



Marcin Gruszczyński

Uniwersytet Warszawski
Wydział Nauk Ekonomicznych
Katedra Makroekonomii i Teorii Handlu Zagranicznego
mgruszcz@wne.uw.edu.pl

Katarzyna Dąbrowska-Gruszczyńska

Uniwersytet Warszawski
Wydział Nauk Ekonomicznych
Katedra Bankowości, Finansów i Rachunkowości
dabrowska@wne.uw.edu.pl

PRESJA SPEKULACYJNA NA KURS WALUTY KRAJU POZOSTAJĄCEGO POZA STREFĄ EURO NA PRZYKŁADZIE EUR/CHF

Streszczenie: Celem pracy jest zapoznanie czytelnika z nowymi wyzwaniami związanymi z pozostawieniem poza strefą euro w zmienionym otoczeniu. W pierwszej części opisano doświadczenia władz szwajcarskich związane z reagowaniem na wydarzenia zachodzące na światowych rynkach finansowych. W drugiej przeanalizowano presję rynkową na kurs waluty pozostającej poza strefą euro oraz oszacowano kurs cień dla okresu kontroli kursu EUR/CHF.

Słowa kluczowe: finanse, rynki walutowe, przepływy kapitałowe, kursy walutowe.

Wprowadzenie

Przystępując do Unii Europejskiej, Polska zobowiązała się do wprowadzenia na swoim terytorium wspólnej waluty – euro. Już w okresie poprzedzającym akcesję trwała dyskusja na temat korzyści i zagrożeń, politycznych oraz ekonomicznych, związanych z tym posunięciem. Jednakże doświadczenia ostatnich lat zweryfikowały dotychczasowe obawy i nadzieje, jak również wykryły nowe wyzwania. Przemiany polityczne, zachodzące w Polsce w latach 2015-2016, skłaniają do refleksji, że szybka akcesja do unii walutowej nie będzie priorytetem. Oznacza to, że należy rozważyć konsekwencje pozostawania poza strefą euro, korzystając także z doświadczeń międzynarodowych.

Celem pracy jest przedstawienie konsekwencji związanych z pozostawieniem poza strefą euro oraz zbadanie presji spekulacyjnej na walutę kraju, który z własnej woli pozostaje poza Unią Europejską, jak i strefą euro – Szwajcarii.

W pierwszej części artykułu przedstawiono doświadczenia władz szwajcarskich, niemających wprawdzie wpływu na decyzje Unii Europejskiej, jednakże muszących reagować na wydarzenia w niej zachodzące oraz decyzje tam podejmowane. W drugiej części zbadano presję spekulacyjną na kurs franka szwajcarskiego za pomocą indeksu presji spekulacyjnej. Ze względu na brak szeregu walut narodowych, a także rozmiar programów luzowania ilościowego (i jakościowego), presja ta była wyjątkowo silna, co oznaczało poważne konsekwencje dla stabilności polityki pieniężnej i kursowej oraz konkurencyjności międzynarodowej Szwajcarii. Na zakończenie rozważań oszacowano wartość kursu cienia EUR/CHF w okresie kontroli kursu, wskazując na wyzwania z nią związane. Należy oczywiście zaznaczyć, że znaczenie franka szwajcarskiego dla gospodarki światowej i rynków finansowych jest nieporównywalne z międzynarodowym znaczeniem polskiego złotego, jednakże zauważalne staje się stosowanie przez inwestorów tzw. *proxy hedge*, z wykorzystaniem złotego jako waluty bazowej do ekspozycji w całym regionie Europy Środkowo-Wschodniej. Stąd doświadczenia i wnioski z analizy doświadczeń szwajcarskich mogą być, przynajmniej w pewnym stopniu, swoistą wskazówką co do wyzwań stojących przed polską gospodarką w okresie pozostawania poza strefą euro.

1. Konsekwencje pozostawania poza strefą euro na przykładzie Szwajcarii

Szwajcarski rynek walutowy zwrócił uwagę autorów niniejszego opracowania już we wrześniu 2007 r., kiedy to został opublikowany raport *Monetary and Economic Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity in April 2007*. Otóż po wielu latach zmniejszania się udziału obrotów na szwajcarskim rynku w obrotach światowych, nieoczekiwanie, w kwietniu 2007 r. obroty te sięgnęły 6,1% ogółu światowych obrotów walutowych. Obroty dzienne wzrosły z 79 mld USD w 2004 r. do 242 mld USD w 2007 r. Dla porównania, dzienne obroty na rynku polskim wynosiły w 2007 r. 9 mld USD. Analizując sytuację na rynkach pieniężnych – i nagły zwrot trendu w marcu 2007 r. – można postawić hipotezę, że to właśnie wtedy szwajcarski rynek walutowy stał się jednym z kluczowych rynków, na których miała opierać się zmiana zachodząca ówczesnie w światowej gospodarce oraz na światowym rynku finansowym. W znaczący sposób mogła ona wpłynąć na gospodarkę Szwajcarii oraz na decyzje polityczne władz krajowych, w tym Szwajcarskiego Banku Narodowego.

Szwajcaria, nie należąc do Unii Europejskiej¹ oraz nie wchodząc w skład strefy euro, posiada własną walutę narodową, postrzeganą jako waluta wiarygodna, stabilna, w którą należy inwestować w okresach niestabilności na rynkach finansowych. Za politykę pieniężną, a także i kursową, odpowiada Szwajcarski Bank Narodowy. Głównym i wyraźnie określonym zadaniem SBN jest zapewnienie stabilności cen. Prowadzi się w tym celu politykę opartą na średnioterminowej prognozie inflacji oraz zakresie docelowym dla stopy referencyjnej (3M LIBOR CHF). Szwajcarski Bank Narodowy nadzoruje także stabilność systemu finansowego, płatniczego, działa jako bankier Konfederacji Helweckiej oraz bank emisyjny. Jedną z istotnych funkcji, szczególnie w kontekście analizowanych wyzwań polityki pieniężnej, jest zarządzanie rezerwami walutowymi.

Okres do sierpnia 2008 r. nie przyniósł widocznych efektów zmiany nastrojów na światowych rynkach finansowych i sytuacja w polityce pieniężnej wydawała się być pod kontrolą SNB. Począwszy jednak od września, gdy zaczynało być jasne, że bieżące zakłócenia nie są jedynie niewielką korektą, a niosą za sobą znaczące spowolnienie gospodarki światowej, do Szwajcarii zaczął napływać kapitał poszukujący „bezpiecznej przystani”. W ciągu niecałego roku rezerwy walutowe Szwajcarii podwoiły się, jednak wydawało się, że obniżka stopy procentowej na przełomie 2008 i 2009 r. aż o 2,5 punktu procentowego (z 2,75% do 0,25%) skutecznie zahamowała napływ. Można przypuszczać, że klasyczne narzędzia polityki pieniężnej wystarczyłyby, aby ustabilizować sytuację, jednak działania podejmowane przez zagraniczne banki centralne, zmierzające do obniżenia stóp procentowych², zaowocowały ponowną falą napływu kapitału, czego rezultatem okazał się wzrost rezerw do niespotykanych 295 mld CHF (lub 275 mld USD). Równocześnie światowy kryzys finansowy zaczął dotyczyć szwajcarski sektor finansowy. Dwa największe banki szwajcarskie – UBS i Credit Suisse – poniosły tak duże straty, że uznano za konieczne udzielenie im pomocy państwowej (ok. 60 mld USD dla UBS) oraz prywatnej (10 mld USD dla Credit Suisse)³.

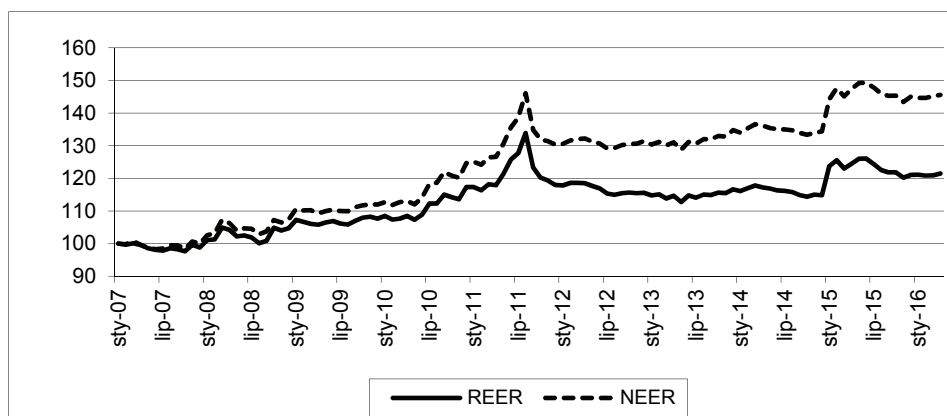
Napływ kapitału, prócz nagromadzenia się rezerw walutowych oraz rosnących trudności z zarządzaniem nimi, niósł ze sobą kolejną poważną konsekwencję. Była nią nominalna oraz realna aprecjacja kursu walutowego. Gospodarka

¹ Negocjacje akcesyjne w sprawie członkostwa w Unii Europejskiej zostały odrzucone w referendum w 2001 r.

² W dniu 8 października 2008 r. banki centralne Wielkiej Brytanii, Kanady, Szwajcarii, Szwecji, Stanów Zjednoczonych oraz strefy euro zdecydowały o skoordynowanym obniżeniu stóp procentowych. Jednakże np. Bank Anglii oraz Europejski Bank Centralny miały większe pole manewru, obniżając stopy z wyższego pułapu (odpowiednio z 5% do 0,5% oraz z 4,25% do 1%), przez co ruch SBN był relatywnie niewiele znaczący.

³ Dyskusja na temat optymalnego rozmiaru sektora bankowego w: Dąbrowska-Gruszczyńska [2013].

Szwajcarii oparta jest głównie na usługach (zwłaszcza finansowych⁴ i turystyce) oraz eksporcie maszyn, produktów chemicznych i farmaceutycznych, zegarków, zatem znacząca aprecjacja kursu franka powoli zaczynała podkopywać konkurencyjność międzynarodową⁵.



Rys. 1. Realny (REER) i nominalny (NEER) efektywny kurs walutowy CHF, styczeń 2007-2010 r.

Źródło: BIS, opracowanie własne.

Kolejnym zagrożeniem dla stabilności polityki pieniężnej SBN była eskalacja kryzysu greckiego i światowego kryzysu zadłużeniowego w 2011 r. W pierwszej połowie zostały obniżone ratingi całej grupy krajów europejskich, a 5 sierpnia S&P zmieniła rating Stanów Zjednoczonych z AAA do AA+ (z perspektywą negatywną), co wywołało spekulacje na temat możliwego bankructwa budżetu USA. W okresie styczeń 2007-sierpień 2011 frank szwajcarski umocnił się o ponad 45% nominalnie i prawie 35% realnie⁶. W dniu 3 sierpnia 2011 roku SBN podjął decyzję o obniżeniu celu 3M LIBOR CHF do przedziału 0-0,25% (z 0-0,75%) oraz o zwiększeniu podaży płynności z ok. 30 do 80 mld CHF a następnie do 100 mld CHF, ostatecznie 10 sierpnia zwiększając ją do 200 mld CHF. To posunięcie pozwoliło odwrócić trend aprecjacyjny na CHF na dwa tygodnie, kiedy to

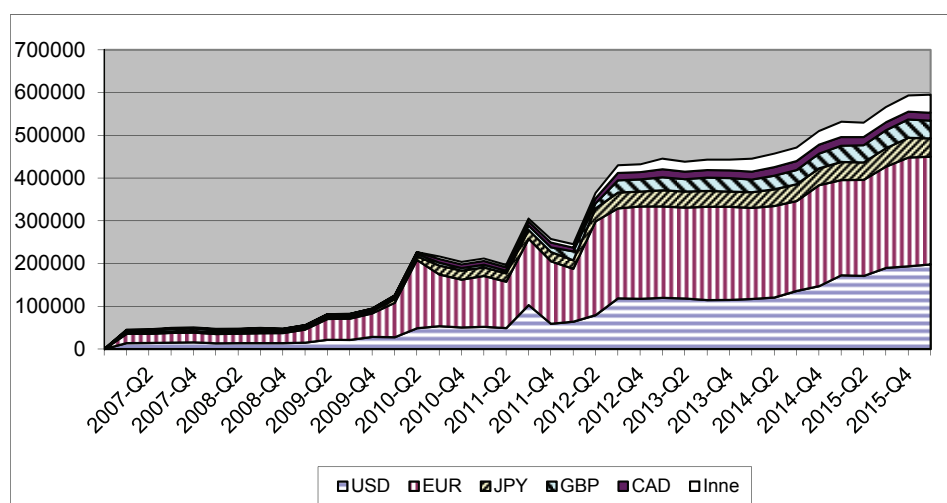
⁴ Sektor bankowy Szwajcarii generuje ok. 6% PKB [www1].

⁵ Przeprowadzona ankieta dowiodła, że silna waluta negatywnie wpłynęła na sytuację około 70% przedsiębiorstw, które działały pod presją. Potrzeba cięcia kosztów, wprowadzania innowacji oraz wzmocnienia produktywności, przystosowalności i elastyczności w długim okresie jest pozytywna, jednak w krótkim okazuje się wielkim wyzwaniem [www2].

⁶ Wydaje się, że władze SNB uważały, iż problem nadmiernej aprecjacji rozwiąże się sam, gdyż w drugiej połowie 2010 r. i w pierwszej połowie 2011 r. sytuacja w międzynarodowych finansach zaczęła się stabilizować, zaczęto nawet obserwować zarysowujący się trend spadkowy rezerw walutowych, i to o ok. 50 mld CHF.

CHF zaczął ponownie się umacniać. Dnia 6 września 2011 r. SBN podjął decyzję o ustaleniu minimalnego kursu walutowego w wysokości EUR/CHF 1,20, co było *de facto* usztywnieniem kursu. Poziom ten uznano za umożliwiający funkcjonowanie gospodarce w obliczu zagrożenia gospodarki szwajcarskiej oraz rosnącego ryzyka deflacyjnego⁷, a dalsze działania interwencyjne SBN ustabilizowały kurs EUR/CHF aż do 2014 r. Efektem tego posunięcia był kolejny napływ kapitału, który spowodował powrót poziomu rezerw walutowych SBN do ok. 300 mld CHF w 2011 r. i jego skoku w 2012 r. do 500 mld CHF, która to wielkość ustabilizowała się już do końca 2014 r.

W tym miejscu warto zauważyć, że ten niespotykany wzrost był spowodowany nie tyle umacnianiem się franka, co kontrolowanym słabnięciem euro i kolejnymi interwencjami mającymi na celu utrzymanie kursu 1,20. Analizując jednak strukturę walutową rezerw SNB, można zauważyć, że wzrost aktywów w EUR nie jest tak wyraźnie widoczny, jak należałoby oczekiwać. W trzecim kwartale aktywa denominowane w EUR stanowiły 50% rezerw, w czwartym kwartale 2014 r. – 46%, tylko raz sięgając 60% w drugim kwartale 2012 r. Wydaje się, że SNB bardzo aktywnie zarządzał rezerwami walutowymi i pozyskiwane z interwencji EUR inwestował w aktywa denominowane w USD. Świadczy to o bardzo dużym talencie organizacyjnym jednostki – gdy uwzględni się rozmiar zarządzanych funduszy – oraz kompetencjach biznesowych, jeśli spojrzy się na kwotowania walut w tamtym okresie i zestawia się je ze stanem obecnym.



Rys. 2. Wielkość i struktura walutowa rezerw SBN (w mln CHF)

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych SNB.

⁷ Por. [www3].

W trzecim kwartale 2014 r. konflikt na Ukrainie ponownie przywrócił zainteresowanie szwajcarską walutą w masowej skali. W odpowiedzi na napływ kapitału i umacnianie się waluty 18 grudnia 2014 r. SNB wprowadził ujemne (-0,25%) oprocentowanie sald rachunków depozytowych w kwotach ponad 10 mln CHF, rozszerzając zakres celu 3M LIBOR w granicach od -0,75% do 0,25%. Na początku 2015 r. władze SBN uznały, że przejściowa kontrola kursu nie jest już konieczna. Obserwowano pewne osłabienie się CHF względem USD, ponadto szwajcarska gospodarka powoli zdołała się dostosować do nowego, kontrolowanego kursu walutowego, spadła także presja na rezerwy walutowe, które już od pewnego czasu oscylowały wokół 500 mld CHF⁸. W rezultacie SBN podjął decyzję o zaprzestaniu kontroli kursu, polegającej na obronie górnego ograniczenia w postaci kursu EUR/CHF 1,20. Odpowiedź rynków zaskoczyła władze SNB, kurs EUR/CHF natychmiast uległ deprecjacji do nawet EUR/CHF 0,85, ostatecznie stabilizując się na poziomie EUR/CHF 1,05. Trzecia dekada stycznia 2015 r. stała już jednak pod znakiem kolejnego, potężnego planu luzowania ilościowego EBC, co oznaczało kolejne wyzwania dla SBN i gospodarki światowej.

Podsumowując, można zauważyć, że w reakcji na światowy kryzys finansowy i jego następstwa Szwajcarski Bank Narodowy zastosował całą gamę narzędzi polityki monetarnej – od klasycznych do ilościowych. Korzystano z operacji otwartego rynku, interwencji walutowych, zarządzania rezerwami, zarządzania stopami procentowymi, swapów walutowych, luzowania ilościowego, kontroli kursu walutowego, porzucenia kontroli kursu walutowego. Mimo to polityka monetarna (a szczególnie kursowa) władz szwajcarskich była często krytykowana, głównie jednak ze strony mediów oraz uczestników rynku⁹. Warto zauważyć, że krytyce poddano nie tylko usunięcie kontroli kursu (szczególnie niespodziewany charakter tego posunięcia), czy politykę negatywnych (ujemnych) stóp procentowych, ale także pasywność tej polityki w latach 2012-2014. Tu jednak należy podkreślić, że skutki decyzji podejmowanych przez kreatorów polityki pieniężnej są zawsze sporo opóźnione a ich rezultaty – ze względu na dynamikę i powiązania międzynarodowe krajowego rynku finansowego – trudne do przewidzenia. Z drugiej jednak strony dość widoczna jest czasowa koincydencja decyzji SBN oraz innych banków centralnych i wydarzeń rynkowych. Reasumując, należy stwierdzić, że SBN raczej był zmuszony reagować na zjawiska zachodzące na światowym rynku finansowym, w tym na decyzje EBC oraz w mniejszym stopniu Fed, niż miał możliwość wykazania się inicjatywą w rozwiązywaniu problemów, które często miały przyczyny zewnętrzne.

⁸ Zob. [www4].

⁹ Zob. [www5], [www6].

Ponadto należy uwzględnić trudne położenie władz oraz obiektywnie ciężką sytuację kraju posiadającego własną walutę (co więcej: szóstą światową walutę rezerwową, ale pierwszą, może drugą, o charakterze defensywnym), znakomicie rozwinięty sektor finansowy, w warunkach pełnej liberalizacji obrotów kapitałowych. Szwajcaria oraz jej waluta są od wielu lat tradycyjnie uważane za tzw. bezpieczną przystań, szczególnie w sytuacji napięć i wstrząsów na międzynarodowym rynku finansowym. Jest to doskonale rozumiane przez władze SNB. Wiedzą one także, że sentyment uczestników rynku może się błyskawicznie zmienić i napływ kapitału może przerodzić się w jego gwałtowny odpływ, co ponownie wywoła presję na poziom rezerw oraz kurs walutowy. Należy mieć także świadomość, jak olbrzymie fundusze, szczególnie po wielkich operacjach luzowania ilościowego, wchodzą w grę. W tak niepewnej sytuacji światowe dzienne obroty walutowe już w kwietniu 2013 r. przekroczyły 5,3 biliona USD. W przedkryzysowym, ale wzrostowym roku 2007 było to 3,3 biliona USD dziennie. Sytuacja SNB staje się trudna do pozadroszczenia, gdyż waluta Szwajcarii będzie w najbliższym (niespokojnym) czasie obiektem zainteresowania i pożądaniami uczestników rynku, by po minięciu światowej recesji wrócić do długookresowego punktu równowagi (co na pewno będzie kolejnym wyzwaniem dla SBN). Na zakończenie warto dodać, że polityka SBN może prowadzić do bardzo wysokich zysków (takich, które osiągnięto w 2014 r.), ale także do olbrzymich strat. W 2015 r. odnotowano rekordową stratę w wysokości aż 23,3 mld CHF. Podobny rezultat zanotowano jedynie w 2010 r.

2. Presja spekulacyjna na kurs walutowy EUR/CHF

W niniejszej części pracy prezentowana jest analiza presji spekulacyjnej, na jaką był narażony frank szwajcarski w latach 2000-2014, zgodnie z metodologią zaproponowaną przez Eichengreena, Rose'a oraz Wyplosza [1994] po kryzysie Europejskiego Systemu Monetarnego. Opracowali oni indeks presji spekulacyjnej, zwracając uwagę na to, że presja na walutę danego kraju nie musi przejawiać się jedynie poprzez gwałtowną deprecjację, ale może nieść ze sobą spadek rezerw walutowych oraz relatywny wzrost krajowych stóp procentowych względem światowych, zwiększający premię za ryzyko – w podobny sposób utrudniający położenie władz danego kraju, co gwałtowna deprecjacja. Formuła tego indeksu jest następująca (z empirycznymi oszacowaniami parametrów):

$$\text{Indeks Presji Spekulacyjnej} = \% \Delta e_t + 7 [\% \Delta (i-i^*)_t] - 0,08 [\% \Delta (r - r^*)_t]$$

gdzie:

$\% \Delta e_t$ – procentowa zmiana nominalnego kursu walutowego (względem DEM);

$\% \Delta (i-i^*)_t$ – procentowa zmiana różnicy między krajowymi a światowymi (niemieckimi) stopami procentowymi;

$\% \Delta (r - r^*)_t$ – procentowa zmiana różnicy poziomów rezerw walutowych między krajem a zagranicą (Niemcami).

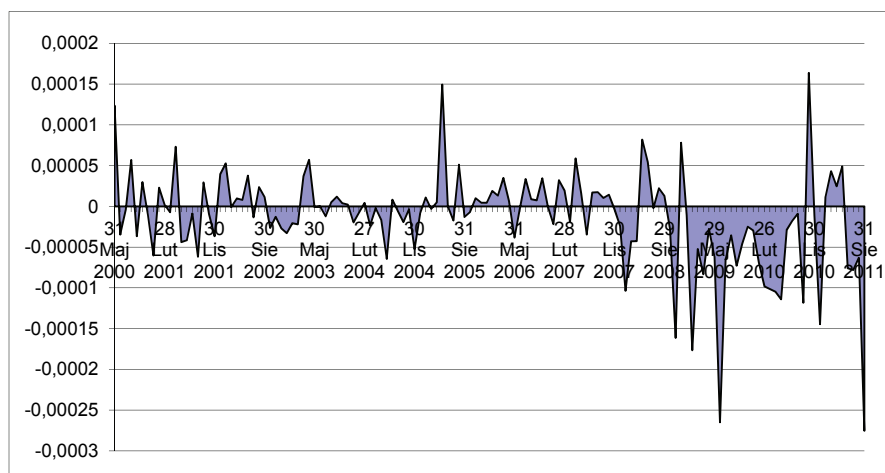
Za kryzys uznano przekroczenie przez indeks wielkości równej 1,5 odchylenia standardowego. Korzystając z powyższego indeksu, Eichengreen, Rose i Wyplosz [1994] zidentyfikowali 19 kryzysów w krajach należących do ERM w latach 1979-1992. Członkowie ERM nie mieli możliwości swobodnego kształtowania kursu swoich walut (nie mogli dopuścić do nadmiernej deprecjacji ani aprecjacji). Ze względu na konieczność utrzymywania kursów wewnątrz węża walutowego, jako warunku przyszłej integracji walutowej, interwencja walutowa lub poprzez stopy procentowe była jedynym rozwiązaniem. Korzystanie z powyższego indeksu obecnie, w otoczeniu ujemnych stóp procentowych, masowych programów QE, zmiany regulacyjnej i w ogóle przy powszechnym kwestionowaniu efektywności klasycznych narzędzi polityki pieniężnej i kursowej, może budzić zastrzeżenia. Niemniej postanowiono zweryfikować jego przydatność do analizy presji spekulacyjnej i rynkowej w przypadku Szwajcarii. Do badania użyto kursu nominalnego EUR/CHF, rezerw SBN mierzonych w USD oraz stóp CHF LIBOR3M i EURIBOR3M. Dane te pozyskano ze strony internetowej Szwajcarskiego Banku Narodowego (www.snb.ch) oraz z bazy danych Międzynarodowego Funduszu Walutowego *International Financial Statistics* [IMF IFS, 2016].

W pierwszym etapie badania oszacowano wartości indeksu presji spekulacyjnej dla okresu przed kontrolą kursu EUR/CHF (rys. 3) oraz w okresie kontroli kursu EUR/CHF (rys. 4). W etapie drugim dokonano dekompozycji indeksu w okresie kontroli kursu, z parametrami z okresu sprzed wprowadzenia kontroli, w celu uzyskania zmienności kursu cienia EUR/CHF i porównania go z kursem nominalnym EUR/CHF przed, po i w czasie kontroli kursu (rys. 5). Kurs cień autorzy definiują, zgodnie z podejściem Flooda i Garbera [1984], jako kurs płynny, który obowiązywałby na rynku bez interwencji władz (kontroli kursu).

Formuły indeksu dla okresu sprzed i w czasie okresu kontroli kursu prezentują się następująco:

$$\text{IPS (okres kursu płynnego)} = (0,0125) \% \Delta e_t + (0,1108) [\% \Delta (i-i^*)_t] - (0,0746) [\% \Delta (r - r^*)_t]$$

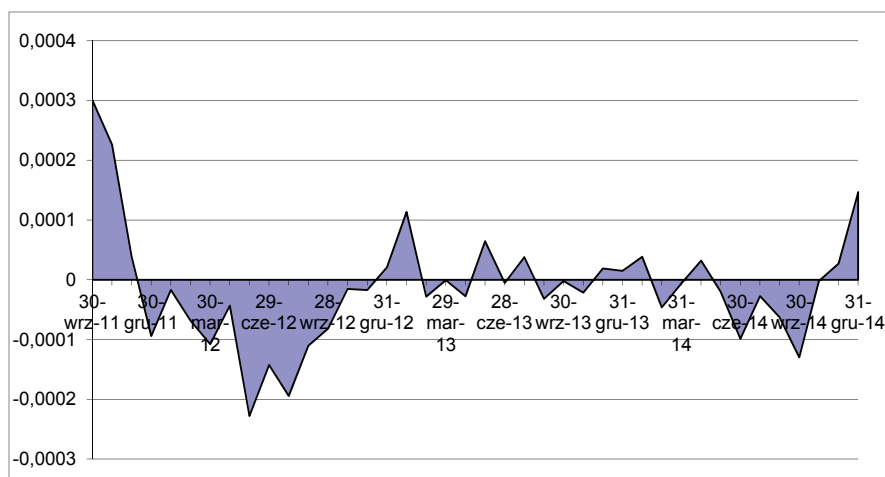
$$\text{IPS (okres kontroli kursu)} = (0,0131) \% \Delta e_t + (0,1981) [\% \Delta (i-i^*)_t] - (0,0494) [\% \Delta (r - r^*)_t]$$



Rys. 3. Wartość indeksu presji spekulacyjnej dla Szwajcarii w okresie maj 2000-sierpień 2011

Źródło: Badania własne.

Już pierwszy rzut oka na wykres kształtowania się indeksu presji spekulacyjnej uświadamia, przed jak wielkim i nowym wyzywaniem stanął Szwajcarski Bank Narodowy podczas światowego kryzysu finansowego. Nieprzerwanie, przez 22 miesiące, od grudnia 2008 do września 2010 frank szwajcarski ulegał presji aprecjacyjnej, i to na niespotykaną skalę. Znacząca presja pojawiła się ponownie w pierwszym półroczu 2011 r.

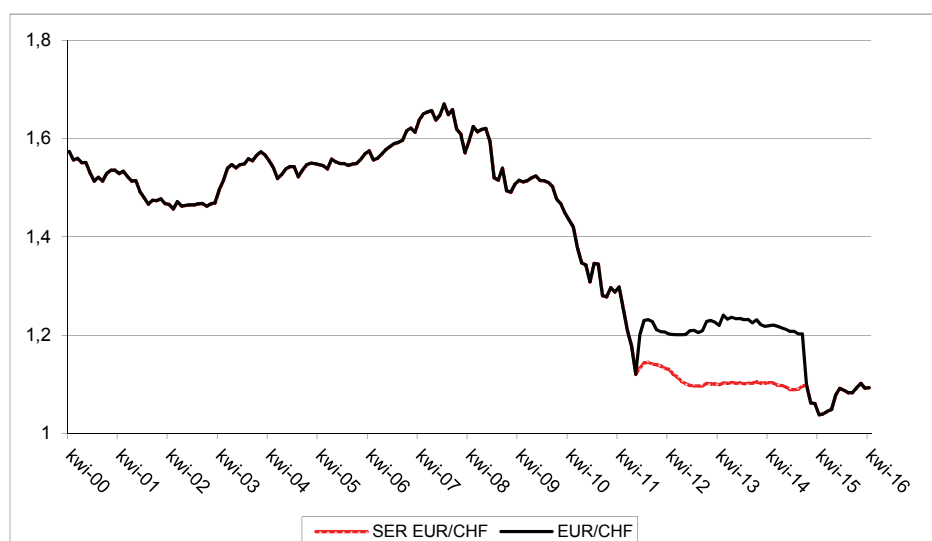


Rys. 4. Wartość indeksu presji spekulacyjnej dla Szwajcarii w okresie wrzesień 2011-grudzień 2014

Źródło: Badania własne.

Czy w takim razie wprowadzenie kontroli kursu poprawiło i ustabilizowało sytuację? Nie można być o tym do końca przekonanym. Po początkowym, dwumiesięcznym okresie presja aprecjacyjna powróciła, i to na dwanaście miesięcy. Wydaje się zatem, że decyzja ze stycznia 2015 r. o rezygnacji z utrzymywania kontroli kursu była jak najbardziej słuszna i nie mogła być zaskoczeniem dla uczestników rynku. Wydaje się także, że sytuacja rynkowa w listopadzie i grudniu 2014 r. mogła dodatkowo zachęcić SBN do tego kroku, jako że na rynku pojawiła się presja deprecjacyjna na franka szwajcarskiego.

Nasuwa się zatem pytanie, czy wprowadzenie kontroli kursu było uzasadnione i skuteczne? Po pierwsze, należy przypomnieć, że Szwajcaria, ze względu na specjalny status na rynkach finansowych, podlega presji przekraczającej jej możliwości reagowania. Zatem SBN zawsze będzie miał trudne warunki funkcjonowania i może być zmuszony do wyboru decyzji spośród zestawu posunięć obiektywnie niekorzystnych. Po drugie, ze względu na to, że Szwajcaria nie należy do Unii Europejskiej ani do strefy euro, SBN nie ma możliwości współdecydowania o posunięciach EBC i może na nie tylko reagować. SNB w 2011 r. wybrał podjęcie decyzji o wprowadzeniu kontroli kursu walutowego.



Rys. 5. Kurs nominalny EUR/CHF oraz kurs cień EUR/CHF w okresie kwiecień 2000-kwiecień 2016

Źródło: Badania własne.

Na rysunku 5 przedstawiono zachowanie się kursu cienia EUR/CHF (na tle ewolucji faktycznego, nominalnego kursu EUR/CHF), tzn. kursu, który pojawiłby się na rynku, gdyby kurs nominalny nie podlegał kontroli, a presja spekulacyjna na

kurs miałyby tą samą siłę co w rzeczywistości [Flood, Garber, 1984]. Uzyskano go, dekomponując presję spekulacyjną oszacowaną za pomocą indeksu presji spekulacyjnej dla okresu kontroli, jednakże używając długookresowych parametrów uzyskanych dla indeksu z okresu ją poprzedzającego. Jak można zauważyć na rysunku 5, kurs EUR/CHF pozbawiony kontroli od 2011 r. najprawdopodobniej podlegałby dalszej, aczkolwiek niewielkiej, stałej presji aprecjacyjnej, jednakże w styczniu 2015 r. znajdowałby się na podobnym poziomie co kurs rzeczywisty po uwolnieniu. Oznacza to, że skala skokowej aprecjacji po zniesieniu kontroli nie mogła być dla rynków zaskoczeniem. Oznacza to także, że odpowiedź na pytanie o sensowność wprowadzenia kontroli kursu uzależniona jest od oceny korzyści (ze słabszego kursu franka) i strat (np. z wyższych rezerw) odniesionych przez gospodarkę i władze szwajcarskie podczas ponad trzyletniego okresu kontroli kursu.

Podsumowanie

Rozwój sytuacji, zarówno politycznej, jak i gospodarczej, daje powody przypuszczać, że nawet w średniej perspektywie czasowej zobowiązanie Polski do przyjęcia wspólnej europejskiej waluty euro nie zostanie dotrzymane. Należy mieć świadomość, co oznacza pozostawanie w Unii Europejskiej, jednak bez wspólnej waluty. Wyzwania oraz próby reakcji na nie przez SBN przedstawione w części pierwszej pokazują, jak trudne jest prowadzenie polityki pieniężnej w obecnym, burzliwym okresie na rynkach finansowych. Waluta kraju pozostającego poza strefą euro może podlegać silnej i długotrwałej presji aprecjacyjnej, co pogarsza konkurencyjność gospodarki, należy się liczyć także z gwałtownym i nieuzasadnionym obiektywnie, szybkim spadkiem jej wartości, spowodowanym realizacją globalnych strategii inwestycyjnych. W drugiej części artykułu przeanalizowano, jak silnej presji poddawana była waluta spoza strefy euro, w tym przypadku CHF. Presja ta oznaczała ograniczony wybór decyzyjny dla lokalnych władz monetarnych, często sprowadzający się do nieskutecznego reagowania na wydarzenia zewnętrzne. Należy przy tym zauważyć, że i kontrola kursu nie spełniła pokładanych w niej nadziei, co wykazano, omawiając zachowanie się kursu cienia. Podsumowując, można przypuszczać, że czas pozostawania poza strefą euro będzie okresem – przy całkowitym uszanowaniu proporcji – w którym polski złoty, w kontekście lokalnym Europy Środkowo-Wschodniej, będzie poddawany podobnej presji, zarówno deprecjacyjnej, jak i aprecjacyjnej, jakiej doświadczał frank szwajcarski w kontekście globalnym. Im dłuższy będzie ten okres i im bardziej widoczna będzie niezdolność Polski do przystąpienia do strefy euro, tym więcej niespodzianek można będzie oczekiwać – zarówno tych negatywnych, ale także i pozytywnych.

Literatura

- Dąbrowska-Gruszczyńska K. (2013), *Kapitał zagraniczny w polskim sektorze bankowym a poziom jego rozwoju na tle państw OECD*, „Studia Ekonomiczne. Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach”, nr 170.
- Eichengreen B., Rose A., Wyplosz C. (1994), *Speculative Attacks on Pegged Exchange Rates: An Empirical Exploration with Special Reference to the European Monetary System*, NBER WP 4898.
- Flood R., Garber P. (1984), *Collapsing Exchange-Rate Regimes. Some Linear Examples*, „Journal of International Economics”, No. 17.
- Gruszczyński M. (2013), *Kryzysy walutowe bankowe i zadłużeniowe w gospodarce światowej*, CeDeWu, Warszawa.
- IMF IFS (2016), *International Financial Statistics*, Międzynarodowy Fundusz Walutowy, Waszyngton.
- Zurbrügg F. (2012), *Challenges Posed by the Growth in the SNB's Foreign Exchange Reserves*, Swiss National Bank.
- [www1] https://www.snb.ch/en/mmr/speeches/id/ref_20151103_tjn/source/ref_20151103_tjn.en.pdf (dostęp: 21.02.2017).
- [www2] <http://www.bis.org/review/r151002g.pdf> (dostęp: 21.02.2017).
- [www3] http://www.snb.ch/en/mmr/reference/pre_20110906/source/pre_20110906.en.pdf (dostęp: 21.02.2017).
- [www4] http://www.snb.ch/en/mmr/reference/pre_20150115/source/pre_20150115.en.pdf (dostęp: 21.02.2017).
- [www5] <http://www.reuters.com/article/us-swiss-snb-credibility-insight-idUSKBN0LT1P020150225> (dostęp: 21.02.2017).
- [www6] <http://www.economist.com/blogs/freeexchange/2015/01/switzerlands-monetary-policy> (dostęp: 21.02.2017).

SPECULATIVE PRESSURE ON A CURRENCY OF THE COUNTRY STAYING OUTSIDE OF THE EUROZONE. EUR/CHF EXAMPLE

Summary: The aim of this work is to present new challenges of remaining outside the euro area in the changing financial environment. The first part describes the experience of the Swiss monetary authority responding to the events taking place on the global financial markets. The second section analyses the market pressure on the Swiss franc and the estimated shadow exchange rate EUR/CHF for the control period.

Keywords: finance, capital flows, foreign exchange, financial markets.