



Studia i Materiały. *Miscellanea Oeconomicae*
Rok 19, Nr 1/2015
Wydział Zarządzania i Administracji
Uniwersytetu Jana Kochanowskiego w Kielcach

**Globalizacja i regionalizacja we współczesnym świecie
– doświadczenia i wyzwania**

Lidia Mesjasz¹

IMPLIKACJE NADZWYCZAJNIE LUŻNEJ POLITYKI MONETARNEJ USA DLA GOSPODAREK WSCHODZĄCYCH

Wprowadzenie

Nadzwyczajnie luźna polityka monetarna (*ultra loose monetary policy*, ULMP) realizowana przez główne banki centralne świata (FED, EBC, Bank Anglii i Bank Japonii) w następstwie kryzysu finansowego 2007-2008, spowodowała dystorsję międzynarodowych różnic realnych stóp procentowych i zmusiła inwestorów do poszukiwania wyższych (i bardziej ryzykownych) stóp zwrotu. Następstwem tej polityki był duży przepływ kapitału z rynków rozwiniętych na rynki wschodzące, który doprowadził do powstania boomu kredytowego i inwestycyjnego oraz bąbli spekulacyjnych w krajach rozwijających się. Normalizacja polityki pieniężnej w krajach G4 (USA, UE, Wielka Brytania, Japonia) może spowodować gwałtowny odpływ kapitału z rynków wschodzących i w konsekwencji kryzys bilansu płatniczego.

Artykuł koncentruje się na problemach implikacji ULMP dla gospodarek krajów wschodzących i próbuje odpowiedzieć na dwa zasadnicze pytania: jakie mogą być krótko- i długofalowe skutki nienaturalnie dużego napływu kapitału dla bilansów płatniczych, kursów walutowych i międzynarodowej konkurencyjności gospodarek wschodzących, oraz jak ewentualna normalizacja (zacieśnienie) polityki monetarnej przez główne banki centralne wpłynie na kraje wschodzące.

W opracowaniu wykorzystano klasyczne metody studiów literatury krajowej i zagranicznej. Informacje zawarte w badanych źródłach poddano krytycznej analizie i ocenie z wykorzystaniem metod jakościowych i analizy porównawczej.

¹ Dr Lidia Mesjasz, starszy wykładowca, Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie.

1. Polityka niskich stóp i luzowania polityki pieniężnej w latach 2008-2014

W następstwie kryzysu finansowego i gospodarczego 2007-2008 banki centralne krajów G4 (Rezerwa Federalna, Europejski Bank Centralny, Bank Anglii i Bank Japonii) zastosowały niekonwencjonalne środki polityki monetarnej, aby przeciwdziałać negatywnym skutkom załamania funkcjonowania systemów finansowych i gospodarek. Działania te obejmowały przede wszystkim:

- bardzo niskie, bliskie zeru krótkoterminowe stopy procentowe,
- ilościowe poluzowanie polityki pieniężnej polegające na zakupie przez bank centralny papierów wartościowych, zwane inaczej łągodzeniem lub „luzowaniem ilościowym” (*quantitative easing*, QE).

Podstawowym narzędziem oddziaływania FED na gospodarkę i rynki finansowe jest ustalanie wysokości krótkoterminowych stóp procentowych. Poziom tych stóp wpływa na tempo aktywności gospodarczej oraz wysokość oprocentowania wszystkich obligacji bez względu na termin ich zapadalności. W odpowiedzi na kryzys finansowy 2007-2008 FED obniżył krótkoterminowe stopy procentowe w 2008 r. łącznie o 4 punkty procentowe, a od 16 grudnia 2008 r. stopa docelowa FED utrzymywana są w przedziale 0-0,25%. Stopa procentowa podstawowych operacji refinansujących EBC po dwóch obniżkach w czwartym kwartale 2011 r. (w listopadzie i w grudniu 2011 r. o 25 pb każda) wynosi 1%. Oficjalna stopa procentowa Banku Anglii wynosi 0,5% od 5 marca 2009 r.

Wobec braku możliwości dalszego obniżania stóp procentowych i utrzymującego się *credit crunch*, czyli zmniejszenia dostępności pożyczek i kredytów oraz ryzyka deflacji, główne banki centralne sięgnęły po kolejny instrument stymulowania gospodarki, tzw. „ilościowe luzowanie”. Efektem jego wprowadzenia był skokowy i znaczny wzrost sum bilansowych banków centralnych prowadzący do zwiększenia globalnej płynności². Najważniejszą rolę w zwiększaniu globalnej płynności odegrała polityka pieniężna FED. Tradycyjnie uważa się, że ma ona większy wpływ na globalne warunki finansowe oraz przepływy kapitału do krajów wschodzących niż polityka monetarna innych głównych banków centralnych. Wynika to z dwóch przesłanek. Pierwszą jest rola dolara amerykańskiego, który pozostaje najważniejszą światową walutą rozliczeniową, rezerwową i referencyjną. W związku z powyższym zmiany dolarowych stóp procentowych wywierają silniejszy wpływ na warunki finansowe na rynkach wschodzących niż zmiany stóp procentowych innych głównych banków centralnych. Drugim czynnikiem są duże rozmiary amerykańskiego rynku kapitałowego oraz sektora zarządzającego funduszami, co powoduje, że znaczna część globalnych aktywów finansowych jest przechowywana i zarządzana w USA.

² BIS, *Capital flows and emerging market economies*. Committee on the Global Financial System Papers, 33, January 2009, s. 19.

FED realizował politykę ilościowego luzowania od 2008 r. do 2014 r. w trzech rundach³. Pierwsza runda ilościowego poluzowania (QE1) obejmująca okres od listopada 2008 r. do marca 2010 r. polegała na zakupie przez FED papierów wartościowych od banków zabezpieczonych kredytami hipotecznymi (*mortgage backed securities, MBS*) o wartości 600 mld USD oraz amerykańskich papierów skarbowych o wartości 1,75 bln USD (faktyczne zakupy aktywów były niższe i wyniosły łącznie ok. 1,6 bln USD). Zadaniem QE1 było przywrócenie stabilności finansowej oraz ożywienie rynku międzybankowego, który wskutek kryzysu finansowego uległ zamrożeniu. Efekty QE1 były mierne. Wyższa podaż pieniądza w bankach nie przełożyła się na wzrost aktywności pożyczkowej, a tym samym nie stała się siłą napędową wzrostu gospodarczego. Banki zamiast udzielać kredytów firmom, finansowały transakcje spekulacyjne na rynkach kapitałowych (*carry trade*) lub gromadziły gotówkę na oprocentowanym rachunku w FED. Same przedsiębiorstwa też nie były skone ani do inwestowania, ani do zatrudniania nowych pracowników.

Tuż po zakończeniu pierwszego programu QE rozpoczęła się nowa fala kryzysu związana ze spowolnieniem ożywienia gospodarczego, wybuchem kryzysu długu publicznego w strefie euro i wzrostem niestabilności rynków finansowych. Wtedy FED uruchomił drugą rundę ilościowego poluzowania (QE2) dokonując zakupu amerykańskich papierów skarbowych na kwotę prawie 600 mld USD w okresie od listopada 2010 r. do czerwca 2011 r. Druga runda ilościowego luzowania wywołała ożywienie na rynkach finansowych, ale miała niewielki wpływ na wznowienie ścieżki trwałego wzrostu gospodarczego. We wrześniu 2012 r. FED rozpoczął trzecią rundę luzowania ilościowego (QE3) dokonując zakupu papierów MBS od banków w kwocie 40 mld USD oraz papierów skarbowych w kwocie 45 mld USD, czyli łącznie 85 mld USD miesięcznie. W grudniu 2013 r. FED zredukował zakupy obligacji z 85 do 75 mld USD i kontynuował redukcję zakupów o 10 mld USD miesięcznie do października 2014 r., kiedy to zakończył skup aktywów. Łączna kwota zakupów w ramach QE3 wyniosła ok. 1,6 bln USD.

Polityka monetarnego poluzowania realizowana przez FED wywoła fale krytyki. Zarzucano jej przed wszystkim:

- działanie na korzyść sektora bankowego, a nie gospodarki realnej (ULMP zapewniła wielomiliardowe zyski bankom, ale nie miała wpływu na wzrost kredytów dla przedsiębiorstw),
- doprowadzenie do deprecjacji dolara,
- przyspieszenie wzrostu inflacji,
- stymulowanie baniek spekulacyjnych na rynkach aktywów.

Ustosunkowując się do powyższych argumentów warto podkreślić, że „ilościowe poluzowanie” nie zwiększa bezpośrednio ilości pieniądza w obiegu, ponieważ FED kupuje papiery wartościowe na rynku wtórnym. Błędne przekonanie jakoby FED drukował pieniądz istnieje dlatego, że kiedy FED kupuje obligacje od

³ IIF, [online] *Capital Flows to Emerging Markets*, Institute of International Finance, Washington, D.C., 2 October 2014, <http://www.iif.com/emr/capflows201410.php>, (9.09.2014), s. 12.

banków, próbując je zachęcić do zwiększenia pożyczek konsumpcyjnych, to wra-
stają rezerwy banków w bilansie FED i wzrasta baza monetarna. Nie zwiększa to
jednak bezpośrednio ilości pieniądza w obiegu, gdyż w systemie pieniężnym opar-
tym na kredycie, większość pieniądza jest tworzona przez banki, które udzielają
pożyczek konsumentom. Gwałtowne zwiększenie bazy monetarnej nie doprowadzi-
ło do równie dużego wzrostu mnożnika pieniężnego M2. W rzeczywistości M2
spadł do historycznie niskiego poziomu z ponad 8 w 2008 r. do ok. 3 w 2013 r.,
a zatem wpływ na podaż pieniądza został silnie ograniczony⁴. Z tego samego po-
wodu polityka „ilościowego poluzowania” nie wpływa bezpośrednio na wzrost
inflacji. Nie oznacza to jednak, że utrzymywanie zbyt niskich stóp procentowych
przez długi okres nie spowoduje wzrostu akcji kredytowej i wydatków, które prze-
łożą się na wzrost cen. W chwili obecnej gospodarka amerykańska rozwija się
powoli i bezrobocie jest wciąż wysokie, co oznacza, że presja inflacyjna jest niska.

2. Skutki nadzwyczajnego luzowania polityki pieniężnej dla gospodarek wschodzących

Polityka sztucznie taniego pieniądza realizowana przez banki centralne krajów
G4 w latach 2008-2014 spowodowała dystorsję międzynarodowych różnic real-
nych stóp procentowych i zmusiła posiadaczy kapitału do poszukiwania wyższych
(i bardziej ryzykownych) stóp zwrotu na rynkach kapitałowych. Spowodowało to
nadmierny przepływ kapitału z rynków rozwiniętych na rynki wschodzące, pomi-
mo pogarszających się makroekonomicznych czynników fundamentalnych gospo-
darek wschodzących. Zagregowany napływ kapitału do tej grupy krajów (z wyjąt-
kiem Chin) niemal się podwoił, wzrastając z około 5 bln USD w 2009 r. do 10 bln
USD w 2014 r. Duży wzrost napływu inwestycji portfelowych i bezpośrednich
pożyczek z krajów gospodarczo zaawansowanych spowodował, że inwestorzy
z tych krajów stali się właścicielami około 1/3 akcji i 1/3 obligacji krajów wscho-
dzących⁵.

Stało się tak dlatego, że po raz pierwszy od dłuższego czasu kraje wschodzące
zostały uznane za mniej ryzykowne miejsce inwestowania niż kraje zaawansowa-
ne gospodarczo, pomimo znacznie wyższej ich niestabilności. Inwestorzy uwie-
rzyli w powszechnie panującą opinię o lepszych perspektywach rozwojowych
krajów wschodzących z uwagi na niższy poziom ich zadłużenia publicznego, kor-
zystniejsze perspektywy wzrostu ciągniętego przez popyt konsumpcyjny oraz
bardziej sprzyjające trendy demograficzne. Inwestorzy zignorowali jednakże dwa
fakty: po pierwsze, że możliwości pożyczkowe krajów wschodzących w 2009 r.
nadal były ograniczone z powodu negatywnych następstw kryzysów lat 80. i 90.
XX wieku, a po drugie, że wielkość ich konsumpcji jest funkcją popytu i inwesty-

⁴ J. Winięcki, P. Woźniak, [online] *Długofalowe skutki polityki niskich stóp i poluzowania polityki
pieniężnej*, Zeszyty BRE Bank–CASE, 129, 2013, [http://www.case-research.eu/sites/default/files
/publications/zeszyt_BRE-CASE_129.pdf](http://www.case-research.eu/sites/default/files/publications/zeszyt_BRE-CASE_129.pdf), (9.09.2014), s. 13.

⁵ J. Mauldin, [online] *Every Central Bank for Itself*. Thoughts From the Frontline, 12 April 2014,
[http://www.mauldineconomics.com/
frontlinethoughts/every-central-bank-for-itself](http://www.mauldineconomics.com/frontlinethoughts/every-central-bank-for-itself), (9.09.2014).

cji krajów gospodarczo zaawansowanych. Podążając za opiniami doradców inwestycyjnych twierdzących, że w obliczu kryzysu zadłużenia publicznego w krajach wysoko rozwiniętych, obligacje rządowe krajów wschodzących mogą stać się nową „bezpieczną przystanią” (*safe haven*), inwestorzy portfelowi pozbywali się obligacji skarbowych krajów tradycyjnie uważanych za najbezpieczniejsze (USA, Niemiec) i kupowali obligacje skarbowe krajów wschodzących. Czynnikiem nie bez znaczenia zachęcającym inwestorów do kupna obligacji krajów wschodzących było oczekiwanie na dodatkowe zyski z tytułu antycypowanej aprecjacji ich walut.

Konwencjonalna opinia dotycząca krajów wschodzących i ich walut niestety okazała się błędna. Inwestorzy, którzy w pogoni za zyskiem podejmują decyzje inwestycyjne na podstawie bieżącej sytuacji gospodarczej bez uwzględniania perspektyw rozwojowych, muszą się liczyć z tym, że po okresie boomu nastąpi załamanie, jak w Ameryce Łacińskiej w latach 80. XX w. czy Azji Południowej w latach 90. XX w. Tym razem „ofiarami” kryzysu w krajach gospodarczo zaawansowanych stały się kraje wschodzących rynków. Polityka przesadnego monetarnego poluzowania realizowana przez kraje bogate, pozwoliła podmiotom publicznym i prywatnym z krajów wschodzących zadłużyć się znacznie powyżej ich naturalnych zdolności płatniczych.

Zmiany stóp procentowych przez główne banki centralne świata oddziałują na napływ kapitału na rynki rozwijające się kilkoma kanałami. Po pierwsze, niższe stopy procentowe w głównych centrach finansowych stymulują zawieranie transakcji typu *carry trade* (czyli zaciąganie kredytów w walutach nisko oprocentowanych, np. dolarach czy jenach, i finansowanie za ich pomocą zakupu wysoko oprocentowanych aktywów w krajach rozwijających się). Po drugie, niskie zagraniczne stopy procentowe obniżają koszty obsługi zadłużenia pożyczkobiorców netto i pośrednio poprawiają ich wiarygodność kredytową. Po trzecie, niskie zagraniczne stopy procentowe zachęcają pożyczkobiorców w krajach rozwijających się do zaciągania pożyczek w walutach zagranicznych zamiast w walutach krajowych, czyli do substytucji walutowej.

Rekordowo niskie stopy procentowe w krajach G4, w połączeniu z wartymi kilka bilionów dolarów programami ilościowego poluzowania amerykańskiej Rezerwy Federalnej, spowodowały napływ około 4 bilionów USD spekulacyjnego, „gorącego pieniądza” do krajów wschodzących w ciągu ostatnich kilku lat. Nadzwyczajnie luźna polityka pieniężna krajów G4, obniżając cenę kapitału i zwiększając jego dostępność, doprowadziła do aprecjacji walut oraz presji na wzrost cen aktywów w krajach rozwijających się (zwłaszcza cen akcji i nieruchomości). Psalida i Sun⁶ wskazują na istnienie silnej dodatniej zależności między ekspansją płynności krajów G4 oraz cenami aktywów, akumulacją rezerw oficjalnych i napływem kapitału akcyjnego w gospodarkach absorbujących płynność. Aprecjacja walut krajów wschodzących osłabiała konkurencyjność cenową ich eksportu.

Szybko rosnący popyt na inwestycje w gospodarkach wschodzących doprowadził do bańki na rynkach obligacji i nadzwyczajnie niskich kosztów pożyczek,

⁶ L.E.Psalida, T. Sun, *Does G-4 liquidity spill over?* IMF Working Paper, 52, October 2011, s. 4.

efektem których były boomy na rynkach inwestycji infrastrukturalnych sterowane przez rządy, niebezpiecznie szybki przyrost akcji kredytowej oraz bańki na rynkach nieruchomości w wielu krajach rozwijających się. Boom na rynkach obligacji w krajach wschodzących doprowadził do obniżenia się rentowności obligacji skarbowych, co sprzyjało wzrostowi długu publicznego. Jednocześnie historycznie niskie stopy procentowe zachęcały rządy krajów wschodzących do emisji euroobligacji na międzynarodowych rynkach kapitałowych, co także skutkowało wzrostem długu publicznego w walutach obcych.

Niebezpiecznym skutkiem napływu kapitału do krajów wschodzących są duże rozmiary niezabezpieczonych i szybko rosnących pożyczek dla gospodarstw domowych i przedsiębiorstw, a tym samym szybki przyrost ich zadłużenia. Przedsiębiorstwa z krajów wschodzących wyemitowały rekordową wartość obligacji (ponad 4 bln USD od 2008 r. do 2014 r.), zwiększając swe zadłużenie z ok. 55% PKB w 2007 r. do ponad 80% PKB w 2014 r.⁷ Wzrost dźwigni podmiotów prywatnych był możliwy nie tylko bezpośrednio wskutek transgranicznych przepływów międzybankowych, ale i pośrednio wskutek aprecjacji kursów walut lokalnych i rosnących cen aktywów, szczególnie nieruchomości, co stwarzało złudzenie, że pożyczkobiorcy dysponują o wiele większym niż w rzeczywistości kapitałem.

Zjawiska i procesy zachodzące obecnie w gospodarkach wschodzących przypominają sekwencję wydarzeń poprzedzających kryzys bilansu płatniczego: nadmierne inwestycje finansowane długiem napędzają wzrost gospodarczy do czasu pojawienia się symptomów przegrzania koniunktury; rozczarowanie odnośnie do oczekiwanych zysków i w konsekwencji sprzedaż aktywów, prowadzą do strat inwestorów, niewypłacalności i paniki bankowej; gdy boom inwestycyjny jest napędzany napływem kapitału zagranicznego, którego „zwabił” silny wzrost cen już przewartościowanych aktywów, cud gospodarczy zazwyczaj kończy się ucieczką kapitału i załamaniem waluty. Opisaną sekwencję boomów napędzanych napływem kapitału, po której następują kryzysy walutowe wywołane jego odpływem, ekonomiści nazywają „cyklami bilansów płatniczych”. Cykle te za ogół występują w trzech fazach.

W pierwszej fazie, boom gospodarczy przyciąga kapitał zagraniczny, który na ogół lokowany jest w inwestycjach produkcyjnych i „zgarbia” zyski z tytułu aprecjacji waluty krajowej i rosnących cen aktywów. Zyski te stają się źródłem samo wzmacniającego się cyklu napływu kapitału zagranicznego, rosnących cen aktywów i aprecjacji waluty krajowej.

W drugiej fazie, perspektywa wysokich zysków przyciąga jeszcze więcej kapitału zagranicznego – nawet jeśli boom zaczyna słabnąć, a silna waluta „podmywać” konkurencyjność gospodarki. Kapitał gromadzi się w inwestycjach nieprodukcyjnych i napędza nadmierne inwestycje, przesadną konsumpcję lub jedno i drugie. Coraz mniej efektywny wzrost gospodarczy staje się coraz bardziej zależny od napływu zagranicznego kapitału. Ostatecznie system staje się do tego

⁷ IIF, [online] *The Illusion of Liquidity*, Press Releases, Institute of International Finance, Washington D.C., 30 September 2014, <http://www.iif.com/press/press+486.php>, (9.09.2014).

stopnia niestabilny, że jakiegokolwiek symptomy słabnącego wzrostu zysków czy nieoczekiwanego wzrostu stóp procentowych w innej części świata, mogą spowodować zmianę nastrojów inwestorów i odpływ kapitału.

W trzeciej i ostatniej fazie, ucieczka kapitału nasila samo wzmacniający się cykl spadających cen aktywów, pogarszających się fundamentów gospodarczych i deprecjacji waluty, co dodatkowo wzmacnia odpływ kapitału. W warunkach swobodnie działających sił rynkowych (jeśli bank centralny nie interweniuje), cena waluty spadłaby znacznie poniżej poziomu, jaki byłby wymagany dla odzyskania konkurencyjności, wywołując tym samym galopującą inflację i dewastując gospodarkę w następstwie drastycznego spadku cen aktywów. Aby tego uniknąć banki centralne często decydują się wykorzystać swoje rezerwy walutowe lub znacznie podnieść krajowe stopy procentowe, aby chronić narodową walutę przed deprecjacją. Pomimo wysokich kosztów dla wzrostu gospodarczego, tego rodzaju interwencje często pomagają powstrzymać odpływ kapitału, ale nie są w stanie skorygować kluczowych nierównowag w gospodarce. Jeśli bankowi centralnemu zabraknie instrumentów polityki monetarnej, destrukcyjny cykl ucieczki kapitału, spadających cen aktywów, spadającego wzrostu i deprecjacji waluty może się rozpocząć bez ostrzeżenia i spowodować gwałtowne załamanie waluty.

Opisany powyżej najgorszy scenariusz stanowi obecnie wyłaniające się zagrożenie dla wielu gospodarek wschodzących rynków, a szczególnie pięciu krajów o wysokim zadłużeniu zagranicznym i wysokich deficytach na rachunkach bieżących (Brazylia, Indie, Turcja, Indonezja i RPA). Na wymienione kraje przypada łącznie ponad 3,3 bln z 10 bln USD aktywów zainwestowanych w krajach wschodzących przez kraje wysoko rozwinięte⁸. Poza nieproporcjonalnie dużym ich udziałem w napływie kapitału, każdy z wymienionych krajów posiada specyficzne bariery strukturalne i polityczne, które hamują długoterminowy wzrost. Niektóre państwa (Indie i Indonezja) podjęły właściwe kroki w kierunku zmniejszenia zewnętrznych nierównowag, ale przeprowadzenie realnych reform wymaga dłuższego czasu. Dopóki kluczowe nierównowagi nie zostaną usunięte, cykle boomów i załamań bilansów płatniczych będą zjawiskiem powracającym.

3. Reakcja polityki gospodarczej krajów wschodzących na „ilościowe luzowanie”

Gospodarki wschodzące są w znacznym stopniu uzależnione od polityki monetarnej krajów bogatych i wrażliwe na niestabilne przepływy kapitału (nadmierny napływ w okresach boomu i nagły, duży odpływ w okresach załamania).

Kraje-biorcy kapitału powinny dostosować swoje gospodarki do zwiększonej podaży pieniądza w okresach boomu, ale jego obfitość i niska cena dają poczucie komfortu i sprzyjają odwlekaniu reform strukturalnych oraz decyzji fiskalnych i konsolidacyjnych. Przykładowo, wyższe wpływy z tytułu podatków od nowych nieruchomości, podatków obrotowych od wzrostu wielkości sprzedaży, podatków

⁸ J. Mauldin, [online] *Every Central Bank for Itself*, Thoughts From the Frontline, 12 April 2014, <http://www.mauldineconomics.com/frontlinethoughts/every-central-bank-for-itself>, (9.09.2014).

od zysków kapitałowych z tytułu sprzedaży aktywów finansowych oraz podatków dochodowych od lepiej prosperującego sektora finansowego mogą sugerować, że sytuacja fiskalna jest dobra. Niska premia z tytułu ryzyka niewypłacalności długu państwowego dodatkowo wzmacnia poczucie bezpieczeństwa, a aprecjacja nominalnego kursu waluty krajowej może ułatwiać utrzymanie niskiej inflacji. Dodatkowym czynnikiem, który wpływa na zaniechanie interwencji we właściwym czasie jest trudność odróżnienia cyklicznych od strukturalnych przyczyn zmian parametrów ekonomicznych. Problem ten dotyczy w szczególności tych państw, których polityka gospodarcza jest słaba i bardziej skłonna ulegać populistycznym żądaniom społeczeństwa.

Zgodnie ze stanowiskiem MFW⁹ kraj doświadczający znacznej mobilności kapitału krótkoterminowego ma do dyspozycji instrumenty polityki makroekonomicznej oraz środki zarządzania przepływami kapitału w formie działań makroostrożnościowych oraz ograniczeń dewizowych. Wśród instrumentów polityki makroekonomicznej można wyróżnić: dopuszczenie do aprecjacji bądź deprecjacji kursu walutowego, stabilizowanie kursu poprzez interwencje, jeśli nie zagraża to stabilności cen i konkurencyjności gospodarki oraz zastosowanie instrumentów polityki pieniężnej w postaci stóp procentowych i rezerw obowiązkowych oraz instrumentów polityki fiskalnej. Środki ostrożnościowe (*prudential measures*) mają za zadanie promowanie stabilności szeroko pojętego systemu finansowego i płatniczego. Należą do nich m.in. wymogi kapitałowe, rezerwy obowiązkowe, regulacje płynnościowe, opodatkowanie kredytów, ograniczenia kredytowania w walutach obcych, zróżnicowanie stopy rezerw obowiązkowych w zależności od waluty zobowiązania i wiele innych. Ograniczenia dewizowe (*capital controls*) mają na celu zmniejszenie dostępu kapitału międzynarodowego do krajowego rynku finansowego za pomocą regulacji utrudniających napływ bądź odpływ kapitału. Ograniczenia dewizowe dyskryminują strony transakcji ze względu na kraj rezydencji i zalicza się do nich np. wymóg nieoprocentowanych depozytów obowiązkowych nakładanych na kapitał zagraniczny, wymogi licencyjne dla podmiotów zagranicznych czy opodatkowanie kapitału napływającego do kraju. Konsekwencją wprowadzenia ograniczeń jest zmniejszona podaż kapitału na krajowym rynku finansowym lub zmniejszenie, a nawet uniemożliwienie transferu kapitału za granicę.

Problem krajów wschodzących polega na tym, że nie mają one skutecznych narzędzi blokujących nadmierny napływ kapitału, za wyjątkiem powszechnie napiętnowanych interwencji walutowych i kontroli przepływów kapitałowych. W czasie ostatniego globalnego kryzysu finansowego część krajów (np. Brazylia, Korea Południowa, Tajlandia, Indonezja) wprowadziła ograniczenia dewizowe w obronie swych gospodarek przed negatywnymi skutkami aprecjacji walut, baniek na rynkach aktywów i inflacji. Zgodnie z raportem MFW (*Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions*), liczba krajów, które wprowadziły kontrolę przepływów kapitałowych w 2010 r. znacząco wzrosła: 144 kraje stosowały

⁹ J.D. Ostry, A.R. Ghosh, K. Habermeier, M. Chamon, M.S. Qureshi, D.B.S. Reinhardt, *Capital Inflows. The Role of Controls*, IMF Staff Position Note, 10/04, February 2010.

kontrolę przepływów kapitałowych w odniesieniu do papierów wartościowych rynku kapitałowego, 124 kraje w odniesieniu do instrumentów rynku pieniężnego, 94 kraje wobec derywatów, 86 krajów wobec kredytów komercyjnych i 124 kraje wobec kredytów finansowych¹⁰. Dla porównania w 1995 r. restrykcje dewizowe (bez względu na ich formę) stosowało zaledwie 119 krajów¹¹. W ocenie MFW¹² kraje, które wprowadziły ograniczenia dewizowe w najmniejszym stopniu doświadczyły negatywnych skutków globalnego kryzysu finansowego. Nie wszystkie jednak kraje uciekały się do tak skrajnych metod regulowania przepływów kapitałowych. Np. Chile i Meksyk wybrały interwencje na rynkach walutowych: kupując dolary próbowały osłabić wartość swych walut. Interesującym przypadkiem jest Turcja, która obniżyła stopy procentowe, aby przeciwdziałać bańce na rynku aktywów i presji inflacyjnej.

Przegląd wyników badań dotyczących efektywności różnych instrumentów zarządzania przepływami kapitału dowodzi, że ich skuteczność jest ograniczona i zależna od uwarunkowań danej gospodarki¹³. Najlepszym długofalowym rozwiązaniem problemu niestabilnych przepływów kapitałowych byłoby zredukowanie wrażliwości gospodarek wschodzących do takiego stopnia, aby większość dostosowań związanych z przepływami kapitałów mogła dokonać się za pośrednictwem zmian kursu walutowego. Wymaga to zbudowania odpowiednich instytucji. Zanim jednak to nastąpi, problemy z absorpcją dużych ilości kapitału w relatywnie krótkim czasie i w sposób niepowodujący destabilizacji gospodarki, będą stanowiły istotne ograniczenie dla polityki gospodarczej krajów wschodzących, podobnie jak granicznie niska, bliska zeru stopa procentowa w krajach bogatych.

Furceri i inni¹⁴ wskazują na istotną rolę polityki strukturalnej jako czynnika pozwalającego ograniczać wrażliwość gospodarki na nadmierne i zwrotne przepływy kapitału. Jednym z elementów polityki strukturalnej może być bardziej prokonkurencyjne środowisko w postaci liberalizacji rynku pracy i produktów, któremu towarzyszy zazwyczaj większy udział bezpośrednich inwestycji zagranicznych. Ich wrażliwość na nagłe zatrzymanie napływu jest znacznie mniejsza niż w przypadku napływu kapitału w formie długu (obligacji i innych inwestycji).

4. Konsekwencje normalizacji (zacieśnienia) polityki monetarnej w krajach G4

Nadzwyczajnie luźna polityka monetarna realizowana przez amerykański System Rezerwy Federalnej i inne główne banki centralne świata przez ostatnie pięć lat,

¹⁰ IMF, [online] *World Economic Outlook*, October 2010, Washington, D.C.

¹¹ G.K. Helleiner, *Capital Account Regimes and the Developing Countries*, Macmillan London 1998.

¹² J.D. Ostry, A.R. Ghosh, K. Habermeier, M. Chamon, M.S. Qureshi, D.B.S. Reinhardt, *Capital Inflows...*, *op.cit.*

¹³ NBP, *Przepływy kapitału w krajach rozwijających się w latach 2000-2011*, Narodowy Bank Polski, Instytut Ekonomiczny. NBP, Warszawa 2012, s. 34-46.

¹⁴ D. Furceri, S. Guichard, E. Rusticelli, [online] *Episodes of Large Capital Inflows and the Likelihood of Banking and Currency Crises and Sudden Stops*, OECD Economics Department Working Papers, 865, 2011, <http://dx.doi.org/10.1787/5k9c9kpkslvk-en>, (9.09.2014).

spowodowała silne zakłócenie bodźców. Zarówno rynki finansowe, jak i realna gospodarka w znacznym stopniu uzależniły się od napływu taniego pieniądza. Dlatego wydaje się, że każda próba odejścia od ULMP zakończy się załamaniem na rynkach finansowych i serią bardzo negatywnych tego konsekwencji w realnej gospodarce. Prawdopodobnie najbardziej odczują skutki wycofania się z polityki taniego pieniądza kraje wschodzące, które nadmiernie zwiększyły dźwignię finansową.

Nagły wzrost realnych stóp procentowych w Stanach Zjednoczonych spowoduje redukcję realnej premii za ryzyko, co może wywołać odpływ kapitału z rynków wschodzących. Już niewielka podwyżka amerykańskiej stopy procentowej (np. o 200 pb) może stanowić silny bodziec do ucieczki bardziej płynnego kapitału, zwłaszcza z rynków przewartościowanych. Spowoduje to perturbacje na rynkach finansowych w postaci spadku cen aktywów i deprecjacji walut krajów wschodzących, co pociągnie za sobą wzrost wartości ich zadłużenia zagranicznego i kosztów importu. Wzrost stóp procentowych w krajach bogatych spowoduje wzrost kosztów zaciągania pożyczek na rynkach międzynarodowych oraz kosztów refinansowania długu denominowanego w walutach obcych. W rezultacie wzrośnie ryzyko niewypłacalności podmiotów prywatnych i publicznych. Gwałtowny i duży odpływ kapitału może doprowadzić do kryzysu bilansu płatniczego i destabilizować gospodarki wschodzące.

W odpowiedzi na stopniowe zacieśnianie polityki pieniężnej przez FED, prezes indyjskiego banku centralnego Raghuram Rajan¹⁵ zapowiedział wprowadzenie bezpośrednich interwencji walutowych (prawdopodobnie jakiejś formy kursu stałego) lub administracyjnej kontroli przepływów kapitałowych w celu obrony kursu rupii. Banki centralne innych krajów wschodzących (zwłaszcza o dużych deficytach na rachunkach bieżących i wysokim zadłużeniu zagranicznym) prawdopodobnie pójdą jego śladem. A zatem można oczekiwać rozpowszechnienia się wśród krajów wschodzących twardszych form kursów walutowych. Tendencja w tym kierunku jest już widoczna od 2004 r.¹⁶

Skala i kierunki przepływów kapitałowych do krajów wschodzących w najbliższych miesiącach i latach będą wypadkową rozbieżnych polityk monetarnych głównych banków centralnych świata. FED zakończył zakupy aktywów w ramach QE3 w październiku 2014 r. i planuje podnieść krótkoterminową stopę procentową w połowie 2015 r. Bank Japonii zamierza kontynuować politykę ilościowego luzowania aż inflacja ustabilizuje się na poziomie 2%. EBC z kolei zapowiedział, że będzie kontynuował stosowanie niekonwencjonalnych środków polityki monetarnej w zależności od potrzeb¹⁷. W marcu 2015 r. EBC uruchomił nowy program zakupu rządowych papierów wartościowych w kwocie 60 mld euro miesięcznie

¹⁵ R.G. Rajan, [online] *Competitive Monetary Easing: Is it yesterday once more?* Remarks by Dr. Raghuram G. Rajan, Governor, Reserve Bank of India at the Brookings Institution, 10 April 2014, http://rbi.org.in/scripts/BS_Speeches_View.aspx?Id=886, (9.09.2014).

¹⁶ IMF, [online] *World Economic Outlook*, April 2014, Washington, D.C., s. 43-44.

¹⁷ IIF, [online] *Capital Flows...*, *op.cit.*, s. 13-14.

i planuje kontynuować zakupy co najmniej do września 2016 r.¹⁸ Polityka monetarna FED będzie miała prawdopodobnie największe znaczenie dla przepływów kapitału do krajów wschodzących, o czym świadczy dominujący udział Stanów Zjednoczonych w strukturze alokacji inwestycji portfelowych w tej grupie krajów. 70% wszystkich zagranicznych inwestycji portfelowych w krajach wschodzących przypada na inwestorów z krajów G4, w tym na inwestorów z USA aż 45%. Inwestorzy amerykańscy są największym źródłem napływu kapitału udziałowego na rynki wschodzące, podczas gdy inwestorzy ze strefy euro dominują w napływie kapitału dłużnego¹⁹. Stąd polityka pieniężna EBC nie pozostanie bez znaczenia.

Instytut Finansów Międzynarodowych (*Institute of International Finance*) w Waszyngtonie prognozuje niewielki spadek napływu kapitału zagranicznego do krajów wschodzących w 2014 r. i 2015 r. W strukturze rodzajowej napływającego kapitału dominuje kapitał prywatny, w tym przede wszystkim inwestycje udziałowe o charakterze bezpośrednim, których udział jest stabilny i kształtuje się na poziomie 45%. Drugie miejsce zajmują niebankowe pożyczki prywatne. Ich udział wzrósł po globalnym kryzysie finansowym (32% w 2013 r.) kosztem spadku udziału kredytów banków komercyjnych (15% w 2013 r.). Szczegółowe dane dotyczące struktury napływu kapitału zagranicznego do krajów wschodzących zestawiono w tabeli 1.

Tabela 1. Napływ kapitału zagranicznego netto do krajów wschodzących¹ w latach 2008-2015 (w mld USD).

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014 ²	2015 ²
Kapitał prywatny netto	671	694	1205	1168	1256	1241	1162	1158
- inwestycje udziałowe bezpośrednie	535	391	521	597	535	577	566	570
- inwestycje udziałowe portfelowe	-83	151	146	4	124	79	138	145
- kredyty banków komercyjnych	73	-8	170	197	119	191	147	161
- inne pożyczki prywatne	145	160	369	370	478	394	310	283
Kapitał publiczny netto	62	67	68	57	36	29	39	48
Razem kapitał prywatny i publiczny	732	761	1273	1225	1291	1270	1201	1207

¹ 30 największych gospodarek wschodzących,

² Prognoza

Źródło: Institute of International Finance. Aggregate Capital Flows Data [online], www.iif.com.

Wnioski końcowe

Bezprecedensowa polityka zwiększania podaży pieniądza w krajach gospodarczo zaawansowanych spowodowała napływ kapitału do krajów wschodzących

¹⁸ EBC, [online] *ECB Announces New Expanded Asset Purchase Programme*, Press Release, 22 January 2015, https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2015/html/pr150122_1.en.html, (4.04.2015).

¹⁹ IIF, [online] *Capital Flows...*, *op.cit.*, s. 17.

w rozmiarach o wiele większych niż miałyby to miejsce w warunkach normalnych, a łatwo dostępny i tani pieniądz „uśpił” reakcję polityków. Polityka ilościowego poluzowania stworzyła sztuczny boom kredytowy w krajach, do których kapitał masowo napłynął potęgując ryzyko wystąpienia kryzysu bilansu płatniczego. Problem ten dotyczy w szczególności krajów, które nadmiernie zwiększyły swoje zadłużenie i deficyty na rachunkach obrotów bieżących.

Kraje wschodzące powinny wyciągnąć wnioski z ostatniego kryzysu finansowego i gospodarczego w krajach bogatych, który „wymusił” wprowadzenie niekonwencjonalnych środków polityki monetarnej. Główną lekcją jest to, że środki polityki gospodarczej stosowane przez kraje bogate mogą w sposób niezamierzony zakłócać podstawowe parametry makroekonomiczne gospodarek wschodzących (kursy walutowe, eksport, inflację). Wobec braku jednoznacznie skutecznych narzędzi przeciwdziałania negatywnym skutkom nadmiernych przepływów kapitałowych, kraje wschodzące powinny zachować szczególną ostrożność w okresach wzmożonego napływu kapitału. Po pierwsze, nie powinny zwiększać wewnętrznego popytu ani też utrzymywać wysokich deficytów na rachunkach obrotów bieżących. Po drugie, powinny zachować konkurencyjny poziom kursu walutowego. Po trzecie, powinny utrzymywać duże rezerwy walutowe, które będą pełnić rolę buforów bezpieczeństwa w razie wybuchu kryzysu walutowego. Poza działaniami obronnymi o charakterze *ad hoc* (ograniczenia dewizowe, interwencje walutowe), kraje wschodzące powinny wprowadzić rozwiązania długoterminowe (reformy strukturalne), które by pozwoliły na zwiększenie ich odporności na wstrząsy zewnętrzne.

Bibliografia:

1. BIS, *Capital flows and emerging market economies*. Committee on the Global Financial System Papers, 33, January 2009.
2. EBC, [online] *ECB Announces New Expanded Asset Purchase Programme*, Press Release, 22 January 2015, https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2015/html/pr150122_1.en.html, (4.04.2015).
3. Furceri D., Guichard S., Rusticelli E., [online] *Episodes of Large Capital Inflows and the Likelihood of Banking and Currency Crises and Sudden Stops*. OECD Economics Department Working Papers, 865, 2011, <http://dx.doi.org/10.1787/5kgc9kpkslvk-en>, (9.09.2014).
4. IIF, [online] *Capital Flows to Emerging Markets*, Institute of International Finance, Washington, D.C., 2 October 2014, <http://www.iif.com/emr/capflows201410.php>, (9.09.2014).
5. IIF, [online] *The Illusion of Liquidity*, Press Releases, Institute of International Finance, Washington D.C., 30 September 2014, <http://www.iif.com/press/press+486.php>, (9.09.2014).
6. IMF, [online] *World Economic Outlook*, October 2010, Washington, D.C.
7. IMF, [online] *World Economic Outlook*, April 2014, Washington, D.C.
8. Helleiner G.K., *Capital Account Regimes and the Developing Countries*, Macmillan London 1998.

9. Mauldin J., [online] *Every Central Bank for Itself*, Thoughts From the Frontline, 12 April 2014, <http://www.mauldineconomics.com/frontlinethoughts/every-central-bank-for-itself>, (9.09.2014).
10. NBP, *Przepływy kapitału w krajach rozwijających się w latach 2000-2011*. Narodowy Bank Polski, Instytut Ekonomiczny. NBP, Warszawa 2012.
11. Ostry J.D., Ghosh A.R., Habermeier K., Chamon M., Qureshi M.S., Reinhardt D.B.S. *Capital Inflows. The Role of Controls*. IMF Staff Position Note, 10/04, February 2010.
12. Psalida L.E., Sun T., *Does G-4 liquidity spill over?* IMF Working Paper, 52, October 2011.
13. Rajan R.G., [online] *Competitive Monetary Easing: Is it yesterday once more?* Remarks by Dr. Raghuram G. Rajan, Governor, Reserve Bank of India at the Brookings Institution, 10 April 2014, http://rbi.org.in/scripts/BS_Speeches_View.aspx?Id=886, (9.09.2014).
14. Winiecki J., Woźniak P. [online] *Długofalowe skutki polityki niskich stóp i poluzowania polityki pieniężnej*, Zeszyty BRE Bank–CASE, 129, 2013, http://www.case-research.eu/sites/default/files/publications/zeszyt_BRE-CASE_129.pdf, (9.09.2014).

Abstrakt:

Nadzwyczajnie luźna polityka monetarna realizowana przez Fed i inne główne banki centralne świata, spowodowała dystorsję międzynarodowych różnic realnych stóp procentowych i zmusiła inwestorów do poszukiwania wyższych (i bardziej ryzykownych) stóp zwrotu. Następstwem tej polityki był duży przepływ kapitału z rynków rozwiniętych na rynki wschodzące, który doprowadził do boomu kredytowego i inwestycyjnego oraz bąbli spekulacyjnych w krajach wschodzących. Normalizacja polityki finansowej w krajach rozwiniętych może wywołać odpływ kapitału z rynków wschodzących, spadek cen aktywów, deprecjację walut krajów wschodzących, co pociągnie za sobą wzrost ich zadłużenia zagranicznego i kosztów importu oraz wzrost ryzyka niewypłacalności podmiotów prywatnych i publicznych.

Implications of the US Ultra Loose Monetary Policy for Emerging Economies

Ultra loose monetary policy in advanced economies has distorted international real interest rates differentials and forced savers to seek out higher (and far riskier) returns. As a result a huge amount of capital has flown from developed to emerging markets, causing boom lending, overinvestment and speculative bubbles in emerging economies. The first part of the paper examines the possible implications of excessive capital inflows on balance of payments, exchange rates and international competitiveness of emerging economies. The second part discusses the likely impact of normalization (tightening) of the major central banks monetary policy on emerging countries.

Lidia Mesjasz, Ph.D., Cracow University of Economics