

**Henryk Bąk**

Szkoła Główna Handlowa w Warszawie

---

## **POLITYKA KURSOWA PRZED WEJŚCIEM DO MECHANIZMU ERM II**

---

**Streszczenie:** W artykule omówione zostały teoretyczne i praktyczne aspekty polityki kursowej w okresie przed wejściem do mechanizmu ERM II. Autor przeanalizował mechanizm kursu płynnego zastosowany w Polsce pod kątem wejścia do strefy euro i zaprezentował stanowisko, że kurs płynny kierowany byłby znacznie lepszym mechanizmem ustabilizowania złotego przed wejściem do ERM II niż kurs płynny niezależny.

**Słowa kluczowe:** polityka kursowa, mechanizmy kursowe, ERM II, stabilność kursowa.

### **1. Wstęp**

Po upadku na początku lat 70. XX w. systemu walutowego z Bretton Woods, zobowiązującego kraje członkowskie Międzynarodowego Funduszu Walutowego (MFW) do utrzymywania stałych kursów walutowych względem złota (lub dolara USA), rozpoczęła się trwająca do dzisiaj era stosowania zróżnicowanych mechanizmów kursowych. Czołowe kraje świata zaczęły stosować płynne kursy walutowe, gdyż ustalone wcześniej parytety w złocie straciły zupełnie na znaczeniu w sytuacji braku stabilności (zmienna cena) złota oraz nieadekwatności parytetów względem fundamentów poszczególnych gospodarek. Kraje rozwijające się, a także państwa znajdujące się na etapie doganiania starały się stabilizować swoje kursy względem głównych partnerów handlowych, ażeby w możliwie szerokim zakresie ograniczyć, a nawet wyeliminować ryzyko kursowe, które znacznie utrudnia prowadzenie przez podmioty zaangażowane w wymianę gospodarczą z zagranicą zarówno rachunku ekonomicznego krótkookresowego, jak i rachunku długookresowego (rachunku opłacalności przedsięwzięć rozwojowych). Kraje, które nie były w stanie utrzymać pod kontrolą równowagi wewnętrznej i charakteryzowały się relatywnie wyższą inflacją w porównaniu z krajami będącymi ich głównymi partnerami handlowymi, starały się utrzymywać pośrednie mechanizmy kursowe, tak żeby poprzez sukcesywnie dokonywane dostosowania kursowe utrzymać konkurencyjność cenową eksportu i jednocześnie zachować pod kontrolą równowagę zewnętrzną.

## 2. Polityka kursowa

Polityka kursowa polega na wykorzystywaniu kursu przez władze (bank centralny lub rząd) z myślą o zrealizowaniu określonych celów gospodarczych<sup>1</sup>.

Do instrumentów polityki kursowej zalicza się:

- ustalanie oraz zmienianie kursu centralnego (parytetowego),
- określenie zakresu wymienialności pieniądza krajowego,
- podejmowanie interwencji na rynku walutowym [Chrabonszczewska, Kalicki 1996, s. 111-118].

Kurs walutowy jest przede wszystkim instrumentem polityki pieniężnej. Polityka ta może przyczyniać się do stabilności gospodarczej poprzez utrzymywanie stabilności pieniądza krajowego. Kurs jest jednocześnie zewnętrzną miarą stabilności pieniądza krajowego. Nadmierne wahania kursowe wskazują na brak stabilności monetarnej. Długookresowa stabilność kursowa przy utrzymywaniu równowagi zewnętrznej wskazuje, że dany kraj rozwija się w tempie zbliżonym do czołowych partnerów gospodarczych. Utrzymywanie się przez dłuższy okres nadwyżki w bilansie płatniczym świadczy o silnych fundamentach gospodarczych i przejawia się w umacnianiu realnego kursu walutowego. Rządy krajów, których waluty realnie się osłabiają, wywierają najczęściej naciski na władze monetarne waluty umacniającej się, aby dokonana została rewaluacja parytetu kursowego. O znaczeniu stabilności kursowej dla rozwoju gospodarczego może świadczyć przykład państw członkowskich Wspólnoty Europejskiej, które w 1969 r., czyli jeszcze przed upadkiem systemu z Bretton Woods, opracowały plan Wernera – utworzenia Europejskiej Unii Gospodarczej i Walutowej, a po przyjęciu w grudniu 1971 r. Smithsonian Agreement, przewidującego rozszerzenie przedziału wahań kursowych z 2% do 4,5%, podjęły dość szybko decyzję (już na początku marca 1972 r.) o utworzeniu „węża w tunelu”, czyli zawężeniu przedziału wzajemnych wahań swoich walut do poziomu 2,25% [Schaal 1996, s. 122-124]. Kraje, które nie były w stanie utrzymać stabilności gospodarczej, w obawie przed skutkami spekulacji walutowej przeważnie upłynniały swoje kursy walutowe. Tak uczyniła w pierwszej połowie 1972 r. Wielka Brytania, a wkrótce także Irlandia.

Celem polityki kursowej może być też wspieranie polityki gospodarczej rządu. Dobitym tego przykładem była do końca lat 80. polityka gospodarcza Japonii, a także Korei Płd. W państwach tych polityka kursowa nastawiona była przede wszystkim na stymulowanie wzrostu gospodarczego poprzez wspieranie eksportu<sup>2</sup>. Ze

<sup>1</sup> Problem realizacji różnych celów przy wykorzystaniu instrumentów polityki kursowej omawiany jest stosunkowo szeroko w literaturze niemieckojęzycznej (patrz: [Lechner 1988, s. 2-17]).

<sup>2</sup> Należy tu podkreślić, że w krajach nastawionych na rozwój gospodarczy poprzez aktywne wspieranie międzynarodowej zdolności konkurencyjnej gospodarki kurs walutowy był tylko jednym z wielu instrumentów oddziaływania na gospodarkę. Kompleksową analizę powyższych zagadnień zawiera monografia: [Bossak 1984, s. 404]. J. Bossak wskazał, że po upłynieniu jena w latach 70. w porównaniu z kursem nominalnym w relacji do dolara USA znacznie mniejszym wahaniom podlegał realny kurs jena, a jeszcze mniejszym realny efektywny kurs walutowy jena (zob. [Bossak 1984, s. 113-114]).

względu na liberalizację handlu zagranicznego oraz międzynarodowych przepływów kapitałowych Japonia w latach 80. XX w. zmodyfikowała formy ochrony jena przed aprecjacją. Podejmowane były działania w kierunku zniechęcania zagranicznych inwestorów do dokonywania inwestycji portfelowych w Japonii, a jednocześnie silnie wspierano japoński eksport kapitału [Chrabonszczewska, Kalicki 1996, s. 136]. Japonia stała się wówczas jednym z największych eksporterów kapitału na świecie<sup>3</sup>.

Z dokonanego krótkiego wprowadzenia wynika, że kluczowe znaczenie dla wspierania wzrostu gospodarczego ma dążenie do utrzymania stabilnych kursów walutowych. Ma to szczególne znaczenie dla krajów, których rozwój zależy w istotnej mierze od współpracy gospodarczej z zagranicą. Dlatego też państwa członkowskie Wspólnoty Europejskiej konsekwentnie dążyły do zachowania stabilności kursowej, a docelowo do utworzenia unii walutowej. Historia praktycznego stosowania kursów płynnych jest stosunkowo krótka, gdyż zaczęła się dopiero na początku lat 70. XX w. Taki mechanizm kursowy może być z powodzeniem stosowany przez kraj duży, dla którego kluczowe znaczenie ma rynek wewnętrzny, a relatywnie mniejszą rolę odgrywa handel zagraniczny. Zagorzałym zwolennikiem kursów płynnych był Milton Friedman, który swoje stanowisko zaprezentował w 1953 r. w szeroko cytowanym artykule *The Case for Flexible Exchange Rates*<sup>4</sup>. W artykule tym M. Friedman wskazał w szczególności na problem utrzymywania równowagi bilansu płatniczego poprzez mechanizm rynkowych dostosowań kursowych, gdyż swobodnie kształtujący się kurs walutowy jest ceną niezmiernie wrażliwą, reagującą na zmiany na rynku walutowym szybko (bez zbędnej zwłoki) i w sposób automatyczny. Poza tym M. Friedman uważał, że płynne kursy będą sprzyjać rozwojowi nieskrępowanej wymiany międzynarodowej, są niezbędne do harmonizacji wewnętrznej polityki pieniężnej z polityką fiskalną oraz do przeciwdziałania inflacji w warunkach wzmagania się presji remilitaryzacji (okres zimnej wojny). M. Friedman słusznie podkreślił, że kursy płynne sprzyjają utrzymaniu równowagi zewnętrznej bez konieczności dokonywania interwencji walutowych, co może doprowadzić do utraty rezerw dewizowych. W systemie kursu płynnego ryzyko zmian kursowych jest w pełni przenieszone na podmioty gospodarujące. Poza tym możliwości spekulacji walutowych wzrastają, gdy spekulanci mają pewność, że władza gospodarcza interwencji walutowych nie podejmie. Możliwości te w szczególności wzrastają na mało płynnych rynkach walutowych, a także w sytuacji wystąpienia zaburzeń na międzynarodowych rynkach finansowych. Tych zagrożeń autor memorandum jednak nie docenił. Do stosowania płynnych kursów walutowych odwołują się jednak kraje dążące generalnie do utrzymania stabilności kursowej, ale przy słabszych fundamentach gospodarki mają poważne problemy z utrzymaniem równowagi zewnętrznej. Tak

---

<sup>3</sup> Udział japońskich inwestycji zagranicznych w inwestycjach światowych wzrósł z 3% w 1980 r. do poziomu 21% w 1997 r. (zob. [Ząbkowicz 2006, s. 126]).

<sup>4</sup> Powyższy artykuł należy do standardu kluczowych opracowań z zakresu finansów międzynarodowych i był niejednokrotnie przedrukowywany (zob. np. [Allen, Allen (red.) 1959, s. 313-347]).

uczyniła Wielka Brytania w 1972 r., a także w 1992 r. Kryzys walutowy w tym okresie został zainicjowany przez G. Sorosa, którego fundusze inwestycyjne podjęły szeroko zakrojoną akcję spekulacyjną przeciwko funtowi szterlingowi. W okresie 1992-1993 Europejski System Walutowy przeszedł największy kryzys od momentu jego utworzenia w 1979 r. Dotknął on w szczególności unijne gospodarki o słabszych fundamentach, czyli poza Wielką Brytanią także Irlandię, Hiszpanię, Portugalie, Francję i Włochy oraz kraje skandynawskie (Finlandię, Szwecję i Norwegię), które dopiero w 1991 r. związały swoje waluty z ECU [Gruszczyński 2002, s. 54-61]. Finlandia, która po zdewaluowaniu marki o 12% w czerwcu 1991 r. usztywniła swój kurs względem ECU, już w listopadzie tego roku po spekulacyjnym odpływie kapitału zmuszona została do upłynnienia swojej waluty [Chrabonszczewska, Kalicki 1996, s. 127-130].

### 3. Mechanizmy kursowe

Po załamaniu się międzynarodowego systemu walutowego z Bretton Woods, opartego na mechanizmie kursu stałego, ale z możliwością dostosowania parytetu do fundamentów gospodarki (*adjustable peg*), rozpoczął się okres wykorzystywania zróżnicowanych mechanizmów kursowych. Do 1998 r. Międzynarodowy Fundusz Walutowy klasyfikował mechanizmy kursowe stosowane przez poszczególne państwa członkowskie do trzech kategorii:

- mechanizmów opartych na kursach stałych (*pegged*), powiązanych z jedną walutą, najczęściej z dolarem USA lub z koszykiem walut, np. z SDR,
- mechanizmów o ograniczonej płynności (*flexibility limited*) w stosunku do pojedynczej waluty lub powiązanych współpracą walutową (ERM),
- mechanizmów upłynnionych (*more flexible*), obejmujących kurs płynny kierowany (*other managed floating*) oraz kurs płynny swobodnie (*independently floating*) [IMF 1998, s. 140-141].

Od 1999 r. MFW klasyfikuje kursy do ośmiu kategorii, kierując się dwoma podstawowymi kryteriami<sup>5</sup>:

- kryterium zakresu zmienności kursu, poczynszy od braku własnej waluty poprzez kursy stałe, następnie mechanizmy pośrednie, aż po drugi biegun – mechanizm kursu w pełni płynnego,
- kryterium celu w polityce pieniężnej, przyjmując pięć rodzajów tej polityki, czyli cel kotwicy walutowej, agregatów monetarnych, cel inflacyjny, wskaźniki monetarne ustalone w programach MFW oraz inny rodzaj polityki [IMF 2001, s. 123-125].

---

<sup>5</sup> J. Bilski podkreśla, że MFW stosuje też kryterium sposobu określenia wartości waluty (względem jednej waluty lub koszyka walut) oraz kryterium jawności (*transparency*) polityki kursowej (zob. [Bilski 2006, s. 18]).

Opierając się na tych podstawowych kryteriach, MFW pogrupował mechanizmy faktycznie stosowane w poszczególnych krajach w szachownicę z uwzględnieniem także autonomii kraju w zakresie możliwości prowadzenia niezależnej polityki pieniężnej. Na jednym biegunie znajduje się więc unia walutowa (a także jednostronne wprowadzenie waluty innego kraju, np. poprzez jednostronną euroizację lub dolaryzację), gdy dany kraj nie prowadzi samodzielnie polityki monetarnej ze względu na brak własnej waluty, a na drugim biegunie jest kurs w pełni płynny, który daje władzy monetarnej swobodę w zakresie prowadzenia polityki pieniężnej. Kraj, który nie emituje własnej waluty, nie może więc prowadzić własnej polityki monetarnej. Natomiast w przypadku stosowania kursu w pełni płynnego władza gospodarcza nie wywiera wpływu na jego kształtowanie się<sup>6</sup>. Kurs przestaje być w zasadzie instrumentem polityki gospodarczej, ale władza monetarna zachowuje pełną autonomię w zakresie prowadzenia polityki pieniężnej.

Mechanizm jednostronnej euroizacji był w Polsce w latach 1999-2001 szeroko dyskutowany jako jeden ze sposobów rozwiązania bieżących problemów kursowo-walutowych naszego kraju. Jednocześnie byłby to sposób na wprowadzenie euro bez konieczności realizacji kryteriów konwergencji określonych w Traktacie z Maastricht<sup>7</sup>. Powyższa propozycja znalazła też wsparcie u niektórych przedstawicieli NBP, ale została jednak negatywnie oceniona przez stosowne organy UE.

Mechanizm izby walutowej (*currency board*, określane także jako zarząd walutą lub urząd emisji pieniądza) jest systemem kursowym, który oznacza sztywne powiązanie kursu pieniądza krajowego z inną walutą, np. z euro lub z dolarem USA. Władza monetarna zobowiązana jest ustawowo lub konstytucyjnie do utrzymywania sztywnego kursu, a także do przestrzegania reguły pokrycia ilości pieniądza w obiegu rezerwami dewizowymi. Z nowych państw członkowskich UE mechanizm izby walutowej stosują jako jednostronne zobowiązanie Estonia i Litwa (pomimo wprowadzenia swoich walut do mechanizmu ERM II), a także Bułgaria.

Mechanizm kursu stałego (*fixed peg*) jest systemem zbliżonym do izby walutowej, ale bez ustawowego zobowiązania utrzymywania stałego kursu oraz powiązania obiegu pieniądza z rezerwami walutowymi. Władza monetarna zobowiązana jest do utrzymania kotwicy kursowej, ale dysponuje też pewną swobodą w zakresie prowadzenia polityki pieniężnej. Tego rodzaju mechanizm stosuje obecnie Łotwa, której kurs jest powiązany z euro w wąskim przedziale wahań (+/- 1%). Sztywny kurs, ale wobec koszyka walut (70% euro, 20% funt szterling i 10% USD) oraz bez marginesu wahań, stosowała także w okresie przed wejściem do strefy euro Malta (na

---

<sup>6</sup> Interwencje walutowe podejmowane w celu ograniczenia wahań kursowych nie są przez MFW traktowane jako czynniki zakłócające powyższy mechanizm (zob. [Michalczyk, Michalczyk 2007, s. 600]).

<sup>7</sup> Dyskusję odnoszącą się do jednostronnego wprowadzenia euro w Polsce zainicjowali A. Bratkowski i J. Rostowski. Szeroką argumentację oraz polemikę z głosami krytycznymi autorzy przedstawili w referacie [Bratkowski, Rostowski 2001, s. 45-55].

rynku walutowym marża kupna i sprzedaży wynosiła zaledwie  $\pm 0,25\%$ ) [ECB 2004, s. 85].

Jako system kursu stałego, ale z horyzontalnym pasmem wahań, traktuje się mechanizm ERM, a także ERM II. Tego rodzaju mechanizm kursowy stosowano też wobec funta cypryjskiego, który w latach 90. powiązany był z ECU, a następnie z euro przy utrzymywaniu wąskiego przedziału wahań ( $\pm 2,25\%$ ). Mechanizm zbieżny z ERM II, czyli z przedziałem wahań  $\pm 15\%$ , stosowano też od 2001 r. na Węgrzech [ECB 2001, s. 108].

Kurs pełzający (*crawling peg*) oraz kurs pełzającego pasma (*exchange rate with -in crawling bands*) są rozwiązaniami pośrednimi pomiędzy mechanizmami o usztywnionym kursie a kursem płynnym kierowanym. Systemy te mają przejściowy charakter. Stosowane są w przypadku konieczności przyhamowania nadmiernej inflacji, a z drugiej strony utrzymania bodźców do zwiększania eksportu. System pełzającego zaczepu (w praktyce pełzającej dewaluacji) stosowano w pierwszej połowie lat 90. w Polsce i na Węgrzech. Kurs walutowy w Polsce był dewaluowany właściwie każdego dnia roboczego. Po rozszerzeniu w 1995 r. pasma wahań kursowych do  $\pm 7\%$  Polska zaczęła stosować mechanizm pełzającego pasma. Oznaczało to rozszerzenie pola manewru w polityce pieniężnej. W II połowie lat 90. także Węgry przeszły na tego rodzaju mechanizm.

Kurs płynny kierowany (*managed floating with no predetermined path for the exchange rate*) oznacza, że o kształtowaniu się kursu decydują czynniki rynkowe. Władza monetarna nie określa ścieżki przebiegu kursu. Może jednak podjąć interwencje bezpośrednie lub pośrednie, kierując się pewnymi wskaźnikami, np. poziomem rezerw, sytuacją w bilansie płatniczym, zakresem wahań kursowych itp. Interwencje walutowe mają najczęściej dyskrejonalny charakter. Z nowych państw członkowskich UE kurs płynny kierowany stosowany jest przez Czechy i Rumunię. Do czasu wprowadzenia walut do mechanizmu ERM II system ten wykorzystywany był też w Słowenii i na Słowacji [ECB 2004, s. 85 i ECB 2008, s. 105].

Polska od 12 kwietnia 2000 r. stosuje kurs płynny (*independently floating*) swobodnie (bez ograniczeń), a od lutego 2008 r. mechanizm ten wprowadzono także na Węgrzech. Zarówno w Polsce, jak i na Węgrzech mechanizm ten został wprowadzony ze względu na niekorzystną sytuację gospodarczą, a w szczególności ze względu na wysoki deficyt obrotów bieżących. Stosowanie płynnego kursu walutowego oznacza, że kurs nie jest traktowany jako instrument polityki gospodarczej, ale kształtuje się wyłącznie pod wpływem podaży i popytu na waluty obce bez interwencji banku centralnego. Władza monetarna nie musi w tym przypadku interweniować na rynku walutowym, pozbywając się rezerw dewizowych. Ten sam cel można byłoby osiągnąć, wprowadzając kurs płynny kierowany, ale względy doktrynalne zadecydowały o pełnym upłynnieniu złotego. MFW dopuszcza też w ramach kursu w pełni płynnego stosowanie wyjątkowo interwencji walutowych w celu zmniejszenia skali wahań kursowych, ale NBP od połowy 1998 r. bezpośrednich interwencji walutowych nie podejmował (mimo że formalnie do 12 kwietnia 2000 r.

obowiązywały jeszcze bardzo złagodzone reguły mechanizmu pełzającego pasma, skala miesięcznej dewaluacji kursu centralnego 0,3% oraz szeroki przedział wahań kursowych wynoszący 30%<sup>8</sup>. W istocie wyrażane wówczas obawy odnośnie do ówczesnej sytuacji w bilansie płatniczym były przesadzone, a główny cel ograniczenia inflacji można byłoby osiągnąć, utrzymując stosowany wówczas mechanizm lub wprowadzając kurs płynny kierowany.

Z powyższego przeglądu mechanizmów kursowych wynika, że w nowych państwach członkowskich od końca lat 90. XX w. stosowano w praktyce różnorodne mechanizmy kursowe począwszy od izby walutowej aż po kurs płynny niezależny (bez ograniczeń).

#### 4. Kryterium stabilności kursowej

Nasuwa się tu pytanie, jaki mechanizm kursowy najbardziej sprzyja przygotowaniu poszczególnych gospodarek do wejścia do strefy euro. Z dokonanego tu zestawienia wynika, że nowe państwa członkowskie UE stosowały różnorodne rodzaje polityki kursowej. Aby odpowiedzieć na to pytanie, należy przypomnieć reguły mechanizmu ERM II, a także kryterium stabilności kursowej ustalone Traktatem z Maastricht.

ERM II (Exchange Rate Mechanism II) jest wielostronnym porozumieniem przewidującym stosowanie stałego kursu walutowego z szerokim normalnym przedziałem wahań (+/-15%). Wprowadzając walutę krajową do tego mechanizmu, należy z krajami strefy euro oraz z państwami, których waluty pozostają w tym mechanizmie, uzgodnić warunki uczestnictwa w mechanizmie. W szczególności należy ustalić poziom kursu centralnego w stosunku do euro, którego bank centralny będzie zobowiązany bronić, aby wahania kursu rynkowego nie przekroczyły normalnego przedziału wahań.

Stabilność kursowa zgodnie z art. 121 Traktatu WE (zmienionym Traktatem z Maastricht) oznacza „poszanowanie zwykłych marginesów wahań kursów przewidzianych mechanizmem wymiany walut europejskiego systemu walutowego przez co najmniej dwa lata, bez dewaluacji w stosunku do waluty innego Państwa Członkowskiego” [*Traktat...* 2003, s. 62]. Z kolei z Protokołu w sprawie kryteriów konwergencji, stanowiącego integralną część TWE, wynika dodatkowo, że uczestnictwo waluty danego kraju w mechanizmie kursowym nie może stwarzać „poważnych napięć”. Oceniając zakres „poważnych napięć”, Europejski Bank Centralny (ECB) analizuje zakres odchylenia kursu rynkowego od kursu centralnego, znaczenie i skalę interwencji walutowych, poziom dysparytetu stóp procentowych w porównaniu z krótkoterminowymi stopami na rynku euro, a także analizuje kształtowanie się wskaźników zmienności kursu rynkowego. Zgodnie z interpretacją przyjętą przez ECB kurs rynkowy w dwuletnim okresie referencyjnym powinien pozostawać

<sup>8</sup> Kalendarium polityki kursowej Polski od 1990 r. przedstawiono w: [Pietrzak i in. (red.) 2008, s. 153].

w pobliżu kursu centralnego z uwzględnieniem czynników powodujących wychylenie się kursu w kierunku aprecjacji do wysokości normalnego przedziału wahań, czyli do 15% w relacji do kursu centralnego ustalonego w ramach ERM II. Kursy rynkowe nie mogą się natomiast odchyłać wyraźnie w kierunku deprecjacji (dewaluacji), gdyż takie wahania traktowane są przez ECB jako brak stabilności kursowej<sup>9</sup>. Tego rodzaju politykę kursową, zgodnie z oczekiwaniami ECB, prowadził Narodowy Bank Słowacji po wprowadzeniu 28 listopada 2005 r. korony słowackiej do mechanizmu ERM II (zob. [Borowski 2009, s. 257-259]).

## 5. Wybór mechanizmu kursowego

Od 1990 r. w Polsce wykorzystywano różnorodne mechanizmy kursowe, począwszy od kursu stałego stosowanego do października 1991 r., poprzez kurs pełzający i pełzające pasmo, aż po kurs płynny bez ograniczeń. Nasuwa się pytanie, jaki mechanizm kursowy najlepiej przygotowuje gospodarke do wykazania się następnie stabilnością kursową po wprowadzeniu waluty narodowej do mechanizmu ERM II. Na pierwszy rzut oka mogłoby się wydawać, że optymalnym rozwiązaniem będzie stosowanie usztywnionego mechanizmu kursowego. Z dotychczasowych doświadczeń krajów nadbałtyckich wynika, że mechanizm sztywnego kursu w formie izby walutowej, jaki zastosowały Estonia i Litwa, a także mechanizm stałego kursu stosowany od wielu lat na Łotwie tylko przejściowo są skuteczne jako sposób utrzymania inflacji na niskim poziomie. Utrzymywanie przez długi okres w gospodarce dynamicznie się rozwijającej sztywnego kursu może doprowadzić do wystąpienia deficytu obrotów bieżących. Właśnie taka sytuacja występowała od dłuższego czasu w krajach nadbałtyckich. Po pojawieniu się szoku gospodarczego, jaki wystąpił w USA w II połowie 2007 r. w efekcie kryzysu na rynku kredytów hipotecznych, a także w efekcie utrzymywania się od dłuższego czasu relatywnie wysokiego deficytu obrotów bieżących i kapitałowych sytuacja gospodarcza krajów nadbałtyckich drastycznie się pogorszyła, a wskaźniki inflacji stosunkowo szybko wzrosły. Utrzymywanie przez dłuższy okres sztywnego kursu może okazać się niebezpieczne.

Zupełnie inną politykę kursową przed wprowadzeniem tolara do mechanizmu ERM II zastosowała Słowenia. W swojej polityce kursowej w latach 90. Słowenia, stosując kurs płynny kierowany, w istocie rzeczy wykorzystywała minidewaluacje w celu wzmocnienia międzynarodowej konkurencyjności własnej gospodarki. Po 1999 r. politykę kursową dostosowano do zasady niepokrytego parytetu stóp procentowych. W praktyce oznaczało to kompensowanie wyższego poziomu krótkoterminowych stóp procentowych w porównaniu ze strefą euro stopniowym podnoszeniem kursu tolara w celu ograniczenia arbitrażu walutowego<sup>10</sup>.

<sup>9</sup> Pogłębiona analiza kryterium stabilności kursowej dokonana została przez autora w opracowaniu: [Bąk 2008, s. 15-27].

<sup>10</sup> Szerzej politykę kursową Słowenii omawiam w opracowaniu: [Bąk 2009, s. 124-125].



Zastosowana przez Słowenię strategia kursu płynnego kierowanego okazała się skuteczną ścieżką dojścia do strefy euro.

Nasuwa się kolejne pytanie, w jakim zakresie jest skuteczna strategia kursu płynnego konsekwentnie stosowana w gospodarce polskiej. Wydaje się, że w Polsce władza monetarna zbyt dużą wagę przywiązywała do teoretycznej hipotezy określonej w literaturze jako triada niemożliwości (trójkąt niespójności – *the Impossible Trinity*)<sup>11</sup>.

Sam J. Frankel, który klarownie wyjaśnił powyższą zależność, podkreślił, że pomiędzy skrajnymi biegunami (*corner solution*), czyli zastosowaniem kursu stałego lub kursu w pełni płynnego, stosuje się w praktyce szereg rozwiązań pośrednich, które należy dostosować do warunków panujących w danej gospodarce. Stosowany w praktyce mechanizm powinien być także korygowany w miarę upływu czasu ze względu na zmianę uwarunkowań zarówno wewnętrznych, jak i zewnętrznych [Frankel 1999, s. 7-12]. Według J. Frankela kurs płynny może być wykorzystany przez duże rozwinięte gospodarki. Większość krajów wybiera w praktyce jednak rozwiązania kursowe pośrednie.

Zwolennicy stosowania kursu płynnego w gospodarce znajdującej się na etapie doganiania nie wzięli pod uwagę faktu, że kurs płynny może podlegać dużym wahaniom, które mogą okazać się niebezpieczne dla przedsiębiorstw nastawionych na eksport. Nie wzięto też pod uwagę faktu, że przy ustalaniu kursu centralnego ECB kieruje się z jednej strony kształtowaniem się kursu równowagi długookresowej, z drugiej zaś oczkuje, że kurs centralny będzie ustalony na poziomie zbliżonym do bieżących kursów rynkowych. Na jakim poziomie należałoby ustalić kurs centralny w sytuacji, gdy w okresie od końca lipca 2008 r. do połowy lutego 2009 r. kurs euro wyrażony w złotym wzrósł o 53%? Wszelkie metody szacowania kursu równowagi długookresowej przy znacznych wahaniami kursowych są zawodne<sup>12</sup>.

Oceniając politykę kursową Polski przez pryzmat przyszłego pełnego uczestnictwa w Unii Gospodarczej i Walutowej, należy podkreślić, że rację mieli ci ekonomiści, którzy stali na stanowisku, że wycofanie się władzy monetarnej z interwencji walutowych było błędem. Znacznie korzystniejszym rozwiązaniem dla polskiej gospodarki byłoby zastosowanie kursu płynnego kierowanego. Wówczas władza monetarna mogłaby testować określony poziom kursu, z jednej strony oceniając zarówno jego wpływ na możliwość przywrócenia równowagi obrotów bieżących bilansu płatniczego, z drugiej zaś obserwując wpływ niesterylizowanych interwencji walutowych na kształtowanie się inflacji. Można byłoby w sposób

---

<sup>11</sup> Dwubiegunowość reżimów kursowych (kurs stały lub płynny) wynikająca z hipotezy triady niemożliwości traktowana była przez niektórych członków RPP jako jedynie słuszny kierunek polityki kursowej (zob. [Dąbrowski 2000, s. 21-23]). Polemikę ze stanowiskiem M. Dąbrowskiego odnośnie do braku miejsca na narodową politykę pieniężną podjął K. Lutkowski [2000, s. 4-8].

<sup>12</sup> Zasygnalizowane problemy omówiłem w szerszym zakresie w opracowaniu: [Bąk 2007, s. 123-131].

dyskrecjonalny stopniowo popychać kurs rynkowy w kierunku oczekiwanego kursu równowagi długookresowej. Strategię bezpośredniego celu inflacyjnego należałoby jednak w tym okresie (przed usztywnieniem kursu w mechanizmie ERM II) złagodzić. Polityka pieniężna Polski od 2000 r. była zbyt jednostronnie nastawiona na hamowanie inflacji.

## Literatura

- Bąk H., *Interpretacja kryteriów konwergencji*, [w:] J. Ostaszewski (red.), *Polska w strefie euro. Szanse i zagrożenia*, SGH, Warszawa 2008.
- Bąk H., *Problemy wprowadzenia złotego do mechanizmu kursowego ERM II*, [w:] H. Bąk, G. Wojtkowska-Lodej (red.), *Gospodarka Polski w Unii Europejskiej w latach 2004-2006. Wybrane zagadnienia*, SGH, Warszawa 2007.
- Bąk H., *Wejście wybranych nowych państw członkowskich do strefy euro. Wnioski dla Polski*, [w:] H. Bąk, G. Wojtkowska-Lodej (red.), *Gospodarka Polski w Unii Europejskiej. Wybrane zagadnienia rynku wewnętrznego*, SGH, Warszawa 2009.
- Bilski J., *Międzynarodowy system walutowy. Kierunki ewolucji*, PWE, Warszawa 2006.
- Borowski J., *Doświadczenia Słowacji na drodze do strefy euro. Wnioski dla Polski*, [w:] D.K. Rosati (red.), *Euro – ekonomia i polityka*, OW WSHiP im. R. Łazarskiego, Warszawa 2009.
- Bossak J., *Spoleczno-ekonomiczne uwarunkowania międzynarodowej zdolności konkurencyjnej gospodarki Japonii*, Monografie i Opracowania nr 153, SGPiS, Warszawa 1984.
- Bratkowski A., Rostowski J., *Dlaczego jednostronna euroizacja ma sens w przypadku Polski i (niektórych) innych krajów kandydujących*, „Bank i Kredyt” 2001, nr 11-12.
- Chrabonszczewska E., Kalicki K., *Teoria i polityka kursu walutowego*, SGH, Warszawa 1996.
- Dąbrowski M., *Czy w warunkach globalizacji jest miejsce na narodową politykę pieniężną*, „Bank i Kredyt” 2000, nr 7-8.
- ECB, Annual Report 2001, 2004, 2008.
- Frankel J.A., *No single currency regime is wright for all countries or at all times*, „NBER Working Paper”, September 1999, No. 7338.
- Friedman M., *The case for flexible exchange rates*, [w:] W.R. Allen, C.L. Allen (eds.), *Foreign Trade and Finance. Essays in International Economic and Adjustment*, The Macmillan Company, New York 1959.
- Gruszczyński M., *Kryzysy walutowe a liberalizacja obrotów kapitałowych*, PWN, Warszawa 2002.
- IMF, Annual Report 1998, 2001, 2006.
- Lutkowski K., *Czy autonomiczna polityka pieniężna rzeczywiście stoi na straconej pozycji? Z pokłosia konferencji w Zalesiu Górnym*, „Bank i Kredyt” 2000, nr 11.
- Lechner M.H., *Währungspolitik*, W. de Gruyter, Berlin – New York 1988.
- Michałczyk W., Michałczyk J., *Rodzaje reżimów kursowych i problem wyboru między nimi*, [w:] J. Rymarczyk, B. Drelich-Skulska, W. Michałczyk (red.), *Regionalizacja a globalizacja we współczesnym świecie*. Materiały konferencyjne, t. 1, AE, Wrocław 2007.
- Pietrzak B., Polański Z., Woźniak B. (red.), *System finansowy w Polsce*, t. 1, wyd. II zm., PWN, Warszawa 2008.
- Schaal P., *Pieniądz i polityka pieniężna*, PWE, Warszawa 1996.
- Traktat ustanawiający Wspólnotę Europejską*, UKiE, Warszawa 2003.
- Ząbkowicz A., *Instytucje i wzrost gospodarki Japonii*, Wyd. UJ, Kraków 2006.

## **EXCHANGE RATE POLICY BEFORE THE ENTRY TO ERM II MECHANISM**

**Summary:** The article presents theoretical and practical aspects of the exchange rate policy before the entry to ERM II mechanism. The author also examines the floating exchange rate mechanism applied in Poland from the view of joining the euro zone. In author's opinion the managed floating exchange rate would be much better mechanism for stabilizing zloty before the entry to ERM II than the independently floating exchange rate.