

Krystian Mucha*

Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie

NIESTANDARDOWA POLITYKA PIENIĘŻNA W KRAJACH NA ŚREDNIM POZIOMIE ROZWOJU – PRZYKŁAD TURCJI

STRESZCZENIE

Celem niniejszego artykułu jest przedstawienie niestandardowych rozwiązań przyjętych przez turecki bank centralny. W artykule opisano dwa nowatorskie elementy zmodyfikowanej strategii bezpośredniego celu inflacyjnego: mechanizm wyboru waluty rezerwowej (*reserve option mechanism*, ROM) oraz wykorzystanie korytarza stóp procentowych (*interest rate corridor*, IRC). Zaprezentowano argumenty przemawiające na korzyść przyjętych rozwiązań i na kilku przykładach pokazano ich wykorzystanie w polityce pieniężnej. Omówiono trudności związane z prowadzeniem polityki pieniężnej nakierowanej na osiągnięcie stabilności finansowej. Zaprezentowano podstawowe wskaźniki makroekonomiczne Turcji oraz komentarze i opinie formułowane przez instytucje międzynarodowe (przede wszystkim MFW) i ekonomistów z krajów rozwiniętych zarówno pod adresem sytuacji gospodarki tureckiej, jak i przyjętych rozwiązań niekonwencjonalnych.

Słowa kluczowe: niekonwencjonalna polityka pieniężna, strategia bezpośredniego celu inflacyjnego, mechanizm wyboru waluty rezerwowej, korytarz stóp procentowych, Turcja

* Adres e-mail: muchak@uek.krakow.pl

Wprowadzenie

W literaturze poświęconej ostatniemu kryzysowi zwraca się uwagę na fakt, że w kilku obszarach – stało się tak między innymi w polityce pieniężnej – kraje na średnim poziomie rozwoju zastosowały wiele tzw. rozwiązań niestandardowych. Niektóre z tych rozwiązań były wprowadzane w innych okolicznościach, niż miało to miejsce w krajach rozwiniętych (np. w krajach Ameryki Łacińskiej strategię bezpośredniego celu inflacyjnego (BCI) wzbogacono o narzędzia nieortodoksyjne, zanim podstawowe stopy procentowe zbliżyły się do poziomu zerowego), inne stanowiły oryginalne pomysły lokalnych banków centralnych, niejednokrotnie zmieniające sposób, w jaki postrzegana jest rola banku centralnego w gospodarce¹.

Zdaniem wielu komentatorów, uniezależnienie się od wzorców płynących z krajów rozwiniętych stanowi prawdziwe zerwanie z przeszłością, w której kraje rozwijające się kopiowały, nieraz pod naciskiem instytucji międzynarodowych oraz bez potrzebnego zaadaptowania do własnych potrzeb, rozwiązania instytucjonalne zaprojektowane w krajach rozwiniętych (oraz, co za tym idzie – z myślą o tych krajach)². Pojawiające się coraz liczniejsze opracowania dotyczące polityki pieniężnej w krajach rozwijających się sugerują, że poczynania tych krajów są zauważane, a ich znaczenie – mówiąc metaforycznie – na rynku idei wzrosło.

Celem artykułu jest zaprezentowanie, w formie studium przypadku, rozwiązań wprowadzonych przez Bank Turcji. Wykorzystano analizę zagranicznej literatury poświęconej poszczególnym elementom nowego reżimu polityki pieniężnej oraz dokumentów Banku Turcji. Krytyczne omówienie zmodyfikowanej strategii przeprowadzono w kontekście literatury teoretycznej poświęconej BCI.

¹ Na ten problem zwrócono szerszą uwagę w: K. Mucha, *Polityka monetarna w wybranych krajach Ameryki Łacińskiej stosujących strategię bezpośredniego celu inflacyjnego*, w: A. Wojtyła (red.), *Charakter ożywienia po kryzysie*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2014. Doświadczenia krajów stosujących BCI w czasie kryzysu i po jego zakończeniu są omówione szerzej w: A. Barajas i in., *Inflation Targeting in Latin America*, IDB Working Paper No. IDB-WP-473, 2014; T.B. Andersen i in., *Inflation Targeting, Flexible Exchange Rates and Macroeconomic Performance since the Great Recession*, CEPS Working Document No. 394, March 2014; R. Lavigne, *Inflation Targeting: The Recent International Experience*, „Bank of Canada Review”, Spring 2012.

² Na brak wycucia specyfiki krajów rozwijających się przy wprowadzaniu nowych rozwiązań instytucjonalnych zwracają uwagę m.in. krytycy tzw. *konsensusu waszyngtońskiego* czy polityki MFW (np. Stiglitz). Podobną argumentacją posługują się uzasadniający wprowadzone modyfikacje strategii BCI pracownicy lokalnych banków centralnych.

1. Nowe podejście do polityki pieniężnej – ogólne założenia i mechanizm transmisji

W przeciwieństwie do tradycyjnego rozumienia BCI, w stosowanym od listopada 2010 roku nowym podejściu (określanym jako *policy mix*) cel w postaci stabilności finansowej został *explicite* włączony do strategii BCI³. Schemat nowej strategii stanowi sam w sobie przedmiot pewnych kontrowersji⁴; najprostszą (i najczęściej przyjmowaną) wersję przedstawiono w tabeli 1.

Tabela 1. Instrumenty i cele nieortodoksyjnej polityki pieniężnej w Turcji

Instrumenty	Zmienne pośrednie	Cele
krótkoterminowa stopa procentowa (7-dniowa <i>repo</i>) korytarz stóp procentowych* zarządzanie płynnością wymagania dotyczące rezerw mechanizm wyboru waluty rezerwowej*	kredyt kurs walutowy	niska inflacja stabilność finansowa

* Gwiazdką oznaczono instrumenty, które zostaną szczegółowo omówione w następnym punkcie.

Źródło: opracowanie własne na podstawie A.H. Kara, *Monetary policy in Turkey after the global crisis*, TCMB Working Paper No. 12/17, 2012.

Potrzeba lepszej komunikacji podejmowanych działań skłoniła Bank Turcji do posługiwania się tzw. zmiennymi pośrednimi w postaci dynamiki kredytu i kursu walutowego. Zmienne te są bezpośrednio obserwowalne i dostępne w formie często

³ Cel został określony jako „stabilność finansowa bez zaniedbania stabilności cen” lub, precyzyjnie, „przeciwdziałanie negatywnym skutkom zmienności napływającego kapitału oraz poprawa struktury finansowania zewnętrznego” (zob. R. Eşkinat, *New monetary policy approach of the central bank of Turkish Republic against financial systemic risk*, 9th International ASECU Conference on „Systemic economic crisis: current issues and perspectives”, 2013). Poprawa struktury finansowania jest rozumiana przede wszystkim jako minimalizacja napływu kapitału krótkoterminowego. Prezentację obowiązującej przed kryzysem wersji strategii BCI można znaleźć m.in. w: E.M. Truman, *Inflation Targeting in the World Economy*, Institute for International Economics, Washington 2003 oraz G. Epstein, A.E. Yeldan, *Beyond Inflation Targeting. Assessing the Impacts and Policy Alternatives*, Edward Elgar Publishing, Cheltenham–Northampton 2009.

⁴ Niektórzy komentatorzy, wbrew konwencji przyjętej przez urzędników banku centralnego, kredyt i kurs walutowy określają wprost jako „kanały transmisji”. Akcelik i współautorzy określają je jako „kluczowe wskaźniki”, wymieniając oprócz przytoczonych dwóch dodatkowo oczekiwania (zob. Y. Akcelik i in., *Central banking in making during the post-crisis world and the Policy-Mix of the Central Bank of the Republic of Turkey*, MPRA Paper No. 46612, April 2013).

aktualizowanych danych, ponadto ich wpływ na oba cele polityki pieniężnej da się łatwo komunikować⁵. Po 2010 roku przedstawiciele Banku Turcji w sposób otwarty wypowiadają się na temat „niewłaściwego” poziomu kursu walutowego i podejmują odpowiednie reakcje. Ogłasza się ścieżkę dopuszczalnego wzrostu wolumenu kredytu, której celem jest zwiększenie stabilności finansowej poprzez ograniczenie popytu banków na finansowanie zewnętrzne i związane z tym zmniejszenie zmienności napływu kapitału.

W ortodoksyjnej wersji strategii BCI rozróżnienie kanałów transmisji polityki pieniężnej (np. kredytowego i kursu walutowego) ma charakter analityczny i służy pełniejszemu zrozumieniu mechanizmu wpływu banku centralnego na poziom cen; z praktycznego punktu widzenia ma jednak mniejsze znaczenie. Zgodnie z tzw. regułą Tinbergena próba osiągnięcia dwóch celów wymaga wykorzystania przynajmniej dwóch niezależnych instrumentów. Z tego względu Bank Turcji zwiększył ilość stosowanych instrumentów⁶, zaś ich wpływ na przyjęte cele jest opisywany z wykorzystaniem różnych kanałów transmisji:

- kanału popytowego (w którym ważną funkcję pełni wolumen kredytu; wpływa przede wszystkim na rozmiar luki popytowej i poziom inflacji w średnim okresie);
- kanału kosztowego (w którym główną funkcję pełni kurs walutowy);
- kanału niepewności (wpływającego na obie zmienne pośrednie i oba cele; wykorzystywanego np. przy modyfikowaniu korytarza stóp procentowych).

Jako słabość nowej strategii można wskazać to, że wymienione kanały transmisji nie wpływają wyłącznie na jeden z celów i są wykorzystywane przez więcej niż jeden instrument. Bank Turcji odpowiednią kombinacją wykorzystanych instrumentów stara się w praktyce neutralizować niechciane efekty, jednak brak przejrzystości strategii wiąże się z trudnościami w komunikowaniu podjętych

⁵ Zob. A.H. Kara, *Monetary policy in Turkey after the global crisis*, TCMB Working Paper No. 12/17, 2012.

⁶ Stosowane dodatkowo działania makroostrożnościowe (np. wymagania dotyczące rezerw) są traktowane jako narzędzia polityki pieniężnej. Jako powód przyjmowania dodatkowych instrumentów przywołuje się często nieskuteczność narzędzia podstawowego, szczególnie w warunkach niskich stóp procentowych. Goodhart pisze wręcz o „załamaniu się mnożnika jako przydatnej konstrukcji teoretycznej” (zob. C.A.E. Goodhart, *The potential instruments of monetary policy*, „TCMB Central Bank Review” 2013, vol. 13, May). Inflacja ani stopy procentowe nie spadły w Turcji na tyle nisko, by uzasadnić przyjęcie dodatkowych instrumentów.

działań. Poniżej zostaną omówione dwa podstawowe narzędzia: korytarz stóp procentowych i mechanizm wyboru waluty rezerwowej.

2. Korytarz stóp procentowych

W strategii BCI stopy procentowe banku centralnego są ustalane najczęściej w formie korytarza o określonej szerokości, w którym stopy depozytowa i kredytowa wyznaczają zakres wahań stóp na rynku pieniężnym, a przeciętny koszt finansowania banków utrzymuje się za pomocą odpowiednich operacji na poziomie zbliżonym do stopy podstawowej (referencyjnej). Poziom przeciętnego kosztu finansowania jest ustalany przez Radę Polityki Pieniężnej (RPP) i w okresie do kolejnego posiedzenia (najczęściej za miesiąc) pozostaje na stałym poziomie. Zmodyfikowana strategia turecka różni się od wersji „ortodoksyjnej” przynajmniej pod dwoma względami⁷:

Po pierwsze, korytarz stóp procentowych jest wykorzystywany aktywnie jako instrument polityki: jego szerokość może zostać zmieniona poprzez dowolną (niekoniecznie symetryczną) modyfikację stóp dyskontowej i kredytowej. Zmiana szerokości korytarza umożliwia elastyczniejszą reakcję na zmiany napływu kapitału oraz, poprzez kanał niepewności, umożliwia wpływanie na wolumen kredytu. Poszerzenie korytarza oznacza prowadzenie bardziej restrykcyjnej polityki.

Po drugie, nowa strategia nie wymaga utrzymywania stóp rynku pieniężnego na poziomie określonym przez stopy banku centralnego. Stopa *overnight* może być modyfikowana przez zmianę liczby funduszy dostępnych na cotygodniowych aukcjach *repo*, w szczególności może w dłuższym okresie kształtować się na poziomie znacznie odbiegającym od stopy ustalonej przez RPP⁸.

Korytarz stóp procentowy może zatem być wykorzystywany do wpływania na obie zmienne pośrednie:

1. Wielkość kredytu jest określana przez ustalanie krańcowego kosztu kredytu (przez wpływ na wysokość stóp procentowy wewnątrz korytarza) oraz przez niepewność dotyczącą kosztu kredytu (poprzez określenie zakresu zmienności stóp procentowych).

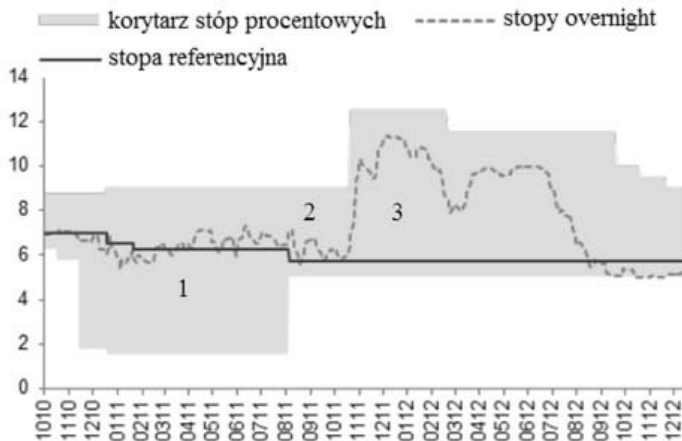
⁷ K. Alper i in., *Alternative tools to manage capital flow volatility*, TCMB Working Paper No. 13/31, 2013.

⁸ Kara określa zmienność krótkoterminowych stóp procentowych rynku pieniężnego jako dodatkowy instrument polityki pieniężnej. Zob. A.H. Kara, *Monetary policy in Turkey...*

2. Wahania kursu walutowego mogą być minimalizowane przez poszerzenie korytarza stóp procentowych i odpowiednio częste modyfikowane w celu zmniejszenia zmienności napływającego kapitału.

Goodhart⁹ zwraca uwagę na jeszcze jedno możliwe zastosowanie korytarza stóp procentowych. W warunkach niskich nominalnych stóp procentowych bank centralny może zmodyfikować, utrzymując podstawową stopę na niezmiennym poziomie, pozostałe stopy (depozytową i kredytową), uzyskując efekt ekspansywny lub restrykcyjny. Korytarz można wykorzystać w podobny sposób w sytuacji, gdy zmiana stopy podstawowej wywołałaby niechciany wpływ na napływ kapitału krótkoterminowego.

Rysunek 1 Wykorzystanie korytarza stóp procentowych w Turcji



Źródło: *Alternative tools to manage capital flow volatility*, TCMB Working Paper No. 13/31, 2013.

Na rysunku 1 przedstawiono trzy przykładowe sytuacje, w których Bank Turcji wykorzystał możliwość modyfikacji korytarza stóp procentowych w prowadzonej polityce pieniężnej¹⁰:

1. W okresie listopad 2010 – sierpień 2011 na skutek prowadzonych w krajach rozwiniętych programów luzowania ilościowego w gospodarce turec-

⁹ C.A.E. Goodhart, *The potential instruments...*

¹⁰ Zob. K. Alper i in., *Alternative tools...*; A.H. Kara, *Monetary policy in Turkey...*; E. Başçı, *Monetary policy of the Central Bank of Turkey after Global Financial Crisis*, „Insight Turkey” 2012, vol. 14, nr 2.

kiej zanotowano silny wzrost napływu krótkoterminowego kapitału, presję na aprecjację i wzrost deficytu na rachunku obrotów bieżących. Poszerzenie korytarza (poprzez obniżenie stopy depozytowej) zwiększyło wahania stóp *overnight*, zniechęcając do inwestycji krótkoterminowych i hamując aprecjację. Równoczesne podniesienie wymaganego poziomu rezerw zahamowało wzrost kredytu (kanał popytowy). Banki zwiększyły udział walut zagranicznych w rezerwach.

2. Okres sierpień 2011 – październik 2011 był naznaczony globalnym wzrostem awersji do ryzyka związanym z nasileniem się kryzysu w strefie euro. Reakcją na odpływ kapitału z Turcji było zmniejszenie ryzyka związanego z poziomem stóp procentowych poprzez zwężenie korytarza stóp procentowych. Równocześnie, w celu złagodzenia negatywnego szoku zewnętrznego, obniżono stopę referencyjną. Wciąż szybki wzrost wolumenu kredytu spowodował, że wymagania dotyczące rezerw utrzymano na wysokim poziomie.
3. Okres po październiku 2011 został zdominowany niekorzystnymi danymi dotyczącymi rosnącego poziomu inflacji. Zacieśniono politykę, wykorzystując poszerzenie korytarza stóp procentowych poprzez podniesienie stopy kredytowej (co miało na celu wpłynięcie na oczekiwania inflacyjne) i zmniejszenie ilości środków dostępnych na cotygodniowych aukcjach *repo*. Jednocześnie, w celu uniknięcia zbyt dużego spadku płynności, poluzowano wymagania dotyczące poziomu rezerw.

Obecność korytarza stóp procentowych sprawia, że bankowi centralnemu łatwiej jest sterylizować skutki drugiego z nowych narzędzi – mechanizmu wyboru waluty rezerwowej.

3. Mechanizm wyboru waluty rezerwowej

Możliwość utrzymywania rezerw w walutach zagranicznych (*reserve option mechanism*, ROM) wprowadzano stopniowo od września 2011 roku – początkowo banki mogły w ten sposób trzymać 10% rezerw, obecnie do 60%¹¹. W maju 2012 roku wprowadzono współczynniki ROC (*reserve option coefficient*) określa-

¹¹ TCMB, *Financial stability report*, Central Bank of the Republic of Turkey, November 2012.

jące, ile razy więcej rezerw dany bank musi utrzymywać, jeżeli zdecyduje się na wybór waluty zagranicznej lub złota zamiast krajowej.

Przyczyną wprowadzenia ROM była chęć zmniejszenia wahań kursowych oraz zastąpienia (uzupełnienia) interwencji na rynku walutowym mechanizmem o bardziej „rynkowym” charakterze. Z tego względu, choć ROM może być wykorzystywany jako narzędzie aktywnej polityki, najciekawsze wydają się jego własności jako automatycznego stabilizatora kursu walutowego.

Podjmując decyzję dotyczącą tego, w której walucie ulokować rezerwy, bank bierze pod uwagę dwa czynniki: względny koszt pozyskania finansowania w walucie krajowej i zagranicznej oraz ROC¹². Okresowi napływu kapitału do Turcji towarzyszy przeważnie relatywne obniżenie kosztów finansowania w walucie zagranicznej oraz zwiększenie jego dostępności. Graniczna wartość ROC wzrośnie, co spowoduje, że maksymalizujący swój zysk bank ulokuje większą część rezerw w walucie zagranicznej. Zwiększenie stopnia wykorzystania ROM oznacza, że napływający kapitał zostaje uwięziony w rezerwach banków i nie wpływa na rynek krajowy. Ograniczenie presji aprecjacyjnej odbywa się zatem analogicznie do sterylizowanych interwencji walutowych, z tym że w przypadku ROM bank centralny nie musi podejmować działań. Koszty ewentualnej interwencji na rynku walutowym będą w tym przypadku niższe. Okresowi odpływu kapitału z Turcji towarzyszy spadek dostępności finansowania w walucie obcej połączone ze wzrostem jego kosztu. Spadek stopnia wykorzystania ROM oznacza uwolnienie części środków trzymanych w walucie zagranicznej, co ogranicza presję na deprecjację liry tureckiej.

ROM może stać się automatycznym stabilizatorem w sytuacji, gdy banki nie wykorzystują w pełni możliwości utrzymywania rezerw w walutach rezerwowych (wówczas nie mogłyby akumulować napływającego kapitału), ale stopień wykorzystania mechanizmu jest większy od zera (wówczas w przypadku odpływu kapitału banki nie mogłyby pozbywać się walut zagranicznych). Bank centralny uzyskuje pożądaną udział walut zagranicznych w rezerwach, uzależniając ROC od stopnia

¹² Na przykład jeżeli $ROC = 1$, a koszt pozyskania finansowania w walucie zagranicznej jest niższy niż w krajowej, banki będą utrzymywać maksymalną część (60%) rezerw w walutach zagranicznych. Im wyższy ROC, tym większa musi być różnica w koszcie pozyskania finansowania (na korzyść zagranicy), by bank wybrał walutę zagraniczną. Im wyższa różnica w koszcie finansowania, tym wyższy ROC nie będzie zniechęcał przed lokowaniem rezerw w walucie zagranicznej. Graniczna wartość ROC (wartość ROC, przy której wybór waluty krajowej jest tak samo korzystny jak wybór waluty zagranicznej) uzależniona jest zatem od relatywnego kosztu finansowania w obu walutach (zob. K. Alper i in., *Reserve Options Mechanism*, TCMB Economic Notes, 22 October 2012).

wykorzystania mechanizmu. Podsumowując omówienie ROM, Alper i współautorzy¹³ stwierdzają, że:

- ROM może skuteczniej niż interwencje walutowe neutralizować wpływ napływu kapitału na rynek krajowy;
- ROM może być narzędziem bardziej efektywnym ekonomicznie niż z natury uznaniowe i dotyczące wszystkie podmioty interwencje banku centralnego;
- ROM nie stanowi wyzwania pod adresem komunikowania, łatwiej jest go uzasadnić. Prawdopodobieństwo, że spowoduje atak spekulacyjny, jest niższe niż w przypadku otwartych interwencji banku centralnego.

Celem ROM nie jest zastąpienie interwencji banku centralnego na rynku walutowym, lecz ich uzupełnienie. Można wskazać dwa powody podejścia komplementarnego:

- w sytuacjach krytycznych zdolność ROM do sygnalizowania przyjętego stanowiska może być słabsza niż w przypadku działań dyskrecyjnych;
- zdolności ROM do zarządzania płynnością mogą nie zmieniać się wystarczająco szybko.

4. Ocena tureckiej *policy mix*

Oceny elementów nowej strategii, dokonane przede wszystkim przez tureckich ekonomistów, są w przeważającej mierze pozytywne. Na korzystne efekty zastosowanych rozwiązań zwracają uwagę przywoływani już Alper i współautorzy¹⁴. Oduncu i współautorzy¹⁵ wykorzystują dwa modele badające zachowanie kursu walutowego po wprowadzeniu ROM. Autorzy ci dochodzą do wniosku, że zmienność kursu liry zmniejszyła się, przy czym jako statystycznie istotny czynnik mający wpływ na tę stabilizację można wskazać, poza ROM, tzw. dodatkowe zacieśnienie pieniężne polegające na ograniczeniu funduszy dostępnych na aukcjach przeprowadzanych na otwartym rynku. Podobnie pozytywną ocenę nowej strategii formułują Değerli i Fendonglü¹⁶. Wykorzystując dodatkowo dane dotyczące kształtowania się oczeki-

¹³ K. Alper i in., *Alternative tools...*

¹⁴ Tamże.

¹⁵ A. Oduncu i in., *Reserve Options and FX Volatility*, CBRT Working Papers No. 13/03, 2013.

¹⁶ A. Değerli, S. Fendonglü, *Reserve option mechanism as a stabilizing policy tool: evidence from exchange rate expectations*, TCMB Working Paper No. 13/28, 2013.

wanych zmian kursu walutowego, autorzy ci dochodzą do wniosku, że wprowadzenie ROM, po pierwsze, ograniczyło oczekiwaną zmienność liry tureckiej (względem dolara) w porównaniu z walutami innych krajów rozwijających się; po drugie, oczekiwania względem kursu liry do dolara cechowały się mniejszą zmiennością, asymetrią i kurtozą; po trzecie, wyższemu stopniowi wykorzystania ROM towarzyszył mocniejszy wpływ mechanizmu na oczekiwania, oraz, po czwarte, ROM funkcjonował jako automatyczny stabilizator.

Mniej jednoznaczne są opinie formułowane pod adresem *policy mix* koncentrujące się na ogólnych wynikach osiągniętych przez gospodarkę turecką. Oceny formułowane przez tureckich ekonomistów, przynajmniej do 2012 roku, były na ogół korzystne – np. Kara¹⁷ zwraca uwagę na stabilizację kursu walutowego (na tle innych krajów rozwiniętych) oraz ograniczenie tempa przyrostu wolumenu kredytu. Po okresie szybkiego tempa wzrostu w latach 2010–2011, któremu towarzyszył znaczny wzrost deficytu na rachunku obrotów bieżących, zacieśnienie polityki pieniężnej przyczyniło się do gwałtownego obniżenia tempa wzrostu PKB i inflacji w 2012 roku, podczas gdy ograniczenie importu przy udanym przekierowaniu eksportu na rynki pozaeuropejskie wpłynęło na poprawę bilansu obrotów bieżących. Zmniejszenie nierównowag zostało docenione przez agencje ratingowe podniesieniem oceny.

Tabela 2. Podstawowe wskaźniki makroekonomiczne Turcji

Wskaźniki	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014*
Realny PKB (zmiana)	0,7	-4,8	9,2	8,8	2,2	3,8	3,5
CPI	10,1	6,5	5,4	10,4	6,2	7,7	6,5
Stopa bezrobocia	11,0	14,0	11,9	9,8	9,2	9,4	9,5
Realny dług publiczny brutto (definicja UE, % PKB)	40,0	46,1	42,3	39,1	36,2	35,4	34,4
Bilans obrotów bieżących (% PKB)	-5,5	-2,0	-6,2	-9,7	-6,2	-7,4	-7,2
Krótkoterminowe zadłużenie zagraniczne (% PKB)	13,7	15,5	16,1	16,0	18,4	21,5	21,8
BIZ (netto, % PKB)	2,4	1,2	1,0	1,8	1,1	0,8	1,4

* Wartości za rok 2014 są szacunkami MFW.

Źródło: MFW.

¹⁷ A.H. Kara, *Monetary policy in Turkey...*

Najnowsze dane sugerują, że poprawa sytuacji miała w znacznej mierze charakter cykliczny (i nie związany z prowadzoną polityką pieniężną), a od 2013 roku nierównowagi z powrotem zaczęły się powiększać. Choć na wysoki stopień uzależnienia gospodarki od finansowania zagranicznego komentatorzy zwracają uwagę już od wielu lat, szczególnie niekorzystnie przedstawia się struktura napływającego kapitału – niski udział bezpośrednich inwestycji zagranicznych przy wysokim (i rosnącym) udziale kapitału krótkoterminowego. Wzrost deficytu na rachunku obrotów bieżących jest oceniany negatywnie, mimo że dokładna analiza jest utrudniona przez trudności z szacowaniem potencjalnego PKB¹⁸. Przez dłuższy okres poprzedzający podwyżkę stóp procentowych ze stycznia 2014 realne stopy procentowe pozostawały ujemne, co trudno wyjaśnić zarówno w perspektywie inflacji oscylującej wokół górnej granicy pasma (najczęściej ponad tą granicą), jak i innych nierównowag w gospodarce.

Dyskusję poświęconą nieortodoksyjnej strategii Banku Turcji dobrze podsumowuje ocena dokonana przez zespół ekspertów MFW¹⁹. Przyznając, że strategia słusznie uznawana jest za innowacyjną, wymieniają kilka jej podstawowych wad:

1. Niewystarczające skoncentrowanie się na celu w postaci inflacji (w okresie od 2010 roku inflację udało się obniżyć poniżej celu jedynie w trzech miesiącach. Choć inflacja po 2004 roku osiągnęła najniższe poziomy notowane od lat 60., nigdy nie udało się trwale sprowadzić jej do poziomu poniżej 6%. Jako przyczyny „niedokończonej dezinflacji” można wymienić: a) brak poparcia politycznego; b) niewystarczająco ambitne oczekiwania formułowane pod adresem polityki pieniężnej przez władze banku centralnego; c) zbyt mocne skupienie uwagi na stabilności finansowej; d) czynniki losowe, np. chwilowe obniżenia poziomu inflacji sprzyjające skierowaniu instrumentów na cel w postaci stabilności finansowej).
2. Utrudnioną komunikację podejmowanych działań (mnogość stosowanych narzędzi sprawiała, że dla uczestników rynku nie było jasne, jaką pozycję bank centralny przyjmuje, np. władze banku kilkakrotnie musiały tłuma-

¹⁸ Potencjał jest szacowany na 4–4,5%. Jak zauważają eksperci MFW (*Turkey. 2013 Article IV Consultation*, IMF Country Report No. 13/363, 2013), wartość ta niewiele mówi o gospodarce tureckiej, gdyż w okresie 1998–2012 PKB rzadko kształtował się na poziomie zbliżonym do 4% – spadał lub rósł w tempie przewyższającym 6% w ponad 70% obserwacji. Tempo wzrostu PKB nie wywołujące pogorszenia deficytu bieżącego, jest szacowane na 2,75–3,15%.

¹⁹ *Turkey. 2013 Article IV Consultation...*

czyć, na którą z licznych stóp procentowych wewnątrz korytarza należy zwracać szczególną uwagę)²⁰.

Oslabienie mechanizmu transmisji polityki pieniężnej (umożliwienie częstszych zmian stóp procentowych osłabiło efekt sygnałny polityki pieniężnej i, co za tym idzie – zakotwiczenie oczekiwań, w szczególności odnośnie do dłuższego okresu).

3. Nie udało się osiągnąć założonych celów (wzrost kredytu utrzymuje się na wysokim poziomie, zadłużenie gospodarstw domowych wzrosło, nie udało się ograniczyć przepływu kapitału).
4. Wprowadzone narzędzia niestandardowe nie zawsze działały zgodnie z założeniami (ROM funkcjonował jako automatyczny stabilizator w okresach silnego napływu kapitału; kiedy ten osłabł w połowie 2013 roku, skuteczność ROM zmniejszyła się, a Bank Turcji musiał wznowić interwencje na rynku walutowym).

Przytoczone powyżej argumenty skłaniają MFW²¹ do sformułowania wniosku, że Turcja powinna wrócić do bardziej ortodoksyjnej strategii BCI z węższym korytarzem stóp procentowych, stałym dostarczaniem płynności po koszcie określanym przez stopę referencyjną i poziomem inflacji jako celem podstawowym.

Podsumowanie

W reakcji na doświadczenia kryzysu władze Turcji zdecydowały się na poszerzenie stosowanej strategii BCI o nowatorskie narzędzia i uwzględnienie stabilności finansowej jako niezależnego celu polityki pieniężnej. Powstała w ten sposób *policy mix* stała się przedmiotem zainteresowania szerokiego grona ekonomistów.

Przedstawiona w poprzednim punkcie próba oceny nowej strategii nie będzie pełna bez kilku bardziej ogólnych uwag, które nie pojawiły się w omawianych pracach, a od których uwzględnienia w dużej mierze zależy to, czy któreś z elementów

²⁰ Dobrym przykładem jest przedstawiona na rysunku 4 podwyżka stóp procentowych. Była motywowana odpływem kapitału i presją na kurs walutowy. Ze względu na to, że równocześnie z podniesieniem stóp procentowych (np. stopy repo z poziomu 4,5% do 10%) bank centralny zapowiedział zmianę stopy wykorzystywanej jako główne źródło dostarczania płynności (z *average funding rate* na *one-week repo*), efektywna podwyżka stóp procentowych wyniosła nieco powyżej 2,5 punktu procentowego.

²¹ Tamże.

zostaną przyjęte przez inne banki centralne. Uwaga pierwsza odnosi się do stosowanych w opisie strategii „zmiennych pośrednich” (kursu walutowego i kredytu), które są traktowane *de facto* jako cele pośrednie, choć urzędnicy tureckiego banku centralnego unikają tego określenia. Jeżeli taka interpretacja byłaby prawdziwa, przejście na nową strategię oznaczałoby cofnięcie się w myśleniu o polityce pieniężnej z koncepcji celu bezpośredniego do klasycznej triady celów²². Nie jest jasne, po pierwsze, czy takie cofnięcie się jest pożądane w świetle doświadczeń, które zmusiły banki centralne do przyjęcia celów bezpośrednich, oraz, po drugie, jak w takim układzie miałyby funkcjonować cel nadrzędny w postaci poziomu inflacji oraz, w szczególności, czy miałyby sens określanie tej strategii mianem BCI²³.

Uwaga druga odnosi się do mniejszej funkcji, jaką w nowej strategii pełni podstawowa stopa procentowa banku centralnego (np. stopa referencyjna). Aktywne wykorzystanie korytarza stóp procentowych oraz narzędzi dostarczania płynności oznacza, że przeciętne oprocentowanie transakcji na rynku pieniężnym może w sposób trwały odbiegać od (ustalanej raz w miesiącu przez RPP) stopy referencyjnej. Może to w praktyce oznaczać zmniejszenie wpływu Rady Polityki Pieniężnej na prowadzoną przez bank centralny politykę, co oznaczałoby ograniczenie demokratycznej kontroli i przejrzystości polityki pieniężnej.

Literatura

Akcelik Y., Aysan A.F., Oduncu A., *Central banking in making during the post-crisis world and the Policy-Mix of the Central Bank of the Republic of Turkey*, MPRA Paper No. 46612, April 2013.

Alper K., Kara H., Yörükoğlu M., *Reserve Options Mechanism*, TCMB Economic Notes, 22 October 2012.

²² Zob. F. Mishkin, *Monetary policy strategy*, MIT Press, Cambridge MA 2009.

²³ Pewną wskazówką może być fakt, że władze Banku Turcji określają stosowaną przez siebie strategię jako „spójną z koncepcją elastycznej strategii BCI, która również próbuje znaleźć równowagę między kilkoma celami”. Warto zauważyć, że to rozumienie strategii różni się od przyjętego w literaturze, gdzie stabilność cen (inflacji) pozostaje celem nadrzędnym (np. B.S. Bernanke i in., *Inflation targeting. Lessons from the international experience*, Princeton 1999; E.M. Truman, *Inflation Targeting...*; G. Epstein, A.E. Yeldan, *Beyond Inflation Targeting...*). Być może władze Banku Turcji interpretują nową strategię jako próbę nazwania wprost tego, co jest prawdziwą funkcją banków centralnych stosujących elastyczną wersję BCI. Przy takiej interpretacji przyjęcie nowej strategii oznaczałoby, przynajmniej w tym wymiarze, wzrost przejrzystości polityki pieniężnej.

- Alper K., Kara H., Yörükoğlu M., *Alternative tools to manage capital flow volatility*, TCMB Working Paper No. 13/31, 2013.
- Andersen T.B., Malchow-Moller N., Nordvig J., *Inflation Targeting, Flexible Exchange Rates and Macroeconomic Performance since the Great Recession*, CEPS Working Document No. 394, March 2014.
- Başçı E., *Monetary policy of the Central Bank of Turkey after Global Financial Crisis*, „Insight Turkey” 2012, vol. 14, nr 2.
- Barajas A., Steiner R., Villar L., Pabón C., *Inflation Targeting in Latin America*, IDB Working Paper No. IDB-WP-473, 2014.
- Bernanke B.S., Laubach T., Mishkin F.S., Posen A.S., *Inflation targeting. Lessons from the international experience*, Princeton 1999.
- Değerli A., Fendonğu S., *Reserve option mechanism as a stabilizing policy tool: evidence from exchange rate expectations*, TCMB Working Paper No. 13/28, 2013.
- Epstein G., Yeldan A.E., *Beyond Inflation Targeting. Assessing the Impacts and Policy Alternatives*, Edward Elgar Publishing, Cheltenham–Northampton 2009.
- Eşkinat R., *New monetary policy approach of the central bank of Turkish Republic against financial systemic risk*, 9th International ASECU Conference on „Systemic economic crisis: current issues and perspectives”, 2013.
- Goodhart C.A.E., *The potential instruments of monetary policy*, „TCMB Central Bank Review” 2013, vol. 13, May.
- Kara A.H., *Monetary policy in Turkey after the global crisis*, TCMB Working Paper No. 12/17, 2012.
- Lavigne R., *Inflation Targeting: The Recent International Experience*, „Bank of Canada Review”, Spring 2012.
- Mishkin F., *Monetary policy strategy*, MIT Press, Cambridge MA 2009.
- Mucha K., *Polityka monetarna w wybranych krajach Ameryki Łacińskiej stosujących strategię bezpośredniego celu inflacyjnego*, w: A. Wojtyna (red.), *Charakter ożywienia po kryzysie*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa, 2014.
- Oduncu A., Akçelik Y. Ermişoğlu E., *Reserve Options and FX Volatility*, CBRT Working Papers No. 13/03, 2013.
- Financial stability report*, Central Bank of the Republic of Turkey, TCMB, November 2012.
- Truman E.M., *Inflation Targeting in the World Economy*, Institute for International Economics, Washington 2003.
- Turkey. 2013 Article IV Consultation*, IMF Country Report No. 13/363, 2013.

UNCONVENTIONAL MONETARY POLICY IN THE DEVELOPING COUNTRIES – THE CASE OF TURKEY

Abstract

The aim of the paper is the presentation of unconventional measures taken by the Central Bank of Turkey. Two novel elements of the modified inflation targeting strategy are described: reserve option mechanism and interest rate corridor. Arguments for the new instruments as well as a few examples of their implementation in the conduct of monetary policy are presented. The article describes the difficulties concerning the implementation of the monetary policy with financial stability as an objective. Basic macroeconomic indicators of Turkey as well as the opinions of international institutions (mainly the International Monetary Fund) and economists concerning the Turkish economy and the implemented unconventional measures are presented.

Translated by Krystian Mucha

Keywords: unconventional monetary policy, inflation targeting, reserve option mechanism, interest rate corridor, Turkey

JEL Code: E52, O23

