



Irena Pyka

Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach
Wydział Finansów i Ubezpieczeń
Katedra Bankowości i Rynków Finansowych
irena.pyka@ue.katowice.pl

Aleksandra Nocon

Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach
Wydział Finansów i Ubezpieczeń
Katedra Bankowości i Rynków Finansowych
aleksandra.nocon@ue.katowice.pl

NORMALIZACJA POLITYKI MONETARNEJ – INNOWACJA CZY POWRÓT DO KLASYCZNEJ POLITYKI BANKÓW CENTRALNYCH

Streszczenie: Normalizacja polityki monetarnej jest procesem powrotu polityki pieniężnej do kształtu sprzed globalnego kryzysu finansowego. Przedłużająca się realizacja strategii wyjścia największych banków centralnych na świecie może wskazywać, że polityka monetarna już nigdy nie będzie wyglądała tak jak przed kryzysem. Z punktu widzenia *exit strategies* kluczowe jest określenie czasu realizacji ich założeń, tempa normalizacji oraz sekwencyjności kolejnych działań. Opracowanie identyfikuje warunki normalizacji polityki monetarnej, wskazując założenia „wyjścia” Systemu Rezerwy Federalnej oraz Europejskiego Banku Centralnego, postępy w ich implementacji, jak również zwraca uwagę na determinanty warunkujące ten proces w Stanach Zjednoczonych oraz strefie euro.

Słowa kluczowe: normalizacja polityki monetarnej, strategie wyjścia, niestandardowa polityka pieniężna.

JEL Classification: E52, E58, E43.

Wprowadzenie

Normalizacja polityki monetarnej jest ważnym problemem w bankach centralnych współczesnej gospodarki światowej, które w okresie globalnego kryzysu finansowego zastosowały nadzwyczajne jej instrumenty. W opracowaniu identyfikuje się warunki normalizacji polityki monetarnej w okresie po globalnym kryzysie finansowym, poszukując odpowiedzi na pytanie, czy i w jakim stopniu zwiększają one prawdopodobieństwo powrotu do standardowej polityki monetarnej banków centralnych z okresu bezpośrednio poprzedzającego global-

ny kryzys finansowy. Bazując głównie na przykładzie EBC i Fed, autorki zamierzają wykazać, że normalizacja polityki monetarnej to proces złożony, którego ostateczny efekt jest nieprzewidywalny, stąd też nie musi się wiązać z pełną akceptacją powrotu banków centralnych do klasycznych instrumentów polityki monetarnej. W ostateczności może się okazać niezamierzoną ich innowacją w ramach akomodacyjnej polityki monetarnej.

W pierwszej kolejności w opracowaniu określono główne cechy procesu normalizacji polityki monetarnej i sposób implementacji *exit strategy* (tj. strategii wyjścia) przez Fed i EBC. W dalszej części przeanalizowano czynniki dotychczas warunkujące normalizację polityki monetarnej w USA i strefie euro.

1. Trzy kroki w kierunku normalizacji polityki monetarnej po globalnym kryzysie finansowym

Normalizacja polityki pieniężnej to zjawisko nieodłącznie związane z *exit strategy*, a więc koncepcją wyjścia z globalnego kryzysu finansowego sformułowaną w dokumentach Rady Stabilności Finansowej (*Financial Stability Board*) w 2009 r. [Financial Stability Board, 2009]. Przedstawiciele państw G-20 wyrazili w niej wolę zakończenia nadzwyczajnej polityki monetarnej i powrotu do instrumentów wykorzystywanych przez banki centralne w stabilizowaniu cen przed globalnym kryzysem finansowym.

Właściwą implementację strategii wyjścia (*exit strategy*) zaczęto traktować jako proces oparty na prostych operacjach odnoszących się do [Yamaoka, Syed, 2010, s. 6]:

- zaprzestania stosowania niestandardowych instrumentów polityki monetarnej,
- normalizacji bilansu banku centralnego i przywrócenia jego wielkości oraz struktury do kształtu sprzed kryzysu,
- wykonania lub zbycia nabytych uprzednio aktywów,
- podniesienia krótkoterminowych stóp procentowych.

Jedynym problemem było wyznaczenie czasu i tempa implementacji zakładanych działań oraz sekwencji wdrażania kolejnych kroków. Największe banki centralne Fed i EBC wyraziły wolę realizacji *exit strategy*, konkretyzując warunki normalizacji polityki monetarnej.

W czerwcu 2011 r. Federalny Komitet Otwartego Rynku (*Federal Open Market Committee*, FOMC) opublikował *Zasady strategii wyjścia (Exit Strategy Principles)* [www 1]. Następnie 19 czerwca 2013 r. Bernanke na konferencji prasowej przedstawił szczegółowy jej proces [www 2]. W ramach normalizacji polityki pieniężnej w USA postanowiono [Pyka, Nocoń, Cichorska, 2016]:

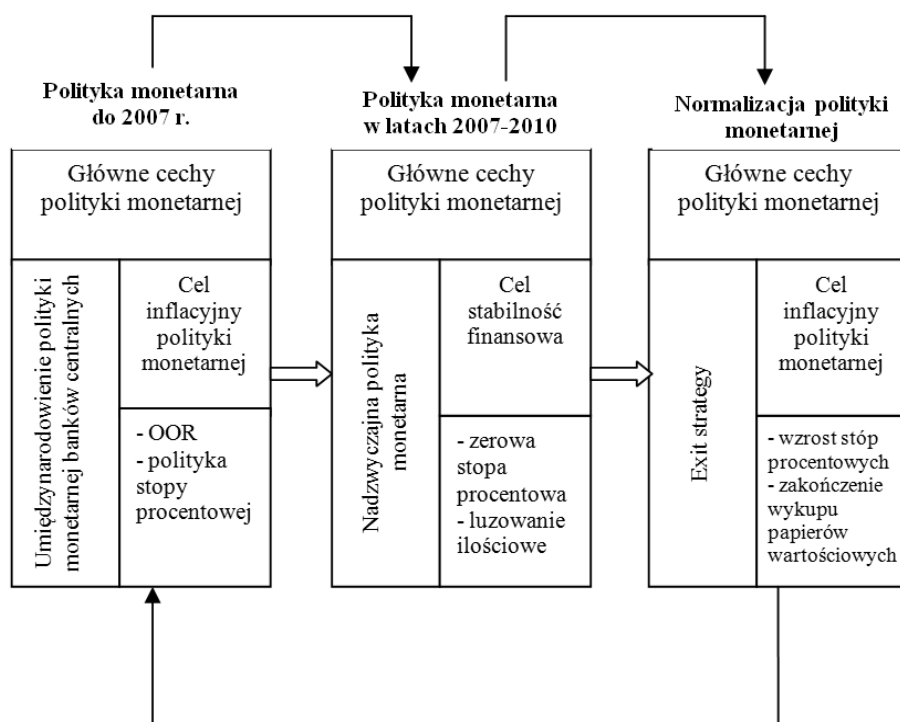
- stopniowo przywracać wysokość podstawowych stóp procentowych do poziomu sprzed kryzysu,
- dokonywać zmian w wielkości i strukturze bilansu banku centralnego, wyciągając się z programów zakupu aktywów finansowych realizowanych w ramach polityki nadzwyczajnego luzowania ilościowego (*quantitative easing*) oraz specjalnych programów pożyczek dla banków celem ponownego uruchomienia strumienia kredytów.

Europejski Bank Centralny nie przygotował strategii wyjścia w postaci odpowiadającej działaniom Fed. Bazuje na planie rozwoju gospodarczego w postaci Paktu Stabilności i Wzrostu zaopiniowanym pozytywnie przez Komisję Europejską pod koniec 2012 r. [Komisja Europejska, 2012] oraz *Strategii na rzecz inteligentnego i zrównoważonego rozwoju sprzyjającego włączeniu społecznemu „Europa 2020”* [Komisja Europejska, 2010]. Dokumenty te wskazują na potrzebę kompleksowego podejścia do stabilności makroekonomicznej, w którym przywrócenie bezpieczeństwa sektora finansowego, poprzez wzmocnienie regulacji ostrożnościowych i organizację skutecznego nadzoru finansowego zapewniającego łagodny przebieg cykli koniunkturalnych w długim okresie, a także możliwość finansowania gospodarki realnej są jej integralnym elementem [Pyka, Nocoń, Cichorska, 2016]. EBC, włączając się aktywnie w działania na rzecz przywracania stabilności makroekonomicznej strefy euro, proces normalizacji polityki pieniężnej, podobnie jak Fed, upatruje w [Parlament Europejski, 2013, s. 3]:

- podniesieniu stóp procentowych,
- zmniejszeniu rozmiarów bilansu banku centralnego.

Uwzględniając działania podejmowane w ramach *exit strategy* przez dwa największe banki centralne gospodarki światowej, normalizację polityki monetarnej można sprowadzić do rezygnacji z polityki zerowych stóp procentowych i zmiany zaangażowania banków centralnych w operacjach otwartego rynku (rys. 1). W takim podejściu normalizacja polityki monetarnej to efekt trzech następujących po sobie zdarzeń:

- nadzwyczajnej polityki monetarnej największych banków centralnych w okresie globalnego kryzysu finansowego,
- *exit strategy* przyjętych przez banki centralne,
- wyznaczenia warunków powrotu do klasycznych instrumentów realizacji polityki monetarnej.



Rys. 1. Normalizacja polityki monetarnej w ujęciu klasycznym

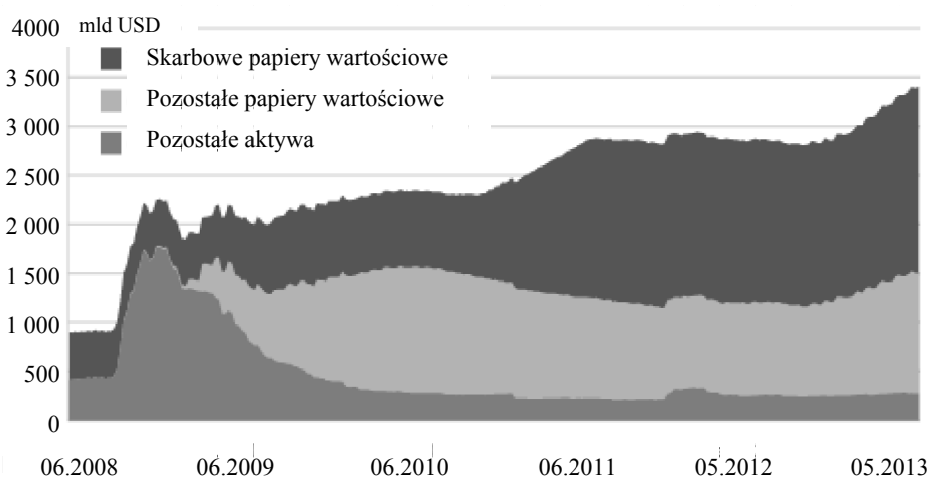
Normalizacja polityki monetarnej banków centralnych nie byłaby zatem konieczna, gdyby nie nadzwyczajna polityka monetarna stosowana przez nie w okresie globalnego kryzysu finansowego. Można też uznać, że globalny kryzys finansowy to wyłącznie kolejny przypadek nierównowagi monetarnej gospodarki światowej, której różnych stanów na przełomie XX i XXI w. obserwowano wiele. Ponieważ nie spowodował on naruszenia dotychczasowego paradygmatu bankowości centralnej, wymaga jedynie działań korygujących funkcjonowanie globalnego systemu finansowego, w tym głównie sektora bankowego.

2. Implementacja *exit strategy* w strefie euro i Stanach Zjednoczonych

Realizacja przyjętych przez Fedi EBC strategii wyjścia z nadzwyczajnej polityki monetarnej pomimo wielu cech wspólnych przebiegała i nadal przebiega różnymi drogami. Amerykański bank centralny o zakończeniu realizacji programów zakupu aktywów, w ramach prowadzonej polityki *quantitative easing*, zdecydował pod koniec 2013 r., wtedy powróciło bowiem dodatnie tempo wzro-

stu gospodarczego w Stanach Zjednoczonych Ameryki. Odnotowano także spadek bezrobocia do poziomu 6,7% (w grudniu 2013 r.) [www 3], co było jednym z podstawowych celów polityki Systemu Rezerwy Federalnej. Wobec tych warunkowań Fed rozpoczął implementację długo oczekiwanej strategii wyjścia (*exit strategy*) [www 4].

Proces normalizacji polityki monetarnej w USA jest jednak z założenia wieloetapowy. Pierwszy etap rozpoczął się pod koniec 2013 r. i trwał do połowy 2014 r. Dotyczył ograniczenia lub całkowitego wycofania się Fed z programów zakupu aktywów finansowych. Do końca 2013 r. System Rezerwy Federalnej nabywał każdego miesiąca za 45 mld USD skarbowe papiery wartościowe oraz za 40 mld USD papiery wartościowe zabezpieczone hipoteką (MBS-y) [Nocoń, 2016]. Wycofując się z polityki luzowania ilościowego (*quantitative easing*, QE), w początkowej fazie Fed postanowił obniżyć wartość miesięcznych zakupów odpowiednio do ok. 25 mld USD papierów skarbowych oraz 20 mld USD MBS-ów. Zakładano jednocześnie, że w okresie tym suma bilansowa banku centralnego będzie nadal zwiększać się, jednakże w znacznie wolniejszym tempie (rys. 2). Co więcej, jeżeli gospodarka amerykańska będzie nadal się rozwijać, wartość kolejnych zakupów aktywów będzie w dalszym ciągu obniżana, aż do całkowitego wycofania tego instrumentu z polityki Fed [Pyka, Nocoń, Cichorska, 2016].



Rys. 2. Wielkość i struktura aktywów Systemu Rezerwy Federalnej w latach 2008-2013 (w mld USD)

Źródło: [www 5].

Etap drugi normalizacji polityki monetarnej Fed rozpoczął się w połowie 2014 r. Wiązał się z zakończeniem reinwestowania kapitałów Systemu Rezerwy Federalnej uzyskanych z tytułu zapadalności posiadanych papierów wartościowych (głównie MBS-ów) oraz rolowania papierów skarbowych. Działania te miały na celu zmniejszenie bilansu Fed do wielkości sprzed globalnego kryzysu finansowego.

Etap trzeci normalizacji polityki monetarnej Fed rozpoczął się pod koniec 2014 r. i trwał do początku 2015 r. Obejmował działania związane ze wzrostem podstawowych stóp procentowych Fed (*Interest Rate Guidance*). Zgodnie z zapisami przyjętymi w dokumencie *Exit Strategy Principles* w czerwcu 2011 r. Fed mógł podnosić stopy procentowe pod warunkiem, że zaprzestanie reinwestowania dochodów z zapadających w jego aktywach papierów wartościowych. W dokumencie tym nie zostały natomiast określone makroekonomiczne warunki odejścia Fed od polityki zerowych stóp procentowych. Dlatego w grudniu 2012 r. amerykański bank centralny przeformułował te wytyczne, wskazując, że spodziewa się utrzymania podstawowej stopy procentowej – stopy funduszy federalnych (*FED funds*) w przedziale 0,00%-0,25%, do momentu osiągnięcia następujących celów makroekonomicznych:

- stopa bezrobocia spadnie poniżej poziomu 6,5%,
- inflacja w horyzoncie 12-24-miesięcznym wyniesie nie więcej niż 2,5%,
- długoterminowe oczekiwania inflacyjne się nie zmienią.

Etap czwarty (koniec 2014 r. – początek 2015 r.) obejmował przeprowadzenie przez Fed operacji otwartego rynku (*reverse repo*) oraz przyjmowanie lokat terminowych w miejsce pieniądza rezerwowego. Nadzwyczajna ekspansja aktywów ogółem w bilansie banku centralnego do wartości 4,5 bln USD (przy poziomie 2,5 bln USD w 2011 r. i poniżej 1 bln USD w 2008 r.) została sfinansowana z pieniądza rezerwowego władzy monetarnej. Nadwyżki płynności, które powstały na rynku międzybankowym, spowodowały zmniejszenie kontroli Fed nad poziomem stóp procentowych [Pyka, Nocoń, Cichorska, 2016].

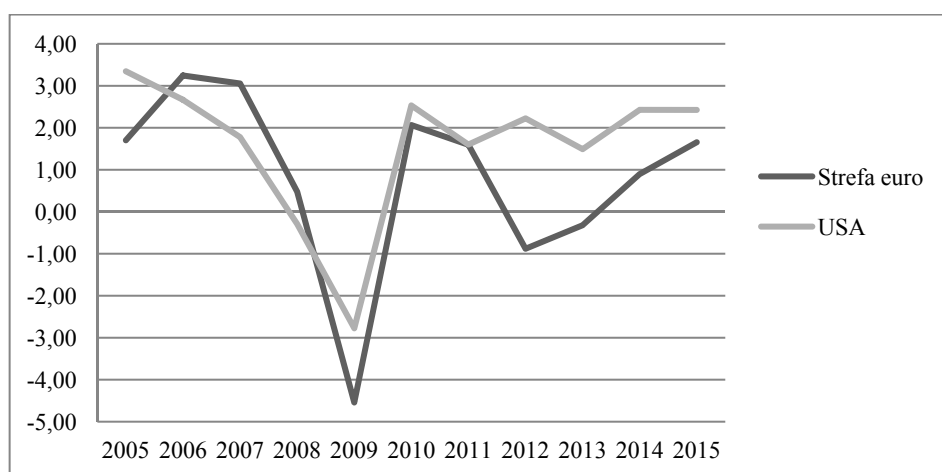
Etap piąty (pierwsza połowa 2015 r.) miał z kolei obejmować podwyżki krótkoterminowych stóp procentowych. Zakładano jednak, że podwyżki te będą stopniowe. Fed podkreślał, że polityka ta odzwierciedla tzw. zrównoważone podejście (*balanced approach*), które jest zgodne z długookresowymi celami Fed – maksymalizacją zatrudnienia i utrzymaniem stopy inflacji na poziomie 2% [Grostal, Niedźwiedzińska, Stawasz, 2012, s. 1]. Jednocześnie wyższe stopy procentowe mogą się przełożyć na wzrost rentowności dla inwestorów rynku pieniężnego, jak również wyższe odsetki płacone przez kredytobiorców [www 6].

W strefie euro nie zdefiniowano założeń normalizacji polityki monetarnej. Europejski Bank Centralny poprzestał jedynie na deklaracjach zakończenia nadzwyczajnej polityki monetarnej. Myśl o *exit strategy* (strategii wyjścia) bank centralny strefy euro zmienił w 2015 r. na realizację *enter strategy* (strategii wejścia), związanej z jeszcze większym zaangażowaniem w nadzwyczajną politykę monetarną. Decyzja ta była silnie determinowana słabą kondycją gospodarki strefy euro oraz tendencją spadkową stopy inflacji, znacznie poniżej celu inflacyjnego. Dlatego też o ile implementacja normalizacji polityki monetarnej Fed przedłużała się w czasie, o tyle z perspektywy 2016 r., a zatem w sześć lat po globalnym kryzysie finansowym, można mówić o jego stopniowym wycofywaniu się z nadzwyczajnej polityki monetarnej. Natomiast w strefie euro EBC nie jest w stanie rozpocząć procesu normalizacji głównie w wyniku niepewnej sytuacji makroekonomicznej. Obserwowane trudności w implementacji *exit strategies* i pojawiająca się w niej dyferencja czasowa wywołują refleksję nie tylko nad ich przyczynami, ale także nad samym procesem normalizacji polityki monetarnej.

3. Otoczenie makroekonomiczne a normalizacja polityki monetarnej

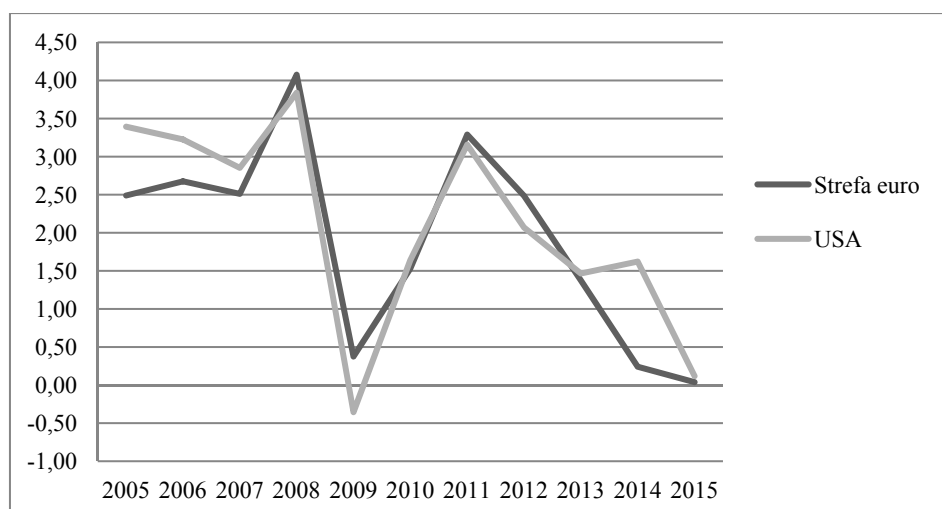
Nadzwyczajna polityka monetarna Fed i EBC pojawiła się w okresie recesji gospodarczej z lat 2007-2010 (rys. 3), z założenia kierując się potrzebami ożywienia wzrostu gospodarczego. Z danych przedstawionych na rys. 3 wynika, że w Stanach Zjednoczonych w latach 2010-2015 nastąpiła wyraźna poprawa koniunktury gospodarczej, sprzyjająca normalizacji polityki monetarnej Fed. W strefie euro warunki wzrostu gospodarczego nie były stabilne, uzasadniając utrzymanie akomodacyjnej polityki monetarnej EBC.

Analizując rys. 4, można zauważyć, że w USA, a także w strefie euro wystąpił brak efektu inflacyjnego nadzwyczajnej polityki monetarnej. Stopa inflacji zarówno w krótkim okresie (2007-2010), jak i w okresie średnim (2010-2015) pozostała w obydwu gospodarkach niska, wręcz bliska zeru.



Rys. 3. Wzrost gospodarczy w Stanach Zjednoczonych oraz strefie euro w latach 2005-2015

Źródło: na podstawie danych Banku Światowego.



Rys. 4. Stopa inflacji w Stanach Zjednoczonych oraz strefie euro w latach 2005-2015

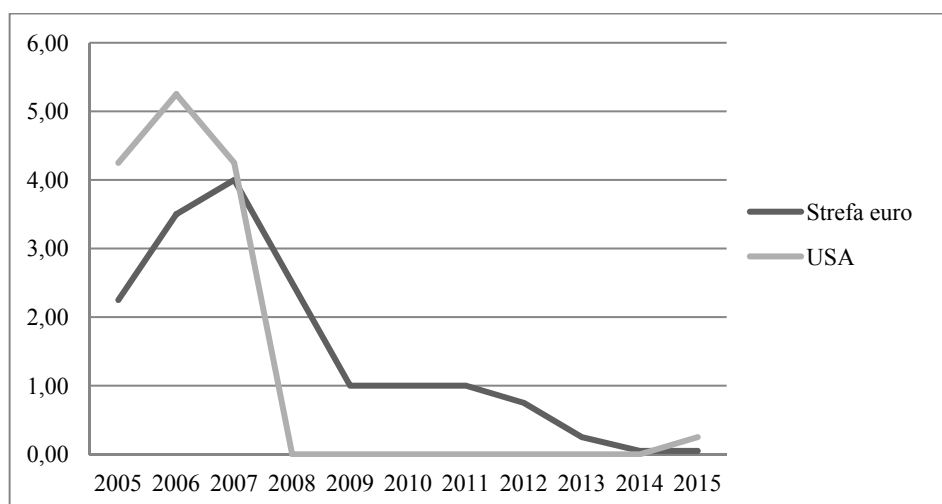
Źródło: na podstawie danych Banku Światowego.

Uwarunkowania makroekonomiczne oraz nasilenie się zjawisk deflacyjnych w USA nie sprzyjają w pełni normalizacji polityki monetarnej Fed, chociaż stwarzają możliwość łagodzenia skali jej akomodacji. Normalizacja polityki monetarnej w USA zachodzi zatem stopniowo, co zostało już wcześniej zasygnalizowane. W strefie euro niestabilny wzrost gospodarczy i odchylenia poziomu inflacji od celu inflacyjnego są silnymi argumentami uzasadniającymi kontynuowanie nadzwyczajnej polityki monetarnej EBC.

Analizowane przypadki potwierdzają, że po globalnym kryzysie finansowym banki centralne silnie łączą normalizację polityki monetarnej z endogenicznymi potrzebami gospodarki. Stabilność wzrostu gospodarczego i równowaga monetarna to podstawowe determinanty nastawienia polityki monetarnej oraz implementacji strategii wyjścia w USA i strefie euro.

4. Normalizacja polityki monetarnej a sytuacja na rynku finansowym strefy euro i USA

Nadzwyczajna polityka monetarna banków centralnych, która w zgodzie z *exit strategy* wymaga normalizacji, spowodowała drastyczny spadek stóp procentowych w gospodarce Stanów Zjednoczonych i w strefie euro (rys. 5).

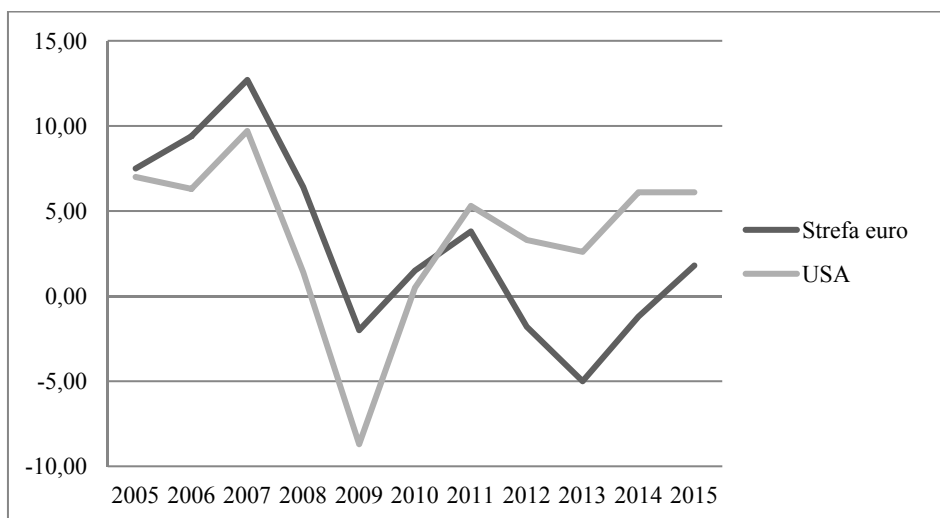


W Stanach Zjednoczonych w latach 2008-2014 podstawowa stopa procentowa kształtowała się w przedziale 0,00%-0,25%, a na koniec 2015 r. 0,25%-0,50%.

Rys. 5. Wysokość podstawowych stóp procentowych banku centralnego w Stanach Zjednoczonych oraz strefie euro w latach 2005-2015

Źródło: na podstawie danych Fed oraz EBC.

W długim okresie przyczyniły się one do wzrostu dynamiki akcji kredytowej w sektorze bankowym USA i strefy euro (rys. 6). Skala tej dynamiki jest jednak niska i nie osiągnęła poziomu sprzed 2007 r.



Rys. 6. Dynamika akcji kredytowej w Stanach Zjednoczonych oraz strefie euro w latach 2005-2015

Źródło: na podstawie danych Fed oraz EBC.

Niskie stopy procentowe na rynku finansowym strefy euro spowodowały jednak spadek:

- kosztów zewnętrznego finansowania przedsiębiorstw produkcyjnych,
- rentowności obligacji skarbowych (rys. 7).

W 2015 r. koszty finansowania zewnętrznego w strefie euro osiągnęły najniższy poziom od momentu globalnego kryzysu finansowego, chociaż zróżnicowany względem kredytu bankowego, długu publicznego i kapitału własnego, a także kosztów finansowania zewnętrznego w krajach strefy euro (rys. 7).

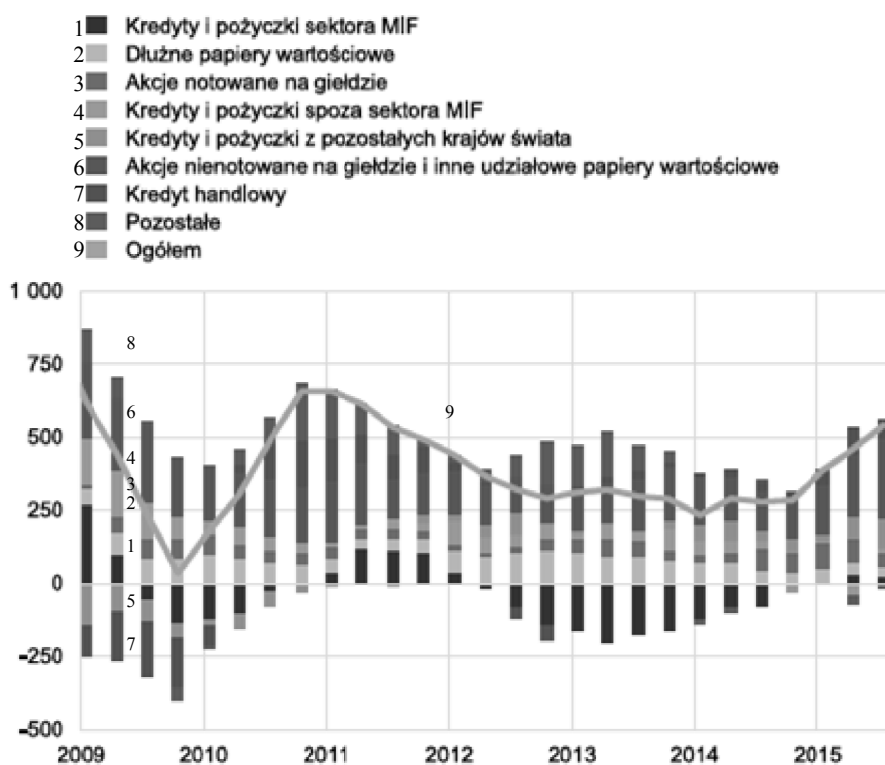


Rys. 7. Łączny nominalny koszt finansowania zewnętrznego przedsiębiorstw niefinansowych w strefie euro

Źródło: EBC [2015, s. 18].

Obniżenie kosztów zadłużenia rynkowego i kosztu kapitału własnego nastąpiło głównie w efekcie ogłoszenia PSPP (programu skupu aktywów sektora publicznego). Trudno jednak nie zauważyć, że ważną rolę w obniżeniu łącznego nominalnego kosztu finansowania zewnętrznego przedsiębiorstw produkcyjnych strefy euro odegrało ograniczenie kosztów finansowania przez banki (efekt PSPP i TLTRO oraz polityka niskich stóp procentowych). Spadek kosztów finansowania zewnętrznego przedsiębiorstw produkcyjnych strefy euro przyczynił się również do przekształceń w charakterze tego finansowania (rys. 8), co jest niewątpliwie zjawiskiem korzystnym, zważywszy na planowane przejście strefy euro z Unii Bankowej do Unii Kapitałowej.

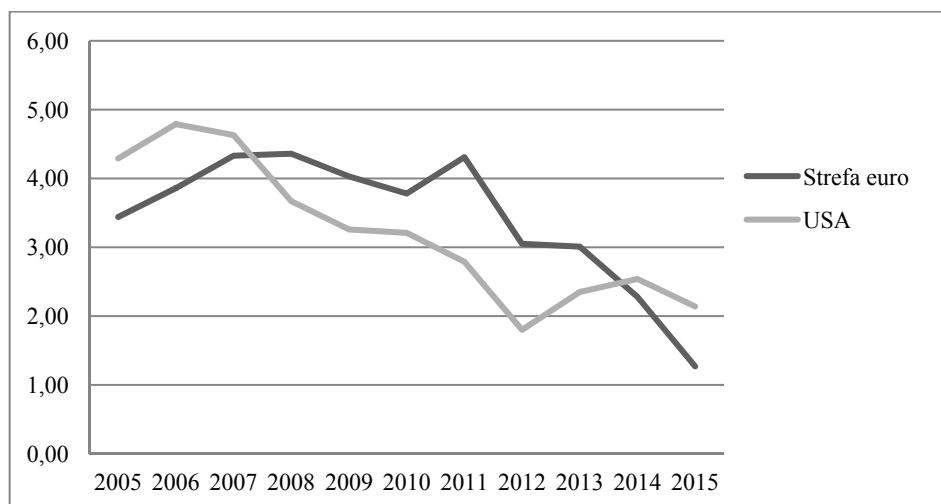
(sumy z 4 kwartałów; mld EUR)



Rys. 8. Zmiany w źródłach zewnętrznego finansowania przedsiębiorstw niefinansowych w strefie euro

Źródło: EBC [2015, s. 18].

Analizowane zmiany poziomu i struktury kosztów finansowania zewnętrznego przedsiębiorstw strefy euro przy niskiej dynamice akcji kredytowej nie sprzyjają normalizacji polityki monetarnej EBC. Rodzą poważne obawy o jej konsekwencje na rynku finansowym i w gospodarce w sytuacji implementacji *exit strategy*.



Rys. 9. Oprocentowanie 10-letnich obligacji skarbowych Stanów Zjednoczonych oraz strefy euro w latach 2005-2015

Źródło: na podstawie danych OECD.






Niskie stopy procentowe przyczyniły się również do drastycznego obniżenia rentowności obligacji skarbowych w USA i strefie euro (rys. 9). Istotnie wpłynęło to na koszt finansowania podmiotów gospodarczych, co było jednym z istotnych celów polityki luzowania ilościowego banków centralnych w okresie globalnego kryzysu finansowego. Fed i EBC podnosząc stopy procentowe, muszą brać pod uwagę odwrócenie się tych proporcji uzyskanych wcześniej przez nadzwyczajną politykę monetarną. To jest niewątpliwie kolejną barierą normalizacji polityki monetarnej analizowanych banków centralnych.

5. Otoczenie międzynarodowe a normalizacja polityki monetarnej

Doświadczenia analizowanych banków centralnych wskazują, że implementacja strategii wyjścia ze względu na różne czynniki makroekonomiczne czy mikrofinansowe może mieć różnorodny przebieg. Z kolei przedłużanie się okresu normalizacji polityki monetarnej sprzyja narastaniu czynników warunkujących ten proces.

W strefie euro niepokojące z perspektywy normalizacji polityki monetarnej są aktualnie zagrożenia ponownej destabilizacji finansowej (rys. 10). W 2015 r. w coraz większym stopniu zagrożenia dla stabilności finansowej wykraczały poza tradycyjne podmioty, takie jak banki i instytucje ubezpieczeniowe. Podat-

ność na kumulację zaburzeń koncentruje się w sferze funduszy inwestycyjnych, które podejmują, w istniejącej sytuacji na rynku finansowym strefy euro, coraz większe ryzyko.

 wyraźne ryzyko systemowe średni poziom ryzyka systemowego potencjalne ryzyko systemowe	Aktualny poziom (kolor) i ostatnie zmiany (strzałka) ¹
Raptowna zmiana niskiej globalnej premii za ryzyko wzmocniona przez małą płynność rynku wtórnego	
Słabe perspektywy opłacalności dla banków i ubezpieczycieli w sytuacji niskiego wzrostu nominalnego i w kontekście niezakończonych korekt bilansu	
Wzrastające obawy dotyczące długoterminowej obsługi długu w sektorze publicznym i niefinansowym sektorze prywatnym w kontekście niskiego wzrostu nominalnego	
Perspektywy napięć finansowych w szybko rozwijającym się równoległym systemie bankowym, spotęgowanych przez efekty uboczne i ryzyko płynności	

1) Kolor wskazuje skumulowany poziom ryzyka, który jest kombinacją prawdopodobieństwa wystąpienia ryzyka i kalkulacji prawdopodobnego oddziaływania systemowego rozpoznanego ryzyka przez kolejne 24 miesiące, na podstawie oceny zespołu EBC. Strzałka wskazuje, czy ryzyko wzrosło od poprzedniej publikacji FSR.

Rys. 10. Podstawowe zagrożenia dla stabilności finansowej strefy euro zidentyfikowane w FSR z listopada 2015 r.

Źródło: EBC [2015, s. 63].

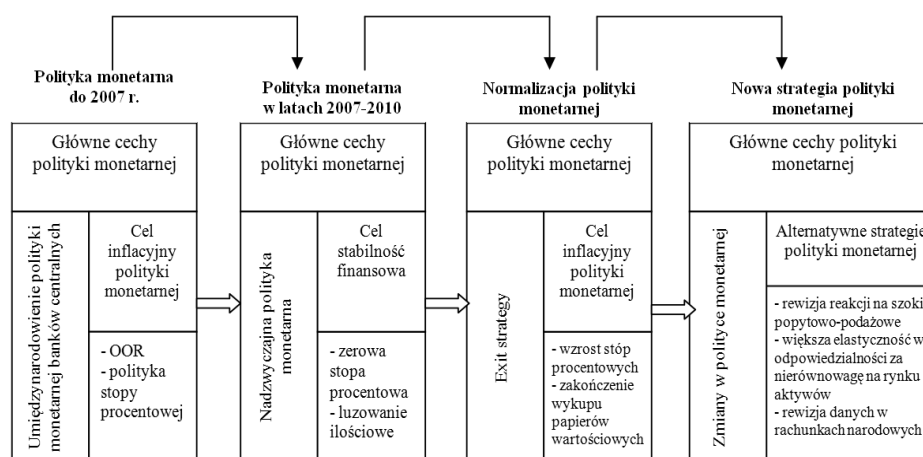
Ważnym czynnikiem stale hamującym normalizację polityki monetarnej EBC jest utrzymujący się w strefie euro wysoki dług publiczny. Utrudnia on wycofanie się EBC z transakcji na rynku obligacji skarbowych. Ich spadająca rentowność w połączeniu z ujemną stopą depozytową w banku centralnym przyczyniają się do obniżenia przeciętnego ryzyka duracji portfela sektora prywatnego. Powoduje to spadek wymaganej premii za ryzyko związane z inwestowaniem w długim okresie (premia terminowa) i wpływa także na rentowność aktywów, np. obligacji korporacyjnych emitowanych przez przedsiębiorstwa finansowe i niefinansowe. Skutkiem ubocznym polityki monetarnej EBC jest

także presja na wzrost cen akcji. Obserwowane zmiany pozwalają sformułować opinię, że pięć lat, traktowanych jako okres po globalnym kryzysie finansowym, nie wskazuje na powstanie w strefie euro pozytywnych, silnych i trwałych punktów wsparcia normalizacji polityki pieniężnej EBC.

Jednocześnie w strefie euro wraz z wpływem czasu normalizacja polityki pieniężnej w znacznym stopniu wydaje się uwarunkowana narastającymi problemami społecznymi i politycznymi (np. skutek Brexitu, niespójnej polityki migracyjnej, różnic w koncepcji rozwoju strefy euro itd.). Determinanty te połączone z ekonomicznymi mogą sprzyjać utrzymywaniu się akomodacyjnej polityki pieniężnej największych banków centralnych, przy nieznacznej tylko korekcie jej nadzwyczajnych instrumentów. Sytuacja ta prowadzi do:

- poszukiwania alternatywnych wobec celu inflacyjnego strategii polityki monetarnej,
- zmiany nastawienia do regulowania nierównowag w systemie finansowym, czyli reagowania na tzw. bąble spekulacyjne.

Ostatecznie natomiast pozwala traktować nadzwyczajną politykę monetarną jak innowację umożliwiającą przejście w nowy paradygmat bankowości centralnej (rys. 11).



Rys. 11. Innowacyjne podejście do normalizacji polityki monetarnej

W podejściu innowacyjnym normalizację polityki monetarnej można traktować jako proces wieloetapowy zmieniający system reagowania współczesnych banków centralnych na niestabilność finansową, a tym samym wpływający na wykształcanie się w globalnej gospodarce światowej nowego modelu bankowości centralnej.

Podsumowanie

Analiza normalizacji polityki monetarnej dwóch największych banków centralnych Fed i EBC wskazuje, że sam jej proces zawiera wiele niewyjaśnionych kwestii. Akceptacja strategii wyjścia przez analizowane banki centralne nie łączy się z jej przejrzystością, chociaż zarówno Fed, jak i EBC deklarują powrót do standardowej polityki monetarnej. Można jedynie zakładać, że banki centralne politykę tę identyfikują z celem i instrumentami stosowanymi przed globalnym kryzysem finansowym. Przedłużający się okres akomodacyjnej polityki monetarnej Fed i EBC pewności takiej jednak nie gwarantuje. Tym bardziej że banki te warunkują normalizację polityki monetarnej czynnikami makroekonomicznymi i mikrofinansowymi, na których spełnienie nakłada się większa grupa czynników systemowych, społecznych i politycznych. Proces normalizacji odsuwa się zatem w czasie, sprzyjając akceptacji niestandardowych instrumentów polityki monetarnej. Jednocześnie banki centralne, w tym Fed i EBC, uznając stabilność finansową za ważny element swej odpowiedzialności, zaczynają łączyć ją nie tylko ze stabilnością cenową, ale także interwencją na rynkach finansowych (przekłuwanie bąbli spekulacyjnych). Wartościowanie (nowe podejście) strategii polityki monetarnej łączone z nowymi instrumentami finansowymi można uznać za innowację w polityce monetarnej współczesnych banków centralnych.

Literatura

- EBC (2015), *Raport Roczny EBC*, Frankfurt nad Menem.
- Financial Stability Board (2009), *Exit from Extraordinary Financial Sector Support Measures*, Note for G20 Ministers and Governors meeting 6-7 November; http://www.fsb.org/wp-content/uploads/r_091107b.pdf?page_moved=1 (dostęp: 14.05.2018).
- Grostal W., Niedźwiedzińska J., Stawasz E. (2012), *Zmiany w strategii i polityce komunikacyjnej FED*, Publikacje NBP, Instytut Ekonomiczny, Biuro Strategii Polityki Pieniężnej, 11 kwietnia, http://www.nbp.pl/publikacje/bci/BCI_fed.pdf (dostęp: 31.10.2016).
- Komisja Europejska (2010), *Strategia na rzecz inteligentnego i zrównoważonego rozwoju sprzyjającego włączeniu społecznemu „Europa 2020”*, 3.03.2010, Bruksela.
- Komisja Europejska (2012), *The 2012 Annual Growth Survey: Frequently Asked Questions*, 23.11.2012, Bruksela, MEMO/11/821, http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-11-821_en.htm (dostęp: 2.12.2014).
- Nocoń A. (2016), *System reagowania współczesnych banków centralnych na niestabilność sektora bankowego*, Difin, Warszawa.

- Parlament Europejski (2013), *Exit Strategies. Policy Department A: Economic and Scientific Policy*, IP/A/ECON/NT/2013-04, December, http://graduateinstitute.ch/files/live/sites/iheid/files/sites/international_economics/shared/international_economics/prof_websites/wyplosz/Reports/ECON%2013.4.pdf (dostęp: 14.08.2015).
- Pyka I., Nocoń A., Cichorska J. (2016), *Nadzwyczajna polityka monetarna banków centralnych a stabilność sektora bankowego*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego, Katowice.
- Yamaoka H., Syed M. (2010), *Managing the Exit: Lessons from Japan's Reversal of Unconventional Monetary Policy*, "IMF Working Paper", May, WP/10/114, s. 1-14.
- [www 1] Federal Reserve 2011, <http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/fomcminutes20110622.pdf> (dostęp: 11.08.2014).
- [www 2] Transcript of Chairman Bernanke's Press Conference, 19 czerwca 2013, <http://www.federalreserve.gov/mediacenter/files/FOMCpresconf20130619.pdf> (dostęp: 7.08.2014).
- [www 3] <http://data.bls.gov/timeseries/LNS14000000> (dostęp: 13.10.2015).
- [www 4] http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/bst_longerterm.htm (dostęp: 7.08.2014).
- [www 5] T. Rowe Price: <http://individual.troweprice.com/public/Retail/Planning-&Research/T.-Rowe-Price-Insights/Chief-Economist-Commentary/What-is-the-Federal-Reserve-Exit-Strategy> (dostęp: 6.08.2014).
- [www 6] <http://individual.troweprice.com/public/Retail/Planning-&Research/T.-Rowe-Price-Insights/Chief-Economist-Commentary/What-is-the-Federal-Reserve-Exit-Strategy> (dostęp: 6.08.2014).

MONETARY POLICY NORMALIZATION – INNOVATION OR RETURN TO STANDARD POLICY OF CENTRAL BANKS

Summary: Normalization of monetary policy is the process of returning monetary policy to the framework of the pre-global financial crisis. Prolonged implementation of exit strategies by major central banks in the world may suggest that monetary policy will never be conducted like before the crisis. From the point of view of the exit strategies, it is crucial to specify timing of exit and achievement of their assumptions, pace and sequencing of normalization. The study identifies determinants for monetary policy normalization, indicating assumptions of the exit of the Federal Reserve System and European Central Bank, progress of their implementation, as well as emphasizes conditions determining this process in the United States and euro area.

Keywords: monetary policy normalization, exit strategies, non-standard monetary policy.