

# Dorota Żuchowska

---

## Polityka kursowa wobec wyzwań współczesnej gospodarki światowej

---

Roczniki Ekonomiczne Kujawsko-Pomorskiej Szkoły Wyższej w Bydgoszczy 9,  
207-220

---

2016

Artykuł został opracowany do udostępnienia w internecie przez Muzeum Historii Polski w ramach prac podejmowanych na rzecz zapewnienia otwartego, powszechnego i trwałego dostępu do polskiego dorobku naukowego i kulturalnego. Artykuł jest umieszczony w kolekcji cyfrowej [bazhum.muzhp.pl](http://bazhum.muzhp.pl), gromadzącej zawartość polskich czasopism humanistycznych i społecznych.

Tekst jest udostępniony do wykorzystania w ramach  
dozwolonego użytku.

**DOROTA ŻUCHOWSKA**

## **POLITYKA KURSOWA WOBEC WYZWAŃ WSPÓŁCZESNEJ GOSPODARKI ŚWIATOWEJ**

**Streszczenie:** Polityka kursu walutowego jest ważnym ogniwem wiążącym gospodarkę danego kraju z gospodarką światową. W warunkach postępującej globalizacji i liberalizacji przepływów kapitałowych napotyka ona jednak na ograniczenia wynikające z logiki tzw. niespójnej triady celów. Ponadto ostatni światowy kryzys finansowy pokazał słabości współczesnego systemu walutowego, opartego na niepewnych fundamentach dwóch kluczowych walut międzynarodowych – dolara i euro.

Celem artykułu jest identyfikacja kluczowych problemów współczesnej gospodarki światowej o istotnym znaczeniu dla polityki kursowej. Horyzont czasowy analizy ustalono na lata 1997–2015, uwzględniając okres wzrostu zainteresowania aktywną polityką kursową po wybuchu ostatniego kryzysu globalnego. W analizie empirycznej wykorzystano zarówno dane MFW dotyczące stosowanych we wszystkich krajach członkowskich reżimów kursowych i udziału walut międzynarodowych w oficjalnych rezerwach dewizowych, jak i sald obrotów na rachunku bieżącym w wybranych gospodarkach. Dokonano także szczegółowej analizy przykładów wykorzystania instrumentów polityki kursowej w reakcji na światowy kryzys finansowy w takich krajach jak Chiny, Japonia i Szwajcaria.

Przeprowadzona analiza pokazała, że w zmieniających się warunkach otoczenia makroekonomicznego wciąż aktualne pozostają dylematy wyboru stosowanego systemu kursowego. Ponadto, w ostatnim dziesięcioleciu gospodarka światowa bezskutecznie zmagala się z problemem nierównowag globalnych, który wydaje się nie do rozwiązania bez znaczących zmian w polityce kursowej Chin. Otwarte pozostaje także pytanie o rolę głównych walut międzynarodowych w we współczesnym międzynarodowym systemie walutowym.

**Słowa kluczowe:** polityka kursowa, gospodarka światowa, międzynarodowy system walutowy.

### **1. WSTĘP**

Gospodarka światowa staje współcześnie wobec licznych wyzwań o wieloaspektowym charakterze, do których należą m.in. kwestie demograficzne, problemy związane z degradacją środowiska naturalnego, ograniczoność zasobów

naturalnych, zjawisko nierównowag globalnych, czy wreszcie kryzysy finansowe i walutowe, nie tylko o zasięgu lokalnym czy regionalnym, ale nawet globalnym. Ze względu na interdyscyplinarność tych problemów, nie sposób podjąć się ich przekrojowej analizy, dlatego niniejszy artykuł koncentruje się na identyfikacji dylematów i zagrożeń współczesnej gospodarki światowej o istotnym znaczeniu dla polityki kursowej, uznawanej za kluczowe ogniwo łączące gospodarkę danego kraju z otoczeniem zewnętrznym. Celem artykułu jest także analiza polityki kursowej wybranych gospodarek w okresie pokryzysowym w kontekście aktywnego wykorzystania jej instrumentów na polu konkurencji międzynarodowej.

## 2. METODA BADAWCZA

Punkt wyjścia do analizy stanowi przedstawienie podstaw teoretycznych polityki kursowej oraz koncepcji niespójnej triady celów J. A. Frankela, na tle której zidentyfikowano współczesne dylematy wyboru reżimów kursowych. W części empirycznej omówiono zjawisko globalnych nierównowag, problemy głównych walut międzynarodowych i walut uznanych za *safe haven* w okresie turbulencji na rynkach globalnych oraz przeprowadzono analizę przykładów wykorzystania instrumentów polityki kursowej w reakcji na światowy kryzys finansowy.

W artykule zastosowano metodę analizy opisowej, a badaniem objęto ostatnie dwudziestolecie, ze szczególnym uwzględnieniem okresu po wybuchu globalnego kryzysu finansowego w 2008 roku, co pozwoli na wyciągnięcie wniosków dotyczących roli polityki kursowej w warunkach niestabilności otoczenia makroekonomicznego.

## 3. POLITYKA KURSOWA – ZAGADNIENIA TEORETYCZNE

Polityka kursowa definiowana jest jako posługiwanie się kursem walutowym przez władze monetarne danego państwa z zamiarem osiągnięcia z góry ustalonych celów gospodarczych<sup>1</sup>. W artykule przyjmuje się, że zakres tego pojęcia – obok wyboru systemu kursu walutowego oraz wyznaczenia konkretnego kursu wymiany<sup>2</sup> – obejmuje także działania władz monetarnych w zakresie liberalizacji przepływów kapitałowych, rodzaju wymienialności waluty i interwencji walutowych<sup>3</sup>. Jako nadrzędne cele polityki kursu walutowego wskazuje się najczęściej wspieranie stabilizacji gospodarczej oraz realizację priorytetów polityki makroekonomicznej

<sup>1</sup> P. Kowalewski, T. Gąsienica-Szostak, P. Tymuła, *Polityka kursowa w krajach Europy Środkowej i Wschodniej w latach 1990–1996*, „Transformacja Gospodarki” 1996, nr 78, s. 3.

<sup>2</sup> E. Pentecost, *Exchange Rate Policy in the Transition to Accession: A Review of the Options*, Cykl wykładów dziekańskich: *Gospodarka i społeczeństwo*, wykład czwarty, Wydawnictwo UŁ, Łódź 2004, s. 4.

<sup>3</sup> R. C. Barth, Ch-H Wong (red.), *Approaches to Exchange Rate Policy. Choices for Developing and Transition Economies*, IMF, Washington D. C. 1992.

kraju. Istotne tu jest przede wszystkim zapewnienie wymienialności waluty na główne waluty międzynarodowe oraz ustalenie i zapewnienie optymalnego poziomu kursu z punktu widzenia potrzeb bilansu płatniczego i gospodarki wewnętrznej<sup>4</sup>. W warunkach niestabilności otoczenia makroekonomicznego za cele polityki kursowej można więc uznać uruchamianie procesów wyrównawczych, zapewniających osiągnięcie równowagi zewnętrznej (rozumianej przede wszystkim jako równowaga bilansu płatniczego) oraz stworzenie mechanizmów absorpcji zewnętrznych „szoków monetarnych” i ochronę przed destabilizującymi przepływami kapitałów krótkoterminowych<sup>5</sup>. Władze monetarne, które decydują się na prowadzenie aktywnej polityki kursowej<sup>6</sup>, mają do dyspozycji szereg instrumentów, wykorzystywanych w różny sposób w zależności od konkretnej sytuacji gospodarczej danego kraju. Zaliczamy do nich: ograniczenia walutowe i regulacje w zakresie wymienialności, modyfikacje parytetu, interwencje banku centralnego na rynku dewizowym (w tym interwencje werbalne)<sup>7</sup>.

Skuteczność prowadzonej polityki kursowej może być jednak ograniczona przez szereg czynników, zarówno o charakterze wewnętrznym, jak i zewnętrznym. Do czynników wewnętrznych zalicza się przede wszystkim stan gospodarki krajowej<sup>8</sup> oraz założenia polityki monetarnej i budżetowej, które określają zakres swobody w polityce kursowej. Zaś wśród czynników zewnętrznych należy wymienić: przynależność do międzynarodowych organizacji gospodarczych i finansowych (ustalających wspólne zasady dla swoich członków) oraz stan stosunków finansowych z zagranicą określonych poprzez bilans płatniczy oraz poziom i zmiany zadłużenia zagranicznego<sup>9</sup>.

#### 4. WSPÓŁCZESNE DYLEMATY WYBORU REŻIMÓW KURSOWYCH

Po odejściu od systemu kursów stałych oraz parytetu złota (tzw. system z Bretton Woods) funkcjonującego w gospodarce światowej do początku lat 70. XX wieku, w warunkach wielodewizowego międzynarodowego systemu walutowego polityka kursowa boryka się z wieloma problemami. Uwidoczniły się one złasz-

<sup>4</sup> A. Budnikowski, E. Kawecka-Wyrzykowska (red.), *Międzynarodowe stosunki gospodarcze*, PWE, Warszawa 1994, s. 183.

<sup>5</sup> J. Bilski, *Międzynarodowy system walutowy*, PWE, Warszawa 2006, s. 30.

<sup>6</sup> Aktywna polityka kursowa zakłada, że kurs waluty jest ważnym parametrem kształtującym relacje gospodarcze z otoczeniem. Jej prowadzenie jest możliwe w warunkach różnych systemów kursowych, z wyłączeniem systemu kursu płynnego niezależnego i sztywnych systemów kursowych (np. izby walutowej).

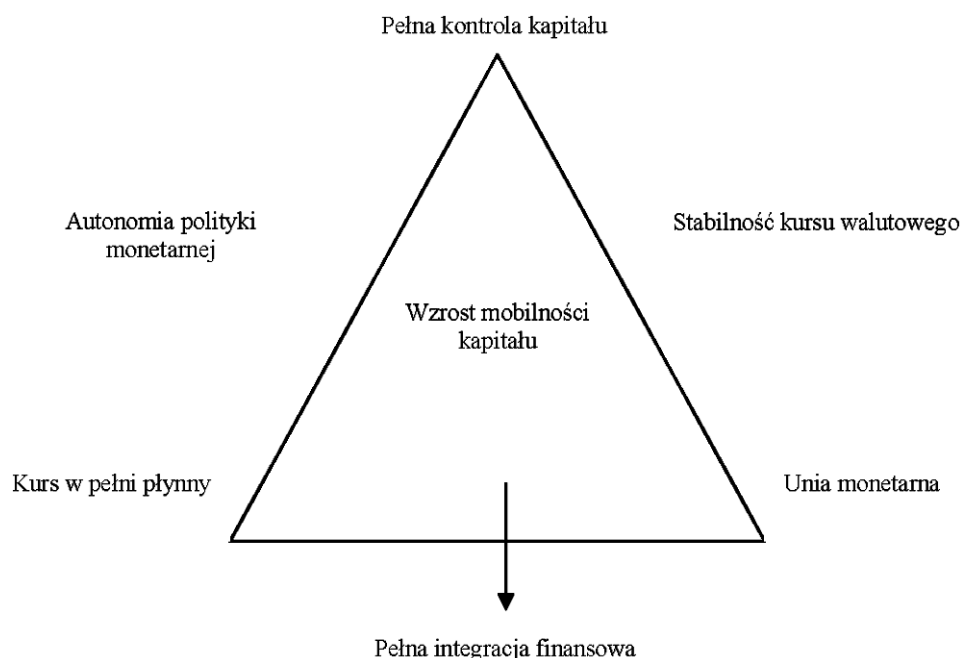
<sup>7</sup> E. Chrabonszczewska, K. Kalicki, *Teoria i polityka kursu walutowego*, SGH, Warszawa 1996, s. 111; T. Lubański, *Interwencje walutowe*, PWN, Warszawa 2000, s. 9.

<sup>8</sup> W sytuacji złego stanu gospodarki faktycznie nie istnieje pełna swoboda prowadzenia polityki kursowej, gdyż kurs walutowy jest wykorzystywany jako instrument przywracania równowagi gospodarczej.

<sup>9</sup> E. Chrabonszczewska, K. Kalicki, dz. cyt., s. 110.

cza w związku z postępującymi procesami globalizacji i liberalizacji przepływów kapitałowych. Jednym z popularnych ujęć teoretycznych, przedstawiających dylematy polityki kursowej, związane z wyborem systemu kursowego w warunkach zmiany stopnia otwarcia gospodarki, jest koncepcja J. A. Frankela tzw. niespójnej triady celów lub niemożliwej trójcy (*impossible trinity*)<sup>10</sup>.

**Rysunek 1. Niespójna triada celów**



Źródło: J. A. Frankel, *No Single Currency Regime is Right for all Countries or at all Times*, „Essays in International Finance” 1999, No. 215, s. 7.

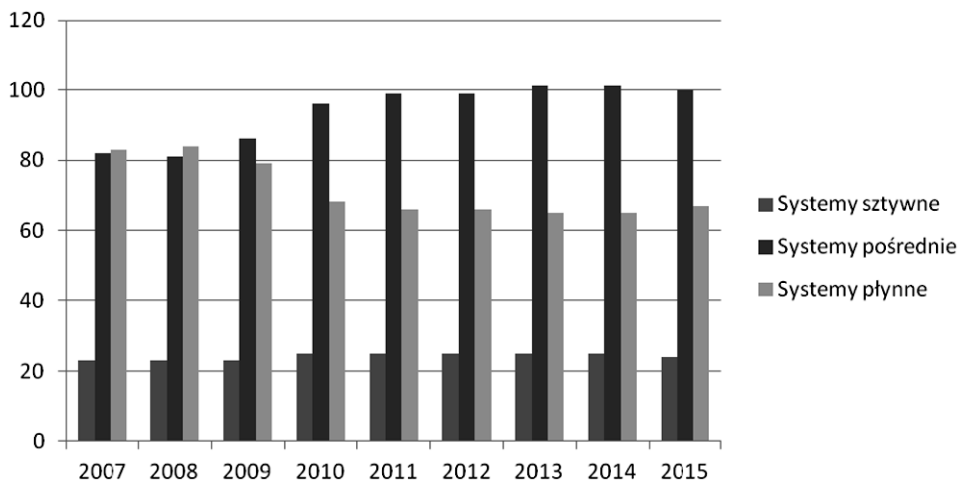
Teoria ta zakłada niemożność jednoczesnego osiągnięcia trzech celów: stabilności kursu walutowego, autonomii polityki pieniężnej oraz liberalizacji przepływów kapitałowych (zobacz rysunek 1.). Zgodnie z tą koncepcją możliwe są trzy rozwiązania problemu ograniczeń występujących w gospodarce otwartej. Po pierwsze, całkowite upłynnienie kursu, umożliwiające zachowanie autonomii polityki pieniężnej w warunkach w pełni zliberalizowanych przepływów kapitałowych. Po drugie, wprowadzenie kontroli obrotów kapitałowych, pozwalające na wykorzystanie zalet systemu kursu stałego i niezależnej polityki pieniężnej. Po trzecie, całkowita rezygnacja z autonomii polityki pieniężnej poprzez przystąpienie do unii monetarnej, co wiąże się z zachowaniem swobody przepływu kapitału i stabilności kursu walutowego. Pierwotna wersja tej koncepcji dopuszczała jedynie

<sup>10</sup> J. A. Frankel, *No Single Currency Regime is Right for all Countries or at all Times*, „Essays in International Finance” 1999, No. 215.

skraje rozwiązania, pojawiły się jednak jej późniejsze interpretacje wskazujące na możliwość kompromisu w warunkach niespójnej triady celów, gdy nie rezygnuje się całkowicie z żadnego elementu, ale trochę z każdego. Pozwala to na wybór któregoś z pośrednich systemów kursu walutowego, co – przy zachowaniu pewnych ograniczeń w przepływach kapitałowych – umożliwia prowadzenie częściowo autonomicznej polityki pieniężnej<sup>11</sup>.

Władze monetarne, borykając się z dylematami wynikającymi z logiki niespójnej triady celów, dokonują więc różnych wyborów rozwiązań kursowych. Jak wynika z zestawień publikowanych corocznie przez Międzynarodowy Fundusz Walutowy, nie są to rozwiązania przyjęte trwale dla danej gospodarki, ale mogą być dostosowywane do zmian sytuacji makroekonomicznej. Decyzje o zmianach w stosowanych systemach kursowych podejmowano również w następstwie wybuchu światowego kryzysu finansowego, co pokazano na wykresie 1.

**Wykres 1. Liczba krajów według stosowanych systemów kursu walutowego (stan na koniec kwietnia danego roku)**



Źródło: opracowanie własne na podstawie *IMF Annual Report* (roczniki 2007–2015).

Widać wyraźnie, że o ile w warunkach stabilności otoczenia makroekonomicznego liczba krajów stosujących płynne i pośrednie systemy kursu walutowego była zbliżona, to po wybuchu kryzysu globalnego, od 2009 roku nastąpił wzrost liczby gospodarek prowadzących aktywną politykę kursową, czyli stosujących rozwiązania pośrednie. Jednocześnie jedynie niewielkie zmiany zachodziły w grupie krajów wykorzystujących sztywne reżimy kursowe. Można więc stwierdzić, że zaburzenia na światowych rynkach finansowych spowodowały wzrost zainteresowania systemami kursowymi umożliwiającymi prowadzenie aktywnej polityki kursowej.

<sup>11</sup> Szerzej na ten temat czytaj [w:] J. Williamson, *Exchange Rate Regime for Emerging Markets: Reviving the Intermediate Option*, Institute for International Economics, Washington 2000.

## 5. PROBLEM NIERÓWNOWAG GLOBALNYCH A POLITYKA KURSOWA CHIN

Od kilkunastu lat gospodarka światowa boryka się z problemem nierównowag globalnych, które początkowo definiowane były jako pogłębiająca się znaczna nierównowaga w płatnościach z tytułu obrotów bieżących pomiędzy Stanami Zjednoczonymi a resztą świata, zwłaszcza Chinami, Japonią i krajami Bliskiego Wschodu<sup>12</sup>. Obecnie podkreśla się, że wyrazem nierównowag globalnych są permanentne nadwyżki w bilansach obrotów bieżących jednej grupy krajów i odpowiadające im, równie chroniczne, deficyty obrotów bieżących innej grupy krajów<sup>13</sup>. Wskazuje się przy tym, że chroniczne deficyty i nadwyżki bilansów obrotów bieżących są rezultatem niewłaściwie prowadzonej polityki makroekonomicznej poszczególnych państw, w tym polityki kursowej<sup>14</sup>. Zjawisko globalnych nierównowag odzwierciedlają wykresy 2. i 3., na których pokazano kształtowanie się salda bilansu obrotów bieżących w latach 1997–2014 w wybranych gospodarkach z nadwyżkami i deficytami na rachunku obrotów bieżących. Widać wyraźnie tendencję do utrwalania i pogłębiania się (do 2006 r., kiedy to osiągnął poziom 800 mld USD) deficytu Stanów Zjednoczonych, słusznie określanych mianem największego dłużnika świata. Widoczne jest także utrzymywanie się nadwyżki w takich krajach jak Chiny, Niemcy, Japonia, Arabia Saudyjska, Szwajcaria, czy Rosja. W latach 2006–2010 największą na świecie nadwyżkę na rachunku obrotów bieżących odnotowywały Chiny, które wyprzedziły Japonię, będącą wcześniej liderem w tym zakresie. Rekordową nadwyżkę w wysokości 420,57 mld USD Chiny wykazały w 2008 roku. Co prawda w 2009 roku zmniejszenie wartości eksportu Chin wpłynęło na znaczne zmniejszenie tej nadwyżki do poziomu 243,36 mld USD, a w 2011 roku do 136,10 mld USD (kiedy pozycję lidera uzyskały Niemcy z nadwyżką w wysokości 228,96 mld USD), ale chińskie saldo bilansu obrotów bieżących wciąż istotnie przyczynia się do istnienia globalnych nierównowag.

To właśnie protekcjonistyczna polityka kursowa Chin w ostatnich latach jest wymieniana jako główny czynnik narastania napięć na rynku walutowym oraz akumulacji globalnych nierównowag<sup>15</sup>. Trwałe utrzymywanie kursu renminbi poniżej poziomu równowagi od połowy lat 90. XX wieku, które można określić mianem dumpingu kursowego, pozwoliło gospodarce chińskiej na skuteczne realizowanie

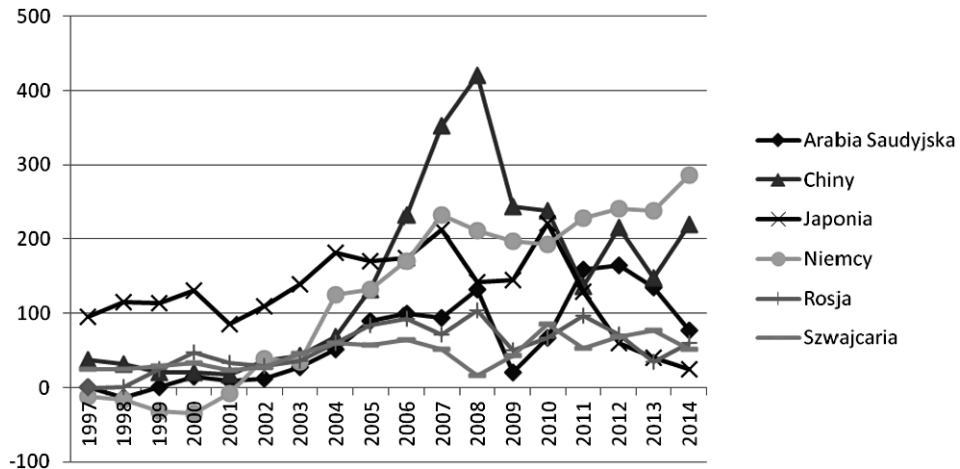
<sup>12</sup> Jedne z pierwszych głosów, jakie pojawiły się w debacie na temat globalnych nierównowag to: M. Obstfeld, K. Rogoff, *The Unsustainable US Current Account Position Revisited*, „NBER Working Paper” 2004, No. 10869; B. Bernanke, *The Global Saving Glut and the US Current Account Deficit*, “Virginia Association of Economics” 2005, vol. 10; R. N. Cooper, *Living with Global Imbalances: A Contrarian View*, „Policy Brief” 2005, No. 05–3.

<sup>13</sup> Por. K. Lutkowski, *Globalna nierównowaga płatnicza i obecny kryzys finansowy*, „Zeszyty Naukowe. Kolegium Gospodarki Światowej. SGH” 2011, nr 29, s. 7.

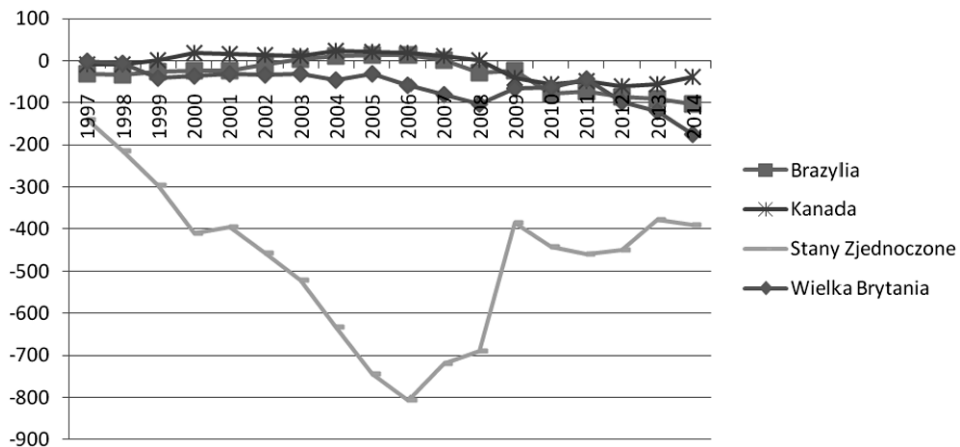
<sup>14</sup> T. Bracke, M. Bussiere, M. Fidora, R. Straub, *A Framework for Assessing Global Imbalances*, “European Central Bank. Occasional Paper Series” 2008, No. 78, s. 12.

<sup>15</sup> G. Tchorek, Z. Gromiec, K. Kuziemska, M. Nawrot, *Wybrane aspekty przemian w międzynarodowym systemie walutowym*, „Studia Europejskie” 2011, nr 2, s. 41.



**Wykres 2. Saldo obrotów na rachunku bieżącym w wybranych krajach nadwyżkowych w latach 1997–2014 (w mld USD)**

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych IMF, WEO (15.10.2015).

**Wykres 3. Saldo obrotów na rachunku bieżącym w wybranych krajach deficytowych w latach 1997–2014 (w mld USD)**

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych IMF, WEO (15.10.2015).

polityki proeksportowej. Przyczyniło się to do osiągnięcia przewagi konkurencyjnej eksportu, generowania znacznych nadwyżek na rachunku obrotów bieżących oraz szybkiego wzrostu gospodarczego Chin. Decyzja podjęta w lipcu 2008 roku o usztywnieniu kursu renminbi w stosunku do dolara, z pozostawieniem dopuszczalnego pasma wahań zaledwie  $\pm 0,3\%$ , oznaczała wykorzystanie kursu walutowego jako narzędzia ochrony rynku wewnętrznego przed skutkami globalnego kryzysu finansowego. Wiązała się także z nieustannymi interwencjami w celu utrzymania stabilności kursu nominalnego podejmowanymi przez bank centralny Chin na rynku walutowym i ze znaczną akumulacją rezerw walutowych. Dopiero 19 czerwca



2010 roku, po zakończeniu najcięższej fazy kryzysu i powrocie eksportu na ścieżkę wzrostu, a także w odpowiedzi na nasilające się naciski międzynarodowe, podjęto decyzję o zmianie systemu kursowego na bardziej elastyczny<sup>16</sup>. Zastosowano system pływający z dopuszczalnym pasmem wahań  $\pm 0,5\%$  wokół parytetu centralnego ustalanego w stosunku do dolara amerykańskiego z niewielkim udziałem pozostałych głównych walut, w którym możliwa jest stała niewielka aprecjacja lub deprecjacja waluty. 16 kwietnia 2012 r. nastąpiło rozszerzenie pasma wahań do  $\pm 1\%$ . Mimo stopniowej aprecjacji renminbi, jest to nadal waluta znacznie niedoszacowana. Ponadto decyzje chińskich władz monetarnych o dewaluacji juana 11 sierpnia 2015 roku o  $1,9\%$  i 12 sierpnia o  $1,6\%$  w reakcji na spadek chińskiego eksportu, pokazują, że kurs walutowy jest nadal wykorzystywany jako instrument polityki wspierania konkurencyjności gospodarki.

Dlatego redukcja nierównowag globalnych pozostaje jednym z najtrudniejszych wyzwań dla międzynarodowego systemu walutowego, zwłaszcza w kontekście tzw. „pułapki dolarowej”, czyli wzajemnego uzależnienia gospodarczego Chin i Stanów Zjednoczonych<sup>17</sup>.

## 6. WALUTY MIĘDZYNARODOWE A WALUTY SAFE HAVEN

Międzynarodowy system walutowy (msw), oprócz systemu kursowego i mechanizmu przywracania równowagi w bilansie płatniczym, obejmuje również mechanizm tworzenia pieniądza międzynarodowego<sup>18</sup>. Współcześnie msw określamy mianem systemu wielodewizowego ze względu na dominację w rezerwach walutowych kilku głównych walut międzynarodowych: dolara amerykańskiego, euro, jena japońskiego, funta brytyjskiego i franka szwajcarskiego (zob. tabela 1.), które pełnią funkcje środka płatniczego, środka tezauryzacji i jednostki rozliczeniowej<sup>19</sup>. Wskazuje się jednak na fakt, iż te waluty cechuje swego rodzaju hierarchia oparta częstotliwością, z jaką dana waluta pełni powyższe funkcje w transakcjach międzynarodowych<sup>20</sup>. Wśród walut kluczowych, pełniących większość klasycznych funkcji

---

<sup>16</sup> Decyzja została podjęta na tydzień przed szczytem G20 w Toronto i – jak wskazywali wówczas komentatorzy – miała przede wszystkim charakter polityczny, zob. W. M. Morrison, M. Labonte, *China's Currency: An Analysis of the Economic Issues*, „CRS Report for Congress” 2011, August, s. 4, [www.crs.gov](http://www.crs.gov) [6.01.2012].

<sup>17</sup> Uzależnienie to często określane jako „Chimeryka” wiąże się m.in. z tym, iż w rękach chińskich jest większość amerykańskich obligacji skarbowych, a największe na świecie rezerwy walutowe Chin utrzymywane są w dolarach. Z jednej strony kraj ten jest więc zainteresowany utrzymaniem wartości dolara i nie może zaprzestać akumulacji amerykańskiego długu, zaś z drugiej strony niski poziom renminbi w stosunku do dolara przynosi duże korzyści firmom amerykańskim działającym w Chinach, a także konsumentom amerykańskim. Zob. szerzej N. Ferguson, M. Schularic, *Chimerica and global asset market boom*, „International Finance” 2007, vol. 10, s. 3.

<sup>18</sup> I. Pszczółka, *Współczesne waluty międzynarodowe*, CeDeWu, Warszawa 2011, s. 9.

<sup>19</sup> J. Bilski, dz. cyt., s. 242.

<sup>20</sup> P. Hartmann, *Currency Competition and Foreign Exchange Markets: The Dollar, the Yen and the Euro*, Cambridge University Press, Cambridge 2003, s. 19.

pieniądza, wyróżnia się walutę dominującą (zazwyczaj jedną), która realizuje te funkcje w zdecydowanie większym stopniu i jest szeroko wykorzystywana zarówno w sektorze prywatnym, jak i publicznym<sup>21</sup>. Współcześnie mamy więc do czynienia z systemem walutowym opartym na dominującym dolarze amerykańskim oraz euro, jenie, funcie brytyjskim i franku szwajcarskim jako walutach kluczowych<sup>22</sup>. Natomiast z powodu problemów strefy euro w następstwie kryzysu globalnego, a potem w wyniku kryzysu zadłużeniowego w Europie wspólna waluta euro nie sprawdziła się jako alternatywa dla dolara.

**Tabela 1. Udziały poszczególnych walut w oficjalnych rezerwach dewizowych 2007–2013 (w %, stan na koniec roku)**

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
<b>Wszystkie kraje</b>							
Dolar amerykański	63,9	63,8	62,0	61,8	62,4	61,3	61,2
Jen	3,2	3,5	2,9	3,7	3,6	4,1	3,9
Funt szterling	4,8	4,2	4,2	3,9	3,8	4,0	4,0
Frank szwajcarski	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2
Euro	26,1	26,2	27,7	26,0	24,7	24,2	24,4
Inne waluty	1,8	2,2	3,0	4,4	5,5	6,1	6,2
<b>Gospodarki rozwinięte</b>							
Dolar amerykański	66,0	67,2	65,1	65,1	66,5	62,4	62,1
Jen	4,0	4,3	3,9	4,5	4,4	5,0	4,7
Funt szterling	3,5	2,7	2,8	2,5	2,5	3,0	3,1
Frank szwajcarski	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1	0,2	0,2
Euro	24,2	23,3	25,4	23,9	22,3	24,3	24,8
Inne waluty	2,1	2,5	2,6	3,9	4,1	5,0	5,2
<b>Gospodarki rozwijające się</b>							
Dolar amerykański	61,5	60,1	58,6	58,3	57,6	60,0	60,1
Jen	2,3	2,6	1,8	2,8	2,7	3,0	3,0
Funt szterling	6,3	5,9	5,9	5,5	5,3	5,2	5,2
Frank szwajcarski	0,1	0,1	0,0	0,1	0,1	0,2	0,2
Euro	28,2	29,4	30,2	28,3	27,3	24,2	24,1
Inne waluty	1,5	1,9	3,5	5,0	7,0	7,4	7,5

Źródło: opracowanie własne na podstawie *IMF Annual Report 2014*.

Jednocześnie przy niestabilności otoczenia makroekonomicznego szczególną rolę odgrywają aktywa i waluty *safe haven*, które inwestorzy uważają za „bezpieczną przystań” w okresach niepewności. W czasie ostatniego kryzysu global-

<sup>21</sup> D. Skopiec, *Perspektywy internacjonalizacji waluty chińskiej*, „Gospodarka Narodowa” 2014, nr 1 (269), s. 8.

<sup>22</sup> Czasami do walut kluczowych zaliczany jest również dolar australijski.

nego, w sytuacji kryzysu strefy euro, za waluty *safe haven* zostały uznane dolar amerykański, jen oraz frank szwajcarski<sup>23</sup>. Zwłaszcza w odniesieniu do waluty szwajcarskiej i japońskiej nastąpił znaczący wzrost zainteresowania na rynkach walutowych oraz zwiększenie ich udziału w oficjalnych rezerwach walutowych, szczególnie gospodarek rozwijających się (zob. tabela 1.)<sup>24</sup>. Wystąpiła presja na ich umacnianie, co było niekorzystne dla konkurencyjności krajów emitentów tych walut. Dlatego banki centralne podjęły niestandardowe działania z zakresu polityki pieniężnej i kursowej mające na celu przeciwdziałanie aprecjacji i utracie konkurencyjności gospodarek<sup>25</sup>.

## 7. PRZYKŁADY PROTEKCJONISTYCZNEJ POLITYKI KURSOWEJ GOSPODAREK ROZWIĘTYCH W REAKCJI NA KRYZYS GLOBALNY

W następstwie światowego kryzysu finansowego mieliśmy do czynienia z wykorzystaniem polityki kursowej w celu ochrony konkurencyjności gospodarek, zarówno przez władze monetarne krajów rozwijających się (o czym świadczy chociażby protekcjonistyczna polityka kursowa Chin), jak i krajów rozwiniętych, doświadczających napływu kapitału w warunkach globalnej nadpłynności systemu finansowego<sup>26</sup>. Wśród gospodarek rozwiniętych najbardziej jaskrawym przykładem prowadzenia protekcjonistycznej polityki kursowej są decyzje władz monetarnych Szwajcarii oraz Japonii, podejmowane w reakcji na wzrost presji aprecjacyjnej walut krajowych.

Wobec franka szwajcarskiego zastosowana została jedna z dwóch strategii inwestorów międzynarodowych, związana z poszukiwaniem bezpiecznego schronienia dla kapitału w krajach tradycyjnie uznanych za odporne na zjawiska kryzysowe. Proces umacniania się franka szwajcarskiego rozpoczął się już w drugiej połowie 2007 roku, czyli w momencie wystąpienia pierwszych symptomów kryzysu. Władze monetarne Szwajcarii zdecydowały się na podjęcie interwencji walutowych

<sup>23</sup> A. Ranaldo, P. Söderlind, *Safe haven currencies*, „Review of Finance” 2010, vol. 14(3), s. 385–407; D. Botman, I. de Carvalho Filho, W.R. Lam, *The Curious Case of the Yen as a Safe Haven Currency: A Forensic Analysis*, „IMF Working Paper” 2013, November, nr WP/13/228; Deutsche Bundesbank, „Monthly Report” 2014, July.

<sup>24</sup> Wiąże się to z pewną zaobserwowaną prawidłowością, zgodnie z którą dolar amerykański jest postrzegany jako waluta ucieczki dla rynków wschodzących (na których wcześniej można było osiągnąć dużo wyższą, choć obciążoną większym ryzykiem stopę zwrotu), natomiast jen i frank szwajcarski są postrzegane jako waluta ucieczki od dolara. Szerzej na ten temat pisze M. Kohler, *Exchange rates during financial crises*, „International banking and financial market developments. BIS Quarterly Review” 2010, marzec, s. 39–50.

<sup>25</sup> Często banki centralne nie podają w takich sytuacjach, również *ex post* danych na temat skali i częstotliwości działań interwencyjnych (mamy wówczas do czynienia z interwencjami niejawnymi). Podstawową przyczyną nieujawniania tego typu informacji jest obawa o przekazanie uczestnikom rynku sygnału o problemach banku centralnego z utrzymaniem pożądanego poziomu kursu, co może stanowić zachętę do spekulacji.

<sup>26</sup> G. Tchorek, Z. Gromiec, K. Kuziemska, M. Nawrot, dz.cyt., s. 41–45.

mających na celu przeciwdziałanie aprecjacji franka od marca 2009 roku. Kurs realny franka szwajcarskiego pozostawał w trendzie aprecjacyjnym aż do sierpnia 2011 roku. Rola franka szwajcarskiego jako waluty *safe haven* została dodatkowo wzmocniona w trakcie kryzysu zadłużeniowego w Europie, kiedy to nastąpił proces zastępowania euro frankami. Tak długi okres realnej aprecjacji wiązał się z wysokimi kosztami dla konkurencyjności gospodarki Szwajcarii – pogorszeniem sytuacji na szwajcarskim rynku pracy, utrzymywaniem stóp procentowych na rekordowo niskich poziomach<sup>27</sup>. Na początku 2010 roku władze monetarne Szwajcarii przejściowo zaniechały interwencji walutowych, dopuszczając do aprecjacji. Natomiast od początku września 2011 roku szwajcarski bank centralny zdecydował się na podjęcie dłuższych interwencji na rynku walutowym, ustalając minimalny kurs EURO/CHF na poziomie 1,20<sup>28</sup> (w ciągu kolejnych trzech lat skupując obce waluty warte ok. 250 mld euro). Skokowy wzrost rezerw walutowych oraz koszty związane z długotrwałym wykorzystywaniem interwencji walutowych przeciwdziałających trendowi nie pozwoliły Narodowemu Bankowi Szwajcarii na dalsze prowadzenie aktywnej polityki kursowej, stąd niespodziewana decyzja w styczniu 2015 roku o zaprzestaniu interwencji w celu obrony franka, mająca poważne konsekwencje dla wszystkich uczestników międzynarodowych rynków finansowych. Jednak zarówno skala zaangażowania banku centralnego, jak i długi okres prowadzenia interwencji walutowych, świadczą o dużej determinacji władz monetarnych w wykorzystaniu polityki kursowej w celu ochrony rynku wewnętrznego.

Natomiast pozycja waluty japońskiej jako *safe haven* związana była przede wszystkim z zamykaniem transakcji typu *carry trade*, do finansowania których wykorzystywany był głównie jen postrzegany jako waluta niskoprocentowana w warunkach łagodnej polityki pieniężnej prowadzonej przez japońskie władze monetarne<sup>29</sup>. Do aprecjacji jena przyczynił się także wzrost awersji do ryzyka w następstwie zaburzeń na globalnych rynkach finansowych i postrzeganie go jako waluty ucieczki zarówno z gospodarek wschodzących, jak i – w niektórych okresach – od dolara amerykańskiego oraz borykającego się z kryzysem euro. Efektem tak dużego zainteresowania inwestorów walutą japońską było osiągnięcie we wrześniu 2010 roku najwyższego od 15 lat nominalnego poziomu kursu wobec dolara. Dlatego władze monetarne Japonii podjęły decyzje o przeprowadzeniu 15 września 2010 roku (po raz pierwszy od 2004 roku) interwencji na rynku walutowym w celu przeciwdziałania nadmiernej aprecjacji jena oraz zapobieganiu pogarszaniu się konkurencyjności eksportu<sup>30</sup>. Interwencja ta spowodowała dzienne osłabienie jena wobec dolara o ponad 3%, ale w perspektywie długookresowej nie była ona skuteczna – już w listopadzie 2010 roku efekty tych działań zostały

<sup>27</sup> Zob. szerzej: NBP, *Raport na temat zjawisk zachodzących w Międzynarodowym Systemie Walutowym*, DISE, Grudzień 2010, s. 25.

<sup>28</sup> E. Gostomski, Z. Rudasz, *Wzrost znaczenia franka szwajcarskiego na międzynarodowych rynkach dewizowych i finansowych*, „Pieniądze i Więź” 2012, nr 4(57), s. 176–177.

<sup>29</sup> Deutsche Bundesbank, dz. cyt.; D. Botman, I. de Carvalho Filho, W.R. Lam, dz. cyt.

<sup>30</sup> NBP, dz. cyt., s. 25.

zniwelowanie i jen ponownie nominalnie aprecjonował. Podobnie interwencja walutowa mająca na celu osłabienie jena przeprowadzona przez Bank Japonii po trzęsieniu ziemi w połowie marca 2011 roku odznaczała się jedynie krótko-okresową skutecznością<sup>31</sup>. Po dwóch miesiącach kurs jena do dolara powrócił do poziomu sprzed interwencji.

Gospodarki Japonii i Szwajcarii, które w warunkach niestabilności na światowych rynkach finansowych stały się azylem dla międzynarodowych inwestorów, prowadziły aktywną politykę kursową w celu ochrony swoich gospodarek przed negatywnymi skutkami nadmiernej aprecjacji waluty. Jednocześnie wykorzystanie instrumentów polityki kursowej w celu wspierania konkurencyjności w warunkach niestabilności na światowych rynkach finansowych miało istotne znaczenie nie tylko dla gospodarek tych krajów, ale także dla pozostałych uczestników rynków walutowych.

## 8. PODSUMOWANIE

Przeprowadzona analiza pozwoliła na zidentyfikowanie najważniejszych wyzwań stojących przed polityką kursową w warunkach zawirowań na światowych rynkach finansowych.

Po pierwsze, zaliczone zostały do nich dylematy związane z wyborem systemu kursu walutowego w warunkach ograniczeń wynikających z koncepcji tzw. niespójnej triady celów. Jak wynika z badania, po wybuchu kryzysu globalnego wzrosło zainteresowanie rozwiązaniami kursowymi pozwalającymi na prowadzenie aktywnej polityki kursowej.

Po drugie, jednym z ważniejszych wyzwań pozostaje problem globalnych nierównowag, pogłębiany przez wzajemne uzależnienie gospodarki chińskiej i amerykańskiej oraz protekcyjnistyczną politykę kursową Chin, utrzymującą renminbi na poziomie znacznie poniżej kursu równowagi.

Po trzecie, mimo formalnego określenia współczesnego międzynarodowego systemu walutowego jako wielodewizowego jest to w zasadzie system oparty na dolarze jako walucie dominującej oraz euro, jenie, funcie brytyjskim i franku szwajcarskim jako walutach kluczowych. Z doświadczeń ostatniego okresu niestabilności na światowych rynkach finansowych wynika, że waluty uznane przez inwestorów za *safe haven*, borykały się z poważnymi konsekwencjami nadmiernej presji aprecjacyjnej. Stąd wykorzystanie kursu walutowego przez władze monetarne jako instrumentu ochrony rynku wewnętrznego.

Można więc stwierdzić, że po wybuchu kryzysu globalnego wzrosła presja na stosowanie aktywnej polityki kursowej jako narzędzia na polu konkurencji międzynarodowej, zarówno przez gospodarki rozwijające się, jak i rozwinięte, a sposób jej prowadzenia – co pokazały przypadki Chin, czy Szwajcarii – może mieć istotne implikacje dla funkcjonowania międzynarodowego systemu walutowego.

<sup>31</sup> Po dwóch miesiącach kurs jena do dolara powrócił do poziomu sprzed interwencji.

**BIBLIOGRAFIA**

- Barth R. C., Wong Ch-H, (red.), *Approaches to Exchange Rate Policy. Choices for Developing and Transition Economies*, IMF, Washington D. C. 1992.
- Bernanke B., *The Global Saving Glut and the US Current Account Deficit*, "Virginia Association of Economics" 2005, March 10.
- Bilski J., *Międzynarodowy system walutowy*, PWE, Warszawa 2006.
- Botman D., de Carvalho Filho I., Lam W.R., *The Curious Case of the Yen as a Safe Haven Currency: A Forensic Analysis*, „IMF Working Paper” 2013, November, WP/13/228.
- Bracke T., Bussiere M., Fidora M., Straub R., *A Framework for Assessing Global Imbalances*, "European Central Bank. Occasional Paper Series" 2008, No. 78.
- Budnikowski A., Kawecka-Wyrzykowska E. (red.), *Międzynarodowe stosunki gospodarcze*, PWE, Warszawa 1994.
- Chrabonszczewska E., Kalicki K., *Teoria i polityka kursu walutowego*, SGH, Warszawa 1996.
- Cooper R.N., *Living with Global Imbalances: A Contrarian View*, „Policy Brief” 2005, No. 05–3.
- Deutsche Bundesbank, „Monthly Report” 2014, July.
- Ferguson N., Schularic M., *Chimerica and global asset market boom*, „International Finance” 2007, vol. 10, s. 3.
- Frankel J.A., *No Single Currency Regime is Right for all Countries or at all Times*, „Essays in International Finance” 1999, No. 215.
- Gostomski E., Rudasz Z., *Wzrost znaczenia franka szwajcarskiego na międzynarodowych rynkach dewizowych i finansowych*, „Pieniądze i Więź” 2012, nr 4(57).
- Hartmann P., *Currency Competition and Foreign Exchange Markets: The Dollar, the Yen and the Euro*, Cambridge University Press, Cambridge 2003.
- IMF, *IMF Annual Report*, 2007–2015.
- Kohler M., *Exchange rates during financial crises*, "International banking and financial market developments. BIS Quarterly Review" 2010, marzec.
- Kowalewski P., Gąsienica-Szostak T., Tymuła P., *Polityka kursowa w krajach Europy Środkowej i Wschodniej w latach 1990–1996*, „Transformacja Gospodarki” 1996, nr 78.
- Lubański T., *Interwencje walutowe*, PWN, Warszawa 2000.
- Lutkowski K., *Globalna nierównowaga płatnicza i obecny kryzys finansowy*, „Zeszyty Naukowe. Kolegium Gospodarki Światowej. SGH” 2011, nr 29.
- NBP, *Raport na temat zjawisk zachodzących w Międzynarodowym Systemie Walutowym*, DISE, Grudzień 2010.
- Obstfeld M., Rogoff K., *The Unsustainable US Current Account Position Revisited*, „NBER Working Paper” 2004, No. 10869.
- Pentecost E., *Exchange Rate Policy in the Transition to Accession: A Review of the Options*, Cykl wykładów dziekańskich: *Gospodarka i społeczeństwo*, wykład czwarty, Wydawnictwo UŁ, Łódź 2004.
- Pszczółka I., *Współczesne waluty międzynarodowe*, CeDeWu, Warszawa 2011.
- Ranaldo A. and Söderlind P., *Safe haven currencies*, „Review of Finance” 2010, vol. 14(3).
- Skopiec D., *Perspektywy internacjonalizacji waluty chińskiej*, „Gospodarka Narodowa” 2014, nr 1 (269).



- Tchorek G., Gromiec Z., Kuziemska K., Nawrot M., *Wybrane aspekty przemian w międzynarodowym systemie walutowym*, „Studia Europejskie” 2011, nr 2.
- Williamson J., *Exchange Rate Regime for Emerging Markets: Reviving the Intermediate Option*, Institute for International Economics, Washington 2000.

## EXCHANGE RATE POLICY AND CONTEMPORARY WORLD ECONOMY

**Summary:** Exchange rate policy is an important link connecting economy of particular countries and the world economy. However due to advancement of globalization and liberalization of capital flows the policy faces limitations stemming from the logics of the so called the impossible trinity. Moreover the recent global financial crisis revealed weaknesses of contemporary monetary system based on unstable foundation of the two key international currencies – Dollar and Euro.

This article aims at identifying the key issues of contemporary global economy in the years 1995–2015. The issues are crucial for exchange rate policy. The article also analyzes examples of employment of instruments of exchange rate policy for protecting economies from the effects of the global economic crisis (in China, Japan and Switzerland).

**Key words:** Exchange rate policy, global economy, international monetary system.

*Dr Dorota Żuchowska  
Zakład Polityki Ekonomicznej  
Wyższa Szkoła Kultury Społecznej i Medialnej w Toruniu  
ul. św. Józefa 23/35  
87-100 Toruń  
d.zuchowska@wp.pl*