

Irena Pyka  
Aleksandra Nocoń<sup>1</sup>

## DETERMINANTY NORMALIZACJI POLITYKI MONETARNEJ EUROPEJSKIEGO BANKU CENTRALNEGO

### Wprowadzenie

Normalizacja polityki monetarnej to problem największych banków centralnych współczesnej gospodarki światowej, które w okresie niestabilności globalnego systemu finansowego zastosowały nadzwyczajne jej instrumenty, skierowane na wyhamowanie recesji gospodarczej i powrót gospodarki światowej na ścieżkę wzrostu gospodarczego. Europejski Bank Centralny należy do tej grupy. Realizację niestandardowej polityki monetarnej rozpoczął – podobnie jak Fed – w pierwszej kolejności, obniżając stopy procentowe<sup>2</sup>. Pod koniec roku 2008 łączny spadek stóp procentowych wyniósł 175 pkt. baz., a od stycznia do maja 2009 r. Rada Prezesów obniżyła stopę podstawowych operacji refinansujących o kolejne 150 pkt. baz., do poziomu nienotowanego w państwach członkowskich strefy euro od kilkudziesięciu lat. Brak oczekiwanych efektów polityki niskich stóp procentowych spowodował, że EBC zdecydował się na wprowadzenie kolejnych instrumentów niestandardowej polityki monetarnej, najpierw regulujących płynność sektora bankowego, a w dalszej kolejności programów zakupu papierów wartościowych. Nadzwyczajną politykę monetarną nadal kontynuuje, zakładając, że powinna ona trwać do czasu dostosowania inflacji do celu inflacyjnego, czyli średniookresowej inflacji nieco poniżej 2%<sup>3</sup>.

Wydłużanie okresu realizacji nadzwyczajnej polityki monetarnej w strefie euro pozostaje w sprzeczności z wyrażoną wolą polityczną państw G-20 zawartą w dokumentach Rady Stabilności Finansowej (Financial Stability Board) związaną z *exit*

---

<sup>1</sup> Prof. zw. dr hab. Irena Pyka, dr Aleksandra Nocoń, Katedra Bankowości i Rynków Finansowych, Wydział Finansów i Ubezpieczeń, Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach.

<sup>2</sup> A. Nocoń, *System reagowania współczesnych banków centralnych na niestabilność sektora bankowego*, Difin, Warszawa 2016, s. 79–82.

<sup>3</sup> EBC, *Raport Roczny EBC 2015 r.*, Frankfurt nad Menem, kwiecień 2016, s. 43.

*strategy*. a zatem koncepcją wyjścia z globalnego kryzysu finansowego<sup>4</sup>. Jednakże EBC nie jest jedynym bankiem centralnym w gospodarce światowej, który ma problem z normalizacją nadzwyczajnej polityki monetarnej. O zakończeniu realizacji programów zakupu aktywów Fed zdecydował pod koniec 2013 r., chociaż w czerwcu 2011 r. Federalny Komitet Otwartego Rynku (Federal Open Market Committee – FOMC) opublikował tzw. Zasady strategii wyjścia (Exit Strategy Principles)<sup>5</sup>. Jednocześnie Bank Anglii (Bank of England) pierwsze komunikaty dotyczące ewentualnego wdrożenia strategii wyjścia formułował już w roku 2010. Do normalizacji polityki monetarnej podchodzi jednak z dużą ostrożnością, kierując się stanem dynamiki wzrostu gospodarczego i oczekiwań rynków finansowych. Szczególnym przykładem poważnych problemów z normalizacją polityki monetarnej jest Bank Japonii, który niestandardowe instrumenty polityki monetarnej zastosował na początku lat 90. XX w., kiedy to gospodarka Japonii borykała się, po długim okresie swego dynamicznego rozwoju, z poważnymi problemami recesji oraz deflacji gospodarczej. Krótco przed globalnym kryzysem finansowym japoński bank centralny rozpoczął normalizację swej nadzwyczajnej polityki monetarnej, ponownie stając przed koniecznością powrotu do niej<sup>6</sup>.

Głównym celem opracowania jest rozpoznanie przyczyn, które utrudniają normalizację polityki monetarnej EBC. W opracowaniu rozważa się je w obszarze zmian zachodzących w otoczeniu międzynarodowym strefy euro, rozwoju akcji kredytowej i sytuacji na rynku finansowym państw członkowskich Eurosystemu. Zebrane i poddane analizie dane empiryczne pozwoliły stwierdzić, że w strefie euro brak silnych bodźców sprzyjających realizacji strategii wyjścia, a także normalizacji polityki pieniężnej EBC. Obserwowana poprawa sytuacji gospodarczej i finansowej w strefie euro nie ma charakteru trwałego. Nie gwarantuje też w krótkiej perspektywie dostosowania inflacji do celu inflacyjnego, czyli średniookresowej inflacji nieco poniżej 2%, co silnie warunkuje powrót EBC do klasycznych instrumentów polityki monetarnej.

---

<sup>4</sup> Financial Stability Board, *Exit from extraordinary financial sector support measures*, Note for G20 Ministers and Governors Meeting, 6–7 November 2009.

<sup>5</sup> *Federal Reserve*, <http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/fomcminutes20110622.pdf> [dostęp 11.08.2014].

<sup>6</sup> I. Pyka, A. Nocoń, J. Cichorska, *Nadzwyczajna polityka monetarna banków centralnych a stabilność sektora bankowego*, Wydawnictwo UE w Katowicach, Katowice 2016.

## 1. Założenia normalizacji polityki monetarnej w strefie euro

Normalizacja polityki pieniężnej wiąże się z powrotem do klasycznych instrumentów dotychczas wykorzystywanych przez banki centralne w stabilizowaniu cen w gospodarce i wspierających prowadzoną przez państwo politykę gospodarczą. Dotyczy kilku pozornie prostych operacji odnoszących się do<sup>7</sup>:

- zaprzestania stosowania nadzwyczajnych 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.

Wymaga jednak określenia czasu i tempa implementacji tych działań oraz sekwencji wdrażania kolejnych kroków, ponieważ wiąże się przejściem z ekspansywnej polityki monetarnej na restrykcyjną, co budzi obawy wystąpienia negatywnych skutków gospodarczych. Istotnym warunkiem normalizacji polityki monetarnej jest zatem ukształtowanie się stabilnych fundamentów wzrostu gospodarki zmniejszających prawdopodobieństwo pojawienia się w niej ponownie procesów recesyjnych. Zamknięcie programów skupu papierów wartościowych i upłynnienie nabytych aktywów finansowych skierowane na normalizację wielkości i struktury bilansu banku centralnego wymagają z kolei ścisłej korelacji ze stanem i potrzebami rynku finansowego w kraju. Uzyskaną bowiem ich względną stabilność można szybko naruszyć nawet poprzez samą informację o zmianie nastawienia do realizacji programów papierów wartościowych. Natomiast podniesienie poziomu podstawowej stopy procentowej wymaga przygotowania banków do eliminacji skumulowanego w nich, poprzez nadzwyczajną politykę monetarną, nadmiaru rezerw bankowych i neutralizację niepożądanych w nich skutków. Z powyższych powodów normalizacja polityki pieniężnej powinna być z wyprzedzeniem oraz szczegółowo określona przez władze monetarne, nawet jeżeli nie będzie natychmiastowo realizowana w postaci odrębnej strategii często określanej *exit strategy*.

Europejski Bank Centralny nie przygotował dotychczas wprost założeń strategii wyjścia. Bazuje na planie rozwoju gospodarczego w postaci Paktu Stabilności i Wzrostu zaopiniowanego pozytywnie przez Komisję Europejską pod koniec 2012 r. oraz Strategii na rzecz inteligentnego i zrównoważonego rozwoju sprzyjającego włączeniu

---

<sup>7</sup> H. Yamaoka, M. Syed, *Managing the Exit: Lessons from Japan's Reversal of Unconventional Monetary Policy*, „IMF Working Paper” May 2010, WP/10/114, s. 6.

społecznemu „Europa 2020”<sup>8</sup>. 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<sup>9</sup>.

Ważną częścią przywracania stabilności makroekonomicznej jest nowa strategia rozwoju sektora bankowego opierająca się na<sup>10</sup>:

- zaprzestaniu stosowania bodźców fiskalnych w momencie stworzenia stabilnych podstaw równowagi gospodarczej,
- wycofaniu doraźnych programów wsparcia dla bezrobotnych dopiero po osiągnięciu stabilnej tendencji wzrostu PKB i zatrudnienia,
- natychmiastowym zaprzestaniu wsparcia sektorowego ze względu na tendencje rozwoju i duże obciążenia dla budżetu, a także zakłócenia dla równomiernego, stabilnego rozwoju całej gospodarki i ujednoczenia rynku,
- wspieraniu dostępu podmiotów gospodarczych do źródeł finansowania do momentu osiągnięcia równowagi i powrotu do warunków sprzed kryzysu,
- zaniechaniu wsparcia i gwarancji dla sektora finansowego w zależności od stanu gospodarki i stabilności systemu finansowego poszczególnych państw członkowskich.

## 2. Otoczenie międzynarodowe strefy euro a *exit strategy*

Brak zdefiniowanych założeń normalizacji polityki monetarnej Europejskiego Banku Centralnego wynika z niepewnej sytuacji makroekonomicznej w strefie euro oraz braku stabilnych podstaw powrotu do polityki pieniężnej sprzed globalnego kryzysu finansowego. Tym bardziej że EBC myśli o *exit strategies* (strategii wyjścia) w roku 2015 zamienił na realizację kolejnego etapu *enter strategies* (strategii wejścia), a więc jeszcze większe zaangażowanie w nadzwyczajną politykę monetarną. Decyzja ta silnie determinowana była kondycją gospodarki strefy euro oraz tendencji spadkowej stopy inflacji, znacznie poniżej celu inflacyjnego.

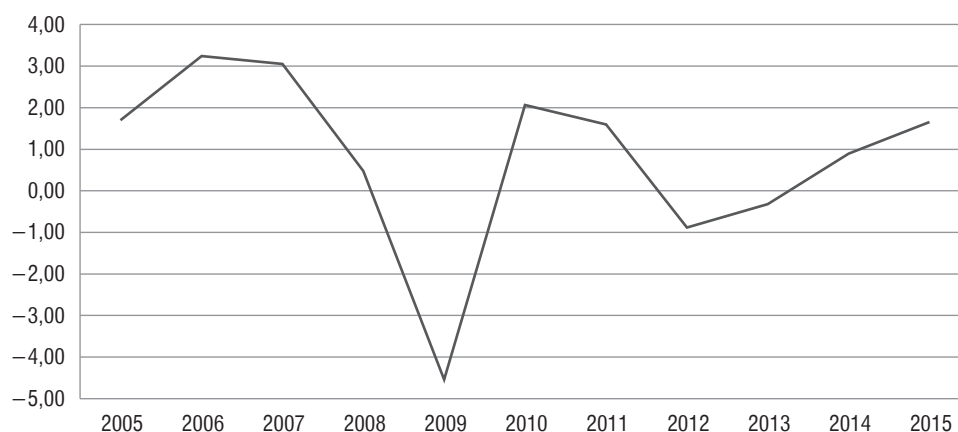
<sup>8</sup> European Commission, The 2012 Annual Growth Survey: Frequently Asked Questions, Brussels, 23.11.2012, MEMO/11/821, [http://europa.eu/rapid/press-release\\_MEMO-11-821\\_en.htm](http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-11-821_en.htm) [dostęp 2.12.2014].

<sup>9</sup> I. Pyka, A. Nocoń, J. Cichorska, op.cit.

<sup>10</sup> Komisja Europejska, Strategia na rzecz inteligentnego i zrównoważonego rozwoju sprzyjającego włączeniu społecznemu „Europa 2020”, Bruksela, 3.03.2010, s. 28.

Po raz pierwszy po ujawnieniu się kryzysu finansów publicznych wielu krajów obszaru euro oraz osłabienia w otoczeniu zewnętrznym gospodarka strefy euro odnotowała ożywienie gospodarcze w II kwartale 2013 r. (por. rys. 1). W 2015 r. wzrost gospodarczy w strefie euro wyniósł 1,5% i był najwyższy od 2011 r. Poprawa dynamiki wzrostu wynikała między innymi z rosnącego popytu krajowego, stabilnych warunków spożycia indywidualnego oraz zwiększenia obrotów handlowych netto. Ponadto spadek cen ropy naftowej w skali ogólnoświatowej oraz poprawa warunków na rynku pracy w strefie euro stanowiły dodatkowy impuls wzrostu. Pomimo to wzrost inwestycji nadal był słaby, hamowany przez powolne wdrażanie reform strukturalnych w niektórych krajach obszaru euro i niezbędnych korekt bilansów w wielu sektorach<sup>11</sup>.

Rysunek 1. Wzrost gospodarczy w strefie euro w latach 2005–2015 (w %)



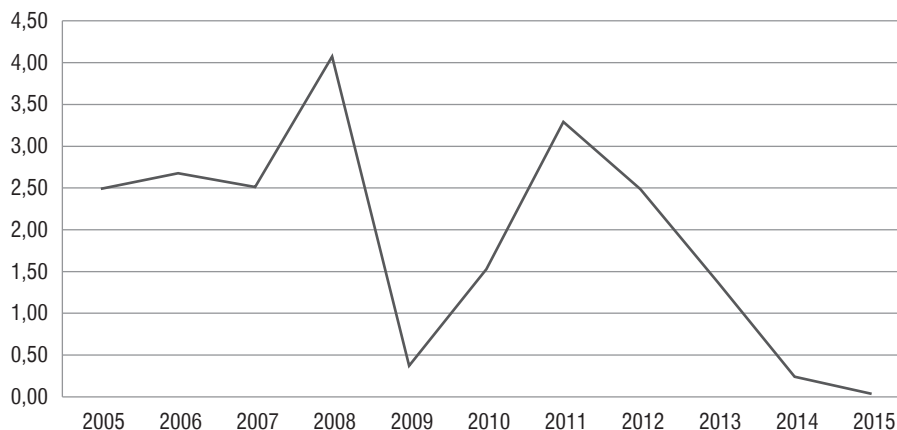
Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Banku Światowego.

Działania banku centralnego z jednej strony miały wspierać rysujące się ożywienie gospodarcze, z drugiej – prowadzić do wzrostu stopy inflacji w kierunku przyjętego celu inflacyjnego. Coraz niższa stopa inflacji, począwszy od roku 2012, która przerodziła się w deflację, wymagała szybkich i zdecydowanych działań ze strony EBC. W 2013 r. średni poziom inflacji, mierzony wskaźnikiem HICP (Harmonised Index of Consumer Prices), wyniósł 1,4%, w 2014 r. – 0,4%, podczas gdy w 2015 r. już 0,0% (por. rys. 2)<sup>12</sup>.

<sup>11</sup> EBC, op.cit., s. 24.

<sup>12</sup> W 2015 r. inflacja zasadnicza spadła poniżej zera dwukrotnie – na początku roku oraz jesienią. Pod koniec roku powróciła do poziomu nieco powyżej zera.

Rysunek 2. Stopa inflacji w strefie euro w latach 2005–2015 (w %)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Banku Światowego.

Wobec powyższych uwarunkowań makroekonomicznych oraz znacznego odchylenia poziomu inflacji od celu inflacyjnego Europejski Bank Centralny podjął decyzję o odroczeniu rozpoczęcia realizacji *exit strategies*. Uznano bowiem, iż rysujące się dopiero ożywienie gospodarcze oraz dążenie do utrzymania stabilności cen i stworzenia warunków powrotu inflacji do docelowego poziomu poniżej, ale blisko 2% wymaga kontynuowania nadzwyczajnej polityki monetarnej banku centralnego.

### 3. Normalizacja polityki monetarnej EBC a dynamika akcji kredytowej w strefie euro

W styczniu 2015 r. Europejski Bank Centralny zdecydował o implementacji polityki luzowania ilościowego (Quantitative Easing – QE). W ramach programu wykupu aktywów w marcu 2015 r. rozpoczął skup obligacji rządowych państw należących do strefy euro, przeznaczając na to 60 mld euro miesięcznie<sup>13</sup>. Półtoraroczny program skupu obligacji rządowych z rynku wtórnego Europejskiego Banku Centralnego, określany mianem luzowania ilościowego, został wprowadzony jako forma zmagania się z narastającymi problemami gospodarczymi w obrębie strefy euro. Głównym jego celem było ożywienie gospodarki i przeciwdziałanie tzw. japonizacji strefy euro,

<sup>13</sup> G. Claey, Á. Leandro, A. Mandra, *European Central Bank quantitative easing: the detailed manual*, „Bruegel Policy Contribution” March 2015, No. 02.

a więc stagnacji gospodarczej połączonej z deflacją pomimo utrzymywania niemal zerowych stóp procentowych. EBC argumentował, iż zaangażowanie w nadzwyczajny skup papierów wartościowych wynikało z utrzymującej się niskiej inflacji oraz prognoz wystąpienia deflacji. Z drugiej strony, ważnym czynnikiem wprowadzenia polityki QE była stagnacja gospodarcza strefy euro. W okresie pomiędzy 2011 a 2014 r. w państwach obszaru euro nie odnotowano bowiem dodatniego wzrostu gospodarczego. Źródłem słabej koniunktury były dwa kryzysy, których doświadczyła strefa euro, a które obnażyły problemy strukturalne Wspólnoty. Sytuacja makroekonomiczna zwiększała więc presję EBC na podjęcie znaczących działań.

Decyzja o odroczeniu normalizacji polityki pieniężnej, w kierunku jeszcze większego zaangażowania w nadzwyczajne inicjatywy, wynikała również z wewnętrznych słabości strefy euro. Źródłem wzrostu aktywności gospodarczej upatrywano bowiem w potrzebie zwiększenia akcji kredytowej banków komercyjnych. Ujemna dynamika kredytów zapoczątkowana pod koniec 2009 r. stała się podstawą słabego wzrostu PKB oraz malejącej inflacji w strefie euro. Po krótkookresowym wzroście akcji kredytowej w latach 2010 i 2011 wartość udzielanych kredytów dla sektora prywatnego zaczęła ponownie spadać w pierwszym półroczu 2012 r., co było główną przyczyną braku większego wzrostu gospodarki Wspólnoty i dalszego spadku poziomu inflacji.

Początkowo, by pobudzić akcję kredytową banków, EBC zdecydował się obniżyć podstawowe stopy procentowe banku centralnego. Działania te miały na celu zmniejszenie oprocentowania kredytów w bankach komercyjnych. Jednakże, kiedy stopy zostały sprowadzone niemal do zerowego poziomu (w maju 2013 r. stopę refinansową obniżono do 0,5%) oraz wobec braku widocznych rezultatów polityki niskich stóp procentowych, Europejski Bank Centralny musiał odwołać się do bardziej restrykcyjnych narzędzi, decydując o wprowadzeniu programu skupu aktywów.

W okresie realizacji polityki Quantitative Easing akcja kredytowa zaczęła nieznacznie wzrastać. Tym bardziej że stopy procentowe zostały utrzymane na historycznie niskim poziomie (w marcu 2016 r. stopa referencyjna została dodatkowo obniżona do poziomu 0%, a stopa depozytowa do -0,4%). Pomimo to niepewność co do perspektyw gospodarczych nie sprzyjała poprawie nastrojów przedsiębiorców i konsumentów, którzy wciąż niechętnie zgłaszali popyt na kredyt. Dodatnia dynamika wzrostu kredytów, począwszy od roku 2015, była więc oznaką nieznacznej poprawy sytuacji w sektorze bankowym strefy euro (por. rys. 3). Pomimo to poziom inflacji nadal kształtował się poniżej celu inflacyjnego EBC.

Bank centralny strefy euro, dążąc do osiągnięcia celów polityki QE, w grudniu 2015 r. dodatkowo rozszerzył program skupu aktywów, zwiększając listę emitentów, których papiery wartościowe zostały dopuszczone do zakupu, zezwolił na obrót denominowanych w euro obligacji korporacyjnych ze strefy euro posiadających rating



inwestycyjny oraz zwiększył skalę programu z 60 do 80 mld euro miesięcznie. Na tej płaszczyźnie rysuje się wniosek, iż coraz większe zaangażowanie w niestandardowe instrumenty polityki monetarnej EBC w powiązaniu z dalszymi obniżkami poziomu podstawowych stóp procentowych oznacza odłożenie normalizacji polityki monetarnej strefy euro na przyszłość.

Rysunek 3. Dynamika wzrostu kredytów w strefie euro w latach 2010–2016 (w %)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych EBC.

#### 4. Sytuacja na rynku finansowym strefy euro w procesie normalizacji polityki monetarnej EBC

Nadzwyczajna polityka monetarna EBC głównie wskutek przygotowanych programów zakupu papierów wartościowych spowodowała na rynku finansowym strefy euro znaczny spadek:

- kosztów zewnętrznego finansowania przedsiębiorstw produkcyjnych,
- rentowności obligacji skarbowych.

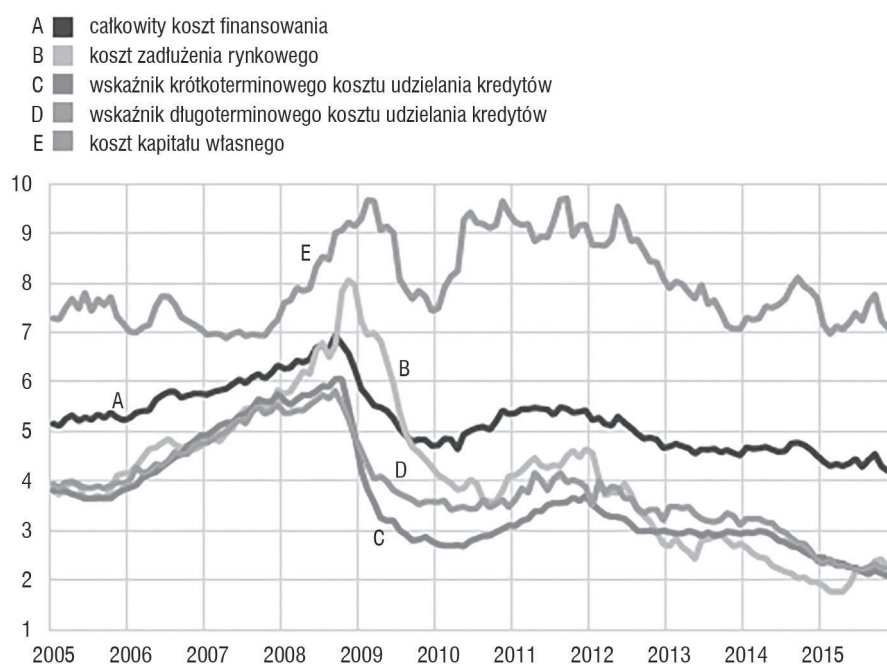
W roku 2015 koszty finansowania zewnętrznego (por. rys. 4) osiągnęły najniższy poziom od momentu globalnego kryzysu finansowego zróżnicowany względem kredytu bankowego, długu publicznego i kapitału własnego, a także kosztów finansowania zewnętrznego w krajach strefy euro.

Obniżenie kosztów zadłużenia rynkowego i kosztu kapitału własnego nastąpiło głównie w efekcie ogłoszenia PSPP (Public Sector Purchase Programme, program skupu aktywów sektora publicznego). Trudno jednak nie zauważyć, że ważną



rolę w obniżeniu łącznego nominalnego kosztu finansowania zewnętrznego przedsiębiorstw produkcyjnych strefy euro spełniło ograniczenie kosztów finansowania przez banki (efekt PSPP, serii ukierunkowanych dłuższych operacji refinansujących – TLTRO oraz polityki niskich stóp procentowych).

Rysunek 4. Łączny nominalny koszt finansowania zewnętrznego przedsiębiorstw niefinansowych w strefie euro (w % rocznie; trzymiesięczne średnie ruchome)



Źródło: EBC, op.cit., s. 18.

Nadzwyczajna polityka monetarna EBC zmieniła również mocno sytuację na rynku obligacji skarbowych strefy euro. Czynnikiem silnego oddziaływania na ten rynek był głównie program skupu aktywów sektora publicznego (PSPP). Ogłoszenie i wdrożenie PSPP spowodowało, że długoterminowe rentowności papierów dłużnych o ratingu AAA odnotowały dalsze spadki, rozpoczęte w 2014 r., osiągając w połowie 2015 r. nowe historyczne minima.

Obserwowane zmiany na rynkach finansowych nie idą jednak w parze z dynamiką inwestycji, których przyrost w strefie euro jest stale słaby. Dlatego też ożywienie gospodarcze strefy euro w 2015 r. wspomagane stabilną konsumpcją gospodarstw domowych nie tworzy silnych podstaw do normalizacji polityki monetarnej EBC. To głównie jej akomodacyjne nastawienie w EBC stabilizuje system finansowy strefy

euro i sprzyja łagodzeniu warunków oraz wzrostowi motywów zewnętrznego, w tym rynkowego finansowania sfery realnej.

Niepokojące, z perspektywy normalizacji polityki monetarnej, są również rozpoznawalne zagrożenia dla stabilności finansowej strefy euro, w tym<sup>14</sup>:

- 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.

Niepokojące z perspektywy normalizacji polityki pieniężnej strefy euro są również silne zagrożenia wynikające z trudnej sytuacji sektora bankowego. System bankowy strefy euro pozostaje stale narażony na problemy wiążące się z niską rentownością w sytuacji słabego ożywienia gospodarczego. W roku 2015 zwrot z kapitału wielu banków utrzymywał się poniżej odpowiadających mu kosztów kapitału własnego. W coraz większym stopniu zagrożenia dla stabilności finansowej wykraczają poza tradycyjne podmioty, takie jak banki i instytucje ubezpieczeniowe. Podatność na kumulację zaburzeń koncentruje się w sferze funduszy inwestycyjnych, które podejmują się w istniejącej sytuacji na rynku finansowym strefy euro coraz większego ryzyka.

Ważnym czynnikiem hamującym stale 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 związanej z inwestowaniem w długim okresie (premia terminowa) i wpływa także na rentowność aktywów innych niż aktywa, np. obligacje korporacyjne emitowane 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.

---

<sup>14</sup> EBC, op.cit., s. 63.

## Podsumowanie

Złożoność problemów, które w gospodarce, sektorze bankowym i systemie finansowym będzie powodować *exit strategies*, sprawia, że banki centralne podchodzą do nich z dużą ostrożnością. Europejski Bank Centralny zapowiedział normalizację polityki monetarnej w sytuacji, gdy zostaną osiągnięte założone, pozytywne cele urzeczywistniane za pomocą niestandardowych i niekonwencjonalnych instrumentów. Nadal jednak prowadzi on nadzwyczajną politykę monetarną. W strefie euro bowiem stale występują zagrożenia dla wzrostu gospodarczego i utrzymania celu inflacyjnego na zakładanym poziomie w średnim okresie. Jednocześnie zbyt niska jest w państwach członkowskich strefy euro dynamika akcji kredytowej oraz zbyt wysokie zagrożenie ryzykiem systemowym. Na rynku finansowym strefy euro silne są stale oczekiwania na dalsze utrzymywanie programów wykupu papierów wartościowych. Każda informacja o rozpoczęciu przez EBC *exit strategies* (zaprzestania realizacji programów i podniesienia stóp procentowych) wywołuje w różnych jego segmentach wysoką zmienność i obawę o ponowną niestabilność finansową. Liczne zagrożenia dla stabilności systemu finansowego, w szczególności trudna sytuacja sektora bankowego, wynikająca z obecnej struktury finansowania działalności banków oraz ich podatność na źródła niestabilności, jak również sytuacja makroekonomiczna z utrzymującym się wysokim długiem publicznym państw strefy euro hamują możliwość powrotu polityki monetarnej EBC do kształtu sprzed globalnego kryzysu finansowego. W tych okolicznościach jest oczywiste, iż nadzwyczajna polityka pieniężna EBC nie rozwiąże problemów strukturalnych i gospodarczych strefy euro. Ich pokonanie wymaga długiego okresu, co sprawia, że normalizacja polityki monetarnej w strefie euro nie rozpocznie się w możliwym do przewidzenia okresie.

## Bibliografia

- Claeys G., Leandro Á., Mandra A., *European Central Bank Quantitative Easing: The detailed manual* „Bruegel Policy Contribution” March 2015, No. 02.
- EBC, *Raport roczny EBC 2015 r.*, Frankfurt nad Menem, kwiecień 2016.
- European Commission, *The 2012 Annual Growth Survey: Frequently Asked Questions*, Brussels, 23.11.2012, MEMO/11/821, [http://europa.eu/rapid/press-release\\_MEMO-11-821\\_en.htm](http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-11-821_en.htm)

- European Parliament, Exit Strategies. Policy Department A: Economic and Scientific Policy, IP/A/ECON/NT/2013-04, December 2013, [http://graduateinstitute.ch/files/live/sites/iheid/files/sites/international\\_economics/shared/international\\_economics/prof\\_websites/wyplosz/Reports/ECON%2013.4.pdf](http://graduateinstitute.ch/files/live/sites/iheid/files/sites/international_economics/shared/international_economics/prof_websites/wyplosz/Reports/ECON%2013.4.pdf)
- Federal Reserve*, <http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/fomcminutes20110622.pdf>
- Financial Stability Board, *Exit from extraordinary financial sector support measures*, Note for G20 Ministers and Governors meeting, 6-7 November 2009.
- Komisja Europejska, Strategia na rzecz inteligentnego i zrównoważonego rozwoju sprzyjającego włączeniu społecznemu „Europa 2020”, Bruksela, 3.03.2010.
- Nocoń A., *System reagowania współczesnych banków centralnych na niestabilność sektora bankowego*, Difin, Warszawa 2016.
- Pyka I., Nocoń A., Cichorska J., *Nadzwyczajna polityka monetarna banków centralnych a stabilność sektora bankowego*, Wydawnictwo UE w Katowicach, Katowice 2016.
- Yamaoka H., Syed M., *Managing the Exit: Lessons from Japan's Reversal of Unconventional Monetary Policy*, „IMF Working Paper” May 2010, WP/10/114.

## **Determinants of monetary policy normalization of European Central Bank**

Due to the implementation of non-standard monetary policy by the European Central Bank, concentrated in the first part of the financial crisis mainly on the unconventional open market operations, and in the second on the Quantitative Easing policy, the exit strategies and monetary policy normalization have become the subject of intensified discussion. The concept of a return to "normal" monetary policy of the ECB will require the implementation of two aspects: raising of interest rates and reduction of the size of central bank balance sheet. However, it is undisputed that the exit strategies of the ECB could be implemented only after completing of the asset purchase program and stabilization of euro area public finances. It seems that at this moment the monetary policy of Eurozone will have to wait. The main aim of the study is to identify the determinants of the monetary policy normalization of the European Central Bank. Particular attention will be paid to the conditions of normalization relating to the support for creation of economic recovery in the euro area, the increase of inflation towards the inflation target, stimulation of dynamics of lending activity and the situation on the financial market. The following research methods will be used: the literature

studies, including domestic and foreign literature, case studies, cause and effect analysis, observation analysis as well as synthesis analysis.

Keywords: exit strategies, monetary policy normalization, unconventional monetary policy

### **Facteurs déterminant la politique monétaire de la Banque Centrale Européenne**

Suite à la mise en oeuvre par la Banque Centrale Européenne d'une politique monétaire non-traditionnelle, centrée principalement – au début de la crise financière – sur des opérations d'open market non-traditionnelles et – ensuite – sur la politique de *quantitative easing*, les principes de la stratégie de sortie (exit strategies) et de normalisation de la politique monétaire sont devenus l'objet de maints débats. Le concept du retour à une politique monétaire «traditionnelle» de la Banque Centrale Européenne (BCE) exigera que deux aspects suivants soient mis en place: l'augmentation du taux d'intérêts et la diminution de la taille du bilan de la banque centrale.

Il reste indiscutable que les stratégies de sortie de la BCE peuvent être mises en place uniquement après que le programme du rachat des actifs s'achève et que la situation des finances publiques des états de l'eurozone se stabilise. Il paraît alors que la politique monétaire de l'eurozone doit attendre d'ici à cette date. L'article a pour but d'identifier les principaux facteurs déterminant la normalisation de la politique monétaire de la BCE. De telles questions que les conditions de la normalisation relatives au soutien d'une relance économique proche dans l'eurozone, l'augmentation de l'inflation vers son objectif visé, la stimulation de la dynamique de crédit et de la situation sur le marché financier seront analysées de manière plus détaillée. Les méthodes de recherche suivants seront appliqués dans l'étude: l'analyse de la littérature polonaise et étrangère, l'étude de cas, l'analyse cause-effet, l'analyse d'observation et l'analyse de synthèse.

Mots-clés: stratégies de sortie, normalisation de la politique monétaire, politique monétaire non-traditionnelle

## **Детерминанты нормализации денежно-кредитной политики Европейского центрального банка**

В связи с применением Европейским центральным банком нестандартной денежно-кредитной политики, сконцентрированной в начале финансового кризиса в основном на экстраординарных операциях на открытом рынке, а позже на политике количественного смягчения, предметом интенсивных дискуссий стали стратегии выхода и нормализация денежно-кредитной политики. Концепция возврата ЕЦБ к "нормальной" денежно-кредитной политике потребует осуществления двух аспектов: повышения процентных ставок и уменьшения размера баланса центрального банка.

Тем не менее, не подлежит сомнению, что стратегии выхода ЕЦБ могут быть реализованы только после завершения программы покупки активов и стабилизации государственных финансов зоны евро. Кажется, что этого момента денежной политике еврозоны еще придется ждать. Основная цель исследования состоит в определении основных детерминантов нормализации денежно-кредитной политики Европейского центрального банка. Особое внимание уделяется условиям нормализации, относящимся к поддержке экономического восстановления в зоне евро, росту инфляции к целевому показателю инфляции, стимулированию динамики кредитной активности и ситуации на финансовом рынке. В исследовании использовались следующие методы: обзор отечественной и зарубежной литературы, метод кейсов, анализ причинно-следственных связей, анализ наблюдений и анализ синтеза.

Ключевые слова: стратегии выхода, нормализация денежно-кредитной политики, нетрадиционная денежно-кредитная политика