


	Data	Autorzy
	18 sierpnia 2020	Marek Dąbrowski
	<h2 data-bbox="566 268 1372 459">Analiza 4/2020: Waluty globalne i peryferyjne: różne pole manewru w polityce pieniężnej</h2>	

Niniejszy tekst opiera się na prezentacji pt. *Why do central banks in emerging-market economies have less room to maneuver than the Fed or ECB?*, przedstawionej w trakcie webinaru *The COVID-19 Crisis: The Limits of Monetary Easing. New Challenge for the Financial Sector*, zorganizowanego przez CASE Ukraina 04.06.2020 r., oraz na wcześniejszych publikacjach autora w CASE i Bruegel.

Synteza:

- W zależności od roli odgrywanej w światowym systemie monetarnym waluty można podzielić na globalne i peryferyjne. Na te pierwsze – do których obok dolara amerykańskiego zaliczyć można też euro, japońskiego jena, funta brytyjskiego i franka szwajcarskiego – popyt zgłaszany jest nie tylko w ich formalnym obszarze walutowym, lecz także przez podmioty zewnętrzne. Pozostałe waluty pełnią rolę peryferyjną lub lokalną, nawet jeśli formalnie są one w pełni wymienne dla potrzeb transakcji bieżących i kapitałowych. Wiele z nich ma też problemy z wiarygodnością, które wynikają na ogół z historii kryzysów walutowych, epizodów wysokiej inflacji, niewypłacalności rządu, niestabilności systemu bankowego, a także niestabilności politycznej i konfliktów zbrojnych.
- W przypadku globalnych szoków finansowych popyt na pieniądź reaguje w diametralnie odmienny sposób w odniesieniu do walut globalnych i peryferyjnych. Rośnie popyt na waluty globalne: inwestorzy finansowi i inne podmioty odpowiadają na wzrost niepewności i ryzyka ucieczką do tzw. bezpiecznych przystani (*safe havens*). Towarzyszy temu wyprzedaż aktywów rynków wschodzących. W związku z tym banki centralne zarządzające walutami globalnymi i peryferyjnymi muszą reagować w odmienny sposób na negatywne szoki o charakterze globalnym.
- Podczas kryzysu finansowego w latach 2007–2009 wyzwaniem dla rynków wschodzących były presja inflacyjna (a nie deflacyjna), powstrzymanie odpływu kapitału (a nie kompensowanie skutków jego napływu) oraz w wielu przypadkach przeciwdziałanie wzmożonej substytucji walutowej, zapobieżenie kryzysowi bilansu płatniczego i ochrona stabilności finansowej. Wiele z krajów należących do tej grupy musiało skorzystać z pomocy finansowej Międzynarodowego Funduszu Walutowego. W tej sytuacji naśladowanie Fed, EBC, Banku Japonii lub Banku Anglii w stosowaniu niekonwencjonalnych środków polityki pieniężnej byłoby całkowicie przeciwnie skuteczne.
- W pierwszej fazie obecnego kryzysu związanego z COVID-19 obserwowaliśmy wzmożony odpływ kapitału z rynków wschodzących i obszarów walut peryferyjnych do

Fundacja Forum Obywatelskiego Rozwoju – FOR

ul. Ignacego Krasickiego 9A • 02-628 Warszawa • tel. +48 22 628 85 11

e-mail: info@for.org.pl • www.for.org.pl

 FundacjaFOR •  @FundacjaFOR

NIP: 521-34-49-293 • REGON: 140924840 • KRS: 0000277658

„bezpiecznych przystani”. Mimo że we wszystkich krajach dotkniętych pandemią obserwuje się zjawisko zmniejszonego popytu wewnętrznego na towary i usługi, a więc zwiększony popyt na pieniądź (zwiększone oszczędności), nie wiadomo, czy ten „nawis pieniężny” nie ulegnie gwałtownemu uruchomieniu wraz z pełnym rozmrożeniem gospodarki. Oznacza to, że banki centralne emitujące waluty peryferyjne powinny zachować szczególną ostrożność, gdyż ich pole manewru decyzyjnego jest znacznie węższe niż w przypadku Fed lub EBC

W dyskusjach nt. polityki pieniężnej w krajach należących do grupy tzw. wschodzących rynków (*emerging markets*) bardzo często pojawia się postulat naśladowania doświadczeń wiodących banków centralnych takich jak System Rezerwy Federalnej USA (Fed) i Europejski Bank Centralny (EBC)¹. Autorzy tej propozycji nie dostrzegają jednak zasadniczej różnicy w roli pełnionej przez poszczególne waluty, która z kolei określa pole manewru banków centralnych.

Aby zrozumieć istotę tej różnicy, zacznijmy od charakterystyki systemu monetarnego, panującego we współczesnej gospodarce światowej. Od blisko 100 lat rolę dominującej waluty odgrywa w nim dolar amerykański (USD), który spełnia wszystkie trzy podstawowe funkcje międzynarodowego pieniądza: miernika wartości, środka transakcyjnego i środka gromadzenia oszczędności. Dolar utrzymał swoją dominującą pozycję w trakcie wielu kryzysów politycznych i ekonomicznych jak rozpad systemu z Bretton Woods w 1971 r. (międzynarodowy system walutowy po II wojnie światowej był oparty na stałym parytecie dolara do złota i stałych kursach wymiany pozostałych walut do dolara), wysoka inflacja w USA w latach siedemdziesiątych XX wieku czy globalny kryzys finansowy w latach 2007–2009.

Oprócz dolara rolę globalnych walut, choć w mniejszym stopniu, pełnią także: euro (EUR), japoński jen (JPY), funt brytyjski (GBP) oraz frank szwajcarski (CHF). Do takiej roli aspiruje również chiński juan (CNY), ale na przeszkodzie w urzeczywistnieniu tych ambicji stoją jego niepełna wymienialność w zakresie transakcji kapitałowych oraz niepełna liberalizacja chińskiego systemu finansowego.

Popyt na waluty globalne zgłaszany jest nie tylko przez podmioty wewnątrz danego obszaru walutowego, ale także przez podmioty zewnętrzne. Mogą to być banki centralne, lokujące w nich swoje rezerwy walutowe, rządy gromadzące rezerwy budżetowe na trudne czasy w postaci tzw. państwowych funduszy majątkowych (*sovereign wealth funds*) oraz szeroka gama podmiotów prywatnych – od banków i innych instytucji finansowych przez niefinansowe podmioty gospodarcze po osoby fizyczne. Popyt ten wynika z dwóch przesłanek – potrzeb transakcyjnych (gromadzenie aktywów pieniężnych potrzebnych do zakupów importowych, spłaty kredytów i innych zobowiązań w walucie obcej, inwestycji zagranicznych itp.) oraz zapobiegliwości, tj. chęci lokowania swoich aktywów w walucie uważanej za stabilną (co oznacza, że w wielu przypadkach za taką nie jest uważana waluta krajowa – patrz niżej).

Potrzeby transakcyjne wiążą się z tzw. efektem sieciowym (*network externalities*): używamy tej samej waluty co nasi partnerzy handlowi i finansowi, aby zmniejszyć koszty transakcyjne (Eichengreen, 1996). Jest to więc wariant zjawiska korzyści skali.

¹ Zob. np. Benigno et al. (2020)

Wymienione pięć globalnych walut tworzy centrum światowego systemu monetarnego. Pozostałe waluty pełnią rolę peryferyjną lub lokalną, czyli obszar ich funkcjonowania na ogół nie wykracza poza granice emitujących je krajów, nawet jeśli formalnie są one w pełni wymienne dla potrzeb transakcji bieżących i kapitałowych. Wśród walut peryferyjnych jest stosunkowo niewielka grupa walut stabilnych o wysokiej wiarygodności. Dotyczy to np. walut krajów skandynawskich, Kanady, Australii, Nowej Zelandii oraz krajów Azji Wschodniej i Południowo-Wschodniej. Ale inne waluty peryferyjne, w szczególności krajów zaliczanych do kategorii rynków wschodzących oraz krajów rozwijających się, mają problemy ze stabilnością i wiarygodnością, szczególnie w okresie występowania negatywnych szoków na globalnych rynkach finansowych. Było to szczególnie widoczne w okresie globalnego kryzysu finansowego w latach 2007–2009, w okresie spadku cen ropy naftowej i innych surowców w latach 2014–2016 oraz obecnie, kiedy gospodarki większości krajów świata zostały sparaliżowane w wyniku pandemii COVID-19.

Problemy z wiarygodnością wynikają na ogół z historii kryzysów walutowych, epizodów wysokiej inflacji, niewypłacalności rządu, niestabilności systemu bankowego, a także niestabilności politycznej i konfliktów zbrojnych. Deficyt wiarygodności prowadzi do zjawiska substytucji walutowej, tj. zastępowania waluty krajowej jedną z walut globalnych jako środka gromadzenia oszczędności oraz dokonywania poważniejszych transakcji, np. na rynku nieruchomości, przy zakupie dóbr trwałego użytku lub zaciąganiu kredytów (niższe oprocentowanie). Ale substytucja walutowa jest także wynikiem międzynarodowych potrzeb transakcyjnych, o czym była już mowa wcześniej.

Tabela 1 przedstawia częściowy szacunek tego zjawiska wśród gospodarek rynków rozwiniętych i wschodzących. Niepełność szacunku wynika z braku statystyki zasobów walut obcych w formie gotówkowej w posiadaniu podmiotów gospodarczych i ludności danego kraju. W przypadku niektórych gospodarek stopień dolaryzacji lub euroizacji jest bardzo wysoki, co mocno ogranicza swobodę manewru w polityce pieniężnej.

Tabela 1. Udział pasywów denominowanych w walucie obcej w pasywach ogółem systemu finansowego, w %, 2018

Kraj	2018
Albania	52,1
Argentyna	30,8
Armenia	58,2
Australia	21,8
Białoruś	66,9
Bośnia i Hercegowina	53,3
Brazylia	16,9
Bułgaria	38,0
Chile	25,5
Chorwacja	56,6
Filipiny	20,1
Ghana	27,0
Gruzja	61,4
Indie	7,9
Indonezja	20,0

Izrael	24,7
Jordania	50,0
Kambodża	93,4
Kanada	54,4
Kazachstan	42,7
Kenia	26,3
Kirgistan	43,6
Kolumbia	11,6
Meksyk	16,3
Mołdowa	42,1
Nigeria	49,3
Pakistan	12,9
Paragwaj	48,1
Peru	38,9
Polska	17,9
Północna Macedonia	44,7
Rosja	23,8
Rumunia	30,9
Sri Lanka	21,0
Tanzania	33,9
Turcja	57,2
Uganda	40,0
Ukraina	46,9
Urugwaj	69,3

Źródło: IMF Financial Soundness Indicators, data pobrania: 01.07.2020

W przypadku globalnych szoków finansowych popyt na pieniądź reaguje w diametralnie odmienny sposób w odniesieniu do walut globalnych i peryferyjnych. Rośnie popyt na waluty globalne: inwestorzy finansowi i inne podmioty odpowiadają na wzrost niepewności i ryzyka ucieczką do tzw. bezpiecznych przystani (*safe havens*), czyli płynnych instrumentów finansowych o wysokim ratingu, denominowanych w USD, EUR i innych walutach globalnych, np. obligacji skarbowych USA lub Niemiec. Towarzyszy temu wyprzedaż aktywów rynków wschodzących. W związku z tym waluty peryferyjne doznają gwałtownej presji związanej z odpływem kapitału. W wielu przypadkach efekt ten pogłębiany jest wzmożeniem zjawiska substytucji walutowej, spowodowanej deficytem wiarygodności: podmioty gospodarcze i ludność krajów, które w przeszłości doświadczyły różnego rodzaju kryzysów finansowych dokonują wzmożonych zakupów walut obcych, a w skrajnych przypadkach – wycofują depozyty z miejscowych banków.

Różnokierunkowe zmiany w popycie na pieniądź powodują, że banki centralne zarządzające walutami globalnymi i peryferyjnymi muszą reagować w odmienny sposób na negatywne szoki o charakterze globalnym. Można to prześledzić na przykładzie globalnego kryzysu finansowego w latach 2007–2009 oraz pierwszej fazy obecnego kryzysu, związanego z COVID-19.

Przyczyną kryzysu w latach 2007–2009 było załamanie się systemu finansowego USA, a w ślad za nim – systemów finansowych wielu innych krajów rozwiniętych i rynków wschodzących. W wyniku kryzysu nastąpiło m.in. gwałtowne zmniejszenie się pośrednictwa finansowego, dodatkowo pogłębione pokryzysowym zaostreniem reguł mikroostrożnościowych w systemie finansowym, wprowadzeniem regulacji makroostrożnościowych itp. Dla polityki pieniężnej

oznaczało to znaczący spadek mnożnika pieniężnego, czyli zmniejszenie szerokich agregatów pieniężnych. Poza tym, o czym była już mowa, wzrósł popyt zewnętrzny na waluty globalne. Zarządzające tymi walutami Fed, EBC i inne banki centralne stanęły wobec wyzwania, jak uniknąć pułapki deflacyjnej, na podobieństwo tej podczas wielkiej depresji w latach 1929–1933. Pierwszą reakcją było gwałtowne obniżenie stóp procentowych do prawie zerowego poziomu, ale krok ten okazał się niewystarczający z dwóch powodów. Po pierwsze, wyjściowy poziom stóp procentowych nie był wysoki. Po drugie, paraliż systemu bankowego i rynków pieniężnych zakłócił tradycyjne kanały transmisji polityki pieniężnej. Stąd sięgnięcie po środki niekonwencjonalne, w tym ujemne stopy procentowe od dobrowolnych depozytów banków komercyjnych w banku centralnym (strefa euro, Japonia, Szwajcaria) oraz tzw. luzowanie ilościowe (*quantitative easing*), czyli skup przez bank centralny obligacji skarbowych i innych papierów wartościowych na rynku wtórnym.

Rozważania, na ile niekonwencjonalne środki polityki pieniężnej w przypadku globalnych walut były rozwiązaniem słusznym i czy nie stosowano ich zbyt długo pozostają poza ramami tego artykułu². Istotne dla tej analizy jest bowiem odpowiedź na pytanie, czy mogły być one zastosowane przez banki centralne walut peryferyjnych, w szczególności w krajach należących do grupy rynków wschodzących.

Nawet pobieżny ogląd Tabeli 2 sugeruje odpowiedź negatywną. W okresie między wrześniem 2008 r. a majem 2009 r., uważanym za najostrzejszą fazę globalnego kryzysu finansowego, większość wschodzących rynków doświadczyło gwałtownego odpływu kapitału, który przełożył się na głęboką deprecjację ich walut (lub spadek rezerw walutowych w przypadku krajów o stałym kursie), wzrost premii za ryzyko przy zaciąganiu długu publicznego i załamanie się indeksów giełdowych. Z kolei deprecjacja walut oznaczała w większości przypadków wzrost inflacji.

Wyzwaniem dla rynków wschodzących były więc presja inflacyjna (a nie deflacyjna), powstrzymanie odpływu kapitału (a nie kompensowanie skutków jego napływu) oraz w wielu przypadkach przeciwdziałanie wzmożonej substytucji walutowej, zapobieżenie kryzysowi bilansu płatniczego i ochrona stabilności finansowej. Wiele z krajów należących do tej grupy musiało skorzystać z pomocy finansowej Międzynarodowego Funduszu Walutowego. W tej sytuacji naśladowanie Fed, EBC, Banku Japonii lub Banku Anglii w stosowaniu niekonwencjonalnych środków polityki pieniężnej byłoby całkowicie przeciwnie skuteczne. Oznaczałoby dolewanie oliwy do ognia. Poza tym zbyt duża aktywność banków centralnych na rynku papierów skarbowych mogłaby kolidować z wieloma podmiotami gospodarczymi z niedawną w przypadku wielu krajów praktyką finansowania deficytu budżetowego emisją pieniężną.

Tabela 2. Kraje najbardziej dotknięte globalnym kryzysem finansowym za pośrednictwem kanału finansowego (01.09.2008–31.05.2009)

Country	Deprecjacja waluty (%) wobec USD	Premia za ryzyko na obligacjach rządowych (w punktach bazowych) wobec obligacji rządowych USA i Niemiec (kraje UE)	Rynek kapitałowy (%)
---------	-------------------------------------	--	----------------------------

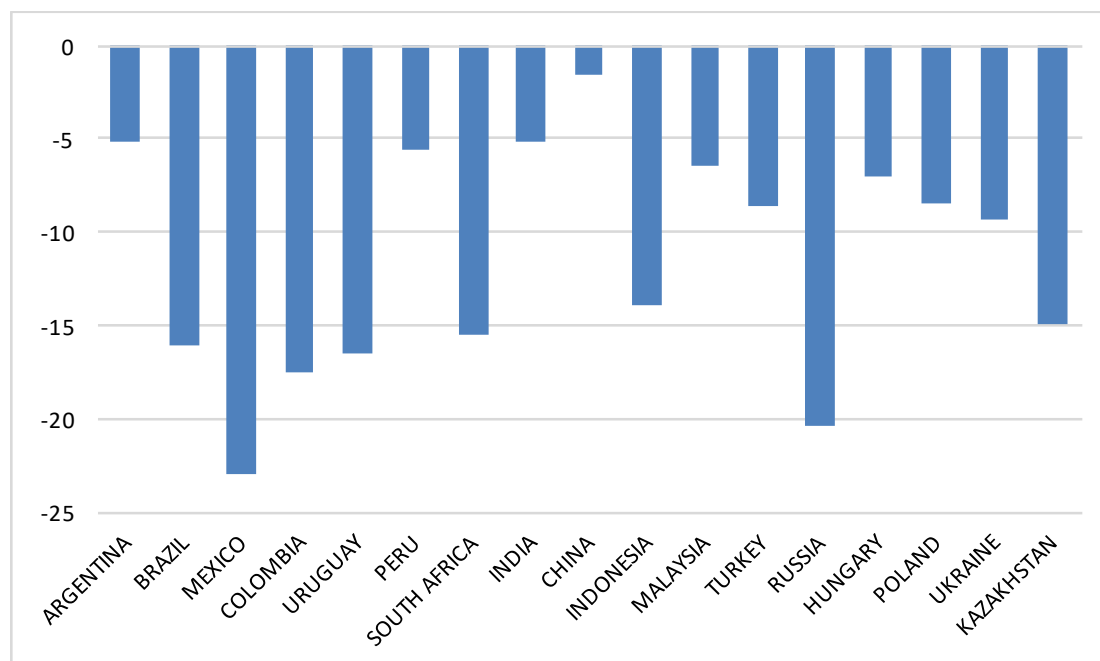
² Szersza dyskusja na ten temat przedstawiona jest m.in. w Dąbrowski (2020). Krytyczne uwagi nt. niekonwencjonalnych środków polityki pieniężnej, zastosowanych przez Fed, znaleźć można np. w Taylor (2016).

Ukraina	-59,9	733	-66
Argentyna	-21,4	735	-58
Węgry	-18,9	283	-58
Polska	-35,2	127	-53
Jamajka	-20,4	439	-51
Ghana	-28,0	448	-35
Rosja	-22,0	144	-44
Kazachstan	-22,0	167	-34
Bułgaria	-1,5	175	-51
Meksyk	-22,6	73	-35
Turcja	-21,7	44	-40
Sri Lanka	-6,6	464	-27
Indonezja	-8,8	85	-29
Pakistan	-6,3	132	-26
El Salvador	-0,3	176	-35
Wietnam	-7,1	53	-33
Liban	-0,3	57	-45
Brazylia	-8,4	36	-28
Chile	-5,5	80	-14
Tunezja	-7,7	62	-14
Ekwador	0,0	2528	-13
Egipt	-3,4	-137	-39
Kolumbia	-3,4	63	-10
Malezja	-0,9	81	-12
Filipiny	-0,1	53	-21
Peru	-0,4	42	-15
Południowa Afryka	1,5	39	-20
Chiny	0,3	-31	-11

Źródło: Ali, Dadush and Falcao (2009)

Również w pierwszej fazie obecnego kryzysu związanego z COVID-19 (mimo jego odmiennych źródeł i charakteru, w porównaniu z globalnym kryzysem finansowym w latach 2007–2009) obserwowaliśmy wzmożony odpływ kapitału z rynków wschodzących i obszarów walut peryferyjnych do „bezpiecznych przystani”. Jak pokazuje Wykres 1, w lutym i marcu 2020 r. wiele walut rynków wschodzących doświadczyło deprecjacji. I choć we wszystkich krajach dotkniętych pandemią obserwuje się zjawisko zmniejszonego popytu wewnętrznego na towary i usługi (w części spowodowanego ograniczeniami administracyjnymi, a w części – ostrożnym zachowaniem konsumentów i ich niepewnością co do przyszłych źródeł dochodów), a więc zwiększony popyt na pieniądź (zwiększone oszczędności), nie wiadomo, czy ten „nawis pieniężny” (odwołując się do terminologii z okresu gospodarki planowej) nie ulegnie gwałtownemu uruchomieniu wraz z pełnym rozmrożeniem gospodarki.

Wykres 1. Zmiana wartości jednostki waluty krajowej wobec USD, w %, 01.02.2020–20.03.2020



Źródło: Dąbrowski i Dominguez-Jimenez (2020)

Oznacza to, że banki centralne emitujące waluty peryferyjne powinny zachować szczególną ostrożność, gdyż ich pole manewru decyzyjnego jest znacznie węższe niż w przypadku Fed lub EBC.

Literatura

Ali, S., Dadush, U. & Falcao, L. (2009): *Financial Transmission of the Crisis: What's the Lesson?*, International Economic Bulletin, Carnegie Endowment for International Peace, June, <http://www.carnegieendowment.org/publications/index.cfm?fa=view&id=23284&prog=zgp&proj=zie>

Benigno, G., Hartley, J., Garcia-Herrero, A., Rebucci, A. and Ribakova, E. (2020): *Credible emerging market central banks could embrace quantitative easing to fight COVID-19*, Bruegel blog, 6 July, <https://www.bruegel.org/2020/07/credible-emerging-market-central-banks-could-embrace-quantitative-easing-to-fight-covid-19/>

Dąbrowski, M. (2020): *Does Low Inflation Pose a Risk to Economic Growth and Central Banks Reputation?* CASE Reports, No. 501, March 24, https://case-research.eu/files/?id_plik=6367

Dąbrowski, M., and Dominguez-Jimenez, M. (2020): *Is COVID-19 triggering a new emerging-market crisis?* Bruegel blog, March 30, <https://www.bruegel.org/2020/03/is-covid-19-triggering-a-new-emerging-market-crisis/>

Eichengreen, B. (1996): *Globalizing Capital: A History of the International Monetary System*, Princeton University Press.

Taylor, J.B. (2016): *Unconventional Monetary Policy, Normalization, and Reform*, Testimony before the Subcommittee on Monetary Policy and Trade, Committee on Financial Services, U.S. House of Representatives, December 7, http://www.stanford.edu/~johntayl/2016_pdfs/Testimony_Taylor_Dec7-2016-MPT.pdf

Forum Obywatelskiego Rozwoju

FOR zostało założone w 2007 roku przez prof. Leszka Balcerowicza, aby skutecznie chronić wolność oraz promować prawdę i zdrowy rozsądek w dyskursie publicznym. Naszym celem jest zmiana świadomości Polaków oraz obowiązującego i planowanego prawa w kierunku wolnościowym.

FOR realizuje swoje cele poprzez organizację debat oraz publikację raportów i analiz podejmujących ważne tematy społeczno-gospodarcze, a w szczególności: stan finansów publicznych, sytuację na rynku pracy, wolność gospodarczą, wymiar sprawiedliwości i tworzenie prawa. Z inicjatywy FOR w centrum Warszawy i w Internecie został uruchomiony licznik długu publicznego, który zwraca uwagę na problem rosnącego zadłużenia państwa. Działania FOR to także projekty z zakresu edukacji ekonomicznej oraz udział w kampaniach na rzecz zwiększania frekwencji wyborczej.

Wspieraj nas!

Zdrowy rozsądek oraz wolnościowy punkt widzenia nie obronią się same. Potrzebują zaplanowanego, wyjątkowego, skutecznego wysiłku oraz Twojego wsparcia.

Jeśli jest Ci bliski porządek społeczny szanujący wolność i obawiasz się nierozsądnych decyzji polityków udających na Twój koszt Świętych Mikołajów, wesprzyj finansowo nasze działania.

Wyślij przelew na konto FOR (w PLN): 68 1090 1883 0000 0001 0689 0629

W sprawie darowizn możesz się skontaktować:

Patrycja Satora, dyrektor ds. rozwoju FOR

Tel. 500 494 173

patrycja.satora@for.org.pl

Już dziś pomóż nam chronić wolność – obdarz nas swoim wsparciem i zaufaniem.

Wyślij przelew na konto FOR (w PLN): 68 1090 1883 0000 0001 0689 0629

AUTOR

Marek Dąbrowski

Bruegel, Bruksela;

CASE – Centrum Analiz Społeczno-Ekonomicznych, Warszawa

Wyższa Szkoła Ekonomiki, Moskwa

Fundacja Forum Obywatelskiego Rozwoju – FOR

ul. Ignacego Krasickiego 9A ☎ 02-628 Warszawa ☎ tel. 22 628 85 11

e-mail: info@for.org.pl ☎ www.for.org.pl

[f/FundacjaFOR](https://www.facebook.com/FundacjaFOR) ☎ [@FundacjaFOR](https://twitter.com/FundacjaFOR)