

*Emilia Gierach**

MAKROEKONOMICZNE KONSEKWENCJE WYBORU REŻIMU KURSOWEGO

Nie ulega wątpliwości, iż kształtowanie mechanizmów walutowych, ich ewolucja i transpozycja do gospodarek narodowych ma kluczowe znaczenie w kreowaniu międzynarodowych stosunków gospodarczych i finansowych. To również jedna z bardzo newralgicznych kategorii ekonomicznych, mająca fundamentalne znaczenie dla gospodarek narodowych i istotny element polityki gospodarczej. Należy bowiem pamiętać, że wybór systemu kursowego (*exchange rate regime*) rodzi poważne implikacje dla podstawowych parametrów ekonomicznych. Wpływa na możliwość kształtowania bilansu płatniczego, przesądza o stopniu niezależności krajowej polityki monetarnej. Stanowi ponadto ważny parametr decyzyjny i istotne narzędzie przy podejmowaniu decyzji w zakresie handlu zagranicznego. Z tego względu wybór optymalnego systemu kursowego jest jednym z najtrudniejszych, przed jakimi staje krajowa polityka monetarna.

Za uzasadnione uważam twierdzenie, iż w warunkach trwającej od kilku lat destabilizacji rynków finansowych, jak również pełnej gwałtownych napięć sytuacji na światowych rynkach walutowych, konieczne i uprawnione wydaje się wznowienie dyskusja na temat funkcjonowania współczesnych mechanizmów kursowych oraz makroekonomicznych konsekwencji ich stosowania. Zagadnienie to jest szczególnie istotne z punktu widzenia gospodarek takich jak Polska, które podejmują starania zmierzające do zmiany obowiązującego systemu kursowego.

W artykule zawarta jest analiza i ocena współcześnie funkcjonujących mechanizmów kursowych z punktu widzenia makroekonomicznych konsekwencji ich stosowania. Opracowanie składa się z trzech części. Część pierwsza została poświęcona współcześnie funkcjonującym mechanizmom kursowym. Dokonałam ich klasyfikacji i omówienia, uwzględniając typologię prezentowaną na gruncie polskim, jak również oficjalną klasyfikację MFW. Analizę i ocenę konsekwencji wyboru systemu walutowego dla polityki makroekonomicznej zawartą w kolejnym punkcie przeprowadziłam na podstawie teoretycznej

* Doktorantka, Katedra Międzynarodowych Stosunków Gospodarczych, UŁ.

koncepcji tzw. niemożliwej triady J. A. Frankela. Wnioski wynikające z przeprowadzonej analizy i rekomendacje dla polityki monetarnej zebrałam w części trzeciej zamykającej niniejsze opracowanie.

1. KLASYFIKACJA WSPÓŁCZESNYCH SYSTEMÓW KURSOWYCH

Należy pamiętać, iż kształt i struktura funkcjonującego współcześnie wielodewizowego systemu walutowego jest efektem silnej ewolucji systemów walutowych jaka dokonywała się w perspektywie historycznej. Zespół układów, reguł, instytucji i zasad, które określały główne warunki i sposoby funkcjonowania pieniądza w sferze stosunków międzynarodowych zmieniał się kilkakrotnie, przechodząc od najprostszych form pieniądza substancjonalnego ze wszystkimi wariacjami do konstrukcji bardziej sformalizowanych, jak system waluty złotej (*gold standard*), poprzez system sztabowo-złoty (*gold bullion standard*) i dewizowo-złoty (*gold exchange standard*), aż do systemu wielodewizowego.

Za przełomowy dla obowiązujących reguł walutowych moment uznaje się dzień 15.08.1971 r., kiedy to władze amerykańskie podjęły decyzję o zawieszeniu wymienialności dolara na złoto po kursie parytetowym¹. Formalnie system wielodewizowy usankcjonowano po konferencji w Kingston na Jamajce w 1976 r.

Okres „zorganizowanego chaosu”², jak nazwano brak reguł na rynkach walutowych w latach 70. XX w., zaowocował poszukiwaniami nowego porządku walutowego oraz zapoczątkował nowe kierunki polityki kursowej. Przeobrażenia, jakie miały wówczas miejsce w międzynarodowych finansach zainicjowały szereg zmian, które doprowadziły do znacznego zdywersyfikowania współczesnych systemów kursowych. Literatura przedmiotu prezentuje szereg klasyfikacji tych systemów w zależności od przyjętego kryterium i celu prowadzonej analizy.

Na gruncie polskim najczęściej przeprowadzany jest podział kursów walutowych w oparciu o cztery kryteria wprowadzone przez E. Drabowskiego. Należą do nich: czas trwania, czas funkcjonowania, liczebność kursów oraz zakres ingerencji państwa³. W ramach pierwszej grupy różnicuje on kurs na kurs wolnorynkowy, płynne, czarnorynkowe, kursy pośrednie, kursy stałe oraz kursy sztywne.

¹ L. Copeland, *Exchange Rates and International Finance*, Financial Times Prentice Hall 2005, s. 23–26.

² R. Mundell, *The Case for a Managed International Gold System*, [w:] M. B. Connolly (ed.), *The International Monetary System: Choice for the Future* Praeger Special Studies, 1982, za: J. Biłski, *Międzynarodowy system walutowy*, PWE, Warszawa 2006, s. 112.

³ E. Drabowski, *Międzynarodowe stosunki ekonomiczne i finansowe*, PWE, Warszawa 1986, s. 307–321.

Ze względu na czas trwania dzieli kursy na stałe i zmienne. Opierając się na kryterium liczebności wyróżnia system kursu jednolitego, dualnego oraz system różnicowanego kursu. Z uwagi na zakres ingerencji państwa w kształtowanie kursu dzieli je na kursy wolnorynkowe, kursy dopuszczające sporadyczne i ograniczone interwencje oraz kursy sztywne obligujące w szerokim zakresie krajowe władze monetarne do jego utrzymania.

Ponieważ propozycja E. Drabowskiego nie wyczerpuje wszystkich możliwości, w literaturze spotykamy również klasyfikacje systemów walutowych prowadzone na podstawie dodatkowych wskaźników, takich jak m. in.: stosunek do inflacji, relacja do kursu równowagi rynkowej, siły nabywczej, sposób szacowania i przedstawiania⁴.

Na gruncie finansów międzynarodowych kluczową rolę pełni klasyfikacja systemów kursowych przyjęta przez Międzynarodowy Fundusz Walutowy. Opiera się ona na dziewięciu wyróżnionych rodzajach mechanizmów kursowych, tzw. klasyfikacja *de facto*, stanowiących zestawienie systemów kursowych stosowanych przez kraje członkowskie Funduszu (tab. 1.1). Dodatkowo wprowadzono kategorię dziesiątą, która nie jest formalnie reżimem kursowym, ale od strony statystycznej pozwala sklasyfikować te systemy kursowe, które nie spełniają kryteriów żadnej z dziewięciu przyjętych grup. Deklaracje władz monetarnych publikowane są corocznie w formie raportów tzw. „Raportów o regułach kursowych i ograniczeniach dewizowych”. Ponieważ jednak, jak stwierdził J. Frankel, „istnieje różnica pomiędzy tym, co kraje mówią, że zrobią, a tym, co rzeczywiście robią”⁵ MFW zestawia ponadto corocznie tzw. klasyfikację *de jure*, czyli formalne zobowiązania władz monetarnych państw członkowskich w dziedzinie kursów walutowych.

Równoległe funkcjonowanie klasyfikacja, *de facto* vs *de jure*, wynika głównie z faktu, iż władze odpowiedzialne za kształtowanie polityki kursowej nie zawsze dotrzymują swoich zobowiązań w tej dziedzinie. Zdarza się, że zgłaszając odmianę kursu stałego przeprowadzają korekty kursu centralnego, zaś deklarując stosowanie floatingów prowadzą interwencje na rynku walutowym, dążąc do utrzymania określonego poziomu kursu⁶.

⁴ Szerzej por. m.in. P. Bożyk, J. Misala, M. Puławski, *Międzynarodowe stosunki ekonomiczne*, PWE, Warszawa 2002, s. 233–238; E. Chrabonszczewska, K. Kalicki *Teoria i polityka kursu walutowego*, Wyd. SGH, Warszawa 1998, s. 82–85; E. Pietrzak *Międzynarodowe operacje walutowe – rodzaje, mechanizmy, techniki*, BMiB, Warszawa 1992, s. 21–24.

⁵ J. A. Frankel, *Experience of and Lessons from Exchange Rate Regimes in Emerging Economies*, NBER Working Paper 2003, -no. 10032, s. 6; A. Bubula, I. Otker-Robe, *The evolution of exchange rate regimes since 1990: evidence from de facto policies*, IMF Working Paper 2002, no. 155, s. 5.

⁶ M. W. Klein, J. C. Shambaugh, *Exchange Rate Regimes in the Modern Era*, The MIT Press, Cambridge, Mass. 2010, s. 36–46; P. Mason, *Exchange Rate Regime Transitions*, IMF

Tabela 1

Charakterystyka mechanizmów kursowych krajów członkowskich Międzynarodowego Funduszu Walutowego

Mechanizm kursowy	Zasady funkcjonowania
1	2
Porozumienie walutowe wykluczające istnienie pieniądza krajowego (<i>exchange arrangement with no separate legal tender</i>)	Na mocy umowy międzynarodowej kraje ją ratyfikujące wprowadzają jako prawną jednostkę pieniężną walutę kraju trzeciego. Stanowi ona oficjalny środek płatniczy oraz środek cyrkulacji (oficjalna dolaryzacja i euroizacja). Kraje decydujące się na porozumienie walutowe tracą możliwość prowadzenia autonomicznej polityki monetarnej, która zostaje podporządkowana decyzjom monetarnym kraju, którego jednostkę pieniężną wprowadzono do obiegu. Podobne w skutkach jest utworzenie unii monetarnej, zakładającej likwidację walut narodowych. Funkcję kreatora polityki pieniężnej pełni wówczas instytucja ponadnarodowa a obowiązującą jednostką pieniężną jest wspólna dla członków unii waluta.
Zarząd walutowy (<i>currency board arrangement</i>)	Zarząd walutowy jest mechanizmem kursowym, w którym władza monetarna zobowiązuje się do wprowadzenia wymienialności pieniądza krajowego na określoną walutę obcą po stałym kursie. Zobowiązanie musi zostać wykonane pod rygorem sankcji. Ograniczenia dotyczą również emisji pieniądza krajowego. Zarząd walutowy znacznie ogranicza suwerenność władz monetarnych i pozbawia bank centralny swoich tradycyjnych funkcji.
Konwencjonalny stały kurs walutowy (<i>conventional pegged arrangement</i>)	Podstawą funkcjonowania konwencjonalnego stałego kursu walutowego jest określenie punktu odniesienia kursu centralnego danego kraju. Przewiduje się w tym zakresie trojaki możliwości: ustalenie kursu w stosunku do waluty trzeciej, odniesienie do koszyka walut lub też do jednostki międzynarodowej SDR. Kurs waluty krajowej może wahać się wokół wyznaczonego parytetu w ściśle określonych wąskich granicach (do $\pm 1\%$). Władze monetarne podejmują zobowiązanie do interweniowania na rynku walutowym dla utrzymania kursu w przyjętej szerokości marż wahań. Bank centralny ma możliwość prowadzenia polityki kursowej, której zakres zależy od przyjętej elastyczności kursu.
System stabilizowanego kursu walutowego (<i>stabilized arrangement</i>)	W systemie <i>stabilized arrangement</i> kurs spot kształtuje się w granicach $\pm 2\%$ wokół kursu centralnego przez 6 miesięcy lub dłużej. Wymagany margines odchylenia ustala się w odniesieniu do jednej waluty lub ich koszyka. Sklasyfikowanie systemu kursowego do tej kategorii wymaga, aby kurs walutowy pozostawał stabilny w wyniku oficjalnych działań (włączając strukturalne usztywnienia rynku).

Tabela 1 (cd.)

1	2
Kurs stały z wyznaczonymi marżami wahań (<i>pegged exchange rate within horizontal bands</i>)	Mechanizm kursów stałych z przyjętymi marżami wahań jest konstrukcją zbliżoną do systemu kursu konwencjonalnego stałego. Podstawowa różnica pomiędzy tymi mechanizmami polega na poszerzeniu dopuszczalnego pasma wahań powyżej $\pm 1\%$. Amplituda wahań może zatem przekraczać 2%. Stopień niezależności w kształtowaniu krajowej polityki kursowej zależy od szerokości przyjętego pasma.
Pełzający parytet (<i>crawling peg</i>)	System pełzającego parytetu jest rozwiązaniem przejściowym pomiędzy kursem stałym i zmiennym. Jego cechą wyróżniającą jest okresowe dostosowywanie kursu centralnego powiązane ze zmianami wybranych wskaźników ekonomicznych (zwykle stopą inflacji). Autonomia polityki pieniężnej i możliwość prowadzenia interwencji na rynku walutowym jest zbliżona do tej, którą prowadzi się w systemie kursu stałego konwencjonalnego.
Kurs pełzający (<i>crawl like arrangement</i>)	Aby zaliczyć mechanizm kursowy do kategorii <i>crawl-like</i> kurs walutowy musi pozostawać w wąskim marginesie wahań $\pm 2\%$ w relacji do statystycznie potwierdzonego trendu przez 6 miesięcy lub dłużej oraz nie może być uznawany za floating.
System kursu płynnego (<i>floating</i>)	System płynny jest w znacznej mierze determinowany przez czynniki rynkowe. Interwencje na rynku walutowym mogą służyć jedynie łagodzeniu poziomu zmian i zapobieganiu nadmiernym fluktuacjom kursu. Stopień, częstotliwość czy zakres interwencji determinują różne wskaźniki ekonomiczne m.in. saldo bilansu płatniczego, międzynarodowa pozycja rezerwowa.
Niezależny kurs płynny (<i>free floating</i>)	System kursowy można sklasyfikować jako <i>free floating</i> jeśli jego funkcjonowanie jest w pełni uzależnione od prawideł rynkowych. Interwencje na rynku walutowym mogą występować tylko okazjonalnie, mając na celu wyeliminowanie zakłóceń na rynku. W praktyce ich liczba została ograniczona do co najwyżej trzech przypadków w ciągu ostatnich 6 miesięcy, przy czym każda nie może trwać dłużej niż trzy dni robocze.

Źródło: opracowanie własne na podstawie: J. Bilski, *Międzynarodowy system walutowy*, PWE, Warszawa 2006, s. 18–20; K. Habermeier, A. Kokenyne, R. Veyrune, H. Anderson, *Revised System for the Classification of Exchange Rate Arrangement*, IMF, Working Paper 2009, no. 211, s. 11–14; M. Jurek, P. Marszałek, *Pieniądz, polityka pieniężna i systemy kursowe*, Wydawnictwo A E, Poznań 2007, s. 99–100; M. W. Klein, J. C. Shambaugh, *Exchange Rate regimes in the Modern Era*, The MIT Press, Cambridge, Mass. 2010, s. 31–36.

Niezależnie od wykorzystywanych w praktyce rozwiązań stale obowiązująca pozostaje klasyfikacja dychotomiczna, która na jednym biegunie umieszcza kursy stałe, a na przeciwnym kursy płynne. W ostatnich latach coraz powszechniejsza staje się również klasyfikacja trójdzielna uwzględniająca systemy pośrednie, tj. konstrukcje hybrydowe łączące cechy obu powyższych systemów⁷. W moim prze-

⁷ Por. m.in.: J. Bilski, *Międzynarodowy system walutowy*, PWE, Warszawa 2006, s. 14; M. Jurek, P. Marszałek, *Pieniądz, polityka pieniężna i systemy kursowe*, Wydawnictwo A E,

konaniu przyjęcie takiej metody różnicowania nie wpływa na walory poznawcze zagadnienia, mimo to podkreśla znaczny stopień dywersyfikacji mechanizmów kursowych. Należy jednak pamiętać, że nigdy nie będzie to typologia o ostrych przedziałach przynależności.

Tabela 2

Mechanizmy kursowe stosowane przez kraje członkowskie Międzynarodowego Funduszu Walutowego w roku 2009 (klasyfikacja *de facto*)

Mechanizm kursowy	Liczba krajów stosujących	
	nominalnie	%
Porozumienie walutowe wykluczające istnienie pieniądza krajowego (<i>exchange arrangement with no separate legal tender</i>)	10	5,3
Zarząd walutowy (<i>currency board arrangement</i>)	13	6,9
Konwencjonalny stały kurs walutowy (<i>conventional fixed peg arrangement</i>)	45	23,9
System stabilizowanego kursu walutowego (<i>stabilized arrangement</i>)	22	11,8
Kurs stały z wyznaczonymi marżami wahań (<i>pegged exchange rate within horizontal bands</i>)	3	1,6
Pełzający parytet (<i>crawling peg</i>)	5	2,7
Kurs pełzający (<i>crawl like arrangement</i>)	3	1,6
System kursu płynnego (<i>floating</i>)	39	20,7
Niezależny kurs płynny (<i>free floating</i>)	36	19,1
Pozostałe kursy walutowe (<i>Other managed arrangement</i>)	12	6,4
Razem	188	100

Źródło: opracowanie własne na podstawie: K.. Habermeier, A. Kokenyne, R.Veyrune, H.Anderson, *Revised System for the Classification of Exchange Rate Arrangement*, IMF Working Paper 2009, no. 211, s. 4.

Z informacji zawartych w tab. 3 jasno wynika, że istnieją znaczne trudności w jednoznacznym zakwalifikowaniu poszczególnych mechanizmów kursowych do jednej z trzech kategorii. Zwłaszcza kursy pełzające i płynne kierowane nie dają się definitywnie skwantyfikować. Pierwsze z nich, z ograniczonymi, bardzo wąskimi marżami wahań, wykazują cechy kursów stałych o nieco rozluźnionych regułach. Systemy pełzającego parytetu czy pełzającego parytetu w ramach marż wahań, w zależności od przyjętej elastyczności kursu, mogą być zaliczane

zarówno do kursów płynnych, jak i stałych. Z kolei kursy płynne w przypadku ograniczonej interwencji władz monetarnych wykazują istotne znamiona niezależnych *floatingów*.

Tabela 3

Trójdzielny podział systemów kursowych

Systemy kursu stałego (<i>fixed pegs</i>)		Systemy kursów pośrednich (<i>soft pegs</i>)	Systemy kursów zmiennych (<i>floating regimes</i>)
Systemy twardego kursu stałego (<i>hard pegs</i>)	Systemy miękkiego kursu stałego (<i>soft pegs</i>)	Systemy płynnego kursu kierowanego (<i>tightly floats</i>)	Systemy niezależnego kursu płynnego (<i>free floating regimes</i>)
Stosując system twardego kursu stałego władze monetarne ustalają wartość waluty w stosunku do waluty trzeciej bądź nieodwołalnie usztywniony kurs centralny. Na mocy porozumień podejmują również formalne zobowiązanie do jego obrony. Kursy stałe w odmianie twardej wykluczają jakąkolwiek elastyczność kursu walutowego oraz pozbawiają krajowe władze możliwości prowadzenia autonomicznej polityki kursowej	W systemach miękkiego kursu stałego ustalany jest kurs centralny, dla którego przewiduje się okresowe korekty oraz ustala marże wahań w postaci przyjętych punktów interwencyjnych. Władze monetarne zobowiązują się do prowadzenia interwencji na rynku dewizowym, w takim zakresie, aby kurs rynkowy nie przekroczył zakładanego pasma dopuszczalnych odchyień Stopień niezależności krajowej polityki kursowej zależy od przyjętej elastyczności kursu, zazwyczaj jest on jednak nieznaczny.	Systemy płynnego kursu dają władzom monetarnym swobodę w podejmowaniu interwencji na rynku walutowym, w zależności od kształtu przyjętej polityki kursowej oraz zakładanego trendu kursu walutowego W przypadku kursów kierowanych ze strony władz monetarnych nie ma formalnego zobowiązania do utrzymywania kursu na określonym poziomie. Polityka ekonomiczna jest w znacznym stopniu autonomiczna.	Stosując system niezależnego floatingu kształtowanie kursu walutowego jest uzależnione jedynie od czynników rynkowych. Nie ustala się marż wahań a władze monetarne nie mogą podejmować interwencji w celu utrzymania określonego poziomu kursu rynkowego Nie prowadzą też kontroli i monitoringu zmian tego kursu.

Źródło: opracowanie własne na podstawie: M. Jurek, P. Marszałek, *Pieniądz, polityka pieniężna i systemy kursowe*, Wydawnictwo AE, Poznań 2007, s. 100.

Specyficzne przenikania się mechanizmów kursowych oraz w wielu punktach zbieżność reguł kursowych rodzi oczywiście problemy natury typologicznej. W praktyce należy jednak pamiętać, że zwłaszcza reżimy brzegowe implikują istnienie skrajnie różnych efektów makroekonomicznych oraz nakładają zdecydowanie odmienne zobowiązania na krajowe polityki pieniężne.

2. MAKROEKONOMICZNE KONSEKWENCJE WYBORU SYSTEMU KURSOWEGO – KONCEPCJA NIEMOŻLIWEJ TRIADY J. A. FRANKELA

Biorąc pod uwagę, iż systemy kursowe stosowane w krajach członkowskich MFW znacznie różnią się strukturą i sposobem funkcjonowania mogą przysparzać różnych korzyści i stwarzać odmienne zagrożenia dla państw, które je wykorzystują. Stosuje się je bowiem w odmiennych warunkach gospodarczych, dążąc do osiągnięcia niejednorodnych celów makroekonomicznych. Z tego względu, z punktu widzenia polityki kursowej, istotne jest poznanie implikacji wynikających ze stosowania różnych systemów kursowych.

Punktem wyjścia dla rozpoczęcia dyskusji na temat konsekwencji wyboru mechanizmu kursowego jest zapoznanie z koncepcją tzw. niemożliwej triady (*impossible trinity*) zaproponowaną przez J. A. Frankela. (schemat 1)⁸ Teoria magicznego trójkąta, mimo licznych kontrowersji i niespójności logicznych, wywarła silny wpływ na spór w sprawie korzyści i zagrożeń płynących ze stosowania różnych systemów kursu walutowego.

Zgodnie z jej założeniami władze monetarne mają do wyboru trzy zasadnicze cele polityki gospodarczej: zapewnienie swobody przepływu kapitału, utrzymanie stabilności kursu walutowego i zachowanie niezależności krajowej polityki monetarnej. Jednocześnie dokonując wyboru systemu kursowego mogą sprawnie realizować tylko dwa z nich⁹. Analizując przyjęty schemat widzimy, iż stosując system niezależnego kursu płynnego istnieje możliwość zachowania autonomicznej polityki monetarnej oraz zintegrowania rynków finansowych. Celem niezrealizowanym będzie natomiast stabilizacja kursów walutowych. Analogicznie w przypadku kursów sztywnych czy unii walutowych stabilności kursów i integracji finansowej towarzyszy utrata suwerenności monetarnej.

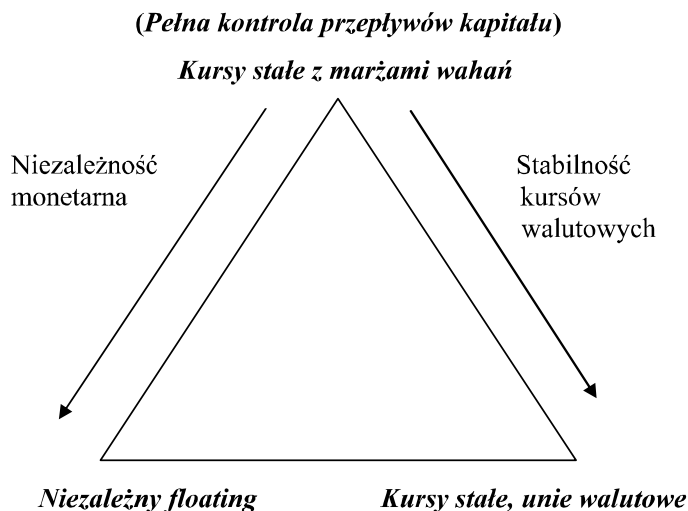
W moim przekonaniu konstrukcja J. A. Frankela jest znacznym uproszczeniem i nie można bezkrytycznie wykorzystywać jej założeń w procesie decyzyjnym. Współcześnie spotykamy liczne przykłady gospodarek, które z powodzeniem prowadzą aktywną politykę monetarną przy sztywnym kursie (Wielka Brytania, Szwecja) lub też takie, które w warunkach niezależnego floatingu tracą suwerenność polityki pieniężnej (Polska)¹⁰. Teoria ta ma jednak istotne walory poglądowe, unaoczniające zróżnicowane konsekwencje wynikające z przyjętych rozwiązań kursowych.

⁸ J. A. Frankel tworząc konstrukcję magicznego trójkąta umieścił na jego wierzchołku pełną kontrolę przepływów kapitału. Ponieważ nie jest to rodzaj mechanizmu kursowego w pełni uzasadnione jest stanowisko J. Bilskiego, że dla zachowania logiki analizy na szczycie trójkąta powinny znaleźć się kursy stałe z marżami wahań. Podzielając tę opinię, w dalszej części oprę się na zmodyfikowanej koncepcji niemożliwej triady.

⁹ Por. m. in.: M. W. Klein, J. C. Shambaugh, *Exchange Rate Regimes...*, s. 15–17; M. Obstfeld, J. C. Shambaugh, A. M. Taylor, *The Trilemma in History: Tradeoff among Exchange Rates, Monetary Policy and Capital Mobility*, NBER Working Paper 2004, no. 10 396, s. 1.

¹⁰ J. B i l s k i, *Międzynarodowy system...*, s. 235.

Schemat 1. Magiczny trójkąt J. A. Frankela



Źródło: J. A. Frankel, *No single currency regime is right for all countries or at all times*, „Princeton Essays in International Finance” 1999, no.. 215; s. 6, cyt. za: J. Bilski, *Międzynarodowy system walutowy*, PWE, Warszawa 2006, s. 234.

W literaturze przedmiotu analiza korzyści i kosztów stosowania poszczególnych mechanizmów kursowych, w oparciu o kryterium elastyczności, jest zwyczajowo prowadzona w warunkach klasyfikacji trójdzielnej. Moim zdaniem rozwiązanie to daje szersze pole do rozważań teoretycznych, zaburza jednak logikę rozumowania, kiedy uwzględniamy ograniczenia wynikające z ułomności takiego podziału (por. pkt 1). Biorąc pod uwagę, że istnienie tzw. kursów pośrednich z elastycznymi marżami wahań czy dopuszczalnymi korektami kursu centralnego prowadzi do znacznej zmienności kursów stałych czy usztywnienia kursów płynnych, analizę konsekwencji makroekonomicznych będę prowadziła opierając się na klasyfikacji dychotomicznej.

Analizując system kursu stałego należy przede wszystkim podkreślić, że wiąże się on z całkowitą utratą niezależności krajowej polityki monetarnej. Jest ona wówczas kształtowana w wysokim stopniu pod wpływem polityki pieniężnej i sytuacji gospodarczej hegemonu, czyli państwa, z którego walutą powiązano walutę krajową. Powoduje to znaczne ograniczenie funkcji pełnionych dotychczas przez bank centralny, który nie może realizować celów wewnętrznych (np. utrzymania stabilnego poziomu cen, wysokiego poziomu zatrudnienia etc.) bez uwzględnienia celu nadrzędnego, jakim jest utrzymanie określonej wysokości kursu.

Całkowite usztywnienie kursu centralnego wiąże się dodatkowo z przyjęciem przez władze monetarne zobowiązań do obrony jego poziomu. W związku z tym,

państwo ma obowiązek przeprowadzania interwencji na rynku dewizowym w celu stabilizowania kursu w przyjętych granicach odchyień. Wymaga to utrzymania odpowiednio wysokiego poziomu rezerw i poniesienia kosztów działań stabilizacyjnych. Wykorzystywanie systemów kursu stałego pozbawia gospodarkę krajową istotnego narzędzia kształtowania bilansu płatniczego, jakim jest zmienność kursu walutowego. Odbiera również możliwość wykorzystanie instrumentu konkurencyjnych dewaluacji, stosowanych doraźnie dla ożywienia gospodarki.

Istnieje jednak szereg korzyści wynikających dla gospodarki narodowej ze stosowania mechanizmu kursów stałych. Jako kluczowy podaje się argument pełnej stabilizacji rynków walutowych. W odmianie twardego kursu następuje całkowita eliminacja ryzyka kursowego, w jego zmiękczonych wersjach znaczne jego ograniczenie. Prowadzi to, w prostej linii, do ograniczenia kosztów transakcyjnych oraz wykluczenia bądź zminimalizowania niepewności dotyczącej przyszłego kształtowania się kursu walutowego.

System sztywnego kursu sprzyja również integracji rynków finansowych. Ułatwia to dostęp do zagranicznego kapitału, obniża jego koszt, stanowi również skuteczny mechanizm absorpcji szoków asymetrycznych.

Stabilny czy nawet sztywny kurs walutowy wywiera ponadto dodatni wpływ na handel zagraniczny w obszarze odniesienia. Efektywna wymiana towarów, czynników produkcji, swoboda wykorzystywania przewag komparatywnych, korzyści rozszerzenia skali produkcji przyczyniają się długoterminowo do wzrostu gospodarczego i dobrobytu. Zwiększenie wolumenu wymiany z zagranicą, sprawne unikanie tzw. bąbli spekulacyjnych i ograniczenie długookresowej niepewności sprzyja otwieraniu się gospodarki i wspiera proces regionalnej integracji gospodarczej. Należy również zauważyć, iż surowsze reguły polityki monetarnej sprzyjają efektywnemu kształtowaniu oczekiwań inflacyjnych i stabilizowaniu poziomu cen.

Zgoda odmiennie prezentuje się rozkład korzyści i kosztów w systemie niezależnego floatingu. Przede wszystkim państwa prowadzą w pełni niezależną politykę pieniężną i kursową. Doświadczenia z okresu kryzysu finansowego pokazują, że jest to szczególnie istotne w przypadku wystąpienia szoków asymetrycznych, zwłaszcza jeśli gospodarki narodowe nie posiadają dobrze wykształconych alternatywnych mechanizmów absorbujących. Kanał kursowy pełni wówczas rolę stabilizatora bilansu płatniczego i automatycznego narzędzia reanimacji gospodarki.

Należy również zwrócić uwagę na rolę instytucji monetarnych w systemach płynnych. Niezależny floating zapewnia bankom centralnym pełnienie wszystkich tradycyjnych funkcji oraz realizację celów wewnętrznych, bez konieczności stabilizowania kursu. Ponieważ kurs rynkowy jest kształtowany w oparciu o działanie sił rynkowych, władze monetarne, w przypadku czystego *floatingu*, nie mają obowiązku jego obrony. Tym samym wyeliminowana zostaje konieczność utrzymywania wysokich rezerw walutowych oraz prowadzenia interwencji na rynku dewizowym. Wiąże się to oczywiście z redukcją kosztów.

Tabela 4

Zestawienie korzyści i kosztów wynikających ze stosowania stałych i zmiennych mechanizmów kursowych

System kursu stałego		System kursu zmiennego	
korzyści	koszty	korzyści	koszty
Stabilność kursów walutowych, eliminacja ryzyka kursowego	Utrata niezależności monetarnej	Pełna niezależność polityki monetarnej	Brak stabilności kursów walutowych, wzrost ryzyka kursowego i kosztów transakcyjnych
Integracja rynków finansowych	Uzależnienie krajowej polityki monetarnej od polityki i sytuacji gospodarczej państwa hegemonu	Możliwość realizacji celów wewnętrznych bez konieczności stabilizowania kursu	Brak reguł dyscyplinujących politykę pieniężną
Utrzymywanie równowagi zewnętrznej	Spekulacja na zmianę kursu	Wykorzystanie kursu jako stabilizatora bilansu płatniczego	Trudności w prowadzeniu polityki antyinflacyjnej na skutek destabilizujących przepływów kapitału
Możliwość szybszego i łatwiejszego wpływania na stopę inflacji i oczekiwania inflacyjne	Konieczność prowadzenia interwencji walutowych w celu stabilizowania kursu	Eliminacja ryzyka spekulacji na zmianę kursu	Destabilizacja rozmiarów importu i eksportu oraz struktury gospodarki przy nadmiernych fluktuacjach kursu
Wyrównywanie stóp procentowych	Utrzymywanie wysokiego poziomu rezerw walutowych	Brak konieczności prowadzenia interwencji walutowych, redukcja rezerw walutowych	Tworzenie warunków dla znacznych przepływów krótkoterminowych kapitałów zaburzających równowagę w rachunku obrotów bieżących
Dodatni wpływ na handel zagraniczny, zwiększenie wolumenu wymiany z zagranicą		Liberalizacja rynków finansowych	

Źródło: opracowanie własne na podstawie materiałów źródłowych wykorzystanych w opracowaniu.

Istnieje jednak szereg negatywnych konsekwencji stosowania systemów płynnych. W pierwszej kolejności wymienia się brak stabilności kursów walutowych, wzrost ryzyka kursowego oraz kosztów transakcyjnych. Znaczne wahania

na rynkach walutowych przekładają się dalej na ograniczenie kreacji handlu zagranicznego, powodują ucieczkę inwestorów, a tym samym destabilizują rozmiary importu i eksportu oraz implikują zmiany w strukturze gospodarki.

W przypadku kursu rynkowego tworzą się również warunki do znacznych przepływów kapitałów krótkoterminowych, które zaburzają równowagę w rachunku obrotów bieżących. Nierównowagom bilansowym, mogą towarzyszyć również trudności w prowadzeniu polityki antyinflacyjnej.

Z powyższej analizy można wnioskować, że dyskusja na temat korzyści i kosztów stosowania poszczególnych systemów kursowych, która rozgorzała w II połowie lat 70., po upadku systemu z Bretton Woods, jest stale nie mniej emocjonująca. Wśród uczestników sporu istnieje jednak powszechna zgodność, iż żaden system kursowy nie jest lekarstwem na wszystkie zaburzenia gospodarcze i żaden nie jest dobry dla gospodarki na zawsze¹¹.

3. PODSUMOWANIE I REKOMENDACJE

W warunkach znacznej dywersyfikacji mechanizmów kursowych oraz zróżnicowanych konsekwencji makroekonomicznych wynikających ze stosowania poszczególnych reżimów, wybór optymalnego systemu kursowego winien być skorelowany z pozycją ekonomiczną kraju oraz uwzględniać prognozy co do kształtu i kierunków ewolucji gospodarki światowej w zakresie polityki kursowej.

Istotne jest zatem wypracowanie katalogu czynników i cech, które implikują decyzje władz monetarnych w zakresie polityki kursu walutowego. Nie jest możliwe stworzenie zamkniętej listy przesłanek, tym niemniej można wyodrębnić te, które wymagają uwzględnienia w procesie decyzyjnym.

Do najważniejszych z nich zaliczamy¹²:

- zakładany poziom niezależności krajowych władz monetarnych,
- stopień otwartości gospodarki,
- strukturę geograficzną handlu zagranicznego;
- stopień rozwoju rynków finansowych,
- zakres wymienialności waluty krajowej,
- strukturę bilansu płatniczego,
- wielkość gospodarki i jej struktura,
- zdolność do zabezpieczania ryzyka walutowego,
- przynależność do międzynarodowych organizacji finansowych,
- kondycję finansów publicznych,
- sytuację na światowych rynkach finansowych.

¹¹ J. A. Frankel, *No Single Currency Regime is Right for All Countries or at All Times*”, NBER Working Paper 1999, no. 7338, s. 1.

¹² Zestawienie na podstawie materiałów źródłowych wykorzystanych w opracowaniu.

Szerokie spektrum czynników, które są silnie skorelowane z mechanizmem kursowym potwierdza w moim przekonaniu tezę, iż wybór reżimu kursowego powinien być dokonywany na podstawie analizy szczegółowych uwarunkowań makroekonomicznych poszczególnych gospodarek. Potwierdzenie tego stanowiska można spotkać w pracach wielu badaczy, którzy wskazują, że struktura gospodarki, faza rozwoju, stopień powiązań międzynarodowych etc. przesądza o rodzaju stosowanego mechanizmu kursowego¹³. Podejście takie jest w pełni zasadne, stąd podzielam stanowisko badaczy. Tym nie mniej, w moim przekonaniu w prezentowanych dotychczas opracowaniach i stanowiskach środowisk naukowych i ekonomicznych zbyt małą wagę przypisuje się prognozom dotyczącym perspektyw rozwoju poszczególnych reżimów kursowych. Należy bowiem pamiętać, iż sposób prowadzenia polityki monetarnej przez partnerów gospodarczych, handlowych, politycznych ma istotne znaczenia dla gospodarki krajowej. Usztywnienie kursu waluty obcej, całkowite jej urynkowanie bądź rozbudowanie mechanizmów interwencji walutowych oddziałuje w sferze makroekonomicznej m.in. na bilans handlowy, przepływy kapitałowe oraz w skali mikro na wysokość zysków i strat z działalności operacyjnej czy koszty zabezpieczeń ryzyka walutowego. Stąd istotne jest, aby do prowadzenia krajowej polityki monetarnej korzystano z trendów i prognoz rozwoju mechanizmów kursowych.

Warto w tym miejscu podjąć próbę określenia przyszłych kierunków rozwoju polityki kursowej. W mojej ocenie, w najbliższym okresie należy oczekiwać, iż polityka w zakresie kursu walutowego rozwinie się w kierunku polityki o silnym nurcie interwencyjnym. Stanowisko takie jest zasadne w świetle danych statystycznych MFW potwierdzających działania władz monetarnych podjęte od roku 2008, tj. w reakcji na pierwszą falę kryzysu na rynkach finansowych.

Analizując dane MFW możemy jednoznacznie wskazać, iż gwałtowna destabilizacja gospodarki światowej zaowocowała rozwojem interwencjonizmu w zakresie polityki kursowej. Do roku 2008 w publikowanych corocznie zestawieniach dotyczących stosowania przez członków MFW mechanizmów kursowych funkcjonowała kategoria *independent floating*, czyli kursu płynnego niezależnego, w którego przypadku wykluczone było podejmowanie jakichkolwiek działań interwencyjnych. System ten stosowało wówczas 40 krajów (22% członków MFW). Rok później MFW podjął decyzję o zmianie sposobu klasyfikacji mechanizmów kursowych, zastępując kategorię kursu niezależnego płynnego kategorią *free floating*. Od tego momentu kategoria *free floating* jest to najbardziej rynkowy mechanizm kursowy, w którego obrębie dopuszczono jednak możliwość podejmowania okazjonalnych działań interwencyjnych na rynku walutowym. W 2009 r. 36 krajów członkowskich MFW (tj. 19% ogólnej liczby) deklarowało stosowanie tego właśnie mechanizmu¹⁴.

¹³ Por. m. in. A. Berg, E. Borensztein, *The Choice of Exchange Rate Regime and Monetary Target in Highly Dollarized Economies*, IMF Working Paper 2000, no. 29, s. 23–24; M. Bordo, *Exchange Rate Regime Choice in Historical Perspective*, IMF Working Paper 2003, no. 160, s. 23–24.

¹⁴ K. Habermeier, A. Kokenyne, R. Veyrune, H. Anderson, *Revised System for the Classification of Exchange Rate Arrangement*, IMF Working Paper 2009, no. 211.

Należy przy tym pamiętać, iż decyzja MFW dotycząca zmiany katalogu realnie funkcjonujących reżimów kursowych była podyktowana narastającą liczbą interwencji prowadzonych przez kraje członkowskie na rynkach dewizowych oraz znacznymi rozbieżnościami pomiędzy klasyfikacją *de facto* a *de jure*. Oznacza to, iż kraje deklarujące stosowanie niezależnych mechanizmów kursowych w rzeczywistości podejmowały działania zmierzające do administracyjnego kształtowania poziomu kursu walutowego.

Ważnym elementem przesądzającym o rozwoju polityki interwencyjnej jest również kondycja sektora finansów publicznych. Gospodarki borykają się z problemem narastającego długu publicznego, który w części jest denominowany w walutach obcych. Można zatem zakładać, iż dla zredukowania nominalnej wartości długu bądź utrzymania progu wypłacalności na poziomie poniżej 60% PKB, władze monetarne będą podejmowały interwencje na rynku dewizowym.

Istotnym czynnikiem, który w kolejnych okresach może nasilać zjawisko interwencjonizmu na rynku walutowym jest utrzymująca się destabilizacja finansowa gospodarki światowej. Operowanie poziomem kursu walutowego staje się w tych warunkach dogodnym narzędziem utrzymywania równowagi. Ponadto spadek zaufania do głównych walut tj. USD oraz EUR powoduje odpływy kapitału do krajów relatywnie stabilnych gospodarczo, jak np. Szwajcaria. Prowadzi to jednak do sytuacji, kiedy gospodarka nadwyżkowa, na skutek gwałtownej aprecjacji waluty traci swoją przewagę konkurencyjną. W przypadku Szwajcarii, w 2011 r. zaowocowało to zapowiedzią podjęcia działań interwencyjnych, zmierzających do zdeprecjonowania franka szwajcarskiego i usztywnienia jego poziomu w stosunku do euro.

Mogę zatem stwierdzić, iż istnieją realne przesłanki uzasadniające tezę, iż perspektywie kilkuletniej zjawisko interwencjonizmu na rynkach walutowych będzie miało tendencję narastającą.

Emilia Gierach

MACROECONOMIC CONSEQUENCES OF CHOICE OF THE EXCHANGE RATE REGIMES

The main aim of this article, is to analyze and evaluate macroeconomic consequences arising from using the exchange rate regimes. The study has been divided to three parts. In the first section I have done the theoretical review of the exchange rate regimes functioning these days. The second part has analytical convention and has been devoted to discuss implications which are result of implementation of selected mechanisms to the national economy. In the summary part I have concluded proposals and recommendations from conducted analyzes and the forecast concerning the perspective of exchange rate regimes development.