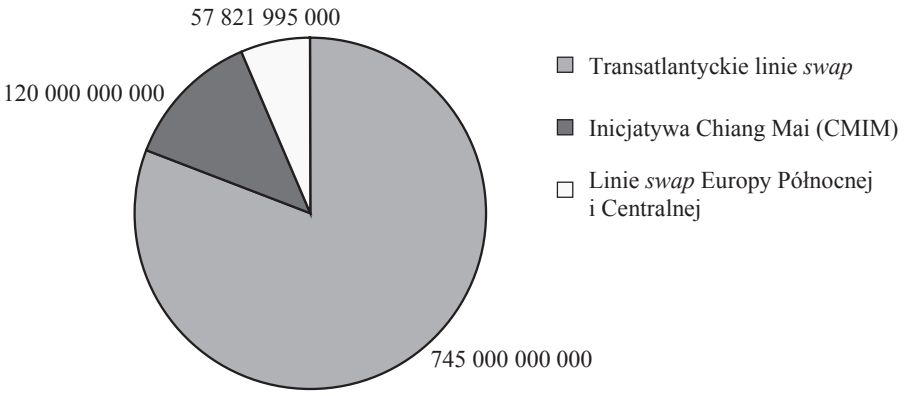
Tabela 4. Limity umów o walutowych transakcjach zamiennych dla Europy w latach 2006-2010

Kraj	Łączna kwota w dolarach amerykańskich
Stany Zjednoczone	745 000 000 000
Strefa euro	287 052 900 000
Wielka Brytania	80 000 000 000
Szwecja	45 847 207 500
Dania	31 055 212 500
Polska	12 717 000 000
Węgry	6 358 500 000
Norwegia	5 500 000 000
Islandia	3 690 755 000
Białoruś	2 954 640 000
Estonia	2 017 470 000
Łotwa	635 850 000

Źródło: opracowanie własne.

W tym miejscu warto nadmienić, że sterowanie takimi instrumentami okazało się wyzwaniem dla banków centralnych, bowiem limity kwotowe ustalane dla tych linii wielokrotnie mijały się z popytem i były regularnie do niego dostosowywane.

Warto tutaj zaznaczyć, że Narodowy Bank Szwajcarski od chwili uruchomienia linii transakcyjnych dla franka udostępnił walutę na zasadzie pełnego przydziału (ang. *full allotment basis*) i tym samym uniknął problemów zarządczych, z jakimi mierzył się FED. Po 2,5 roku ciągłego dostosowywania limitów FED zdecydował o ich zlikwidowaniu i zastosowaniu zasady pełnego przydziału, idąc za przykładem szwajcarskim. To daje podstawę do zakwestionowania dobrego wykorzystania przez FED pełnego potencjału opisywanego tutaj narzędzia w odpowiednim czasie.



Rys. 12. Nakłady finansowe według rodzaju linii walutowych

Źródło: opracowanie własne.

Z opisanych wyżej przyczyn dane dotyczące franka szwajcarskiego oraz dane z 2011 r. nie są ujęte na rysunku 11. Dane w tabeli 4 zostały sprowadzone do wspólnego mianownika (waluty amerykańskiej) w celu umożliwienia ich porównania[19].

Jak można zauważyć, limity kwotowe dotyczące zamiennych transakcji walutowych są niezmiernie wysokie, a mimo to nie zaspokoiły one istniejącego popytu. Wskazuje to na ogrom skali zapotrzebowania na ten nowy instrument polityki pieniężnej w obliczu kryzysu i jest dowodem na jego dużą użyteczność.

Z globalnego punktu widzenia linie *swap* można podzielić na trzy grupy. Pierwszą z nich są rozwiązania transatlantyckie (ang. *Federal Reserve Swap Line*, FRSL), azjatycka Inicjatywa Chiang Mai (CMIM) i zbiór transakcyjnych linii Europy Północnej. Według nakładów finansowych podział ten prezentuje rysunek 12.

Tabela 5 zawiera szczegółowe dane dotyczące zbioru walutowych linii Europy Północnej.

Wspólnym elementem wszystkich ujętych w tabeli 5 transakcji jest ich cel: stabilizacja wewnątrzeuropejskiego rynku finansowego poprzez lepszy i pewniejszy dostęp do płynności walutowej w euro. Zgodnie z założeniem niezaburzona dostępność tej waluty miała zapewnić stabilność finansową regionu. Jak pokazała praktyka, dostępność ta faktycznie istotnie przyczyniła się do stabilizacji finansowej w Europie.

[19] Wszystkie kursy wymiany użyte na potrzeby tego podrozdziału są kursami bieżącymi według dnia uruchomienia poszczególnych linii. Źródło: *Yahoo Finance Currency Converter*, http://finance.yahoo.com/currency-converter.

Tabela 5. Linie walutowych transakcji zamiennych Europy Północnej

Kraj	Liczba podpisanych umów	Łączna kwota w euro
Dania	3	12 625 000 000
Szwecja	4	11 375 000 000
Polska	2	10 000 000 000
Węgry	2	5 000 000 000
Islandia	4	2 157 547 745
Estonia	1	500 000 000
Łotwa	1	500 000 000
Norwegia	1	500 000 000
Łącznie	18	42 657 547 745

Źródło: opracowanie własne.

Analiza źródeł pokazuje jednak, że nie wszystkie kraje zainteresowane przystąpieniem do omawianych linii *swap* miały możliwość, by zaspokoić całkowity popyt na euro. Rada Gubernatorów Islandzkiego Banku Centralnego (CBI) 9 października 2008 r. opublikowała list opisujący kłopoty CBI z przystąpieniem do międzynarodowych walutowych transakcji zamiennych[20].

Jak wynika z listu, Islandia zwróciła się o tego rodzaju pomoc do Danii, Szwecji, Norwegii, Wielkiej Brytanii, Stanów Zjednoczonych oraz do EBC i Banku Rozrachunków Międzynarodowych. Początkowo tylko Dania była przychylna prośbie. Po zapoznaniu się z raportami MFW dotyczącymi stanu gospodarki islandzkiej centralne banki Wielkiej Brytanii i Stanów Zjednoczonych oraz EBC zdecydowały, iż „system bankowy Islandii był zbyt duży, by kontrakty *swap*, o które proszono, miały coś zmienić w trudnej sytuacji Islandii". Ostatecznie Islandia uruchomiła linie *swap* z bankami nordyckimi, a później również z Chinami.

Pomimo problemów Islandii system wymiennych transakcji walutowych w Europie Północnej zdał egzamin, a łączny limit operacji finansowych w jego obrębie wyniósł ponad 42,6 miliarda euro. Jest to zdecydowanie pozytywny rozwój wydarzeń dla europejskiej polityki monetarnej.

4.3.1. Walutowe transakcje zamienne w perspektywie globalnej

Na tle zmian światowych Europa nie wyróżniała się pod względem zastosowania centralnych linii *swap*. Można powiedzieć, że to, co działo się w Europie, znalazło swoje odbicie zarówno w Ameryce Północnej, jak i w Azji.

[20] Board of Governors of the Central Bank of Iceland, *Currency Swap Agreements and Attempts to Reinforce the Foreign Exchange Reserves*, http://dev.sedlabanki.is/?PageID=287&NewsID=1890 [21.07.2010].

Jeszcze zanim światowy kryzys zaczął zbierać pokłosie niewypłacalności sektora bankowego, Narodowy Bank Szwajcarski oraz EBC planowały otwarcie linii transakcyjnych podobnych do współczesnej linii *swap* wraz z FED. W grudniu 2007 r. sformalizowano te zamiary, wtedy też pojawił się pierwszy wspólny komunikat prasowy tych banków.

Niedługo potem uruchomiono w Europie nowe platformy, poprzez które, za pomocą np. *Term Action Facility*, banki centralne udostępniały bankom komercyjnym takie waluty, jak euro, frank szwajcarski i dolar amerykański za odpowiednim poręczeniem kredytowym.

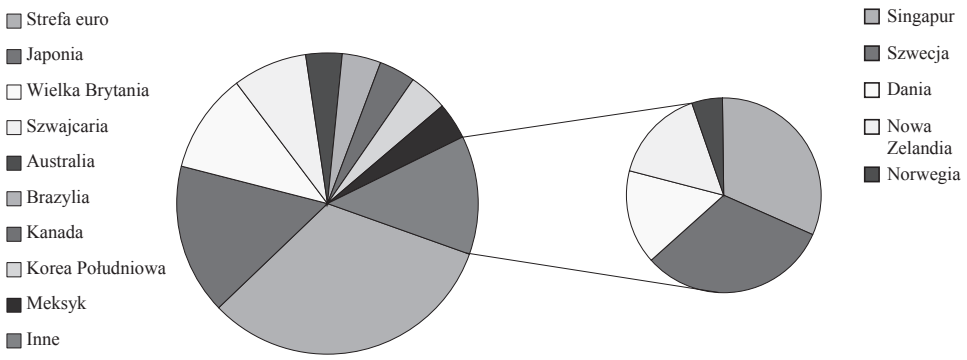
Szybko okazało się jednak, że okres wymagalności, jak i limity kwotowe były ustanowione zdecydowanie zbyt nisko, by zaspokoić popyt rynkowy i utrzymać poziom kursów walutowych na założonym poziomie. W konsekwencji w ciągu kolejnych lat regularnie zmniejszano limity, wydłużano okresy wymagalności i zwiększano pule możliwego poręczenia kredytowego. Kontynuacja funkcjonowania linii *swap* była przedłużana aż 8 razy, a limity w 2008 r. sięgnęły 220 mld dolarów amerykańskich dla EBC i 56 mld dla Szwajcarii.

Wraz ze wzrostem potrzeb płynnościowych na świecie jesienią 2008 r. do linii *swap* przystąpiła najpierw Japonia, Wielka Brytania i Kanada, a później również Australia i Szwecja. Ostatecznie w tej formie współpracy międzynarodowej przed końcem 2008 r. udział wzięło 15 krajów, czyniąc z powstałych walutowych transakcji zamiennych największy system międzynarodowej pomocy finansowej odnotowany kiedykolwiek w dziedzinie polityki pieniężnej. W tym samym czasie wiele z banków zaangażowanych w opisywane tutaj rozwiązania podjęło skoordynowane działania w zakresie obniżek stóp procentowych.

Łączna wysokość limitów finansowych dotyczących linii *swap* uruchomionych we współpracy z FED wyniosła 745 mld dolarów po stronie USA i niecałe 317,5 mld dolarów po stronie pozostałych państw. Szczegóły ukazuje rysunek 13.

Głębsza analiza działań podjętych w związku z funkcjonowaniem tymczasowych walutowych transakcji zamiennych pozwala stwierdzić z pełnym przekonaniem, że władze monetarne nie były w stanie prawidłowo estymować popytu na obce waluty. Oficjalnie linie zamknięto w styczniu 2010 r., ale już w maju tego samego roku uruchomiono je ponownie. Nie wyznaczono również (po raz pierwszy) terminu zamknięcia tych linii.

Zasadne wydaje się stwierdzenie, że opisywana w tym podrozdziale współpraca międzynarodowa miała charakter *ex post* – była odpowiedzią na już istniejące wyzwania, a nie na te, które miały się dopiero pojawić. Dlatego można sądzić, że były to działania nieco spóźnione. To spowodowało, iż nie sposób było zastosować tych nowo powstałych narzędzi do zarządzania płynnością jako instrumentów do minimalizowania ryzyka. Innymi słowy, maksymalny potencjał walutowych transakcji zamiennych nie został wykorzystany w tym przypadku w pełni.



Rys. 13. Kwotowa łączna wartość finansowa transatlantyckich linii walutowych transakcji zamiennych w latach 2006-2010

Źródło: opracowanie własne.

Dla porównania, rozwiązanie azjatyckie, zaproponowane w maju 2009 r., główne przez kraje azjatyckie oraz Stowarzyszenie Narodów Azji Południowo-Wschodniej (Association of South-East Asian Nations, ASEAN), zwane Inicjatywą Chiang Mai, zafunkcjonowało w postaci funduszu pomocowego o kapitale 120 mld dolarów, który gwarantował dostęp do walutowych transakcji zamiennych krajom ASEAN oraz Japonii, Korei i Hongkongowi.

Zasadniczą różnicą pomiędzy tym a amerykańsko-europejskim rozwiązaniem jest fakt, iż umowa ta była dużo lepiej umiejscowiona w czasie. Dzięki temu nowe rozwiązanie w polityce pieniężnej mogło zostać użyte jako narzędzie do transformacji ryzyka w momencie jego powstania, a nie jedynie jako instrument łagodzący konsekwencje problemów z płynnością.

Walutowe transakcje zamienne ustanowione w ostatnich latach można uznać za pewnego rodzaju instrument pochodny zastosowany na globalną skalę w polityce pieniężnej. Ich powstanie wydaje się więc być naturalną konsekwencją rozwoju sektora finansowego. Należy jednak pamiętać, że istotą instrumentu pochodnego jest jego wykorzystanie do transformacji ryzyka (tak, by było nim łatwiej zarządzać), a nie do jego likwidacji. Zastosowanie takich rozwiązań pozwoliło na lepsze zarządzanie ryzykiem walutowym na skalę globalną, stało się jednak źródłem nowych, do tej pory niedostrzeganych form ryzyka. Dlatego ich powstanie zmusza do szczególnej ostrożności i dogłębnej analizy skutków zastosowania tego nowego rozwiązania w polityce pieniężnej.

5. Podsumowanie

Współpraca międzynarodowa w zakresie polityki monetarnej przyjęła wiele bezprecedensowych form w dobie ostatniego kryzysu finansowego. Jak się okazuje, 24 spośród 26 centralnych banków państw europejskich zaangażowało się w różnego rodzaju współpracę transgraniczną. Można przypuszczać, że skoro droga do tak bliskiej współpracy została już przetarta, w przyszłości stanie się ona integralnym elementem polityki pieniężnej. Przed rokiem 2006 wiele władz monetarnych konsultowało działania, jednakże głównie pod kątem naukowym i teoretycznym. Dopiero ostatni kryzys zmusił je do podjęcia daleko idących działań praktycznych.

Udzielano bezpośrednich pożyczek, uruchamiano walutowe transakcje zamienne, tworzono wspólne rezerwy walutowe. Przedstawiciele banków centralnych podejmowali skoordynowane decyzje z zakresu zarządzania stopami procentowymi i płynnością finansową. Uzgadniano zastosowanie nowatorskich narzędzi w polityce pieniężnej. To wszystko rzuca nowe światło na współczesną politykę pieniężną: politykę celów wspólnych w skali globalnej, wspólnego zarządzania kryzysowego i dążeń do stabilizacji globalnego systemu finansowego.

Ponieważ polityka pieniężna stała się tak zintegrowana dopiero w ostatnich latach, efekty tej nowej formy działalności pozostają do tej pory niewymierne. Banki centralne obserwują jednak reakcje rynków na nowe rozwiązania i już rozpoczęły przeprowadzanie szeregu odpowiednich badań w celu określenia przydatności i skuteczności nowych międzynarodowych rozwiązań. Wiele zmian, m.in. dotyczących terminów wykonywanych działań, jak i lepszej estymacji popytu, musi wciąż nastąpić. Ostatecznie, współpraca międzynarodowa to nieprzerwanie toczący się proces, który wymaga elastyczności i ciągłego ulepszania, tak by potencjał takiej współpracy mógł zostać w pełni wykorzystany w praktyce w przyszłości.

Literatura

Bernanke B.S., *The Federal Reserve's Balance Sheet, Speech at the Federal Reserve Bank of Richmond 2009 Credit Markets Symposium*, Charlotte, North Carolina, 3.04.2009, http://federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20090403a.htm [5.07.2009].

Bini Smaghi L., *Conventional and unconventional monetary policy, Keynote lecture at the International Center for Monetary and Banking Studies (ICMB)*, Geneva, kwiecień 2009, www.ecb.int/press/key/date/2009/html/sp090428.en.html [5.07.2009].

Board of Governors of the Central Bank of Iceland, *Currency Swap Agreements and Attempts to Reinforce the Foreign Exchange Reserves*, http://dev.sedlabanki.is/?PageID=287&NewsID=1890 [21.07.2010].

Chomsky N., *Business-Controlled Economy Criticized*, „The Tech" 120, 46, red. E. Lee, P.A. Uzamere, s. 1-21, http://tech.mit.edu/V120/N46/46chomsky.46n.html [21.07.2010].

Chowla P., *What are the main concerns and criticism about the World Bank and IMF?*, w: „Bretton Woods Project", www.brettonwoodsproject.org/item.shtml?x=320869 [21.07.2010].

Cooperation agreement on cross-border financial stability, crisis management and resolution between relevant Ministries, Central Banks and Financial Supervisory Authorities of Denmark, Estonia, Finland, Iceland, Latvia, Lithuania, Norway and Sweden, www.cb.is/library/Skr%C3%A1arsafn---EN/Financial-Stability-Report/Cooperation%20agreement%20on%20crossborder%20financial%20stability.pdf [19.08.2010].

Gąsiorowski P., Frankiewicz D., Grotte M., Życieńska A., *Międzynarodowy Fundusz Walutowy w reakcji na światowy kryzys finansowy i gospodarczy*, wystąpienie na Seminarium Instytutu Ekonomicznego NBP, Warszawa, 20.11.2012, www.nbp.pl/badania/seminaria_files/20xi2012.pdf [20.11.2012].

Ishi K., Stone M. Yehoue E.B., *Unconventional Central Bank Measures for Emerging Economies*, IMF Working Paper nr 09/226.

Karaś M., *Monetary Policy Facing Global Financial Crisis: Unconventional Measures*, w: *Finanse w niestabilnym otoczeniu – dylematy i wyzwania. Bankowość*, „Studia Ekonomiczne", red. I. Pyka, J. Cichorska, UE w Katowicach, Katowice 2012, s. 47-55.

Karaś M., *Monetary Policy in Face of the Global Financial Crisis 2007-2009* [praca magisterska], Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu, Wydział Zarządzania, Informatyki i Finansów, Master Studies in Finance, Wrocław 2010.

Międzynarodowy Fundusz Walutowy, *About the IMF*, http://www.imf.org/external/about.htm [21.07.2010].

Międzynarodowy Fundusz Walutowy, *The Transmission of Financial Stress from Advanced to Emerging Economies*, „World Economic Outlook", kwiecień 2009, s. 139-175.

US Legal, definicja Memorandum of Understanding, http://definitions.uslegal.com/m/memorandum-of-understanding [3.08.2010].

Lista stron badanych banków centralnych

1) Bangko Sentral ng Pilipinas: www.bsp.gov.ph
2) Bank Indonesia: www.bi.go.id/web/id
3) Bank of Albania: www.bankofalbania.org
4) Bank of Canada: www.bankofcanada.ca/en
5) Bank of England: www.bankofengland.co.uk
6) Bank of Estonia: www.bankofestonia.info/frontpage/en
7) Bank of Israel: www.bankisrael.gov.il
8) Bank of Japan: www.boj.or.jp/en/index.htm
9) Bank of Korea: http://eng.bok.or.kr
10) Bank of Latvia: www.bank.lv/lat/main/all
11) Bank of Lithuania: www.lb.lt/home/default.asp
12) Bank of Mongolia: www.mongolbank.mn/web/guest/home
13) Bank of Mexico: www.banxico.org.mx
14) Bank of Thailand: www.bot.or.th
15) Bank of the Republic: www.banrep.gov.co
16) Bulgarian National Bank: www.bnb.bg
17) Central Bank of Bosnia and Herzegovina: www.cbbh.ba
18) Central Bank of Brazil: www.bcb.gov.br
19) Central Bank of Chile: www.bcentral.cl
20) Central Bank of Iceland: www.sedlabanki.is
21) Central Bank of Nepal: www.nrb.org.np
22) Central Bank of Norway: www.norges-bank.no
23) Central Reserve Bank of Peru: www.bcrp.gob.pe

24) Central Bank of Russia: www.cbr.ru/eng
25) Central Bank of Sri Lanka: www.cbsl.gov.lk
26) Central Bank of the Republic of Turkey: www.tcmb.gov.tr
27) Central Bank of Venezuela: www.bcv.org.ve
28) Croatian National Bank: www.hnb.hr
29) Czech National Bank: www.cnb.cz/cs/index.html
30) European Central Bank: www.ecb.int
31) Federal Reserve, The: www.federalreserve.gov, www.newyorkfed.org/index.html
32) Magyar Nemzeti Bank: www.mnb.hu
33) Narodowy Bank Polski: www.nbp.pl
34) National Bank of Cambodia: www.nbc.org.kh/khmer
35) National Bank of Denmark: www.nationalbanken.dk/dnuk/specialdocuments.nsf
36) National Bank of Georgia: www.nbg.gov.ge
37) National Bank of Kazakhstan: www.nationalbank.kz
38) National Bank of Moldova: www.bnm.org
39) National Bank of the Republic of Belarus: www.nbrb.by/engl
40) National Bank of the Republic of Macedonia: www.nbrm.gov.mk
41) National Bank of Romania: www.bnro.ro
42) National Bank of Serbia: www.nbs.rs/export/internet/english/index.html
43) National Bank of Ukraine: www.bank.gov.ua
44) People's Bank of China, The:www.pbc.gov.cn/english
45) Reserve Bank of Australia: www.rba.gov.au
46) Reserve Bank of India: www.rbi.org.in/home.aspx
47) Reserve Bank of New Zealand: www.rbnz.govt.nz
48) State Bank of Vietnam, The: www.sbv.gov.vn/en/home
49) Sveriges Riksbank: www.riksbank.com
50) Swiss National Bank: www.snb.ch

European Monetary Policy in the Face of the Global Financial Crisis

Abstract. *The study conducted in 2011 reviewed the actions of central banks, including those in all European countries (26 central monetary authorities), undertaken in response to the financial crisis. In addition to a number of innovative monetary policy measures in the study, multiple new forms of international cooperation were observed. Primarily, this paper aims to propose a taxonomy of the new schemes and instruments, and secondarily, to assess the changes in the European monetary policy over the period beginning at the outbreak of the crisis up until the year 2011. The provided analysis allows for predictions with respect to the future actions of the European central banks.*

Keywords: *the global financial crisis, central bank, monetary policy, Europe*