

## Kursowe uwarunkowania modelu niestandardowych instrumentów polityki pieniężnej Europejskiego Banku Centralnego

Tadeusz Miruszewski\*

Zaburzenia w systemie finansowym, jakie wystąpiły po wybuchu kryzysu finansowego, stanowią szczególne wyzwanie dla banków centralnych, w tym także dla Europejskiego Banku Centralnego (EBC). Kierunki, instrumenty i model polityki monetarnej strefy euro na przestrzeni ostatnich lat nadal wyznaczają konsekwencje szoków pokryzysowych, czyli utrzymująca się od 2008 r. koincydencja niestabilności systemu finansowego w warunkach awersji do ryzyka, defragmentacji rynku finansowego i wahań poziomu płynności, przy utrzymującej się niskiej dynamice rozwoju sfery realnej gospodarki.

Działania podjęte przez EBC w latach 2008-2014 w reakcji na kryzys obejmowały: redukcję stopy referencyjnej do poziomu bliskiego zeru, zwiększenie dostępu do płynności dla banków w ramach transakcji LTRO i TLTRO [Constancio, 2015], zakup na wtórnym rynku długoterminowych obligacji rządowych, interwencję bezpośrednią w wybrane, kluczowe segmenty rynku [Miruszewski, 2014, s. 42-45; Smaga, 2014, s. 208-210]. Przedsięwzięcia te uzupełnione zostały programem *Large Scale Asset Purchase*, czyli programem skupu aktywów w formie *quantitative easing* (QE) – od marca 2015 r. w ramach comiesięcznych transakcji zakupu na kwotę 60 mld euro, a docelowo realizowanego w okresie do września 2016 r., czyli łącznego wzrostu kwoty pieniądza rezerwowego w systemie o ok. 1,1 bln euro.

Wśród uwarunkowań stabilności finansowej kanały transmisji polityki monetarnej stanowią ten element jej modelu, który w decydującym stopniu określa zarówno kierunki, jak i skuteczność realizowanej polityki banku centralnego. Rola kanałów transmisji polityki monetarnej identyfikowana jest poprzez tzw. efekt *pass-through*, czyli efekt przeniesienia w obszarze sfery realnej gospodarki oraz elementów systemu finansowego, a jednocześnie – w odniesieniu do kanału kursowego – z uwagi na zróżnicowanie wpływu wahań kursu walutowego na dynamikę procesów inflacyjnych w gospodarkach, wobec których realizowana jest tak rozumiana polityka monetarna.

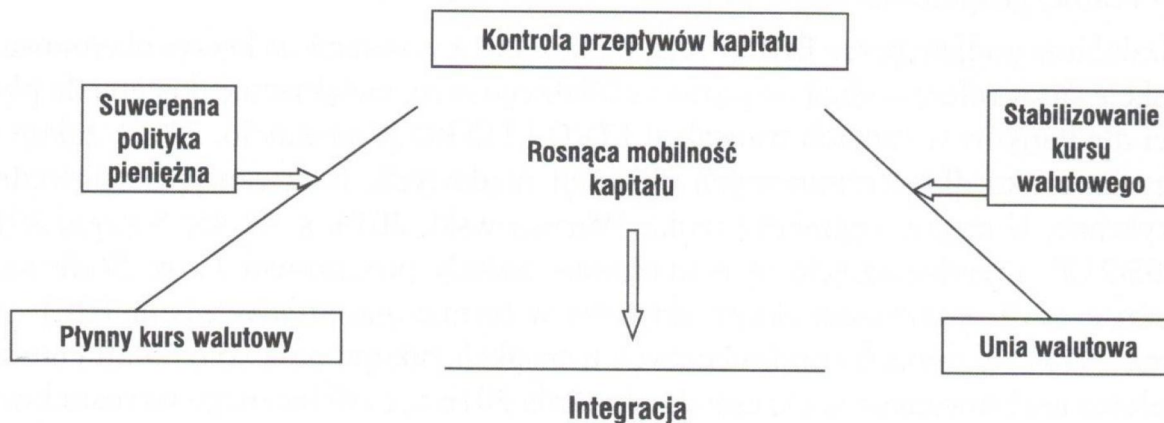
\* Dr Tadeusz Miruszewski, Wyższa Szkoła Bankowa w Gdańsku, Instytut Zarządzania i Finansów

Można zatem sformułować hipotezę, że w warunkach tak realizowanej ekspansywnej polityki monetarnej i stosowania w jej ramach niestandardowego instrumentarium, kanał kursu walutowego pozostaje mechanizmem kursowej pułapki płynnościowej, czyli *pass-through* impulsów deflacyjnych w sytuacji braku spójnej i przewidywalnej polityki kursowej banku centralnego unii walutowej. Celem artykułu jest weryfikacja hipotezy o zagrożeniach wynikających z tak rozumianej niespójnej polityki kursowej w oparciu o analizę danych empirycznych, syntezę dorobku teorii ekonomii w zakresie badanej problematyki, a także formułowane przez badawcze gremia europejskie poglądy w kwestii roli mechanizmu kursowego w warunkach ekspansywnej polityki monetarnej.

## 2.1. Triada celów dla ekspansywnej polityki monetarnej w unii walutowej

Teoretyczne ramy procesu ewolucji reżimów kursowych i zanikania reżimów pośrednich stanowiła koncepcja triady niespójnych celów [Frenkel, 1999].

Rysunek 2.1. Tradycyjna triada niespójnych celów – ujęcie tradycyjne



Źródło: opracowanie własne na podstawie [Frenkel, 1999].

Model tradycyjnej triady stosuje się do dwubiegunowych reżimów kursowych, czyli wyboru pomiędzy całkowicie płynnym i sztywnym mechanizmem kursowym. Kombinacja dwóch wierzchołków trójkąta oznacza w tym przypadku wybór reżimu kursowego. W warunkach unii walutowej i rezygnacji z celu, jakim jest kontrola przepływów kapitału, czyli łączenia celów „płynny kurs walutowy” i „unia walutowa”, rezygnujemy z suwerennej polityki pieniężnej (por. rysunek 2.1). W warunkach globalizacji rynków finansowych, przy rosnącej liberalizacji przepływów kapitałowych, model polityki monetarnej napotyka na barierę możliwości jednoczesnego osiągnięcia w polityce ekonomicznej trzech celów, a mianowicie: stabilizowania kur-

su walutowego, prowadzenia suwerennej polityki pieniężnej (cel, instrumenty) oraz dopuszczenia pełnej swobody przepływu kapitału (instrumenty i procedury kontroli rynku kapitałowego).

Pośrednie reżimy kursowe (np. kurs płynny administrowany) utrudniałyby w takich warunkach, zgodnie z założeniami tradycyjnego modelu triady, weryfikację wiarygodności i skuteczności polityki pieniężnej, np. w sytuacji gdy bank centralny formułuje jako cel pośredni poziom kursu walutowego (pasma z deklarowaną amplitudą odchyłeń od kursu odniesienia). W przypadku unii walutowej i pokryzysowej monetarnej polityki stabilizacyjnej sformułować można triadę celów w zmodyfikowanej postaci (rysunek 2.2).

Rysunek 2.2. Triada niespójnych celów dla stabilizacyjnej polityki monetarnej w unii walutowej



Źródło: opracowanie własne.

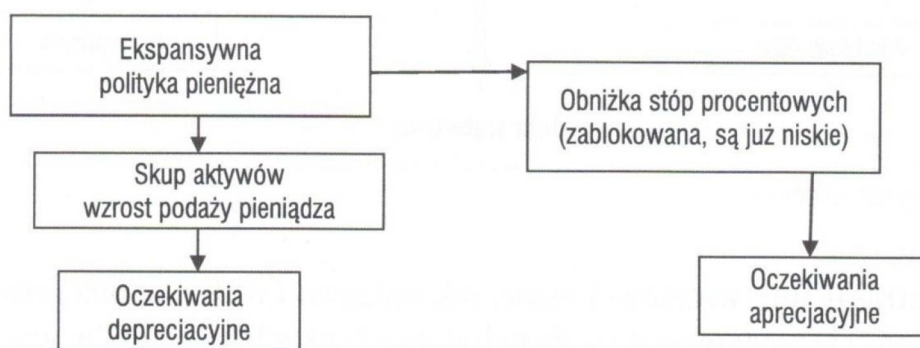
Bank centralny unii walutowej może, jak wskazano wyżej, jednocześnie skutecznie realizować cele usytuowane na dwóch wierzchołkach tej triady w warunkach:

- 1) pełnej wymienialności waluty (walut, w których denominowane są instrumenty finansowe podmiotów uczestniczących w transakcjach);
- 2) swobody przepływu kapitałów w ramach unii walutowej, a także pomiędzy rynkiem finansowym unii a światowym rynkiem finansowym;
- 3) skokowych zmian kursu walutowego unii;
- 4) niezależności polityki pieniężnej przy inflacyjnym celu finalnym.

Odpływ kapitału w modelu płynnego kursu walutowego jest absorbowany poprzez deprecjację nominalnego kursu walutowego, zaś w przypadku reżimu kursów stałych (sztywnych) dokonuje się to poprzez deflację, czyli realną deprecjację kursu [Brzozowski M. i in., 2014, s. 40-46]. W warunkach swobody przepływów kapitałowych, zgodnie z formułą niespójnych celów, nie można równocześnie stabilizować inflacji i poziomu kursu walutowego [Rzońca, 2014, s. 274-275]. Natomiast w warunkach unii walutowej polityka elastycznego administrowanego kursu walutowego może okazać się dodatkowym stabilizującym elementem systemu instrumentów stabilizacji makroekonomicznej (por. rysunek 2.3).

W realizowanym obecnie przez EBC modelu poluzowania ilościowego rośnie rola kursowego kanału polityki pieniężnej, który, jako zmodyfikowana formuła efektu przenoszenia (*pass-through*), pełni funkcję parametru wyceny rentowności instrumentów finansowych, czyli *pricing-to-financial-market*. Na obniżenie siły oddziaływania tradycyjnego mechanizmu przenoszenia wpłynęło w ostatnim okresie także środowisko niskiej presji inflacyjnej w gospodarce światowej [Antoszewski, 2014, s. 230]. W warunkach niskiej inflacji i przy trwałym zakotwiczeniu oczekiwań inflacyjnych (a obecnie nawet deflacyjnych) inflacyjny mechanizm kursowego efektu przenoszenia praktycznie nie istnieje. Pomimo wahań poziomu kursu euro wobec dolara empiryczna analiza dla lat 1999-2014 wskazuje zarówno na zróżnicowany wpływ zmian poziomu nominalnego efektywnego kursu walutowego euro w odniesieniu do poszczególnych gospodarek, tak w przypadku cen dóbr importowanych, jak i efektywności eksportu [Quarterly Report, 2014, s. 27]. Ogólnie niski i słaby efekt przenoszenia dla inflacji bazowej wykazał, z wyłączeniem Hiszpanii, niski współczynnik wewnątrzspółnotowego zróżnicowania.

Rysunek 2.3. Dylemat niespójności kanału kursowego polityki pieniężnej strefy euro



Źródło: opracowanie własne.

Natomiast estymacja elastyczności wolumenu eksportu ukazuje większe zróżnicowanie wśród gospodarek strefy, jakkolwiek zredukowane stopniem otwartości handlowej (Włochy, Portugalia, Francja, Hiszpania) [Tamże, s. 29]. Ogólnie, asymetria wpływu szoków kursowych na dynamikę obrotów eksportowych utrzymuje się, lecz nie wykazuje tendencji do powiększania się.

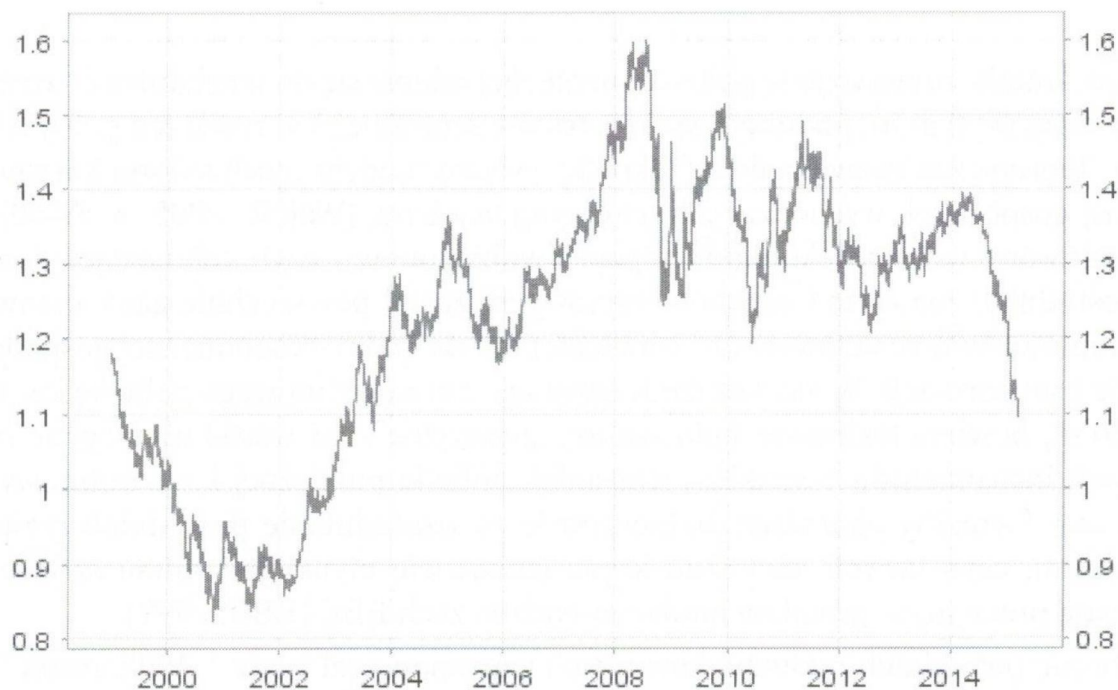
## 2.2. Kursowy kanał transmisji w warunkach ekspansji monetarnej a płynność

Jednym z głównych wyzwań dla polityki monetarnej strefy euro pozostaje w obecnych warunkach zagrożenie deflacyjne towarzyszące ekspansywnej polityce monetarnej, przy braku zakotwiczenia oczekiwań kursowych ze strony uczestników życia

gospodarczego, zarówno w sferze gospodarki realnej, jak i podmiotów rynku finansowego [Belke, 2014; Gros i in., 2014]. Niepewność co do dynamiki, a nawet kierunku zmian ilustruje sytuacja, gdy wbrew oczekiwaniom i poglądom formułowanym jeszcze w ostatnich miesiącach 2014 r. kurs euro słabnie, a nie umacnia się. Na posiedzeniu w marcu 2015 r. Rada EBC potwierdziła deklarowane w styczniu 2015 r. uruchomienie w marcu masowego druku euro. Comiesięcznie na rynek ma trafiać 60 mld nowych euro, a wartość całego programu ma wynieść szacunkowo ok. 1,1 bln euro.

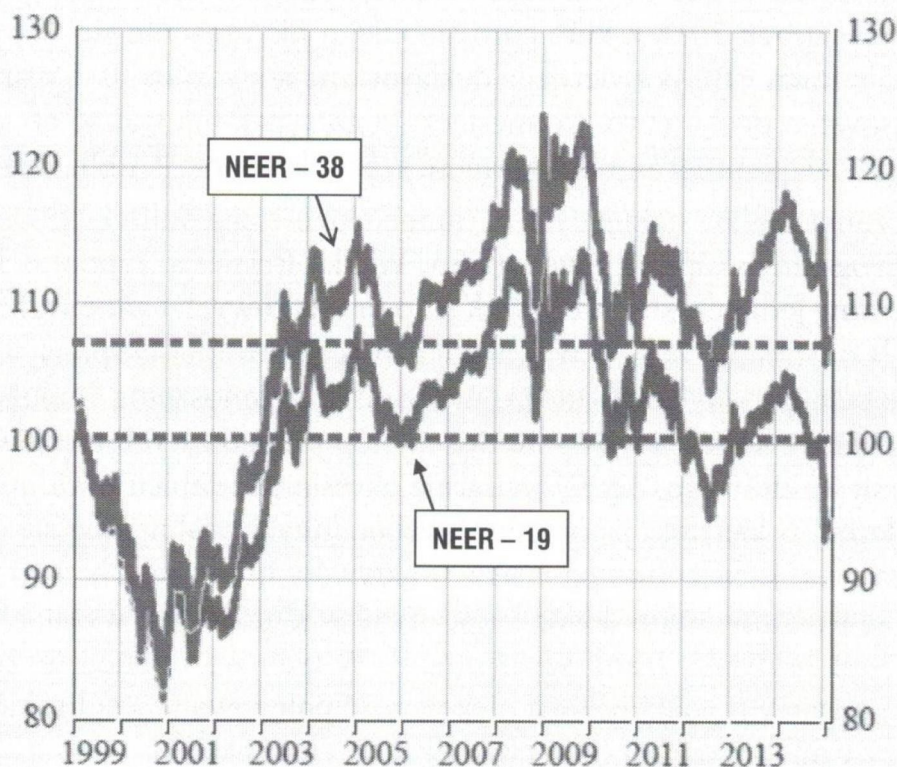
Doświadczenia krajów stosujących w ramach luzowania polityki monetarnej wielokwotowe programy skupu aktywów (USA, Wielka Brytania, Japonia) wskazują na skutki dla efektów jednoczesnych obniżek stóp procentowych i silne wahania kursów walutowych [Constancio, 2014]. W warunkach realizowania ekspansywnej (luźnej) polityki monetarnej modyfikacji ulega mechanizm przenoszenia impulsów polityki monetarnej poprzez kanał kursowy. Redukcji stóp procentowych nie towarzyszy deprecjacja kursu walutowego, czyli popularnie określane osłabienie waluty, zaś amplitudy wahań kursu (i kierunki jego zmian) wobec innych walut stają się samoistnym czynnikiem ryzyka, szczególnie na rynkach aktywów finansowych, gdzie transakcje realizowane są instrumentami denominowanymi w kluczowych walutach innych niż euro (dolar, funt brytyjski, frank szwajcarski). W tych warunkach utrzymująca się w systemie finansowym pokryzysowa niepewność potęgowana jest brakiem zakotwiczonych oczekiwań kursowych (por. rysunek 2.4 i rysunek 2.5).

Rysunek 2.4. Kurs euro/USD



Źródło: dane EBC, [http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES\\_KEY=120.EXR.D.USD.EUR.SP00.A](http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=120.EXR.D.USD.EUR.SP00.A) (dostęp: 08.09.2015).

Rysunek 2.5. Dynamika NEER (nominalnego efektywnego kursu walutowego) euro w latach 1999-2014 (1999 r. = 100)



Indeks wobec walut 19 najważniejszych partnerów handlowych (NEER – 19) i 38 partnerów (NEER – 38) gospodarek krajów strefy euro.

Źródło: dane EBC, <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/ecbu/eb201502.en.pdf> (dostęp: 10.10.2015).

Rola kanału kursowego w polityce pieniężnej odnosi się do mechanizmu (reżimu) kursowego, czyli m.in. podmiotowej roli banku centralnego w realizacji polityki kursowej. Teoretyczne rozważania w zakresie wyboru modelu mechanizmu kursowego dotyczą gospodarek wschodzących (*emerging markets*), [Wójcik, 2005, s. 59-60] zaś sformułowany w teorii ekonomii pogląd dwubiegunowy, czyli zakładający zanikanie pośrednich rozwiązań reżimów kursowych, został powszechnie zaakceptowany i zaadoptowany w realizowanych modelach polityki makroekonomicznej gospodarek w fazie transformacji. W mechanizmie płynnego kursu walutowego politykę kursową zwykło się bowiem traktować jako swoisty „przeżytek”, zaś wśród tradycyjnie rozumianych instrumentów i kanałów transmisji polityki pieniężnej kurs walutowy ma wyłącznie formalny charakter. Jednocześnie na uzasadnienie pośrednich reżimów kursowych, czyli innych niż reżim kursu całkowicie płynnego i kursu sztywnego, wskazują prace m.in. gremiów naukowo-badawczych EBC [EBC, 1999].

Obronę pośrednich reżimów kursowych zaproponował także J. Williamson [Williamson, 2000], proponując trzy alternatywne rozwiązania:

- 1) korytarz kursowy z miękkimi pasmami odchylenia (*target zone with soft margins*);

- 2) pasmo monitorowane (*monitoring band*);
- 3) kurs odniesienia (*reference rate*).

Przyjęcie któregokolwiek z powyższych rozwiązań modelowych umożliwiłoby władzom monetarnym prowadzenie polityki kursowej bez deklaracji obowiązku interweniowania, co w warunkach niestandardowych działań może okazać się, pozornie, atrybutem wiarygodności. W warunkach mechanizmu płynnego kursu walutowego euro EBC nie podejmuje zadeklarowanych interwencji kursowych, jakkolwiek M. Draghi, wskazując na możliwość interwencji, określił kurs walutowy jako „obszar wspólnej troski państw G-20” (*...there is a G-20 statement that says that exchange rate matters are matters of common concern*) (Draghi, 2014). W przypadku unii walutowej, w warunkach ekspansywnej polityki pieniężnej w jej obecnym modelu, reżim płynnego kursu walutowego wspólnej waluty postuluje wprowadzenie modyfikacji, czyli któregoś z reżimów pośrednich. W warunkach strefy euro, przy istniejącym poziomie rezerw walutowych, można uniknąć zagrożenia kryzysem walutowym, a jednocześnie nadmiernych wahań kursowych wobec USD, także tych, które generowane są zmianami w polityce pieniężnej w USA (zakończenie QE, oczekiwanie rozpoczęcia cyklu podwyżek stóp przez Fed).

W 2013 i 2014 r. Eurosystem nie realizował interwencji na rynkach walutowych, a ponadto EBC nie przeprowadził operacji walutowych w walutach gospodarek uczestniczących w mechanizmie kursowym ERM II. Jednocześnie od 2011 r. nie skorzystano z możliwości, jakie daje stała umowa między EBC i MFW, czyli inicjowania przez MFW w imieniu EBC transakcji obejmujących specjalne prawa ciągnięcia (SDR) z innymi podmiotami – posiadaczami SDR-ów. W ramach operacji walutowych Eurosystem udostępnił – w ścisłej współpracy z innymi bankami centralnymi – kontrahentom (podmiotom sektora bankowego) finansowanie w dolarach amerykańskich, pod zabezpieczenie kwalifikowane w ramach operacji realizowanych w formie transakcji z przyrzeczeniem odkupu i w trybie przetargu kwotowego z pełnym przydziałem środków [ECB, 2014, s. 98-99].

Oprócz cotygodniowych regularnych 7-dniowych operacji EBC w dalszym ciągu przeprowadzał – w porozumieniu z amerykańskim Systemem Rezerwy Federalnej oraz centralnymi bankami Szwajcarii, Wielkiej Brytanii i Japonii – operacje zasilające w płynność denominowane w dolarach amerykańskich z terminem zapadalności 84 dni. W latach 2013-2014 nie wykorzystano tymczasowych umów walutowych, jakie EBC zawarł w 2011 r. z bankami centralnymi Kanady, Wielkiej Brytanii, Szwajcarii i Japonii w celu poprawienia ich zdolności wspierania płynności globalnego systemu finansowego i redukcji napięć na światowych rynkach finansowych. Jako ostrożnościowe (ochronne) mechanizmy płynności przedłużono umowy swapowe, obowiązujące obecnie do odwołania. Pozwalają one dostarczać płynność w krajach – partnerach w jednej z 5 walut obcych (dolar USA, dolar kanadyjski, frank szwajcarski, funt brytyjski, jen japoński), gdy dwa banki centralne działające w ramach swapowej umowy dwustronnej uznają, że sytuacja na rynkach finansowych uzasadnia podjęcie wspólnych działań z wykorzystaniem tego instru-

mentu. Dla Eurosystemu oznacza to dostarczanie – w razie konieczności – płynności tym bankom centralnym, zaś ich kontrahentom także w jenach, funtach sterlingach, frankach szwajcarskich i dolarach kanadyjskich, oprócz dotychczasowych operacji w dolarach amerykańskich.

\* \* \*

Siła oddziaływania efektu przenoszenia impulsów monetarnych poprzez kanał kursowy w warunkach unii walutowej winna być rozważana w odniesieniu do dynamiki zmienności cen aktywów finansowych. Obecnie możemy mówić bowiem o wzmocnieniu efektu asymetrii wskutek kryzysowej defragmentacji rynku finansowego strefy euro, przy nasileniu wahań płynności poszczególnych jego segmentów. Asymetria dotyczy w tym przypadku wyceny aktywów w warunkach poluzowania ilościowego (QE), stąd konieczność przejścia do nowego modelu polityki kursu walutowego (modyfikacji mechanizmu kursowego). Model ten, spójny z realizowanymi kierunkami ekspansywnej polityki pieniężnej, oznaczałby odejście od dotychczasowego, całkowicie płynnego reżimu kursowego w kierunku zaproponowanego w artykule elastycznego korytarza kursowego z miękkimi pasmami odchyień (*target zone with soft margins*).

### Streszczenie

Wśród uwarunkowań stabilności finansowej kanały transmisji polityki monetarnej stanowią element jej modelu, który w decydującym stopniu określa zarówno kierunki, jak i skuteczność realizowanej polityki banku centralnego. Rola kanałów transmisji polityki monetarnej identyfikowana jest poprzez tzw. efekt *pass-through*, czyli efekt przeniesienia w obszarze sfery realnej gospodarki oraz elementów systemu finansowego, a także z uwagi na zróżnicowanie wpływu wahań kursu walutowego na dynamikę procesów inflacyjnych w gospodarkach, wobec których realizowana jest polityka monetarna. Można zatem sformułować hipotezę, że w warunkach ekspansywnej polityki monetarnej kanał kursu walutowego pozostaje mechanizmem kursowej pułapki płynnościowej, czyli *pass-through* impulsów deflacyjnych w sytuacji braku spójnej i przewidywalnej polityki kursowej banku centralnego unii walutowej. Siła oddziaływania efektu przenoszenia poprzez kanał kursowy w warunkach unii walutowej winna być jednocześnie rozważana w odniesieniu do zmienności cen aktywów finansowych, z uwagi na wzmocnienie efektu asymetrii wskutek kryzysowej defragmentacji rynku finansowego strefy euro, przy nasileniu wahań płynności jego segmentów. Istnieje zatem konieczność przejścia do nowego modelu polityki kursu walutowego. Model ten, spójny z realizowanymi kierunkami ekspansywnej polityki pieniężnej, oznaczałby odejście od całkowicie płynnego reżimu kursowego w kierunku elastycznego korytarza kursowego z miękkimi pasmami odchyień (*target zone with soft margins*).



## Summary

### The Exchange Rates' Factors in Model of Non-Standard Instruments of Monetary Policy of the European Central Bank

Among the factors of the financial stability the exchange rates channel seems to be one of the most important elements, determining the effectiveness of the central bank's monetary policy. The role of the channels of the monetary policy transmissions should be identified as pass-through effect, as well as variety of exchange rates. It could be formulated a following hypothesis, that in the framework of the expansionary monetary policy can be a liquidity trap, or like a channel of deflation's pass-through. In this framework of the monetary policy conducting it is necessary to conduct the exchange rates policy in a new sustainable framework (regime), like, for example, target zone with soft margins.

## Bibliografia

- Antoszewski M. (2014), *Funkcjonowanie kanału kursowego oraz siła efektu pass-through w gospodarkach wschodzących: przypadek Polski, Czech i Węgier*, „Bank i Kredyt”, nr 45 (3).
- Belke A. (2014), *The strength of the Euro – Challenges for ECB monetary policy*, <http://www.europarl.europa.eu/document/activities/cont/201408/20140821ATT87802/20140821ATT87802EN.pdf> (dostęp: 15.05.2015).
- Brzozowski M., Śliwiński P., Tchorek G. (2014), *Wpływ zmienności kursu walutowego na strukturę napływu kapitału*, NBP, Instytut Ekonomiczny, Warszawa.
- Draghi M. (2014), *Introductory statement to the Press conference (with Q&A)*, ECB, Brussels, 8 May, <http://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2014/html/is140508.en.html> (dostęp 12.10.2015).
- EBC, (1999), *Common Understanding on Exchange Rate Regimes in a Global Economy*, Frankfurt am Main
- EBC, *Raport Roczny*, (2014), [http://www.nbp.pl/publikacje/publikacje\\_ecb/ar2013pl.pdf](http://www.nbp.pl/publikacje/publikacje_ecb/ar2013pl.pdf) (dostęp: 15.05.2015).
- Frenkel J. (1999), *No Single Currency Regime is Right For All Countries or at All Times*, NBER Working Paper, No P7338, Washington DC.
- Gros D. i in. (2014), *The strength of the euro: Does it matter and is it really that strong*, <http://www.europarl.europa.eu/document/activities/cont/201407/20140708ATT86576/20140708ATT86576EN.pdf> (dostęp: 15.05.2015).
- Miruszewski T. (2014), *Monetarno-stabilizacyjne funkcje Europejskiego Banku Centralnego w warunkach unii bankowej*, red. M. Kalinowski, M. Pronobis, „Prace Naukowe Wyższej Szkoły Bankowej w Gdańsku”, T. 32.
- Quarterly Report on the Euro Area*, (2014), European Commission, Volume 13, N° 3, [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/publications/](http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/) (dostęp: 15.05.2015).
- Rzońca A. (2014), *Kryzys banków centralnych. Skutki stopy procentowej bliskiej zera*, C.H. Beck, Warszawa.
- Williamson J. (2000), *Exchange Rate Regime for Emerging Markets: Revising the International Opinion*, Institute for International Economics, Washington DC.
- Wójcik C. (2005), *Przesłanki wyboru systemów kursowych*, Wyd. SGH, Warszawa.