

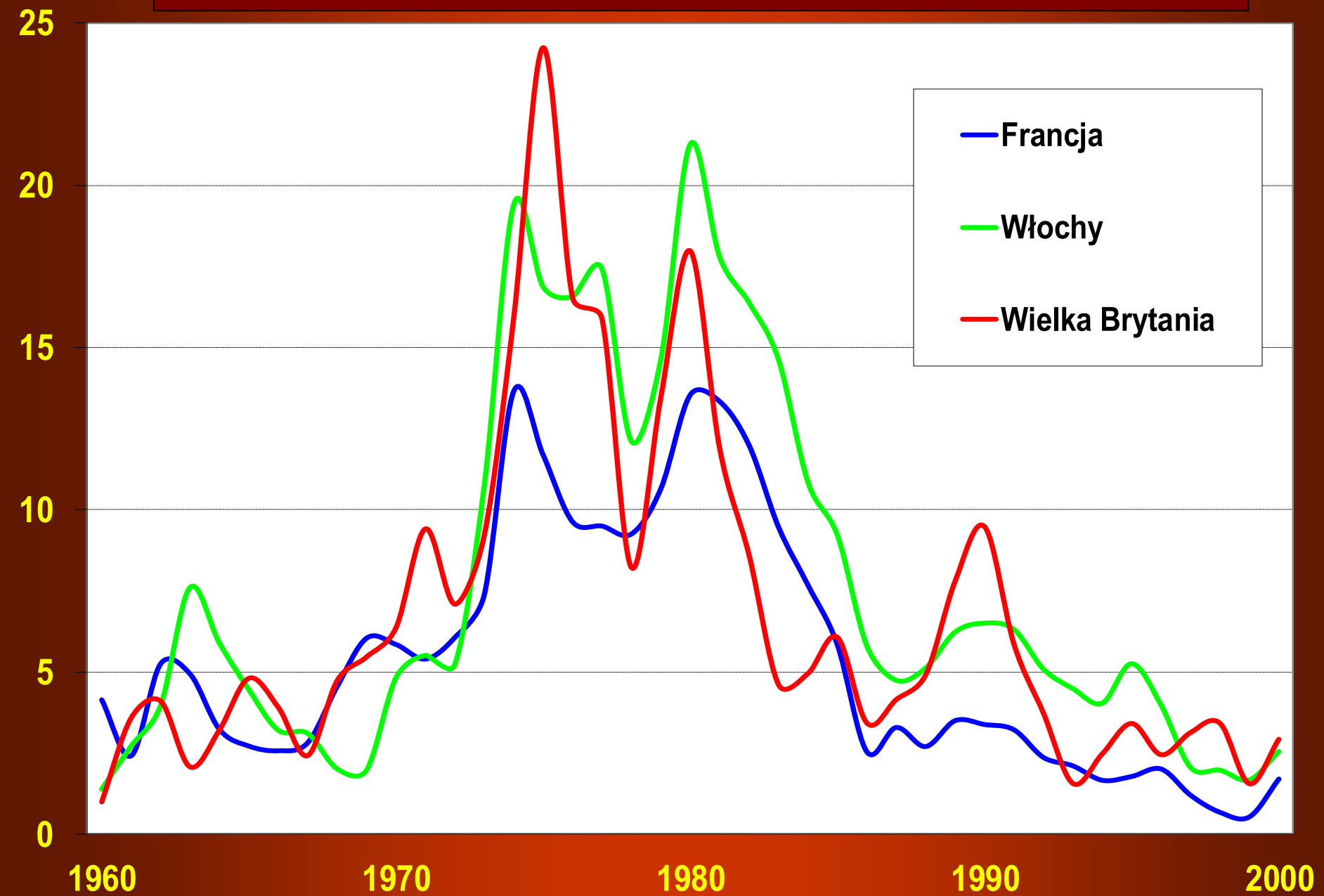
Part II:

Ewolucja polityki pieniężnej

3. Kryzys Europejskiego Systemu Walutowego (który przyspieszył wprowadzenie euro)

- **1969: publikacja Planu Wenera**
- **Początek lat 70.: „wąż w tunelu”**
- **Wielka Inflacja lat 70. udaremniła stworzenie systemu kursów stałych w Europie.**

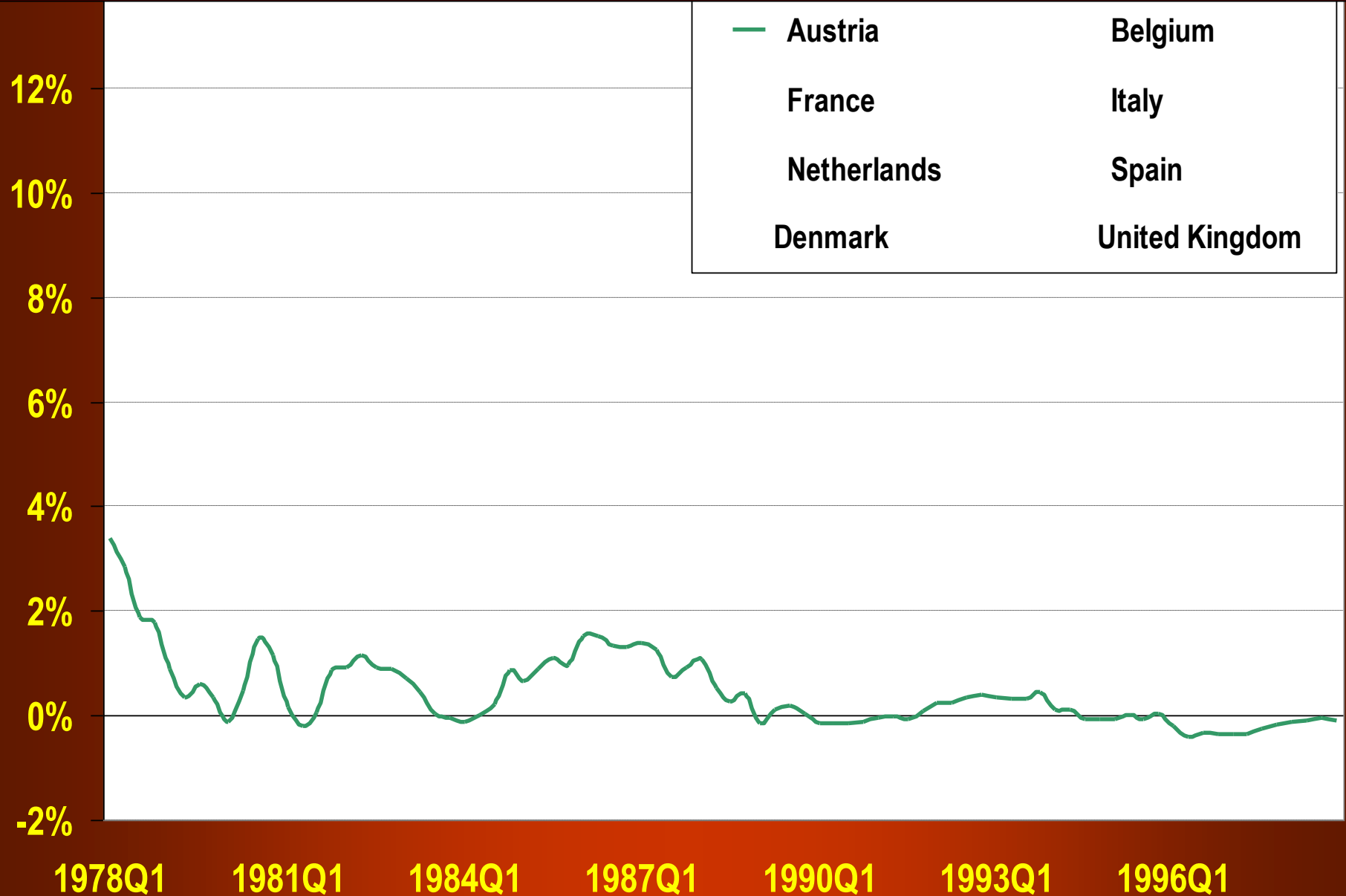
Inflacja



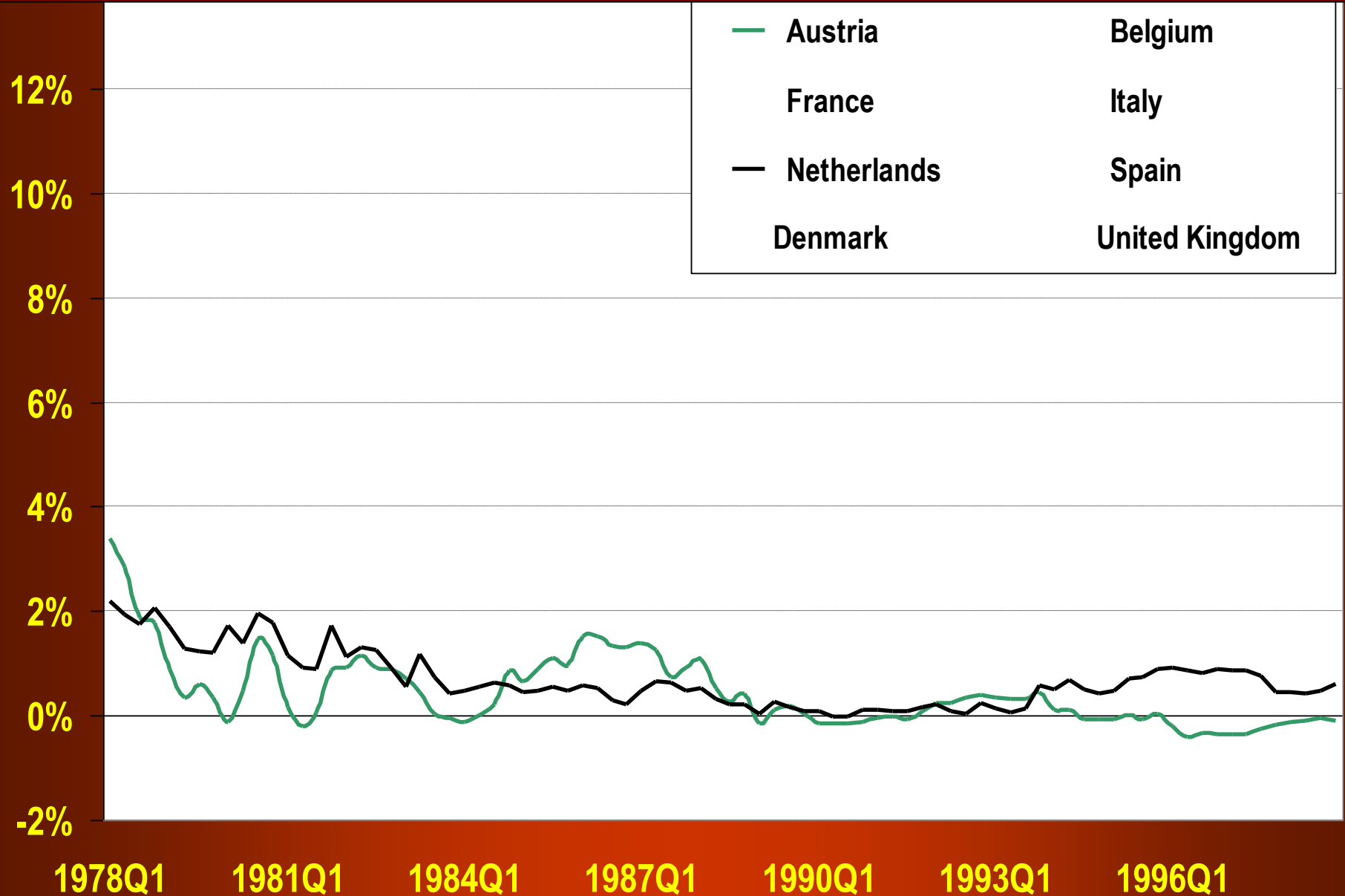
- **Dopiero początkowe sukcesy dezinflacji końcowych lat 70. skłoniły UE do powrotu do planu stworzenia systemu kursów stałych, którego powstanie miało poprzedzić wprowadzenie wspólnej waluty.**
- **W 1978 r. zdecydowano o utworzeniu Europejskiego Systemu Walutowego (EMS).**

- **Oczekiwania przyszłego spadku inflacji odzwierciedlał spadek wysokości długoterminowych stóp procentowych.**
- **Z biegiem czasu sprzyjała temu coraz silnie „gra w konwergencję” na rynku obligacji skarbowych.**

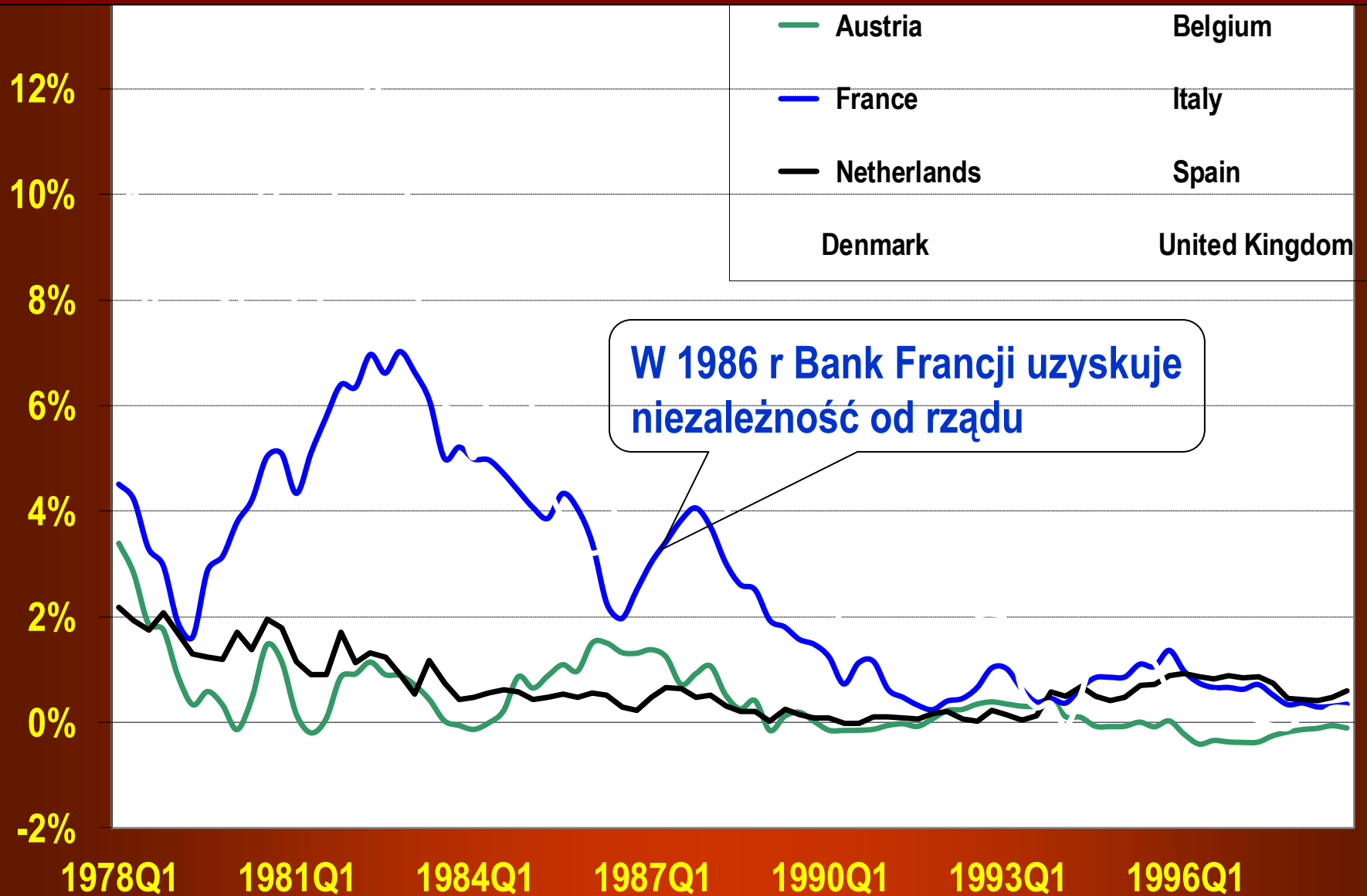
Spready w stosunku do niemieckich Bundów



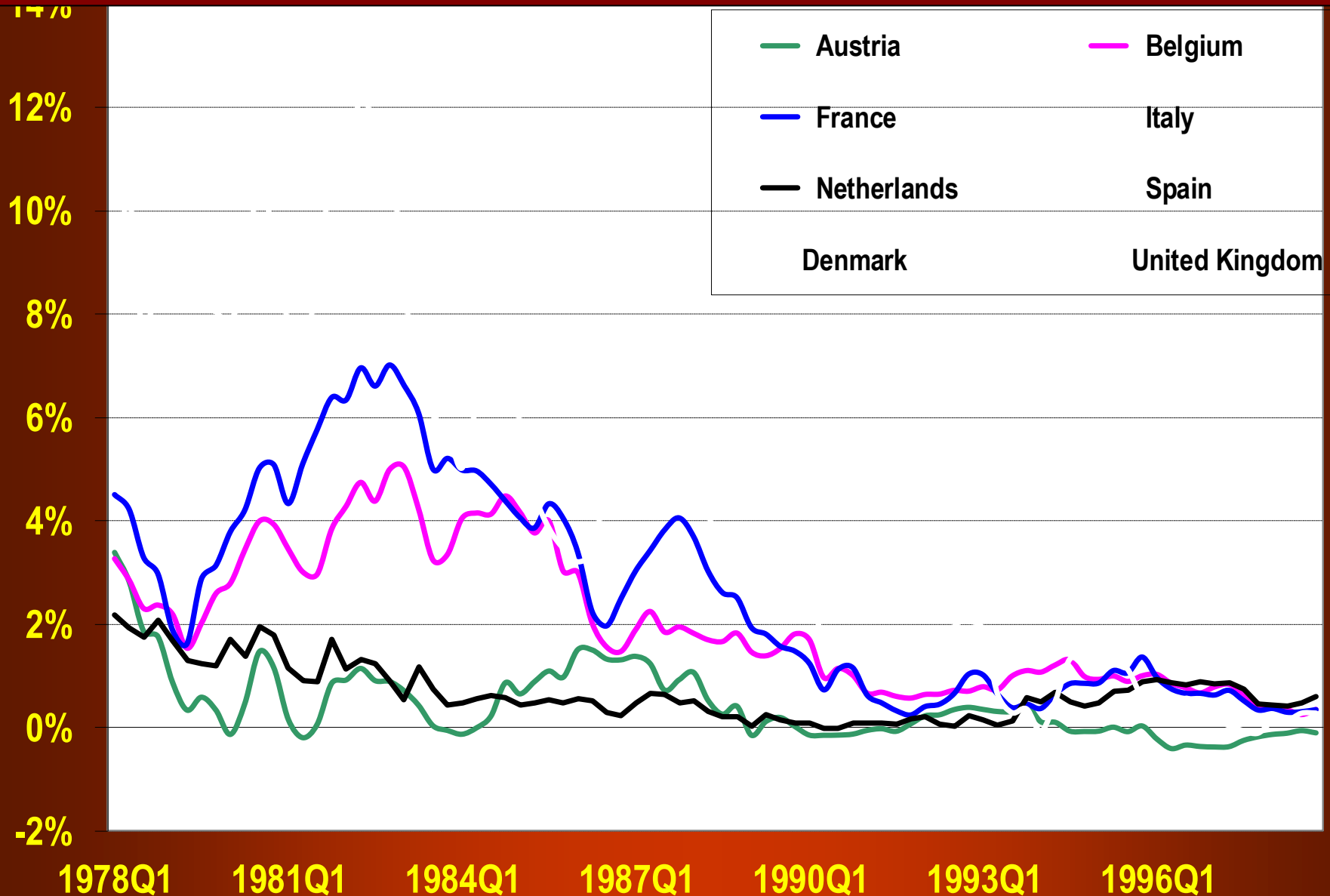
Spready w stosunku do niemieckich Bundów



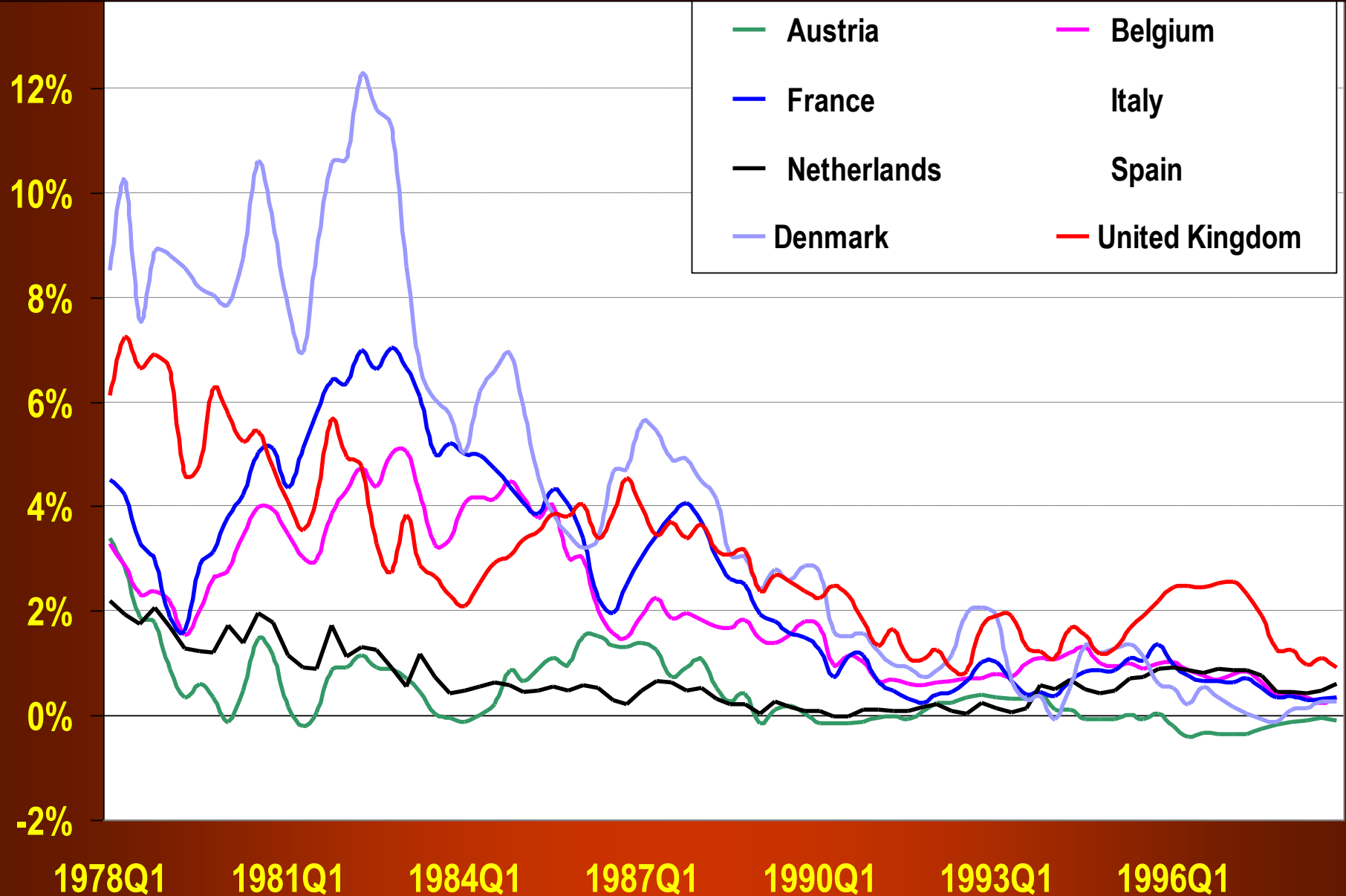
Spready w stosunku do niemieckich Bundów



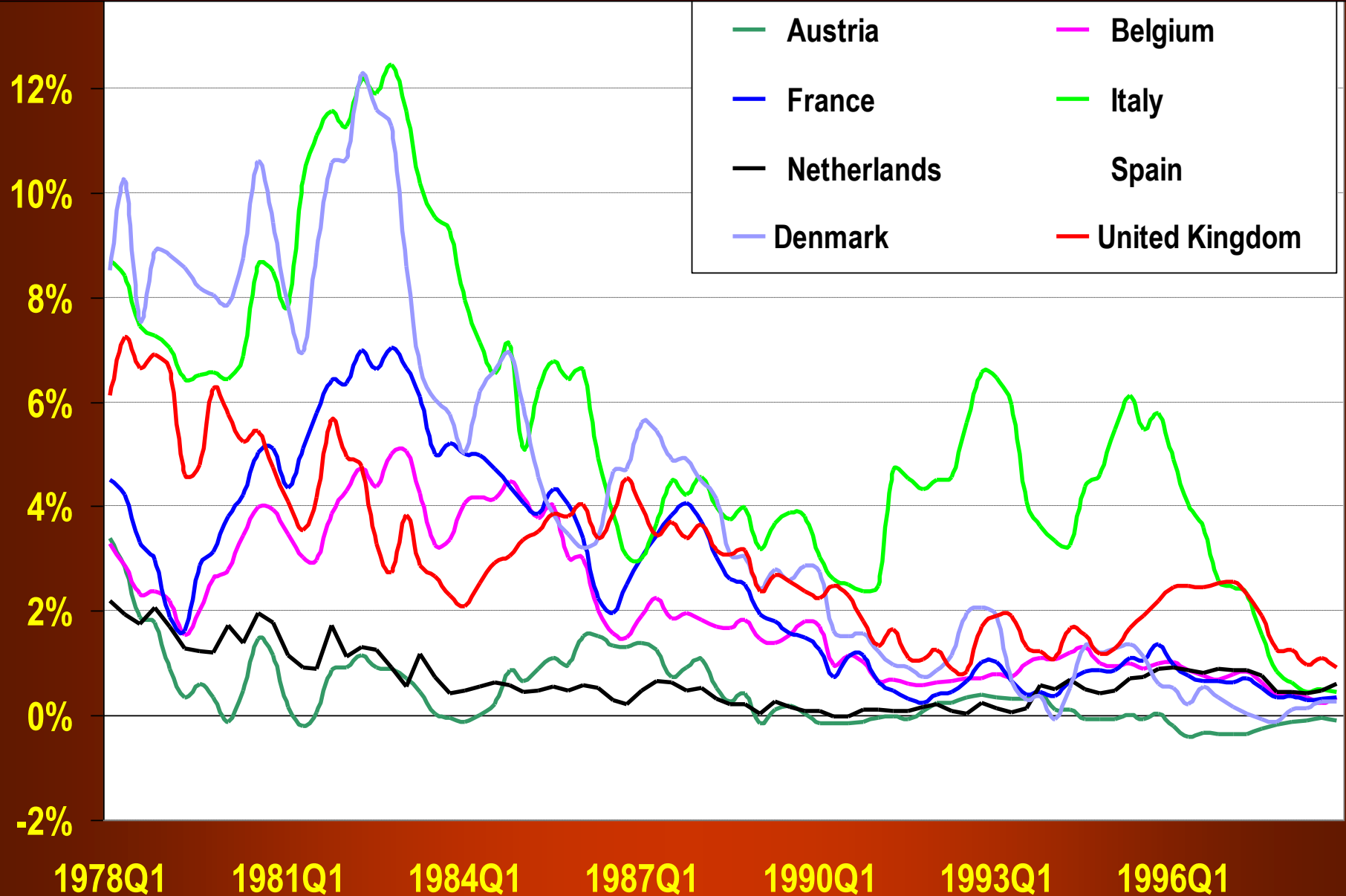
Spready w stosunku do niemieckich Bundów



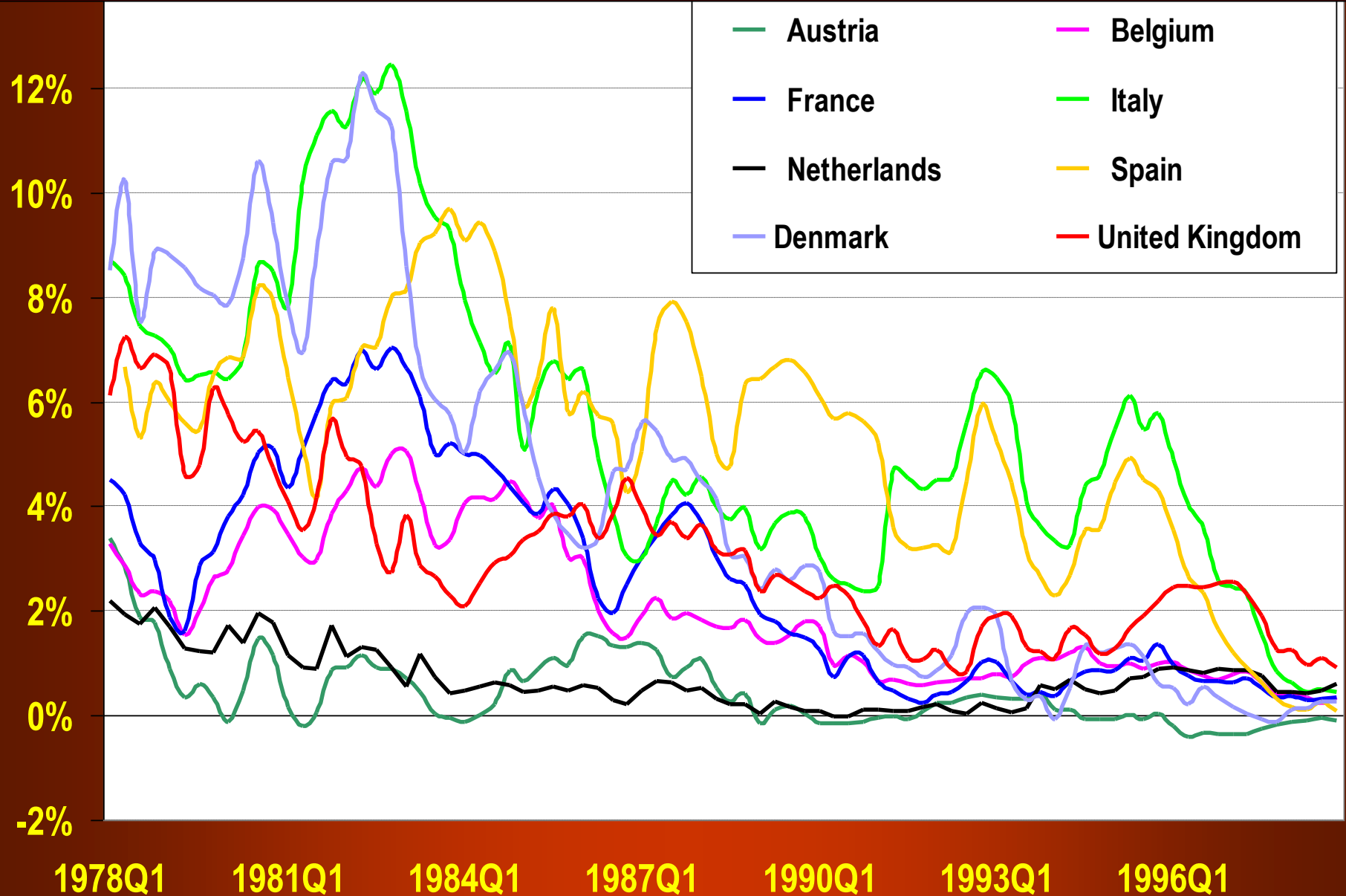
Spready w stosunku do niemieckich Bundów



Spready w stosunku do niemieckich Bundów

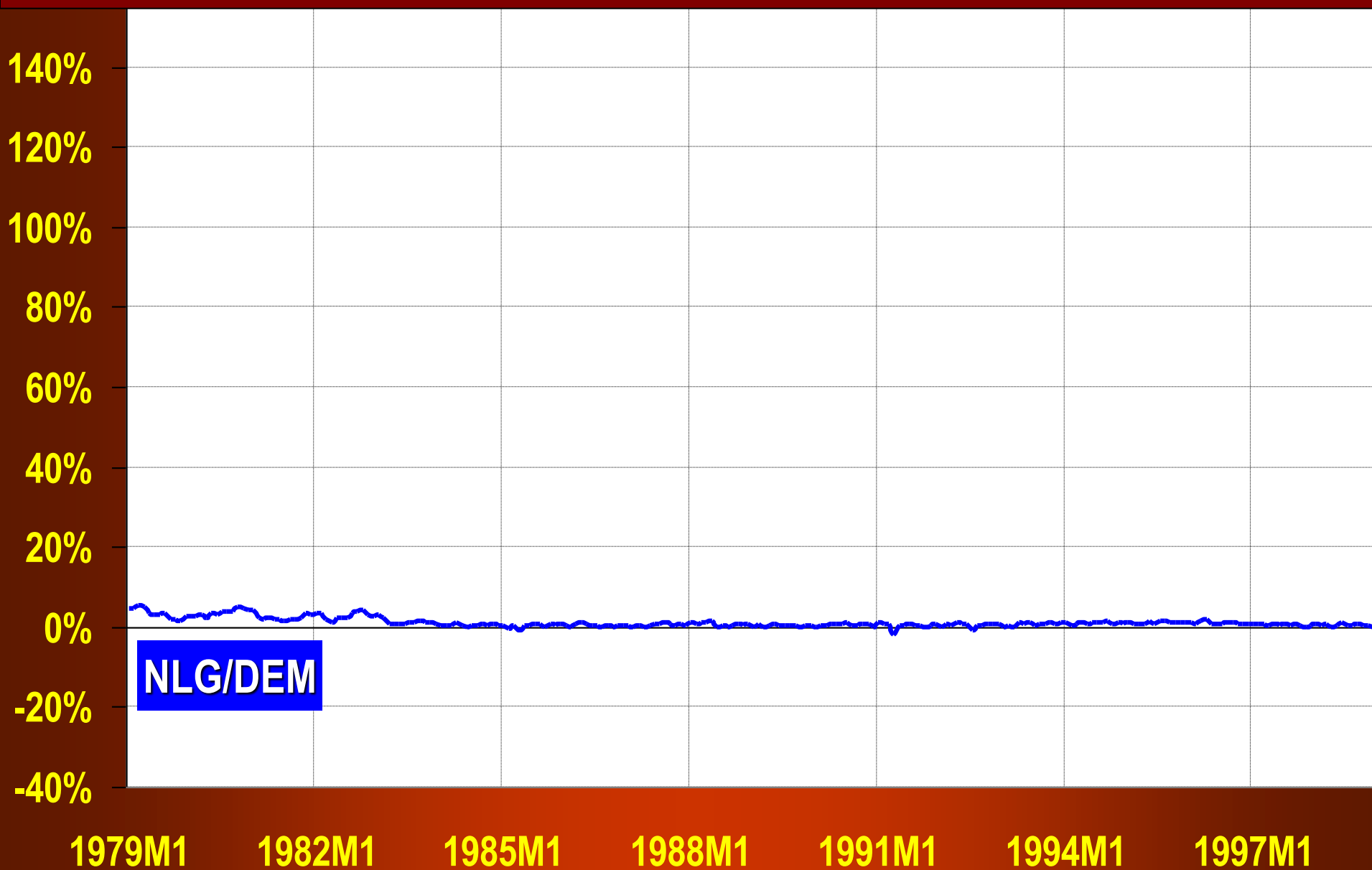


Spready w stosunku do niemieckich Bundów

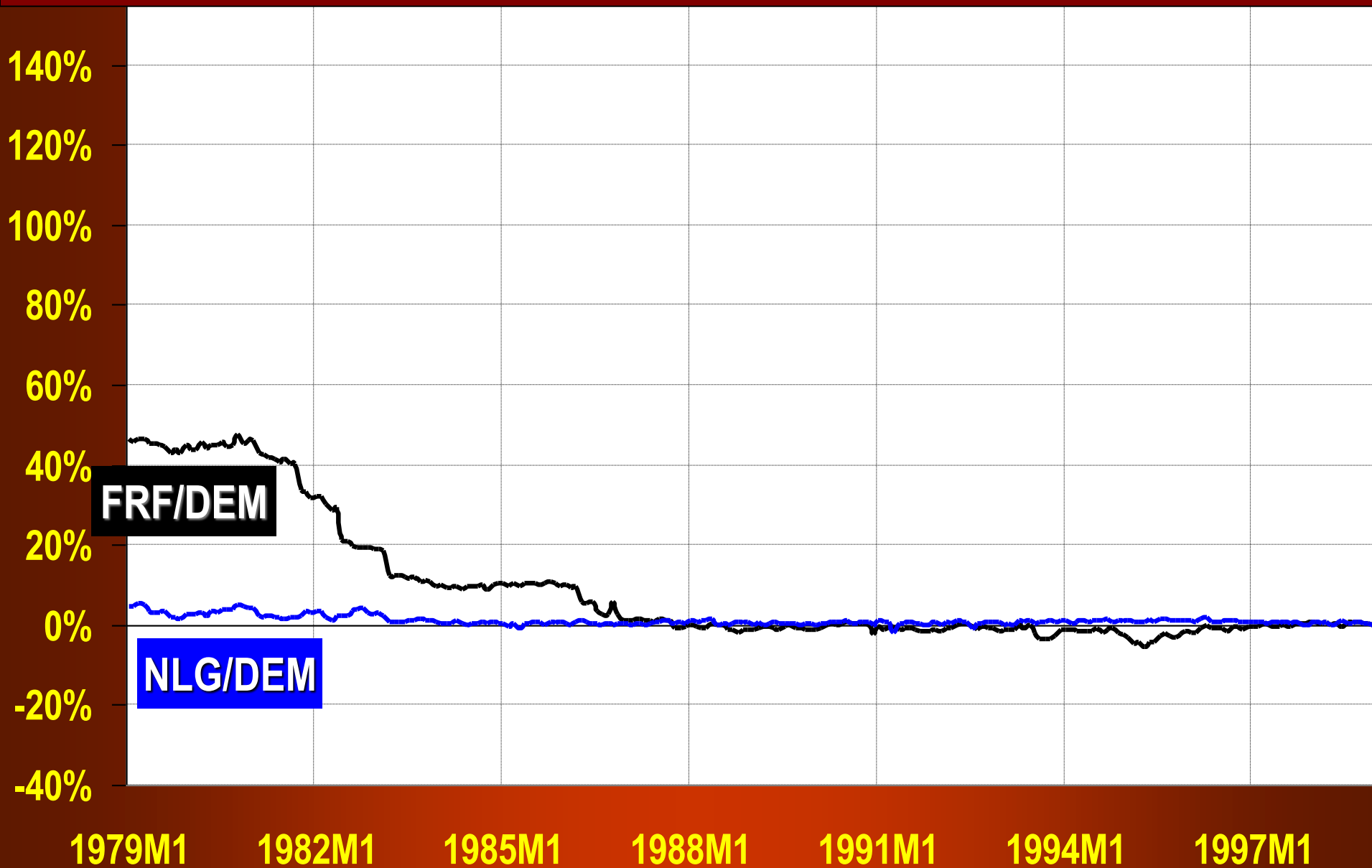


**Wraz z zawężaniem się różnic w tempie
inflacji, coraz rzadsze stawały się
dewaluacje w relacji do DEM**

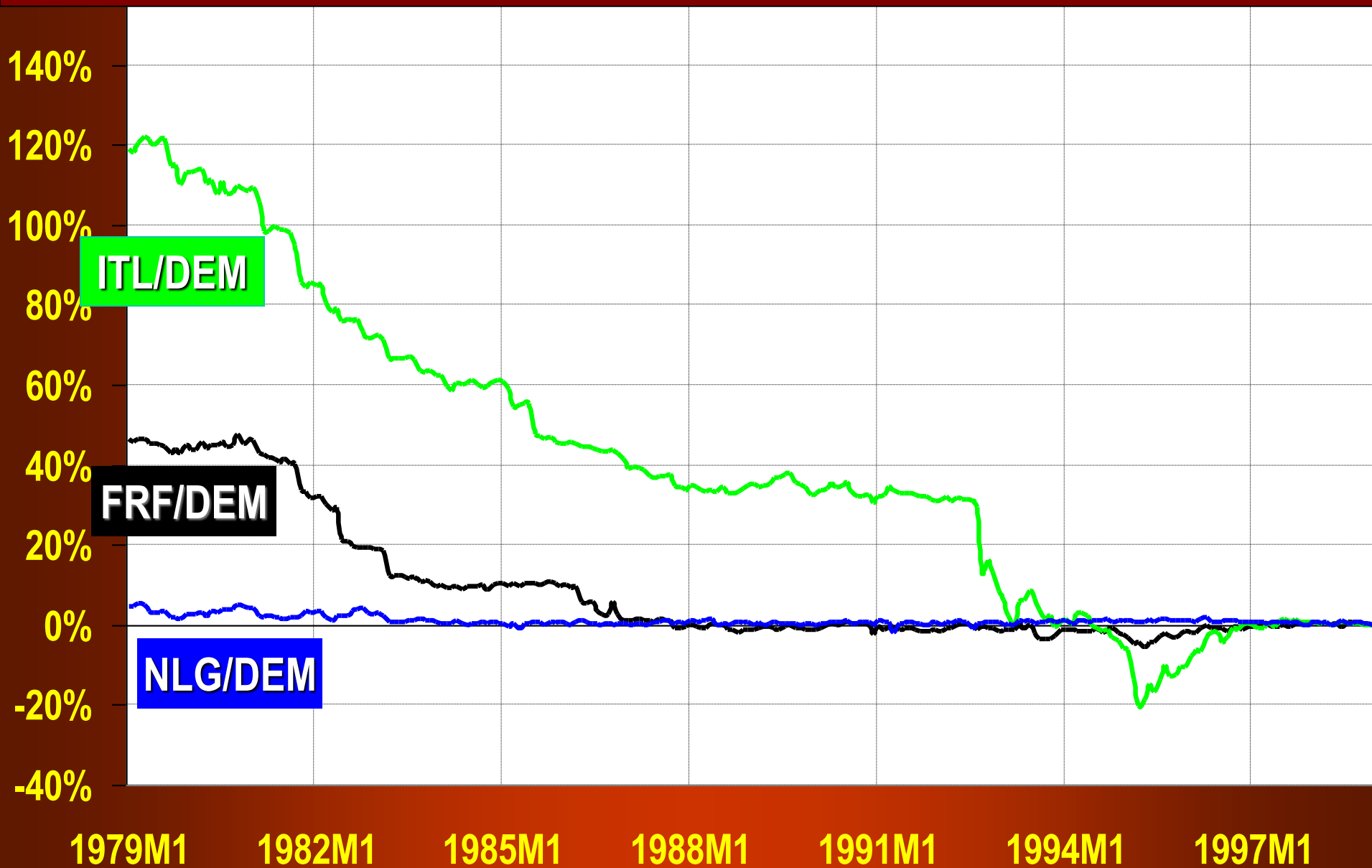
Kursy w relacji do DEM



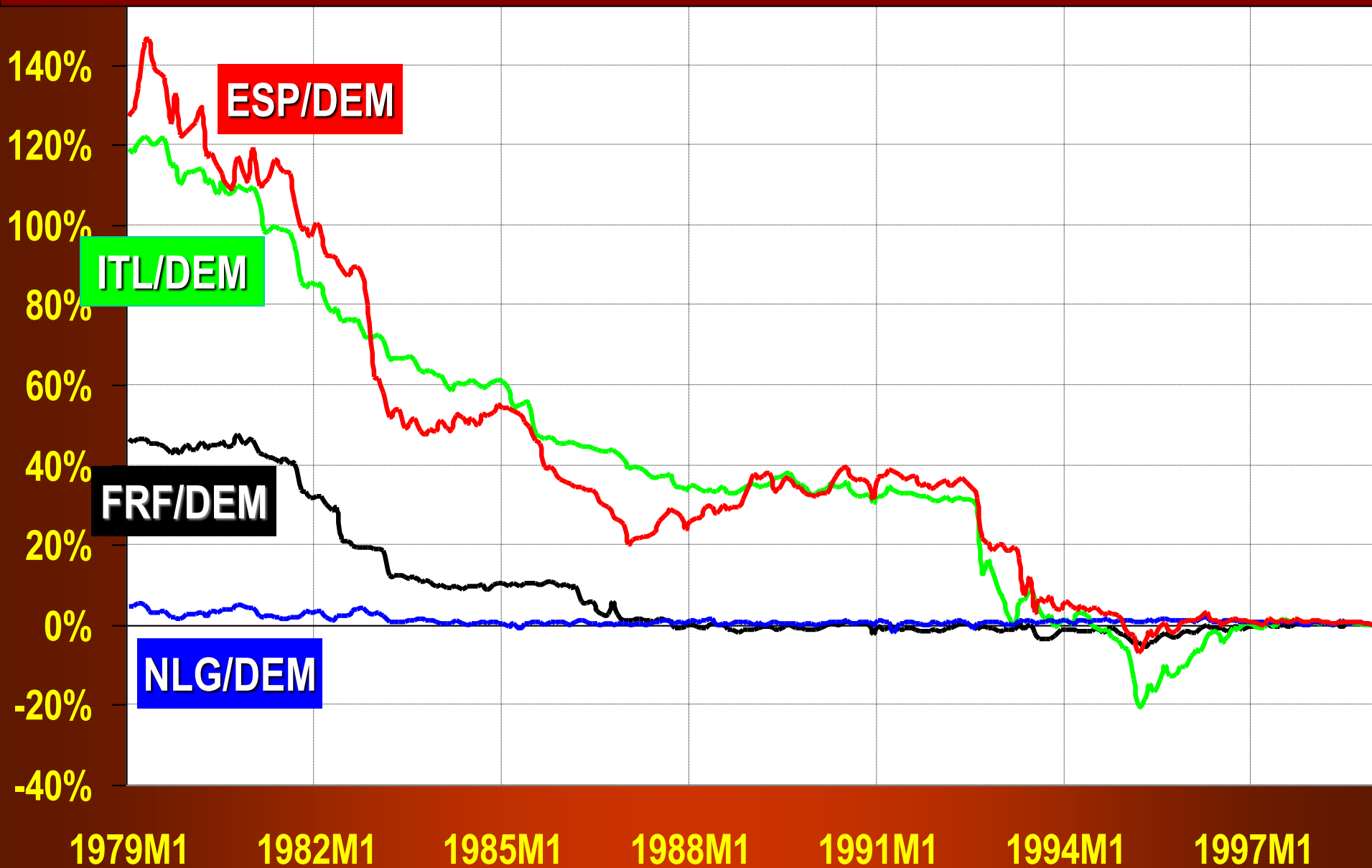
Kursy w relacji do DEM



Kursy w relacji do DEM



Kursy w relacji do DEM

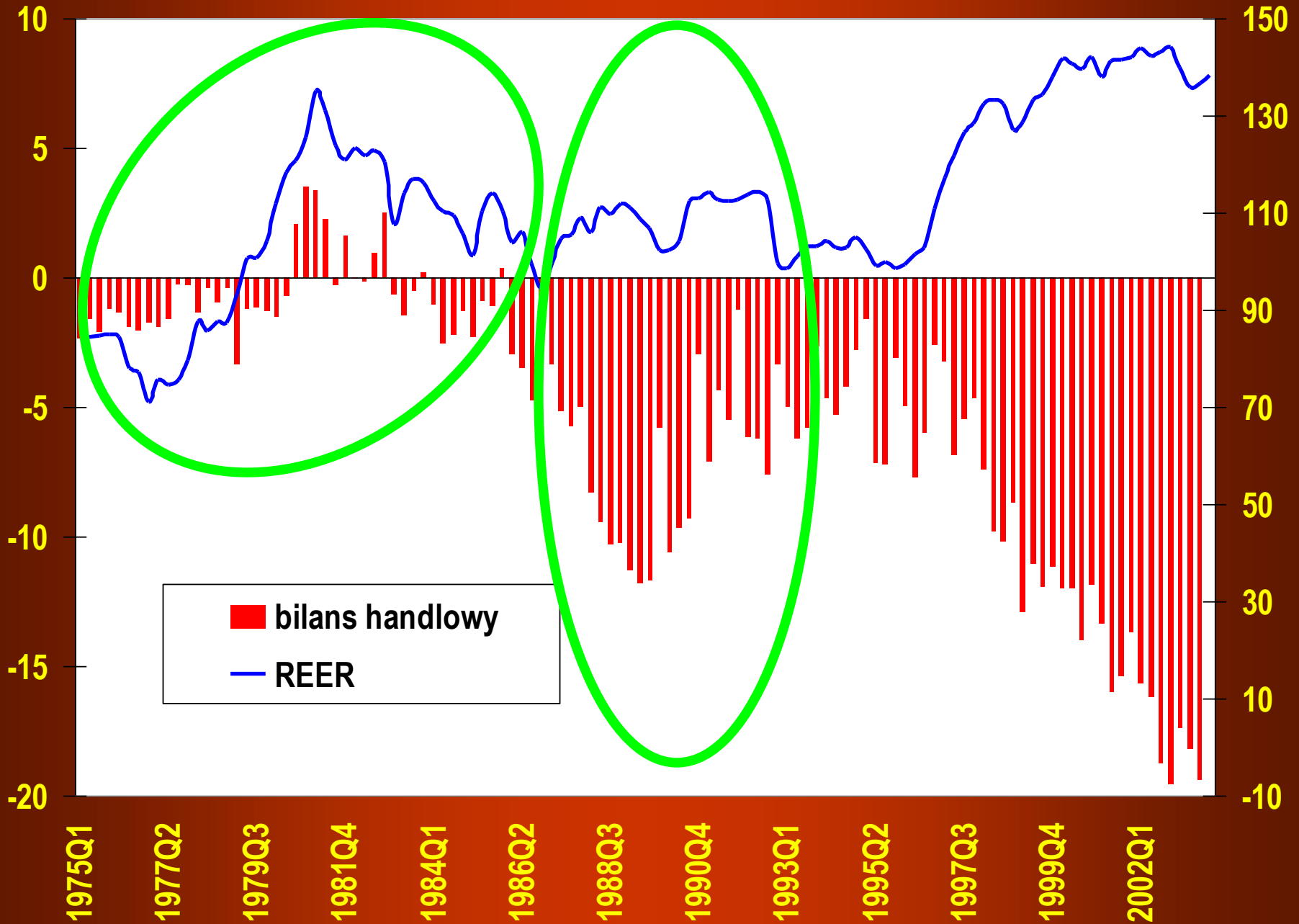


- **W EMS kursy były stabilizowane w przedziale $\pm 2.25\%$.**
- **Banki centralne państw członkowskich miały teoretycznie nieograniczony dostęp do krótkoterminowych linii kredytowych Very Short-Term Financial Facility (VSTFF), by mogły skutecznie odpierać ataki spekulacyjne. Oznaczało to, że Bundesbank zaczął pełnić w EMS (do pewnego stopnia) funkcję LOLR.**

**Co umożliwiło w latach
1992-1993 falę ataków
spekulacyjnych
przeciwko walutom
systemu EMS pomimo,
że banki centralne
krajów członkowskich
mogły liczyć na mur
obronny VSTFF?**

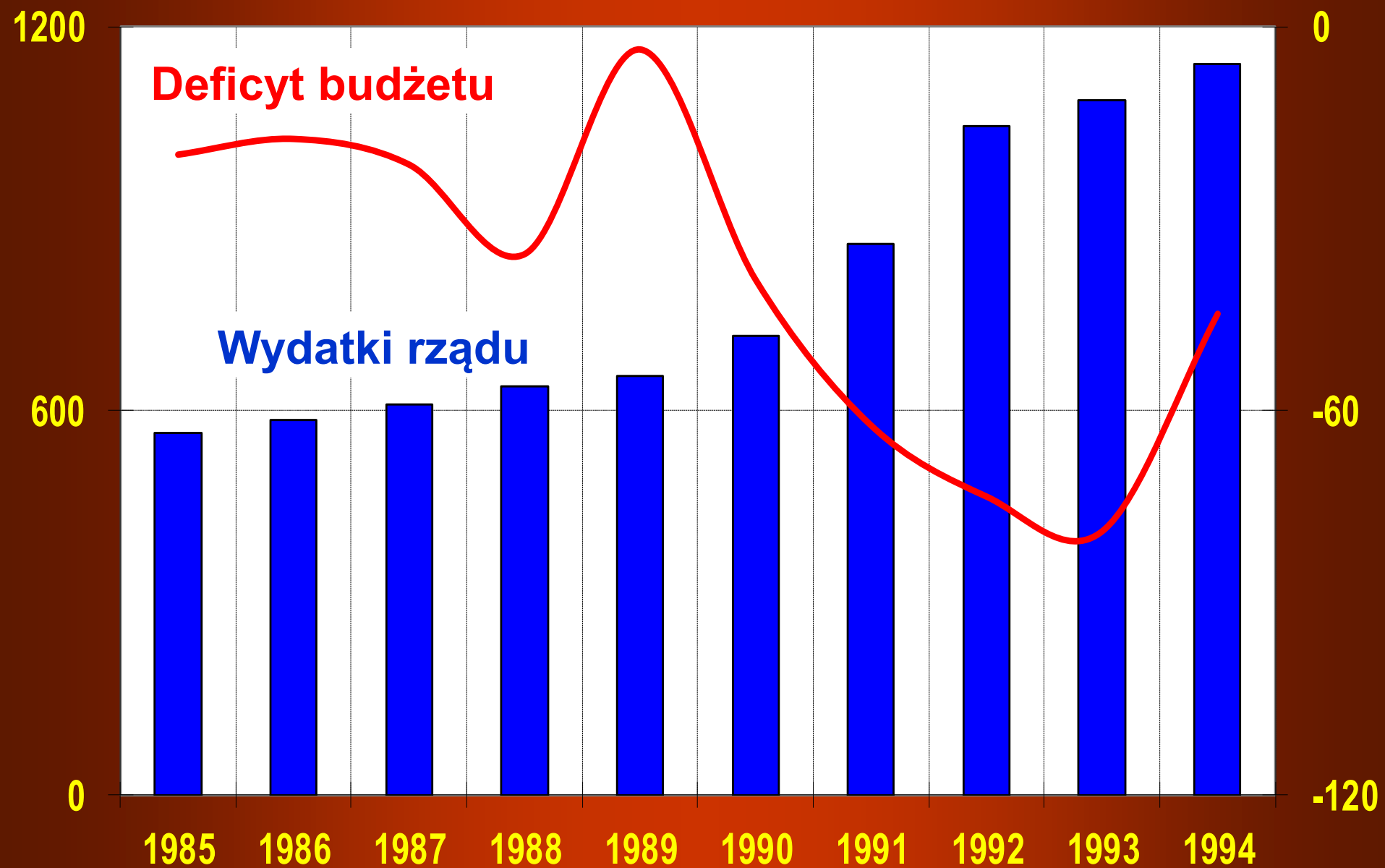


Wielka Brytania

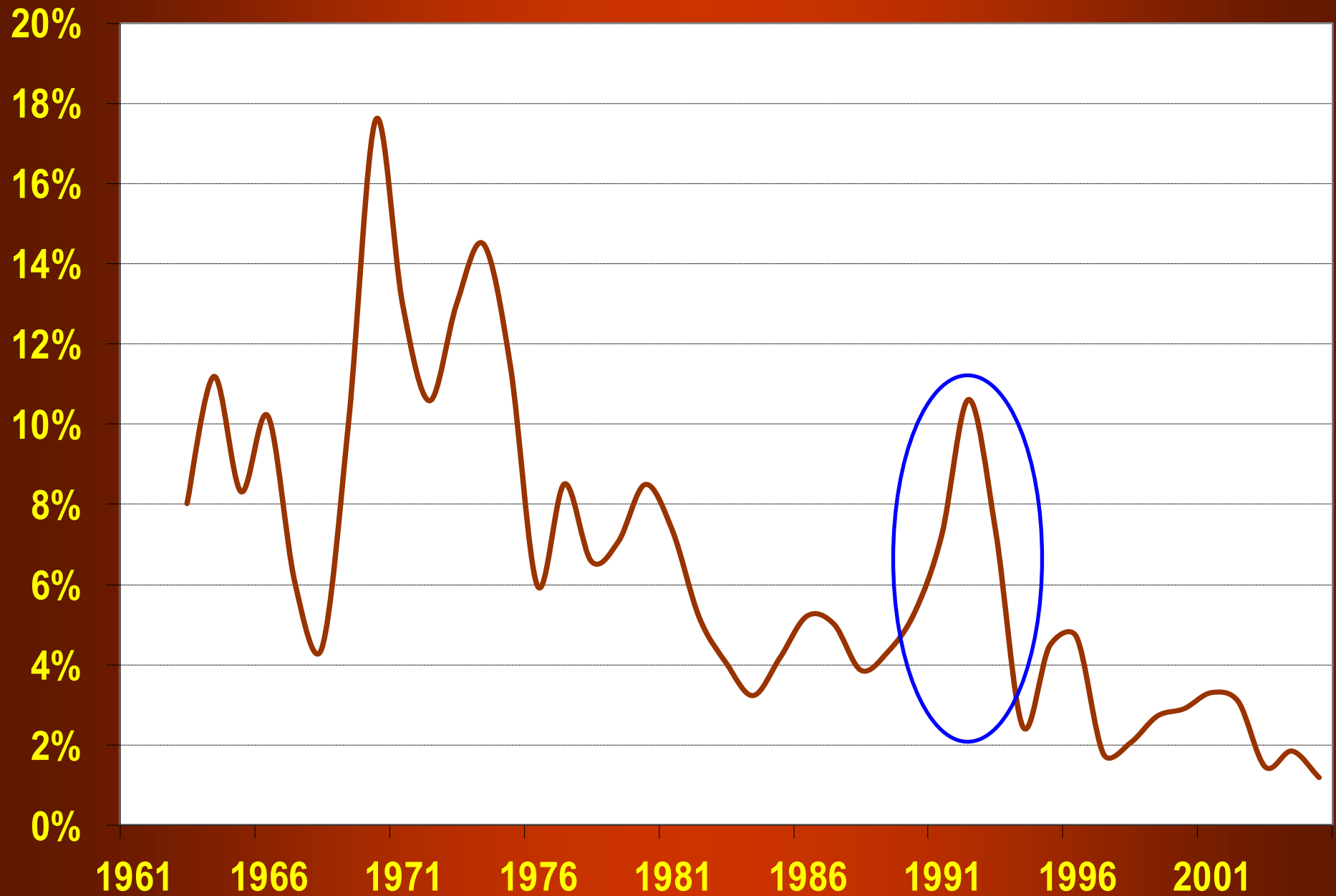


Co stworzyło pretekst do przeprowadzenia ataku na funta szterlinga?

Niemcy

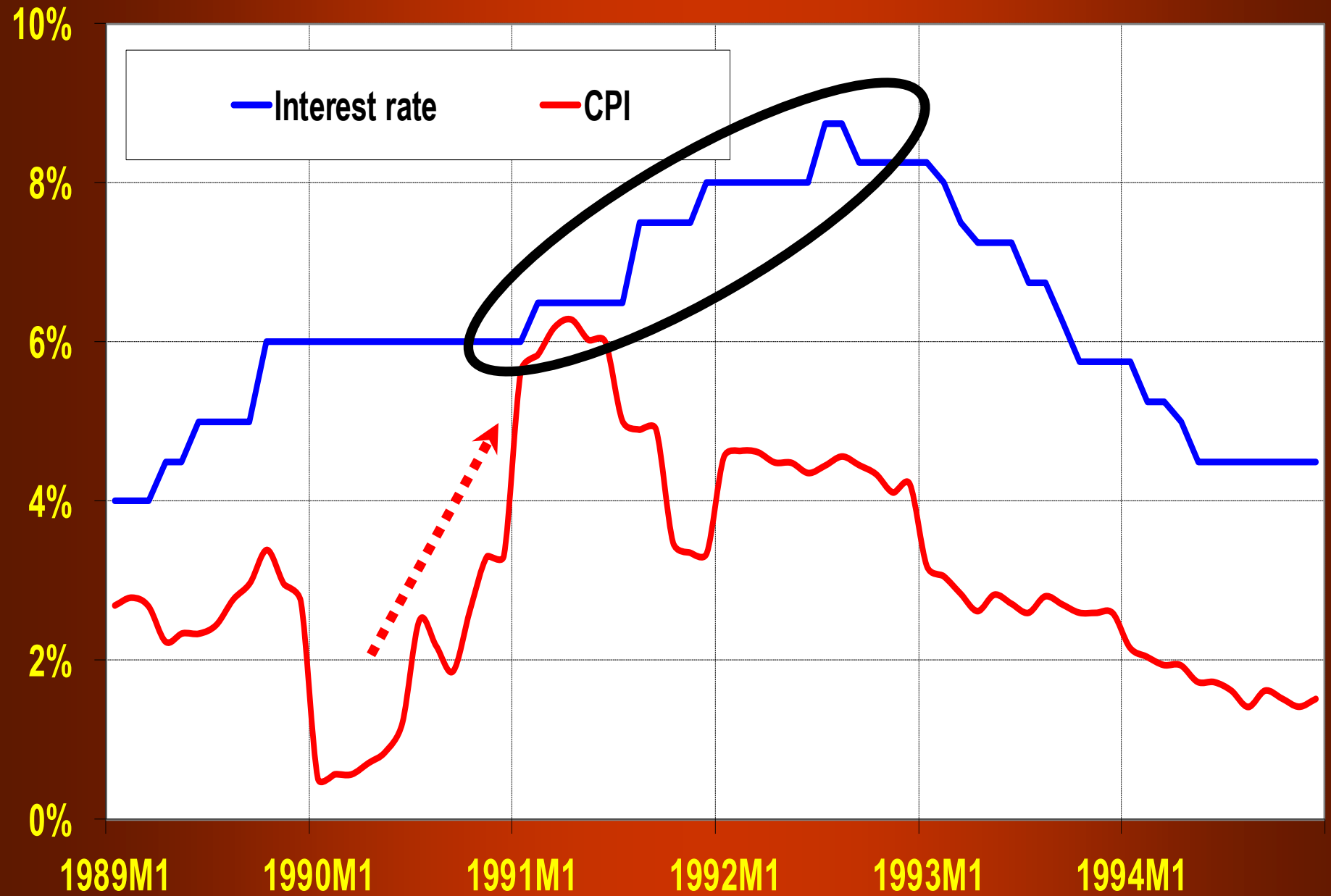


Niemcy: tempo wzrostu płac



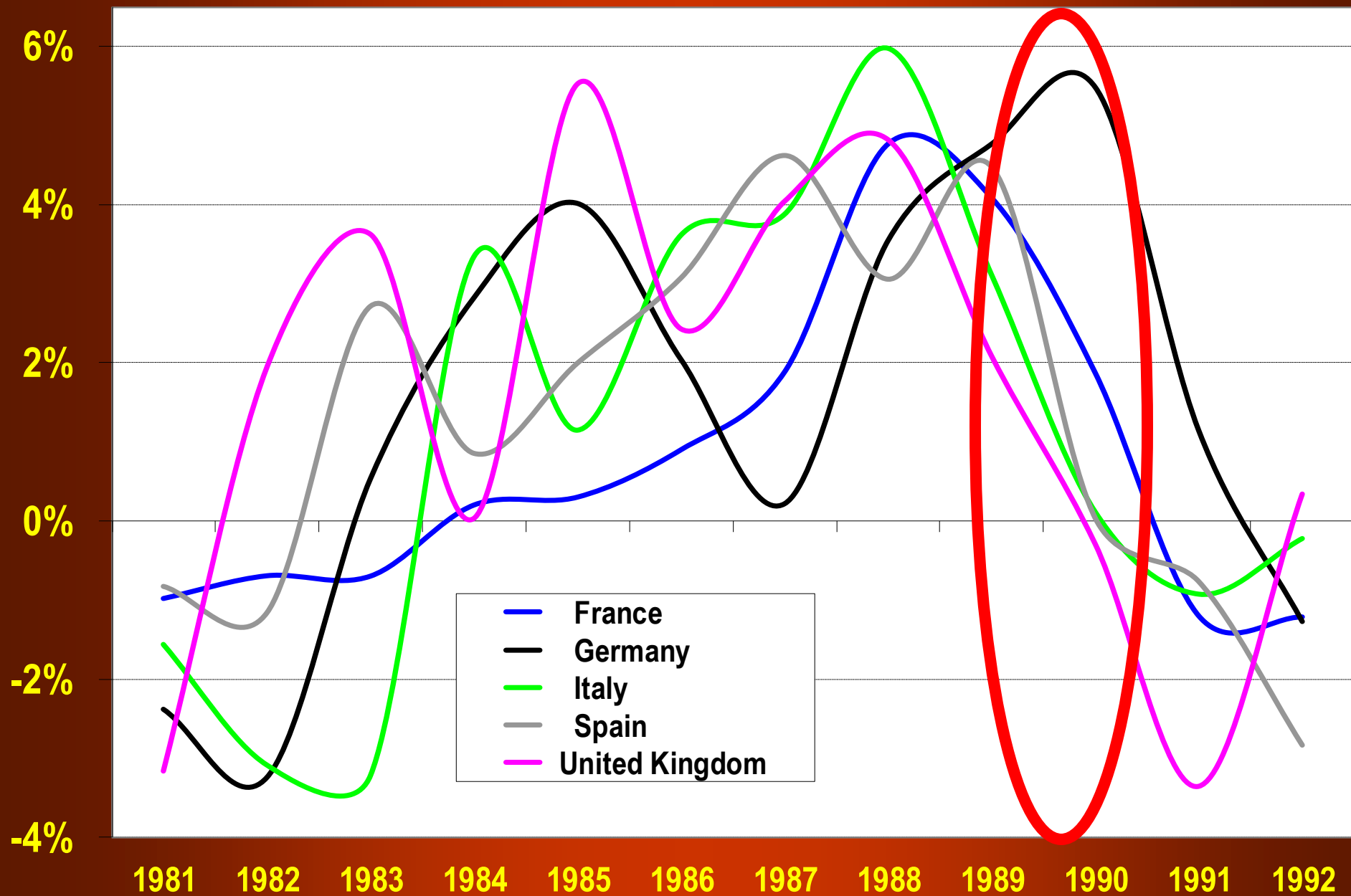
**Jak Bundesbank zareagował
na wzrost inflacji?**

Niemcy



**Inne kraje EMS musiały podnieść stopy, by
nie prowokować ataków spekulacyjnych.
Te jednak i tak nastąpiły...**

Tempo wzrostu PKB



**Dlaczego George Soros zdecydował, że celem
ataku spekulacyjnego jego funduszu
Quantum będzie Wielka Brytania?**

- **Wiedział przecież, że Bank Anglii może skutecznie bronić się za murem VSTFF.**



VSTFF

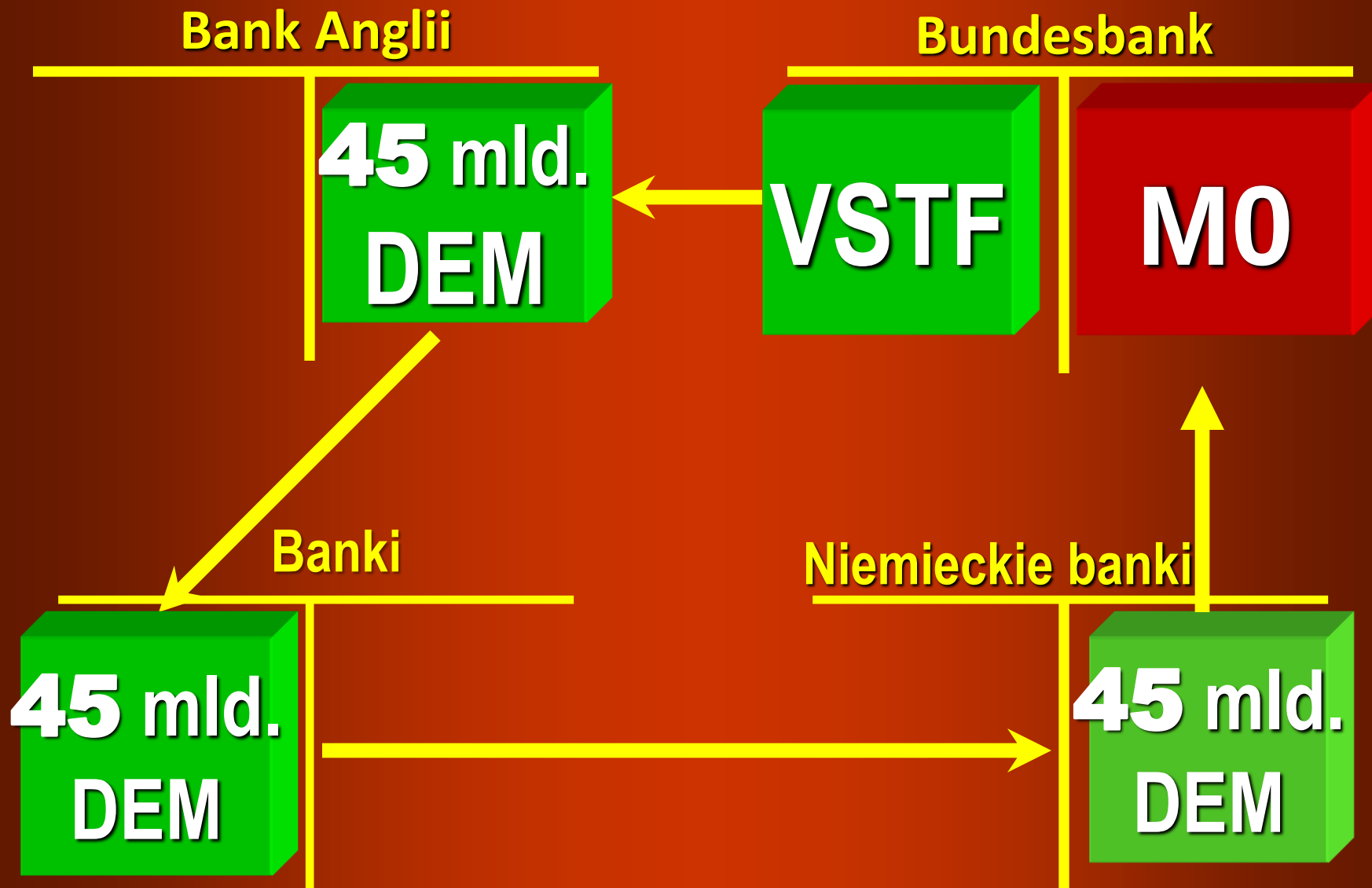
- **Soros liczył na coś innego. Zakładał, że Wielka Brytania – nie zamierzając wchodzić do przyszłej unii monetarnej - nie będzie chciała długo ponosić kosztów silnego wzrostu stóp procentowych, jaki jest zawsze efektem ataku spekulacyjnego.**

**Dlaczego atak spekulacyjny powoduje
wzrost stóp procentowych w kraju,
którego waluta jest atakowana?**

- **Najpopularniejszą formą spekulacji jest pożyczanie atakowanej waluty i jej natychmiastowa sprzedaż; by można było ją odkupić po niższym kursie – jeśli zostanie zdevaluowana.**
- **Jeśli popyt na pożyczki w funtach zgłaszały dealing-roomy z wielu różnych banków w różnych krajach, to powodowało to silny wzrost krótkoterminowych stóp procentowych na rynku międzybankowym w Wielkiej Brytanii**

Dlaczego BoE upłynnił funta pomimo trzech tygodni jego skutecznej obrony?

Wrzesień 1992



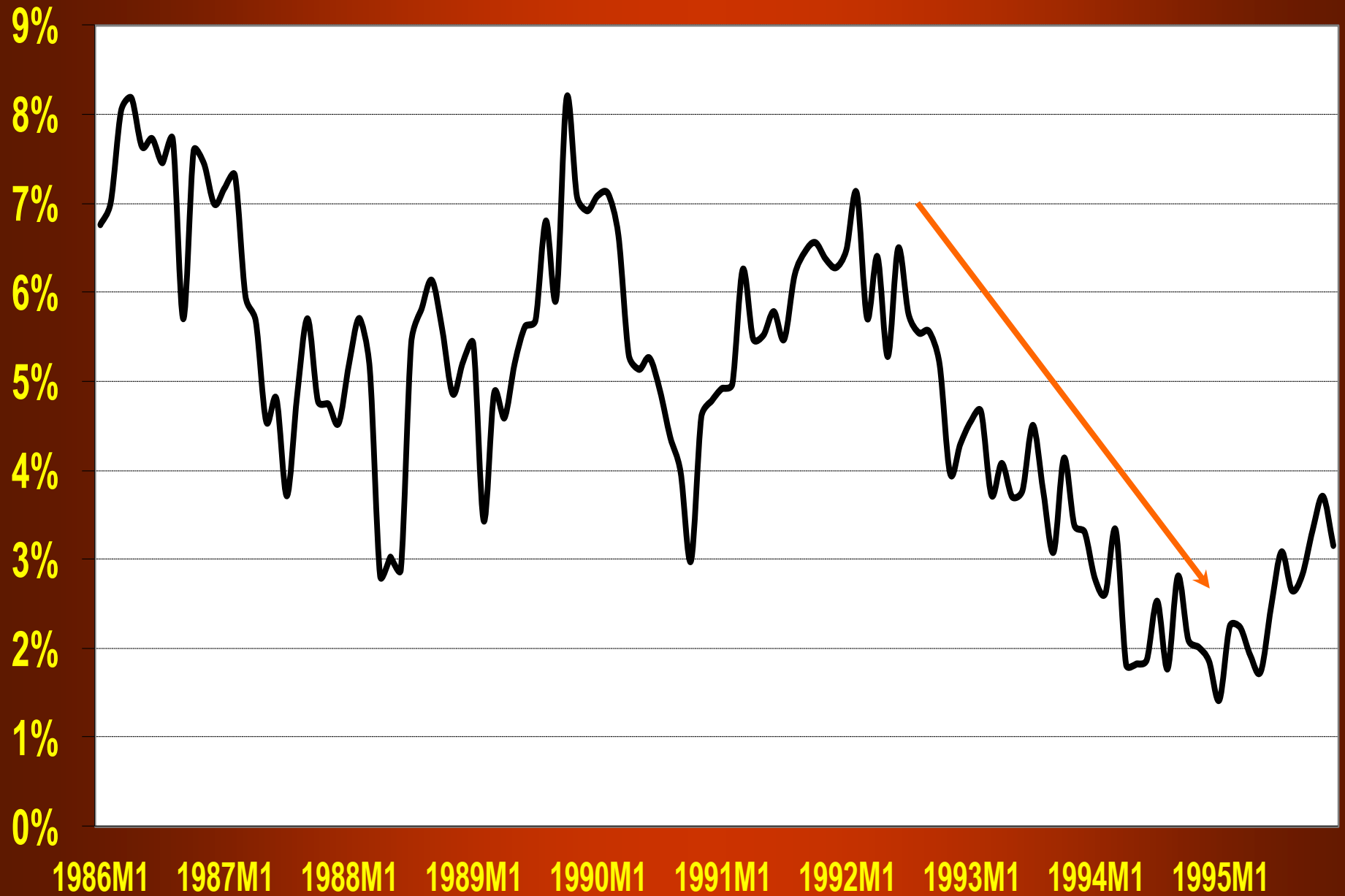
Jak Bank Anglii ustabilizował kurs funta po silnej deprecjacji?

GBP/DEM



**Co umożliwiło obniżenie
poziomu stóp procentowych?**

Realny poziom stóp procentowych

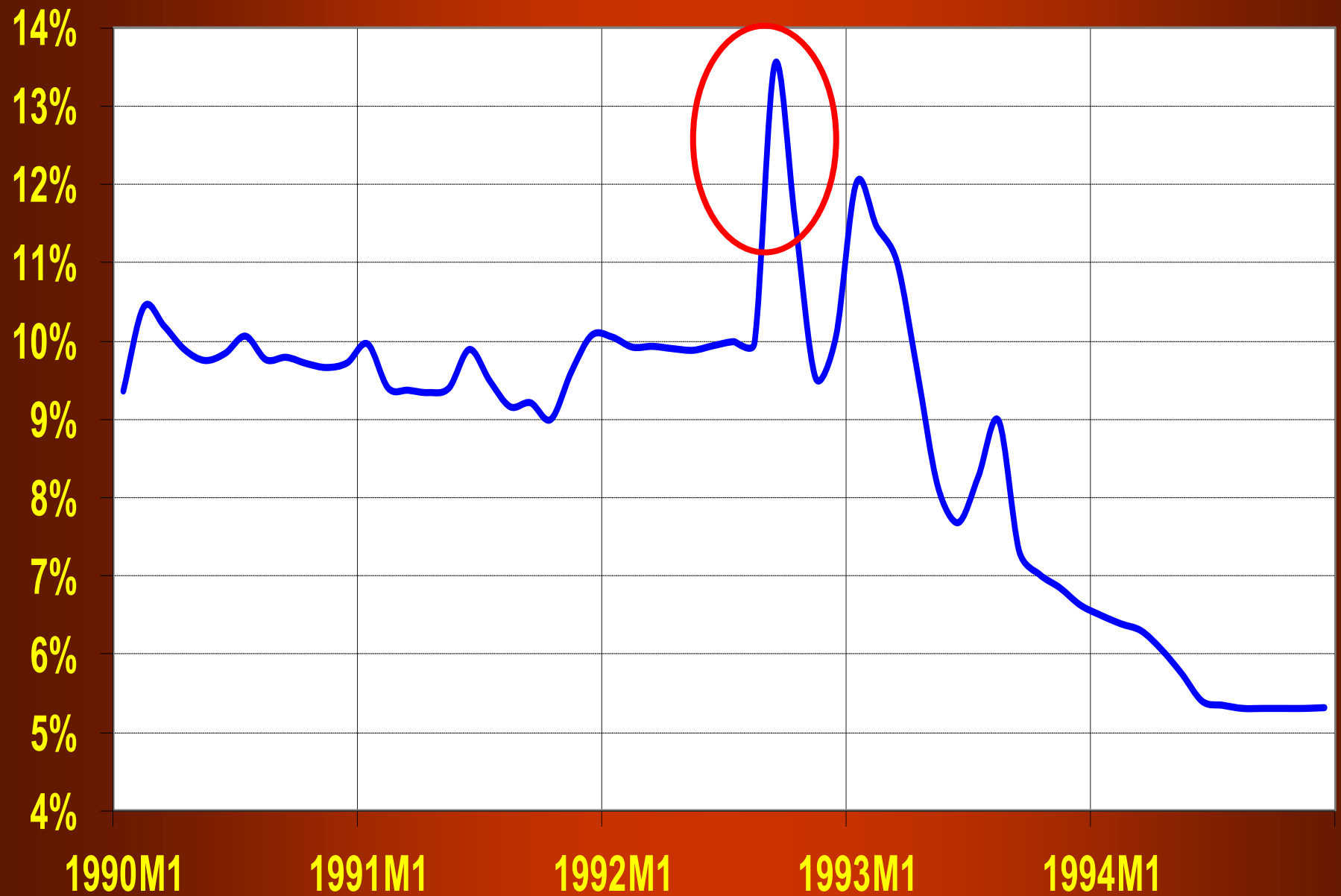


We wrześniu rynki zaatakowały także franka francuskiego. **Dlaczego Bank Francji skutecznie obronił franka przed dewaluacją?**



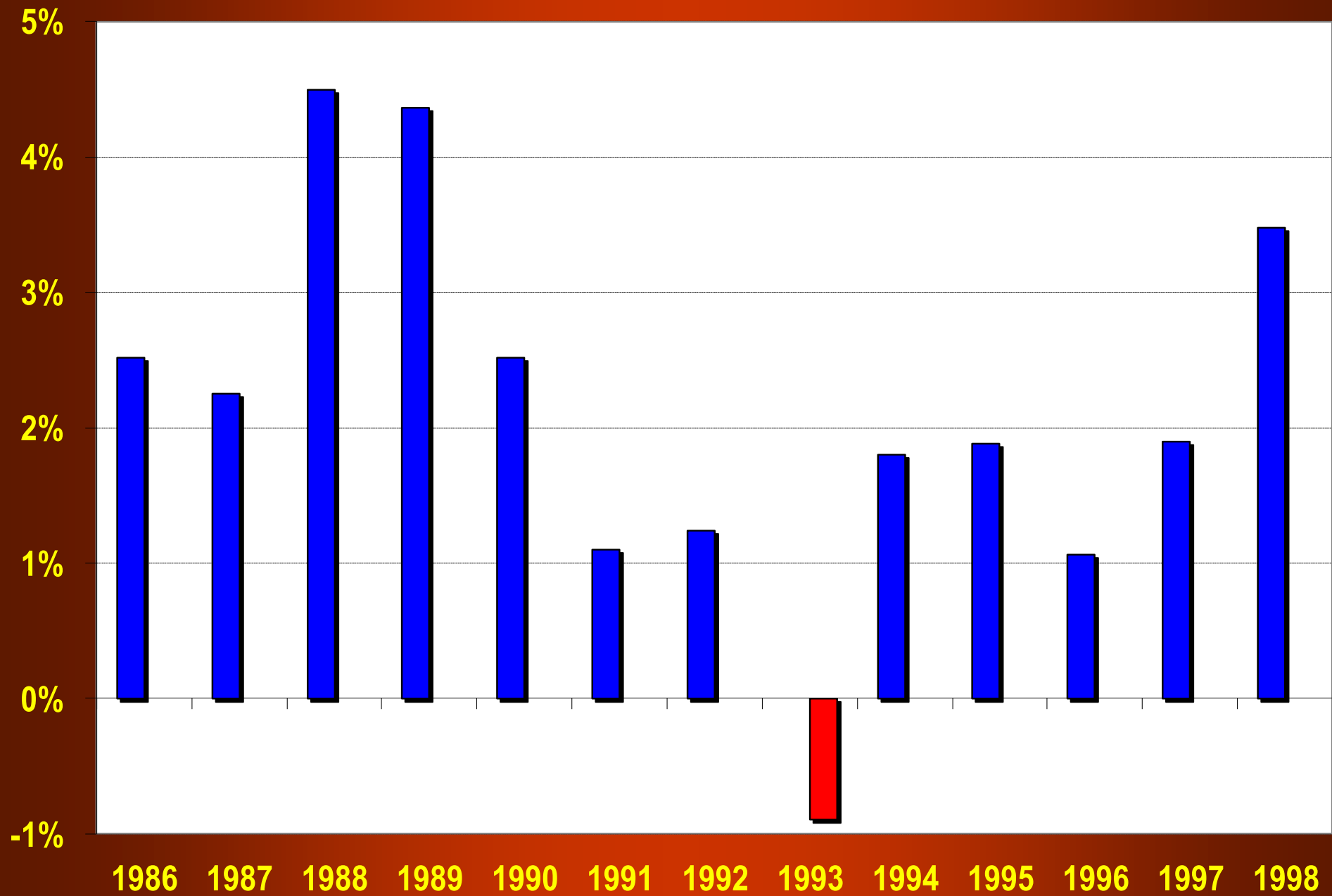


Stopa procentowa Banku Francji

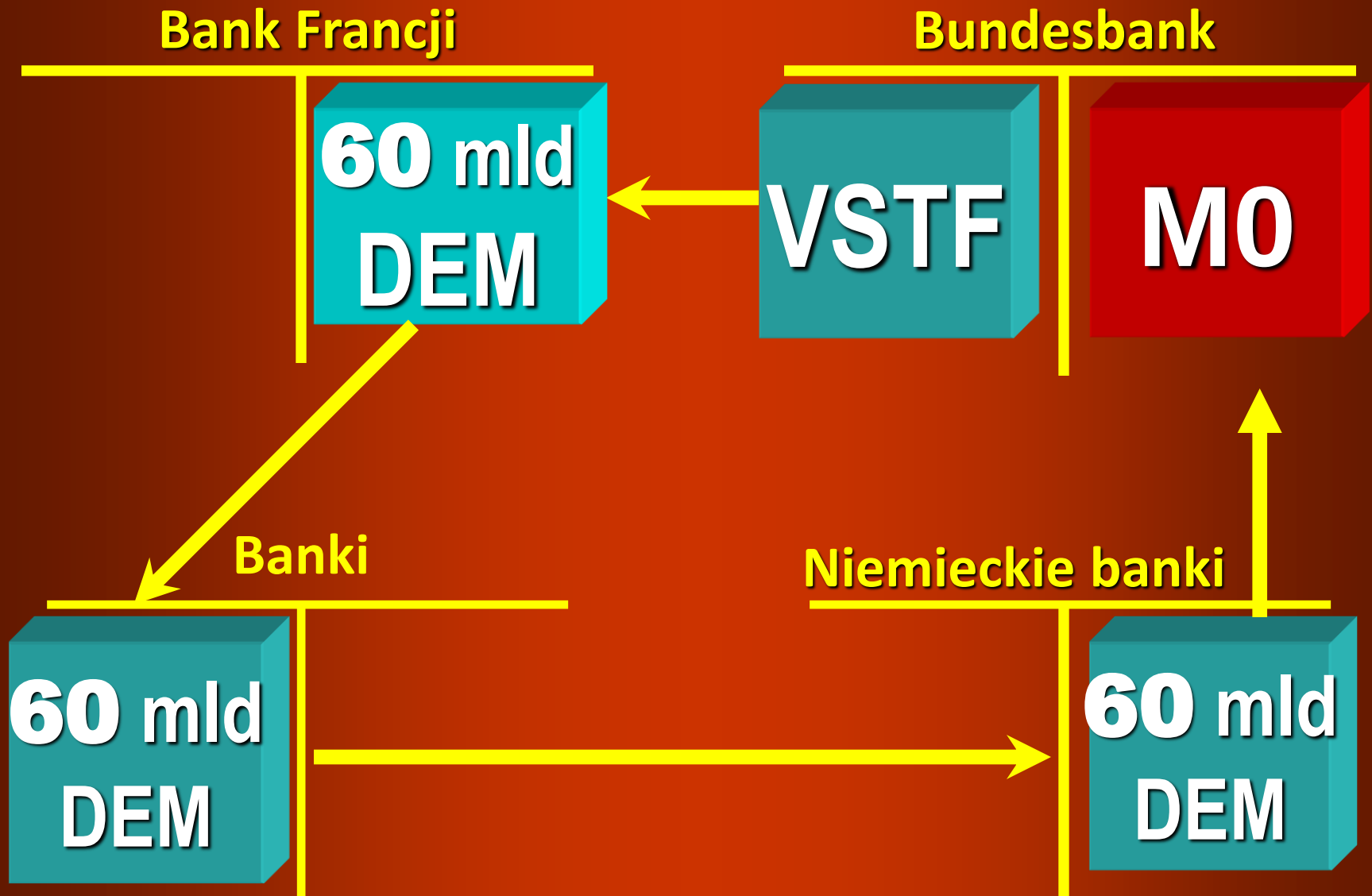


**Dlaczego ponowny atak – w lipcu 1993 r. –
był już skuteczny?**

Francja: tempo wzrostu PKB



Lipiec 1993



Economic and Monetary Union in Europe

Moving beyond
Maastricht



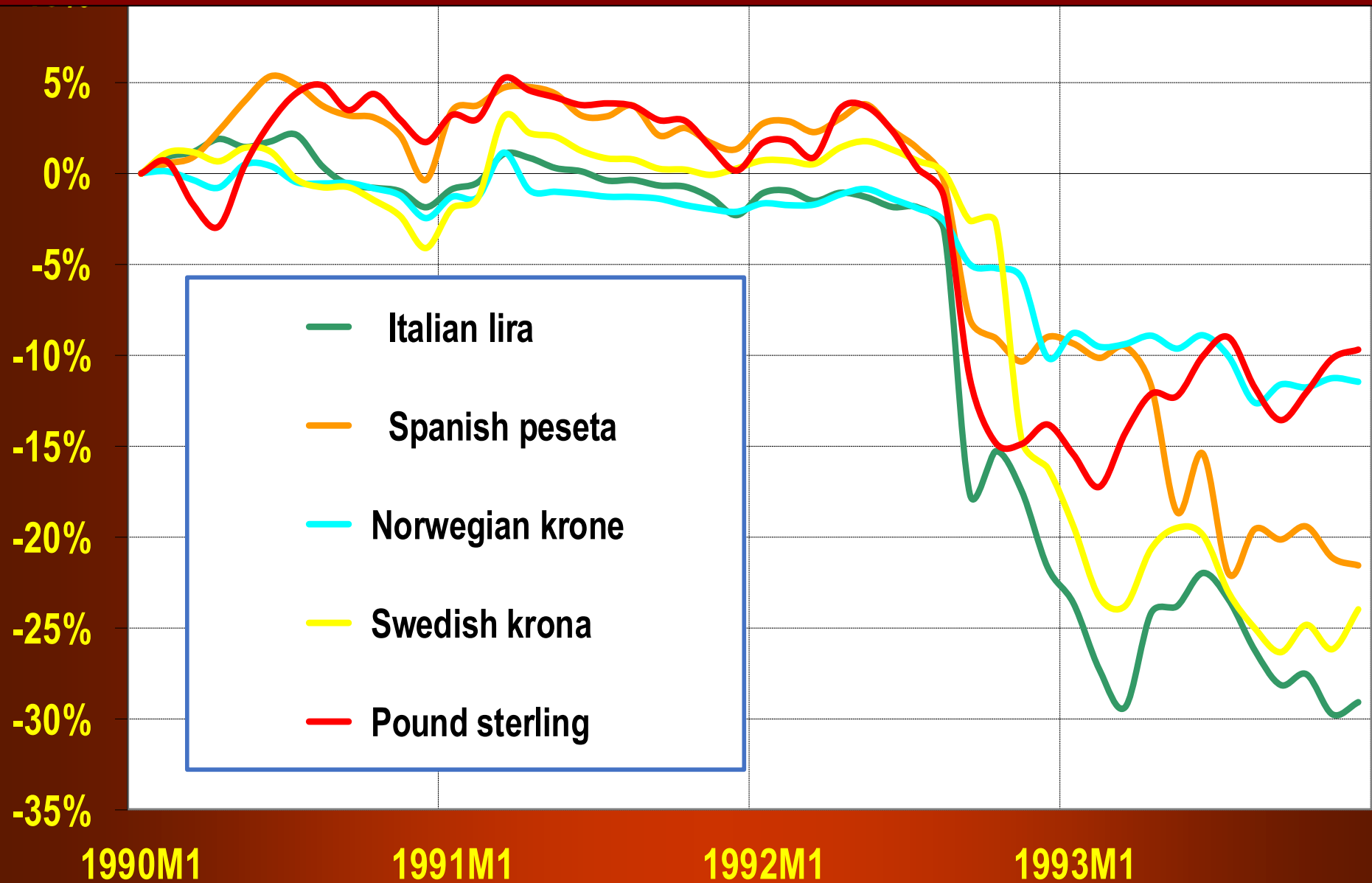
Peter B. Kenen

**Na początku lat 90. rynki poczuły swą siłę
i atakowały kolejne waluty EMS**

- ... pod pretekstem, że ich kursy są
przeszacowane w stosunku do DEM.

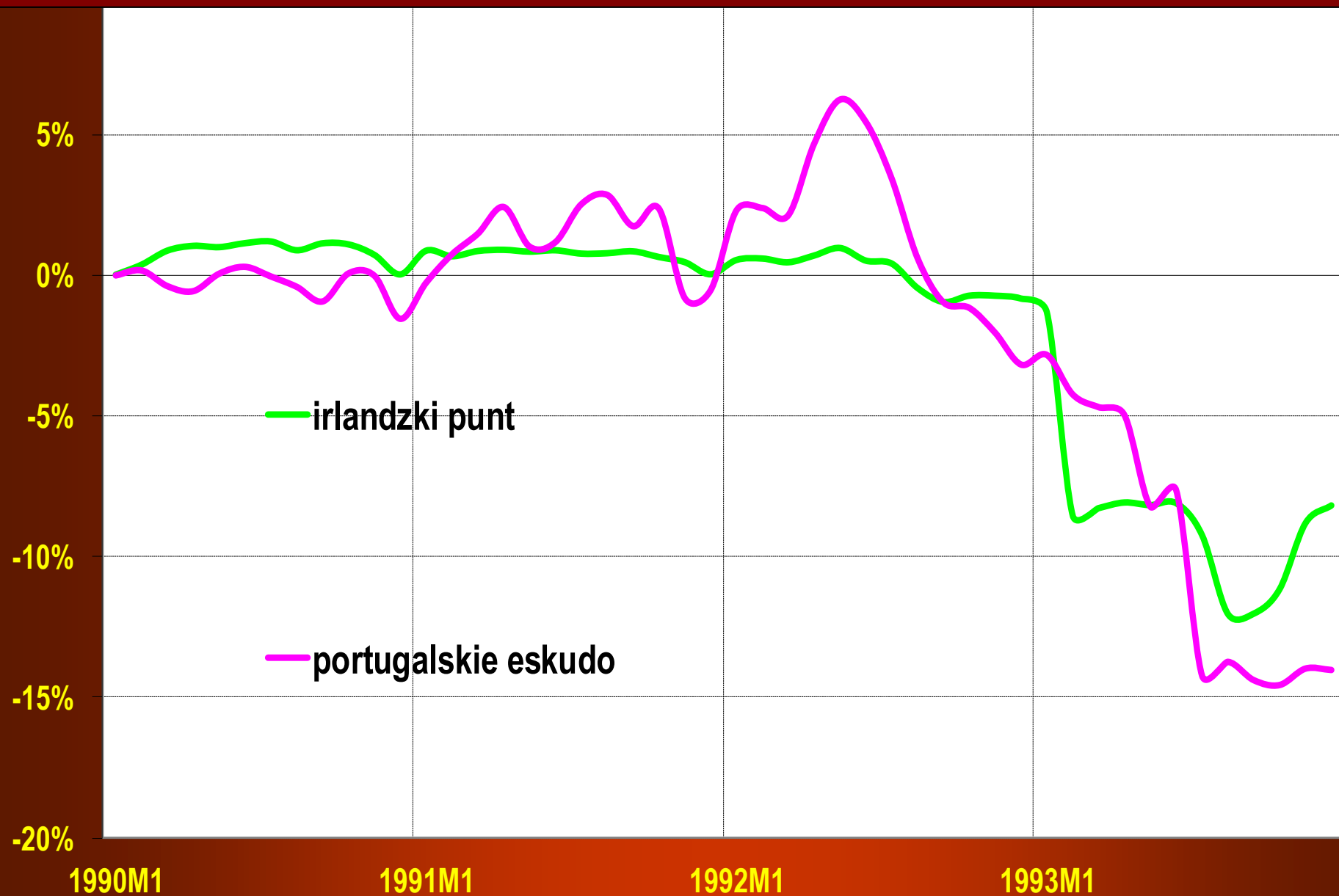
In roku 1992 deprecjacja funta pociągnęła za sobą deprecjację włoskiego lira, hiszpańskiej pesety i walut państw skandynawskich, których gospodarki osłabiły silne kryzysy na rynkach hipotecznych.

Ataki spekulacyjne przeciwko walutom EMS



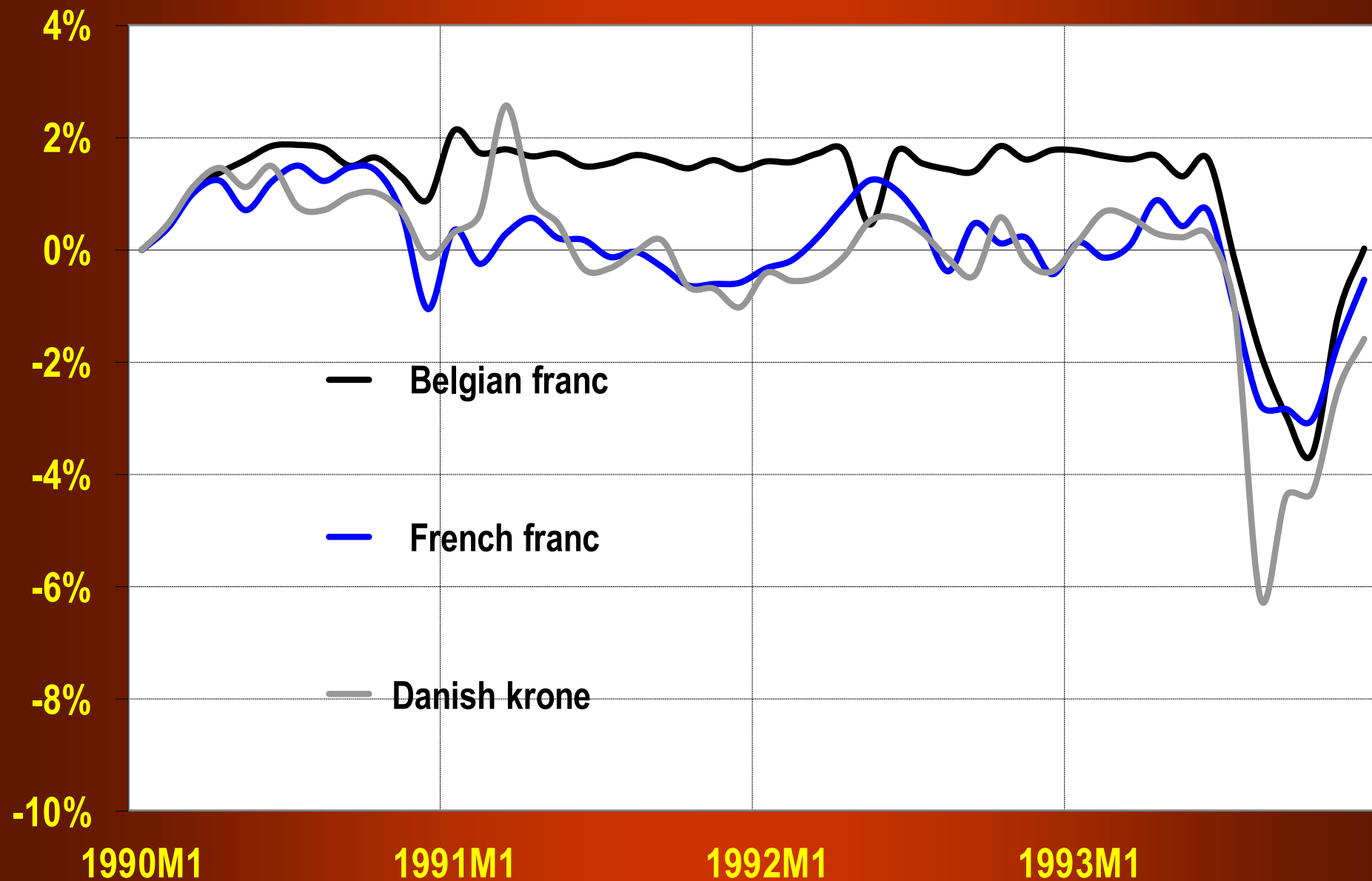
Na początku 1993, nastąpił atak przeciwko irlandzkiemu puntowi i portugalskiemu eskudo.

Ataki spekulacyjne przeciwko walutom EMS



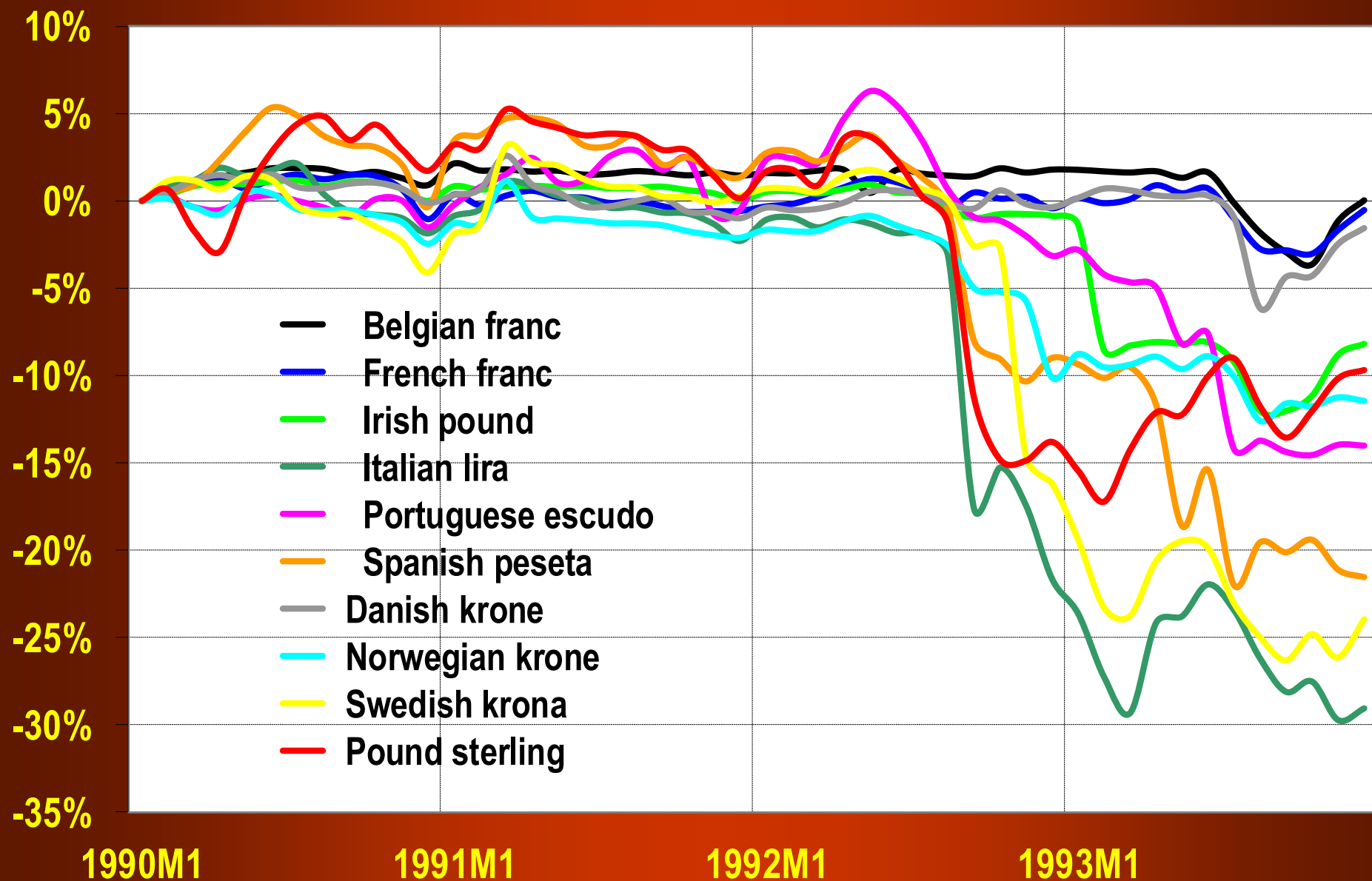
In roku 1993 deprecjacja franka francuskiego pociągnęła za sobą deprecjację franka belgijskiego i duńskiej korony.

Ataki spekulacyjne przeciwko walutom EMS



W latach 1992-93, prawie wszystkie waluty EMS zostały zdewaluowane w relacji do DEM za wyjątkiem guldenu holenderskiego i szylinga austriackiego.

Ataki spekulacyjne przeciwko walutom EMS



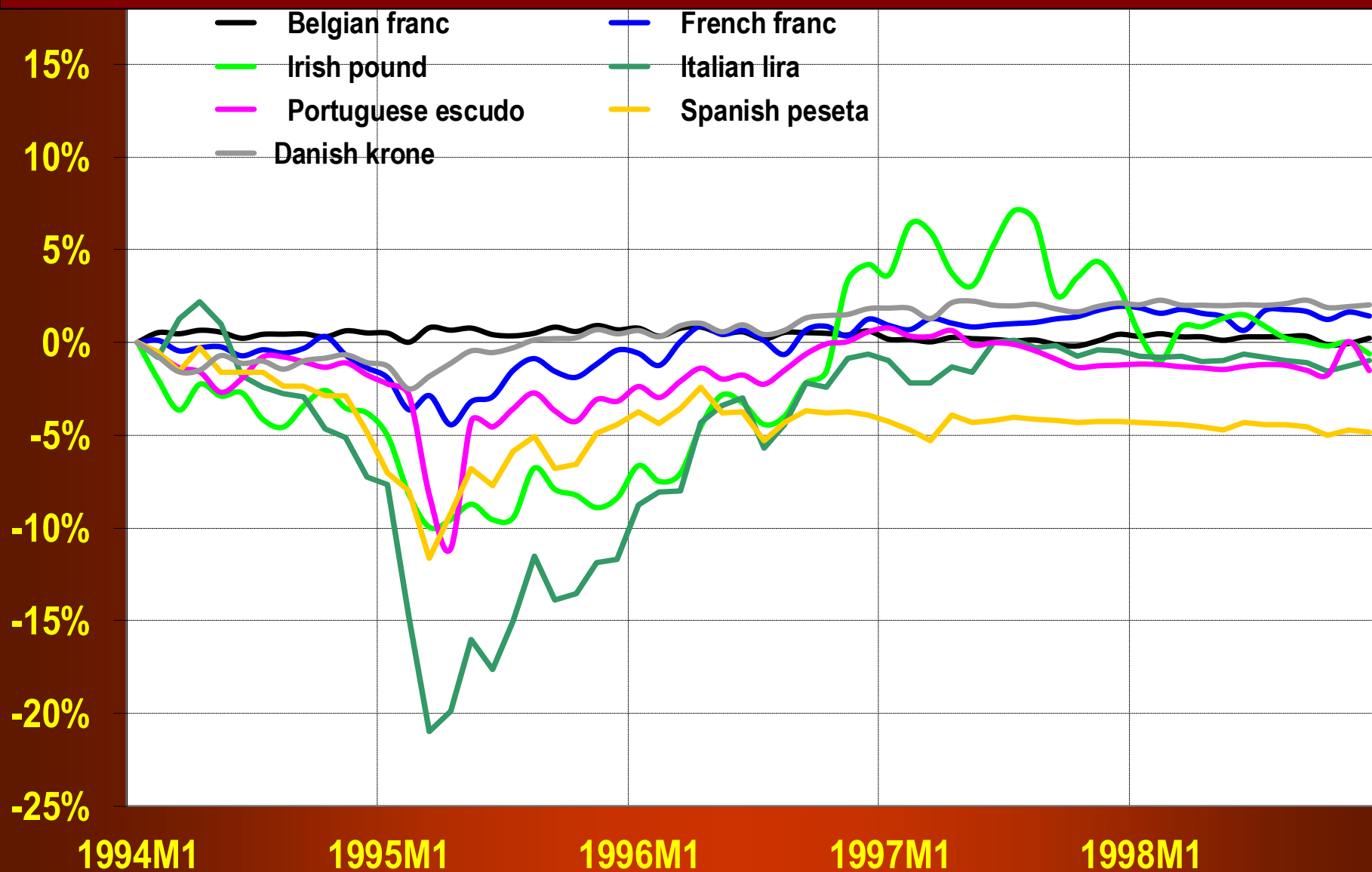
W 1993, rozszerzono pasmo wahań w EMS do +/-15%, co zwiększyło ryzyko uczestniczenia w ataku spekulacyjnym i skuteczność interwencji walutowych banków centralnych.

**Dlaczego rozszerzenie pasma wahań do
15% ułatwiło obronę przed atakami
spekulacyjnymi?**

- **Rozszerzenie pasma umożliwia bankowi centralnemu poczekanie na moment, gdy siła ataku osłabnie. Zwiększa to szanse na wejście na rynek ze zdecydowaną interwencją, która odwróci kierunek zmian kursu, co oznacza poniesienie przez atakujące banki znacznych strat bilansowych.**

- **Mimo to atak spekulacyjny przeciwko meksykańskiemu peso spowodował powrót ataków spekulacyjnych w Europie.**
- **Dopiero ogłoszenie w 1995 r. decyzji o wprowadzeniu euro w 1999 r. uspokoiło sytuację (zniknęły preteksty do spekulacji)**

Ataki spekulacyjne przeciwko walutom EMS



- **In 1995, Bank Włoch interweniował, by nie dopuścić do zbyt dużej aprecjacji lira.**

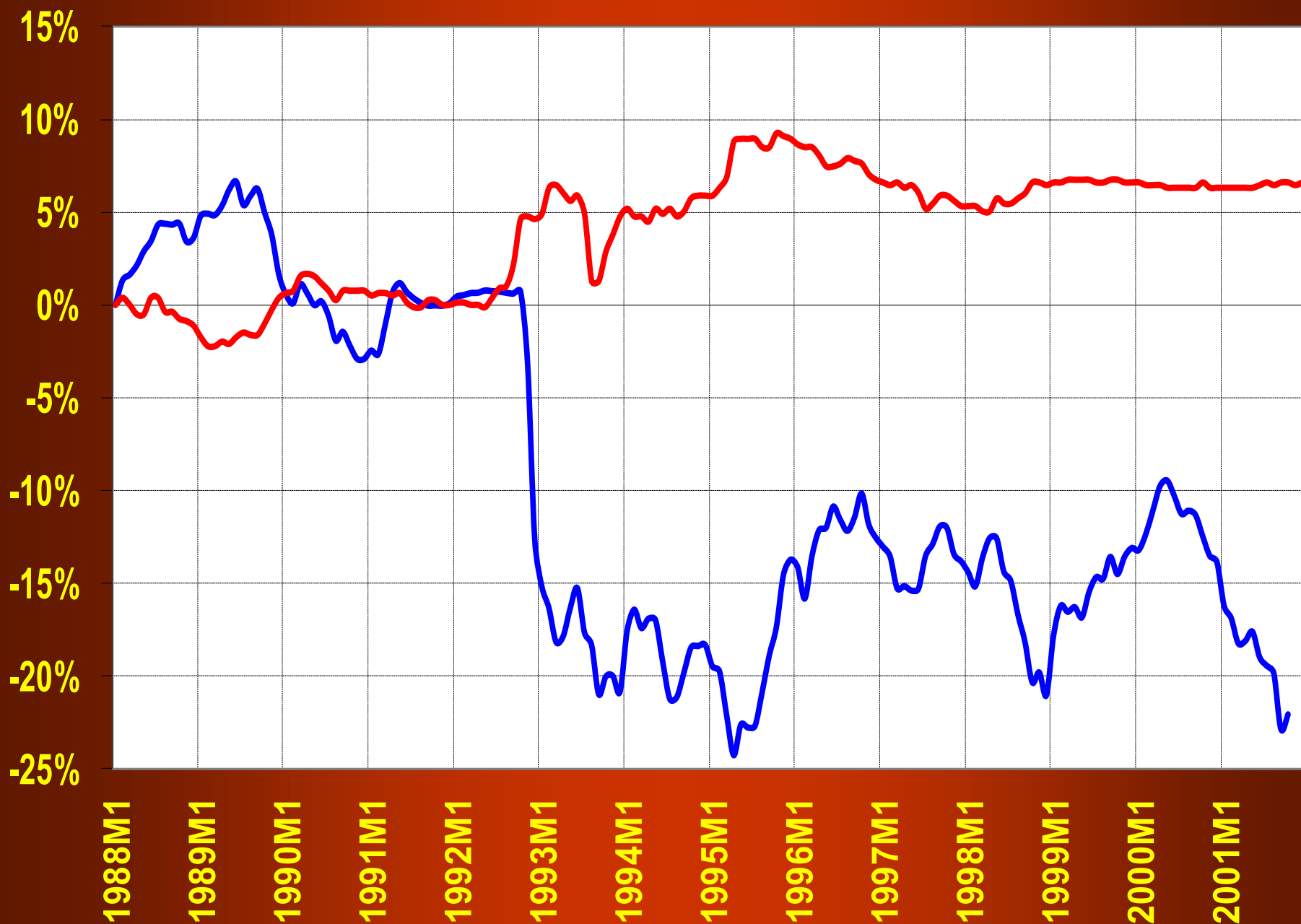
Interwencje walutowe Banku Włoch



- **Bank Szwecji wycofał się z interweniowania na rynku walutowym, by móc nie spełnić kryterium stabilność kursu walutowego – w sytuacji, gdy Szwecja nie miała, w przeciwieństwie do Danii, opcji pozostania poza strefą euro.**

—szwedzka korona

—duńska korona



- **Fala ataków spekulacyjnych lat 1992-1995 przyczyniła się do przyspieszenia decyzji o utworzeniu strefy euro.**
- **Stworzono wspólny rynek walutowy – zbyt duży, by można było go skutecznie zaatakować.**
- **Można tylko żałować, że nie stworzono wtedy wspólnego rynku obligacji, co oszczędziłoby strefie euro wielu jej późniejszych i dzisiejszych problemów.**

- **Ex post wiemy również, że strefę euro utworzono zbyt szybko, co spowodowało, że np. Hiszpania i Irlandia nie mogły podnieść silnie stóp procentowych, by powstrzymać boom na rynku hipotecznym, co udało się w Nowej Zelandii i Australii.**
- **Nie wzięto też chyba pod uwagę, że ataki spekulacyjne były spektakularne, ale nie pociągnęły za sobą destabilizacji gospodarek krajów ERM...**