

**Wiesława Przybylska-Kapuścińska**

Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu

**Magdalena Szyszko**

Wyższa Szkoła Bankowa w Poznaniu

---

**STRATEGIA WYJŚCIA Z NIESTANDARDOWYCH  
DZIAŁAŃ BANKÓW CENTRALNYCH**

---

**Streszczenie:** Wraz z rozprzestrzenieniem się kryzysu finansowego banki centralne rozpoczęły stosowanie na znaczną skalę niestandardowych instrumentów polityki monetarnej, uprzednio stwierdziwszy, że polityka stóp procentowych nie była skuteczna. Wygaszanie turbulencji na rynkach finansowych oznacza dla nich konieczność wdrożenia strategii wyjścia. W artykule opisano podstawowe dylematy władz monetarnych związane z zacieśnieniem monetarnym. Sprowadzają się one do pytań, jak i kiedy zaostrzyć politykę monetarną i w jaki sposób wspomóc te działania odpowiednią komunikacją z rynkami. Choć nie ma jednoznacznych odpowiedzi na tak postawione pytania, w artykule podjęto próbę przedstawienia głównych wątków w dyskusji na te tematy.

**Słowa kluczowe:** *quantitative easing*, niestandardowe instrumenty polityki pieniężnej, strategia wyjścia, zacieśnienie warunków monetarnych.

## 1. Wstęp

Tempo zmian rzeczywistości społeczno-gospodarczej, jakiego doświadczają współcześnie uczestnicy życia gospodarczego, stanowi dla nich wyzwanie. Dyskusje zogniskowane wokół zmieniającej się sytuacji w gospodarce są również toczone przez środowisko akademickie. Zarówno naukowcy, jak i praktycy reagują na zmienną sytuację w otoczeniu wewnętrznym i zewnętrznym, dążąc do optymalizacji swoich zachowań. Szczegółne wyzwania w tym zakresie stoją przed nimi w okresach zwiększonych zaburzeń na rynkach finansowych i w sferze realnej.

Kryzys, jaki w 2007 r. rozpoczął się na amerykańskim rynku kredytów *subprime*, niósł ze sobą właśnie takie wyzwania. Uczestnicy życia gospodarczego musieli modyfikować swoje zachowania. Charakteryzowali się zwłaszcza wzrastającą awersją do ryzyka. Przejawiała się ona m.in. w zaburzeniach na rynku międzybankowym. Z tego powodu poszukiwano alternatywnych źródeł płynności.

Sytuacja banków centralnych była nieco inna, chociaż podobnie jak pozostałe podmioty gospodarcze uruchamiały one procesy dostosowawcze. Ich zadania pole-

gały jednakże właśnie na zapewnieniu płynności rynkom, także przez zmiany w strukturze własnych bilansów w kierunku wyższego ryzyka. Podejmowanie odpowiednich kroków w tym obszarze stanowiło dla władz monetarnych ważkie wyzwanie. Funkcjonowanie w warunkach wyższej zmienności otoczenia oznaczało bowiem konieczność podejmowania niestandardowych działań.

Deformacja mechanizmu transmisji monetarnej, wyrażająca się m.in. nieskutecznością kanału stopy procentowej, skłaniała banki centralne do uruchamiania niestandardowych narzędzi polityki monetarnej. Uzupełniano oddziaływanie przez kanał stopy procentowej innymi instrumentami, często z założenia czasowo stosowanymi<sup>1</sup>. *Quantitative easing* (QE) to proces bezpośredniego zasilania rynków w płynność – zwiększania ilości pieniądza w obiegu. QE definiowane bywa również jako oddziaływanie na rynek innymi niż stopa procentowa kanałami. Liczne banki centralne wdrażały właśnie takie, niestandardowe instrumenty w odpowiedzi na kryzys ostatnich lat, przy czym najszybciej uruchomił je System Rezerwy Federalnej.

Już w momencie wdrażania tych instrumentów stawiano pytania o trwałość ich stosowania i konsekwencje porzucenia niestandardowych działań operacyjnych. Prowadzono również szerzej zakrojoną dyskusję o kształcie polityki monetarnej. Wydaje się, że początek 2011 r. jest momentem, gdy można podjąć pierwsze próby odpowiedzi na tak postawione pytania. Warto szczególnie przeprowadzić analizę problemów związanych ze strategią wyjścia (*exit strategy*) banków centralnych. Taki też jest cel niniejszego opracowania. Zostaną w nim zaprezentowane podstawowe dylematy związane z koniecznością dokonania wyborów na płaszczyźnie operacyjnej polityki monetarnej w okresie, gdy zaburzenia na rynku finansowym wygasają. Jednocześnie systemy gospodarcze, w których wdrażano niestandardowe instrumenty, ciągle nie weszły na ścieżkę trwałego wzrostu, a niekiedy nawet borykają z pogłębiającym kryzysem (np. ryzyko *double dip recession* w USA czy problemy niektórych krajów Unii Europejskiej).

Opracowanie stanowi przegląd poglądów teoretycznych dotyczących strategii wyjścia. Realizacja celu naukowego skłoniła autorki do podziału artykułu na dwie części. W pierwszej podjęta zostanie próba nakreślenia dylematów strategii wyjścia, przede wszystkim związanych z pytaniem o to, jak i kiedy zacieśniać politykę. W drugiej części przedstawione zostaną aspekty komunikacji z rynkami w tym szczególnym okresie.

## 2. Dylematy strategii wyjścia

Już w momencie wdrażania niestandardowych instrumentów polityki monetarnej zakładano, że ma ono jedynie charakter czasowy. Po uregulowaniu sytuacji na rynkach banki centralne zamierzały powrócić do oddziaływania przede wszystkim za

---

<sup>1</sup> Współcześnie polityka banku centralnego to przede wszystkim polityka stopy procentowej. Bank centralny dysponuje jednakże narzędziami umożliwiającymi mu prowadzenie bardziej ekspansywnej polityki monetarnej dopóty, dopóki istnieją aktywa, jakie może skupić za pieniądź banku centralnego.

pomocą stopy procentowej. Ta założona z góry czasowość wykorzystania QE oznaczała konieczność postawienia kilku pytań, w tym dotyczących m.in.:

- momentu i skali wycofania z QE – kiedy instytucje kredytowe oraz inni uczestnicy rynku będą gotowi zarządzać płynnością bez dodatkowego wsparcia,
- wpływu, jaki wywrze to na wzrost gospodarczy,
- harmonogramu zaostrzania warunków dostępu do finansowania,
- odpowiedniej synchronizacji momentu zaostrzania dostępu do pieniądza banku centralnego z podwyżkami stóp procentowych,
- innego, czasowego wsparcia w momencie przejściowym,
- płaszczyzny operacyjnej zacieśnienia, tzn. jakich instrumentów użyć,
- problemów bilansów banków centralnych, tzn. co zrobić z aktywami o wysokim ryzyku, które skupowały na rynku niektóre banki centralne.

Odpowiedzi na to pytanie nie mogły być znane *ex ante*. Banki centralne nie były w stanie „zaplanować” końca kryzysu ani form, jakie on przyjmie. Dlatego należy rozpatrywać je w kategoriach problemów, przed jakimi stawały i nadal stają, odpowiadając na pytanie, jak i kiedy zacieśnić politykę monetarną. Dyskusję dotyczącą skuteczności czy nawet sensowności kroków podjętych przez banki centralne w okresie kryzysu oraz rozważania dotyczące strategii wyjścia umiejscawiano niekiedy w szerszym kontekście – roli i skuteczności polityki pieniężnej we współczesnej gospodarce. Stawiano pytania dotyczące np.:

- skuteczności mechanizmu transmisji wpisanego w ramy nowej syntezy neoklasycznej – czy faktycznie konsensus akceptowany przez naukowców i bankierów centralnych jest najlepszym rozwiązaniem, choćby wobec faktu, że banki centralne muszą funkcjonować w warunkach zbliżania się do granicy nominalnych stóp procentowych,
- roli, jaką można obarczyć politykę monetarną, by w przyszłości zapobiec kryzysom o podobnej skali – postulat uczynienia banków centralnych odpowiedzialnymi *explicite* za stabilność finansową czy inflację cen aktywów (przyjęcie wersji *flexible inflation targeting*, gdzie obok celów pieniężnych bank centralny ma zapewnić właśnie niezakłócone funkcjonowanie systemu finansowego),
- konsekwencji długofalowych wdrażania QE, przejawiających się m.in. utrwaleniem wyższych oczekiwań inflacyjnych i nasileniem presji inflacyjnej.

Dalsze rozważania poświęcone będą przede wszystkim pytaniom dotyczącym momentu wycofania z *quantitative easing* i sposobu zacieśnienia polityki.

Powrót do standardowych instrumentów polityki, który w wielu bankach centralnych oznaczał oddziaływanie stopą procentową za pomocą instrumentów z klasycznej triady<sup>2</sup>, nazywany jest **strategią wyjścia**, choć jak słusznie zauważono, na-

---

<sup>2</sup> Należą do niej rezerwa obowiązkowa, która stabilizuje stopy rynku międzybankowego, a jej konstrukcja ma wpływ na częstotliwość korzystania z innych instrumentów polityki monetarnej, operacje depozytowo-kredytowe, które wyznaczają korytarz wahań stóp rynkowych oraz stanowią zawory bezpieczeństwa w zarządzaniu płynnością, oraz operacje otwartego rynku, które są narzędziem zarządzania płynnością w sytuacjach standardowych i innych i służą do regulacji poziomu stóp na rynku pieniężnym.

leżałoby go nazwać *quantitative tightening* [Blinder 2010]. Bankierzy centralni unikają jednak tego pojęcia. Opracowana z wyprzedzeniem strategia wyjścia wskaazywać powinna, jakie kroki bankierzy centralni podejmą, gdy presja inflacyjna znacznie narastać i wystąpi konieczność zacieśnienia warunków monetarnych. Obok odpowiedzi na pytania, jak i kiedy wyjść, powinno się uwzględniać wpływ działań na rynki finansowe.

Od lat 90., gdy liczne banki centralne rozpoczęły prowadzenie polityki monetarnej, zgodnie z myślą wypracowaną w ramach nowej syntezy neoklasykcyjnej nie były zmuszone do wdrażania na tak znaczną skalę instrumentów niestandardowych. Po ujawnieniu się problemu kredytów *subprime* w Stanach Zjednoczonych oraz rozprzestrzenieniu zaburzeń na globalnym rynku finansowym wiele decyzji podejmowanych było *ad hoc*. Świadomość konieczności wycofania się z QE towarzyszyła jednakże bankierom centralnym już w momencie jego wdrażania. Założona i ogłoszona publicznie tymczasowość niestandardowego wsparcia rynków miała zapewnić zakotwiczenie długoterminowych oczekiwań inflacyjnych, które są najistotniejszym kanałem transmisji monetarnej.

Realizacja strategii wyjścia oznacza dla większości banków centralnych **konieczność ograniczenia skali interwencji na rynku finansowym** (ograniczenie nadwyżkowych rezerw banków) **przy jednoczesnym prowadzeniu polityki stóp procentowych tak, by cel nadrzędny został zrealizowany** [Minegishi, Cournède 2010]. Podobnie jak reakcja na kryzys przebiegała dwutorowo – obniżano stopy procentowe i wzrastała suma bilansowa banków centralnych, tak i w ramach *exit strategy* należy rozważać zmiany stóp i dostosowania w bilansach.

Powrót do polityki stóp procentowych jest szczególnie istotny na tych obszarach monetarnych, gdzie podstawowe stopy obniżono do poziomu bliskiego granicy nominalnych stóp procentowych. W tym kontekście pojawia się pytanie o „normalne” warunki monetarne w okresie pokryzysowym. Musiałyby one bowiem uwzględnić długofalowe, negatywne skutki kryzysu dla zatrudnienia i produktu, którym towarzyszą trwałe spadki cen aktywów [González-Páramo 2009].

Podkreśla się, że najważniejszym wyzwaniem związanym z wdrożeniem strategii wyjścia jest **odpowiedni dobór momentu**. Teoretycznie cykl podwyżek stóp procentowych powinien rozpocząć się w momencie, gdy bank centralny uzna, że presja inflacyjna zagraża realizacji jego celu nadrzędnego. Zbyt wczesne wycofanie się z QE może stłumić nietrwały jeszcze wzrost gospodarczy. Niebezpieczne jest również zacieśnienie warunków dostępu do kredytu w okresie, gdy bilanse banków są wciąż restrukturyzowane.

Doświadczenia historyczne wskazują jednak, że banki centralne częściej zbyt późno i wolno zacieśniały politykę (doświadczenia amerykańskie w latach 70. i 80.). Po okresie wzmożonego wspomagania rynków banki centralne, wycofując się z dodatkowego zasilania rynków, mogą spodziewać się ich gwałtownych reakcji. **Na poziomie makroekonomicznym** opóźnione wyjście może skutkować utrwaleniem

się nierównowagi na rynku, a także nasilaniem się presji inflacyjnej. **Na poziomie mikroekonomicznym** może osłabić zdolność funkcjonowania podmiotów bez dodatkowego wsparcia oraz stworzyć i utrwalić nierówne warunki dla różnych grup podmiotów [Borio, Disyatat 2009].

Wskazuje się również na inny aspekt przedłużonego rozluźnienia monetarnego, szczególnie wówczas, gdy rozprzestrzenia się ono globalnie, co miało miejsce w przypadku reakcji banków centralnych od 2007 r. Niskie stopy procentowe i zbyt łatwy dostęp do kredytu powodują obniżenie oprocentowania różnych aktywów o różnych terminach zapadalności. W takich warunkach uczestnicy życia gospodarczego będą skłonni podejmować grę spekulacyjną, co może mieć **negatywne skutki dla wyceny aktywów** [González-Páramo 2009]. Może dojść również do **wypaczenia mechanizmu rynkowego**. Na przykład jeśli interwencje banku centralnego polegają na zakupie papierów wartościowych zabezpieczonych hipotecznie, ceny kredytów hipotecznych mogą być zaniżone (w stosunku do poziomu, jaki utrzymywałyby się, gdyby bank centralny nie przeprowadzał interwencji). To z kolei prowadzić może do wzrostu ceny mieszkań i przyciągać inwestycje do tego sektora. W sytuacji, gdy zaburzenia rynkowe wygasły, zakup takich papierów przez bank centralny nie pełniłby już bowiem funkcji awaryjnego źródła płynności. Innym ryzykiem związanym z utrzymywaniem instrumentów z grupy QE jest możliwość wypaczenia mechanizmów efektywnej alokacji pieniądza w sektorze finansowym. Rynek pieniężny umożliwia jego uczestnikom ocenę ryzyka kredytowego partnerów, które przykłada się na cenę pożyczek międzybankowych. Funkcja wyceny ryzyka nie jest realizowana, jeśli wszyscy uczestnicy rynku mogą zaciągnąć pożyczki po stałej stopie w banku centralnym (niższej niż stopa kredytu ostatniej instancji). Mechanizm wyceny ryzyka kontrahenta może nie zostać ponownie uruchomiony, nawet jeśli bank centralny odstąpi od nadzwyczajnego zasilania w płynność, gdyż część uczestników rynku założy, że w przypadku kolejnych trudności banki centralne także wesprą rynek [Rochet 2010].

Jak wynika z powyższego przeglądu literatury, obawy przed zbyt wczesnym wyjściem sprowadza się najczęściej do kwestii zdławienia wzrostu gospodarczego, natomiast obawy przed zbyt późnym wyjściem rozważa się na kilku płaszczyznach (narastająca presja inflacyjna, utrwalenie wyższych oczekiwań inflacyjnych, zaburzenie mechanizmu rynkowego).

W analizie dylematów strategii wyjścia nie można pominąć również kwestii związanych z **relacjami między polityką monetarną i fiskalną** w okresie zacieśnienia. Zalecenia teoretyczne wskazywałyby na konieczność wprowadzania w pierwszej kolejności zacieśnienia fiskalnego. Dzięki temu nie byłoby zagrożenia dla obsługi długu publicznego w warunkach zaostrzonej polityki monetarnej. Nie zawsze jednakże rozwiązanie takie jest możliwe, choćby ze względu na to, że proces decyzyjny w polityce monetarnej jest o wiele bardziej elastyczny [Bini-Smaghi 2010]. Polityka pieniężna realizuje również jednoznacznie określony cel priorytetowy i podlega mniejszej presji politycznej.

Wdrożenie strategii wyjścia będzie zapewne działaniem długofalowym. Banki centralne nie mogą pozwolić sobie na wykorzystanie tylko mechanizmów automatycznych, polegających na odczekaniu do terminu zapadalności papierów wykorzystywanych w operacjach. Oznaczałoby to rozciągnięcie w czasie operacji ze względu na fakt, że w wielu operacjach angażowano papiery średnio- i długoterminowe. Dlatego bank centralny musi aktywniej ograniczać rezerwy banków komercyjnych. Te aktywne formy wyjścia to np. [Baudchon 2009] bezpośrednia sprzedaż aktywów rynkowych nabytych w ramach QE czy emisja własnych papierów wartościowych. Jak już podkreślano, obok operacji sterylizujących, banki centralne będą zaostrzać dostęp do refinansowania, przede wszystkim podnosząc stopy procentowe.

Wdrożenie strategii wyjścia rodzi więc liczne dylematy, których podstawą są pytania, jak i kiedy zacieśnić politykę. Wprowadzono już pewne ograniczenia w dodatkowym finansowaniu<sup>3</sup>. Jednocześnie banki centralne stanęły wobec nieprzewidywalnej wcześniej sytuacji – recesji i deflacji w USA (w tym ryzyko tzw. *double dip recession* – ponowny spadek tempa wzrostu gospodarczego po chwilowym ożywieniu) oraz problemów kolejnych krajów strefy euro. Określanie szczegółowych ram i harmonogramu wyjścia nie jest możliwe. Dlatego nie ma możliwości opracowania modelowej strategii wyjścia, jak sugerowałyby to definicja przytoczona na początku tego podrozdziału.

### 3. Strategia wyjścia a komunikacja z rynkami

Mimo że władze monetarne nie mogą zaplanować *ex ante* sposobu zacieśniania polityki monetarnej, to mogą na nie przygotować rynek – dzięki odpowiedniej komunikacji i przejrzystości. Ten jakościowy aspekt polityki monetarnej został doceniony już wcześniej. Pomaga on budować wiarygodność banku centralnego, sprzyja również kotwiczeniu oczekiwań otoczenia gospodarczego. Odpowiednia komunikacja z rynkiem jest również nieodłączną częścią wdrażania strategii wyjścia. Wpływ zaostrzenia polityki pieniężnej na rynek finansowy zależy od tego, czy uczestnicy rynku przewidzieli takie zachowanie banku centralnego. Jeśli zacieśnienie polityki jest antycypowane, to ma znacznie mniejszy wpływ na krzywą dochodowości, wycenę aktywów i oprocentowanie kredytów na rynku klientowskim. Powodzenie strategii wyjścia jest więc warunkowane umiejętnością kształtowania oczekiwań przez władze monetarne. Postuluje się, by [Bini-Smaghi 2010]:

- władze monetarne nie sygnalizowały, że w ich ocenie późniejsze zacieśnienie jest mniej ryzykowne niż wcześniejsze, co zachęcałoby uczestników rynku do

---

<sup>3</sup> Właściwie pierwsze kroki podejmowano nawet w 2009 r. (Fed, EBC), np. dzięki nieodnawianiu transakcji, jakie zapadają, zaprzestaniu oferowania wybranych instrumentów, ograniczaniu również skali transakcji, zmianie sposobu kalkulowania stopy procentowej w transakcjach zasilających, zawieszeniu transakcji swapowych między bankami centralnymi. NBP podniósł stopę rezerwy obowiązkowej do poziomu z początku 2009 r. (3,5%) oraz zrezygnował ze skupowania weksli przedsiębiorstw służących jako zabezpieczenie kredytu (kredyt wekslowy).

dostosowywania struktury portfeli do tej deklaracji i naraża ich na straty w momencie wzrostu stóp procentowych,

- moment zacieśnienia polityki zależał od oceny przyszłej sytuacji w gospodarce, szczególnie od nasilania się presji inflacyjnej; uczestnicy rynku muszą wiedzieć, że bank centralny nie będzie składał żadnych zobowiązań w tym zakresie *ex ante*,
- zacieśnienie monetarne odbywało się metodą dobrze wyjaśnionych małych kroków.

Rozwiązania takie nie odbiegają znacznie od codziennej polityki komunikacji z rynkami wdrażanej przez przejrzysty bank centralny. Musi on uwzględniać zależności między zachowaniami uczestników rynku i ich oczekiwaniami a zachowaniami władz monetarnych. Podmioty rynkowe nie formułują oczekiwań w sposób racjonalny, mogą one zakładać, że bank centralny lepiej ocenia występowanie i siłę presji inflacyjnej. Wobec tego, szczególnie w pierwszym okresie zacieśnienia polityki, oczekiwania inflacyjne mogą wzrosnąć. Stąd konieczna jest ostrożność w formułowaniu komunikatów dla rynku.

Ważną informacją, jaką należy przekazać rynkom, jest odniesienie do przeszłego kształtu polityki monetarnej jako całości. Co prawda dyskusje toczone przez teoretyków sugerują konieczność rewizji ram polityki (choćby odejście od polityki stopy procentowej), jednak bankierzy centralni skłaniają się do pozostania w obowiązującym nurcie polityki monetarnej wyznaczonym przez ramy nowej syntezy neoklasycznej. Komunikacja z rynkami dotycząca strategii wyjścia to przede wszystkim informacja o wycofaniu z nadzwyczajnych instrumentów, ewentualnie podawanie ogólnych ram wyjścia, jak zrobił to Europejski Bank Centralny, zapewniając uczestników rynku, że ramy polityki (w tym strategia czy idea polityki stóp procentowych) nie zostaną zmienione, a wyjście dotyczyć ma wyłącznie wycofywania się z nadzwyczajnego zasilania rynków [Trichet 2009]. Moment wyjścia także nie został z góry określony. Zapewniano, że podobnie jak w przypadku innych, codziennych decyzji w obszarze polityki monetarnej, np. dotyczącej zmiany poziomu stóp, przeprowadzona zostanie dokładana analiza sytuacji. EBC ogłosił 4 podwaliny związane ze strategią wyjścia. Przedstawiono je w tab. 1. Deklaracje dotyczące głównych zasad wdrażania strategii wyjścia składano już w roku 2009. Sposób, w jaki zaprezentował je EBC, miał przekonać uczestników rynku, że bank centralny jest przygotowany do rezygnacji z instrumentów niestandardowych na różnych płaszczyznach, ma wyłączne kompetencje do ich wprowadzania, a do tego decyzje będą zapadały po uwzględnieniu sposobu realizacji naczelnego celu EBC.

Należy również podkreślić, że deklaracja banku centralnego o dążeniu do realizacji celu finalnego jest szczególnie ważna w okresach, gdy gospodarkę dotykają szoki, a władze monetarne wdrażają politykę niekonwencjonalną. Nowoczesna polityka monetarna to polityka kształtowania oczekiwań, a wiarygodność banku centralnego jest jego podstawą. Niezmienienie ram polityki monetarnej w okresie pokrzyżsowym – a taką właśnie postawę deklarują banki centralne – oznacza konieczność kształtowania oczekiwań inflacyjnych.

**Tabela 1.** Podstawy strategii wyjścia Europejskiego Banku Centralnego

Podwaliny	Istota
Strategia polityki monetarnej i cel nadrzędny	Jeśli dalsze wdrażanie któregoś z instrumentów niestandardowych powodować ma zagrożenie realizacji celu finalnego EBC, powinien on być natychmiast wycofany. Jeśli zagrożenia takiego nie ma, instrument można stosować w sytuacji, gdy na rynku występują napięcia
Sposób konstrukcji instrumentów niestandardowych	Od momentu wprowadzenia zostały one pomyślane jako rozwiązania czasowe. Część z nich wygaśnie naturalnie – wraz z terminem zapadalności operacji warunkowych, podczas gdy bank centralny nie będzie oferował nowych lub ograniczał ich skalę. Z drugiej strony w warunkach uspokojenia rynku niższy będzie również popyt na takie instrumenty. Operacje bezwarunkowe były natomiast oferowane w takiej skali, że w razie potrzeby można ją zneutralizować operacjami o przeciwnym kierunku
Możliwość działania	Aspekt techniczny (elastyczne procedury, szeroki zakres instrumentów z grupy <i>fine-tuning</i> do absorpcji nadwyżkowej płynności, możliwość wsparcia strategii wyjścia zmianami stóp procentowych) i instytucjonalny (wyposażenie ECB w kompetencje umożliwiające bankowi centralnemu wdrożenie strategii wyjścia, gdy uzna to za stosowne)
Wiarygodność	Strategia wyjścia będzie wiarygodna pod warunkiem, że nie będzie wątpliwości co do zaangażowania <i>ex ante</i> EBC. W ocenie EBC warunek ten był spełniony

Źródło: opracowanie własne na podstawie [Trichet 2009].

Analiza sposobów komunikacji, która ma przygotować rynek na zacieśnianie polityki, wskazuje, że bank centralny powinien wykorzystywać swe standardowe instrumenty komunikacji, choćby takie jak *Raporty o inflacji*. Rynek powinien mieć świadomość nieuchronności wyjścia i stałego dążenia banku centralnego do realizacji celu finalnego, a także wierzyć w to, że bank centralny ma możliwość wdrożenia strategii wyjścia, gdy uzna to za konieczne. Jak już podkreślano, komunikacja w tym zakresie musi być ostrożna nie tylko w kontekście unikania zobowiązania wobec rynku do określonych działań, ale także dlatego, że bank centralny *ex ante* nie opracuje dokładnych ram strategii wyjścia.

#### 4. Podsumowanie

Problematyka strategii wyjścia z niestandardowych działań banków centralnych rozpatrywana może być wielowątkowo. W niniejszym opracowaniu skupiono się na przytoczeniu podstawowych dylematów, przed jakimi stoją banki centralne w związku z zacieśnieniem monetarnym, oraz na komunikacji z rynkami w okresie poprzedzającym zacieśnienie. Analiza doprowadziła do kilku spostrzeżeń. **Po pierwsze**, główne dylematy strategii wyjścia sprowadzają się do pytań o moment i sposób zacieśnienia. Instrumenty z grupy QE zastosowano, gdy kanał stopy procentowej okazał się nieefektywny. Dlatego powrót do oddziaływania na rynek stopą procentową powinien zostać poprzedzony wycofaniem instrumentów nadzwyczajnych. Banki



centralne dysponują instrumentami, które pozwolą zaabsorbować dodatkową płynność. Będą musiały je zastosować, gdy automatyczne dostosowania związane z zapadalnością papierów skupionych z rynku mogą okazać się zbyt rozciągnięte w czasie. Jednakże ich zastosowanie będzie miało wpływ na różne segmenty rynku finansowego. **Po drugie**, moment wyjścia nie może zostać określony *ex ante*. Władze monetarne muszą obserwować rynek, presję inflacyjną i wzrost gospodarczy. Decyzje takie będą podejmowane na podstawie bieżącej analizy, bez ogłaszania wcześniejszego zobowiązania. Jest to standardowa procedura działania komitetów monetarnych. Unikają one zobowiązania wobec rynku do podejmowania określonych kroków. Nawet jeśli składają dość jednoznaczną deklarację co do poziomu przyszłych stóp procentowych przy okazji publikowania prognoz inflacji (ogłaszając ścieżkę stóp spójną z prognozą), to i tak wyjaśniają rynkowi, że nie można jej traktować jako zobowiązanie, ale najbardziej prawdopodobną zmianę stóp. **Po trzecie**, ze względu na niespotykaną wcześniej skalę interwencji i szczególną sytuację, jaka je wywołała, władze monetarne nie będą mogły oprzeć się na wcześniejszych doświadczeniach. Co więcej, zaburzenia na rynku ewoluują, a banki centralne stają przed nowymi wyzwaniem, jak choćby kwestia kondycji niektórych państw strefy euro. Tym bardziej potwierdza się, że nie można opracować i podać do publicznej informacji strategii wyjścia. Nie stoi to w sprzeczności ze stwierdzeniem, że bank centralny powinien wykorzystać narzędzia komunikacji do kształtowania oczekiwań i przygotowywania rynku na zacieśnienie monetarne.

Podsumowanie rozważań dotyczących strategii wyjścia można uzupełnić o kilka zdań dotyczących polityki monetarnej w przyszłości. Mimo że badacze podejmują tematy związane z nowym kształtem tej części polityki gospodarczej, bankierzy centralni stoją na stanowisku, że sytuacja nadzwyczajna pokazała siłę strategii wieloparametrycznych, przede wszystkim BCI, gdzie ogłoszony cel liczbowy, przejrzystość i odpowiedzialność demokratyczna są ramami dyscyplinującymi komitety monetarne [Dale 2009]. Elastyczna strategia celu inflacyjnego (*flexible inflation targeting*), której towarzyszy wykorzystanie wszystkich informacji o warunkach na rynku finansowym, mogących mieć przełożenie na prognozę inflacji i optymalne wykorzystanie zasobów, jest najlepszym wyborem w polityce pieniężnej, przed kryzysem, w jego trakcie i po kryzysie [Svensson 2010].

Warto zaznaczyć również, że główne wyzwanie związane z wdrażaniem strategii wyjścia jest jeszcze przed bankami centralnymi.

## Literatura

Baudchon H., *Tools For an Exit Strategy*, Current Economics, September 2009.

Blinder A.S., *Quantitative Easing, Entrance and Exit Strategies*, Federal Reserve Bank of St. Louis Review, November/December 2010.

Bini-Smaghi L., *Reflection On the Exit Strategy*, Sveriges Riksbank, 2010.

- Borio C., Disyatat P., *Unconventional Monetary Policies: an Appraisal*, BIS Working Papers no 292, 2009.
- Dale S., *Inflation targeting – learning the lesson from the financial crisis*, „BIS Review” 2009 no 86.
- González-Páramo J.M., *Non-standard Monetary Policy: Five Questions About the Exit*, Speech from the Seminar at the European Economics and Financial Centre, London 2009.
- Minegishi M., Cournède B., *Monetary Policy Responses to the Crisis and Exit Strategies*, OECD Economic Department Working Papers, no 753, OECD Publishing, 2010.
- Rochet J.C., *An industrial organisation approach to the too-big-to-fail problem*, „Banque de France Financial Stability Review” no 14 – Derivatives – Financial innovation and stability, July 2010.
- Svensson L.E.O., *Monetary policy after the crisis*, „Second International Journal of Central Banking (IJCIB)”, Fall Conference, Tokyo, 17 September 2010.
- Trichet J.C., *The ECB's Exit Strategy*, Speech at the ECB Watchers Conference, Frankfurt, September 2009.

## EXITS STRATEGY FROM THE CENTRAL BANKS' UNCONVENTIONAL MEASURES

**Summary:** While the financial crisis was spreading all around the world, the central banks started to implement unconventional measures of monetary policy after having concluded that interest rate policy was ineffective. When the most turbulent period is over, monetary authorities have to reckon and implement exit strategy. This article focuses on the basic dilemma of central bankers connected with the monetary tightening. They mainly concentrate how and when monetary policy should be tightened. Central banks also try to support the tightening by proper communication with the market participants. Despite the lack of unambiguous answers to these questions, this paper tries to show the main arguments in the discussion on exit strategy.