

Dorota Zbierchowska

Konsekwencje stosowania określonych systemów kursowych w warunkach kryzysu finansowego na przykładzie krajów Europy Środkowo-Wschodniej

Słowa kluczowe: *systemy kursu walutowego, kryzys walutowy, Europa Środkowo-Wschodnia*

Abstrakt: W artykule przedstawiono aktualną klasyfikację systemów kursowych w tej grupie krajów. W warunkach światowego kryzysu finansowego i liberalizacji przepływów kapitałowych w krajach Europy Środkowo-Wschodniej uwidoczniły się korzyści i zagrożenia związane ze stosowaniem określonych rozwiązań w zakresie kursu walutowego. Celem artykułu jest przedstawienie korzyści i kosztów stosowania różnych rozwiązań kursowych i ich skutków dla autonomii polityki monetarnej. Porównano także sytuację gospodarczą krajów EŚW w okresie pierwszych kwartałów światowego kryzysu finansowego. Podjęto próbę wskazania krajów, w których ograniczenia wynikające z przyjętego systemu kursu walutowego, pociągnęły za sobą największe negatywne konsekwencje dla stanu całej gospodarki, a także tych, w których rozwiązanie kursowe przyczynić się mogło do złagodzenia skutków kryzysu.

WPROWADZENIE

Kraje Europy Środkowo-Wschodniej – państwa, które weszły do Unii Europejskiej w 2004 roku: Polska, Czechy, Słowacja, Węgry, Litwa, Łotwa, Estonia Słowenia oraz Bułgaria i Rumunia (w UE od 2007 roku) – charakteryzują się dużą różnorodnością stosowanych systemów kursu walutowego: od rezygnacji z własnej waluty w związku z uczestnictwem w unii monetarnej, poprzez system izby walutowej, system konwencjonalnego kursu stałego, aż do systemów kursu płynnego. W warunkach światowego kryzysu finansowego i liberalizacji przepływów kapitałowych w krajach EŚW szczególnie uwidoczniły się korzyści i zagrożenia związane ze stosowaniem określonych rozwiązań w zakresie kursu walutowego. Celem artykułu jest zarówno przedstawienie teoretycznych korzyści i kosztów stosowania różnych rodzajów systemów kursowych, jak i ich implikacji dla polityki monetarnej danego kraju. Analiza porównawcza bieżącej sytuacji

gospodarczej w krajach Europy Środkowo-Wschodniej pozwoli na wskazanie krajów, które – w związku ze stosowanym systemem kursu walutowego – odniosły pewne korzyści, a także tych gospodarek, w których ograniczenia związane z systemem kursu walutowego pociągnęły za sobą negatywne konsekwencje.

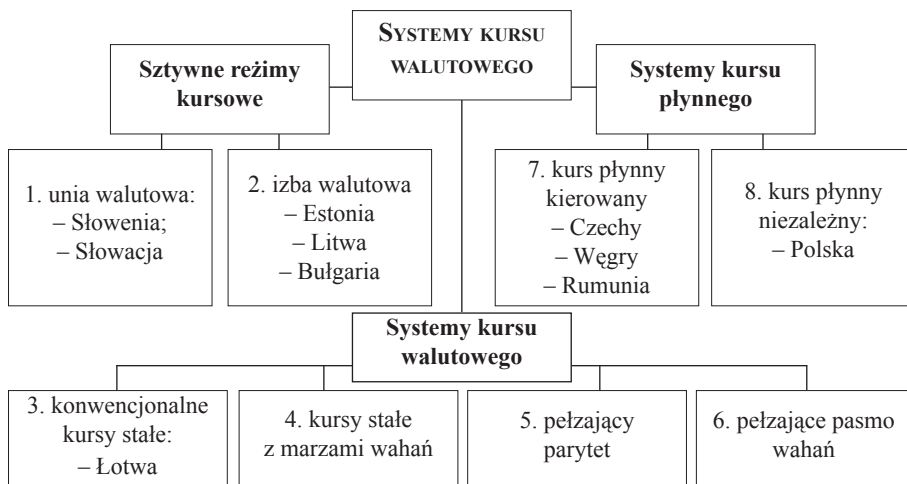
KLASYFIKACJA SYSTEMÓW KURSOWYCH W KRAJACH EUROPY ŚRODKOWO-WSCHODNIEJ

System kursu walutowego, mechanizm kursowy lub reżim kursowy (*exchange rate regime*) obejmuje zasady ustalania kursu walutowego, zasady jego ewentualnej regulacji i zmian oraz interwencji walutowych, mających na celu stabilizację kursu (Jurek i Marszałek, 2007, s. 89). W literaturze ekonomicznej spotykamy szereg klasyfikacji systemów kursowych. Najpopularniejsze z punktu widzenia elastyczności jest tzw. podejście dwubiegunowe, w którym wyróżnia się podział na kursy stałe i kursy płynne¹. W artykule wykorzystano najbardziej dokładną klasyfikację Międzynarodowego Funduszu Walutowego, w której brane są pod uwagę następujące kryteria: elastyczność kursu walutowego, sposób definiowania wartości walut, stopień niezależności polityki monetarnej, jawność polityki walutowej (por. IMF, 1999, s. 163). Ta systematyka obejmuje osiem mechanizmów kursowych. Na schemacie 1 przedstawiono klasyfikację systemów kursu walutowego w krajach Europy Środkowo-Wschodniej do trzech kategorii.

Do sztywnych reżimów kursowych zaliczone zostały unia walutowa i izba walutowa, czyli systemy kursowe, które wykluczają prowadzenie suwerennej polityki monetarnej. Rozwiązania te w krajach EŚW zdobyły w ostatnich latach większą popularność (w 2009 roku stosowało je 5 krajów) zarówno ze względu na wzrost zainteresowania systemem izby walutowej (*currency board*) z powodu możliwości zaimportowania z zewnątrz wiarygodnej polityki monetarnej, jak też w związku z postępującym procesem integracji monetarnej ze strefą euro i przyjmowaniem przez kolejne kraje regionu wspólnej waluty. Dla porównania w 1995 roku, czyli w początkowym okresie transformacji, systemy sztywne były stosowane jedynie w dwóch państwach nadbałtyckich. Wówczas największym zainteresowaniem cieszyły się różne rodzaje reżimów kursu stałego, stosowane przez 5 krajów EŚW. Jednak wraz z postępowaniem procesu liberalizacji przepływów kapitałowych coraz trudniejsze stawało się utrzymanie systemów zakładających kontrolę kursu walutowego. W krajach Europy Środkowo-Wschodniej w ostatnich latach wyraźnie można zaobserwować proces przechodzenia w kie-

¹ Jest ono jednak szeroko dyskutowane w literaturze przedmiotu, szerzej na ten temat czytaj w: Fisher (2001, s. 3–5); Bordo (2003, s. 4).

Schemat 1. Klasyfikacja systemów kursowych w krajach Europy Środkowo-Wschodniej (stan na 30.09.2009 r.)



Źródło: opracowanie własne na podstawie klasyfikacji MFW.

runku rozwiązań skrajnych w zakresie kursu walutowego, czyli zanikania rozwiązań pośrednich². W 2009 roku (według klasyfikacji MFW) jedynie Łotwę zaliczono do systemu konwencjonalnego kursu stałego. Czasami jednak – ze względu na rygorystyczne założenia w tym systemie, zbliżone do izby walutowej – jest ona przez badaczy klasyfikowana do krajów stosujących to sztywne rozwiązanie kursowe (por. J. Viksins, 2009). Obok kursów sztywnych, w gospodarkach EŚW na popularności zyskiwały także systemy kursu płynnego, które w 2009 roku stosowane były przez 4 kraje (w 1995 roku przez 3 kraje).

Obserwując zmiany w zakresie stosowanych w ostatnich dwóch dziesięcioleciach w krajach EŚW systemów kursowych, można stwierdzić, że po okresie aktywnego wykorzystania systemów pozwalających łączyć – w warunkach znoszenia ograniczeń w przepływach kapitałów – pewną swobodę w prowadzeniu polityki monetarnej z pewnym stopniem kontroli kursu walutowego, obecnie mamy w zasadzie do czynienia z dwoma skrajnymi rozwiązaniami, implikującymi prowadzenie polityki monetarnej danego kraju. Z jednej strony możliwe jest zachowanie stabilnego poziomu kursu walutowego kosztem całkowitej rezygnacji z autonomicznej polityki pieniężnej, co nie pozwala władzom monetarnym reagować na zjawiska kryzysowe, z drugiej zaś stosowanie systemów kursu płynnego umożliwia co prawda prowadzenie suwerennej polityki monetarnej, ale kosztem dopuszczenia do znacznych wahań kursów, co jest szczególnie dotkliwe dla gospodarek w sytuacji kryzysu finansowego. Warto więc bliżej

² Jest to zgodne z szeroko dyskutowaną koncepcją magicznego trójkąta (*the impossible trinity*) Frankela (por. Frankel, 1999)

przyjrzeć się najważniejszym wadom i zaletom poszczególnych reżimów kursowych stosowanych w krajach EŚW.

KORZYŚCI I ZAGROŻENIA ZWIĄZANE ZE STOSOWANIEM RÓŻNYCH SYSTEMÓW KURSOWYCH W ŚWIETLE TEORII

Ze sztywnymi kursami walutowymi mamy do czynienia przede wszystkim w dwóch przypadkach³, po pierwsze w krajach należących do unii walutowej, na mocy której zlikwidowane zostają waluty narodowe, a władze gospodarcze tracą całkowicie możliwość samodzielnego prowadzenia polityki pieniężnej i podporządkowują się wspólnej polityce monetarnej (por. Ghosh, Gulde i Wolf, 2003, s. 40); po drugie, gdy kraj decyduje się na wprowadzenie systemu izby walutowej, władze tego kraju zobowiązują się na mocy prawa do wprowadzenia wymiennalności waluty krajowej na określoną walutę zagraniczną po sztywnym kursie (por. Mossa, Bhatti, 2009, s. 21). Nowa emisja pieniądza krajowego następuje tylko w przypadku pokrycia aktywami zagranicznymi. W tym mechanizmie autonomia polityki pieniężnej jest bardzo ograniczona, gdyż bank centralny nie może pełnić swoich tradycyjnych funkcji.

Korzyści i koszty z przyjęcia wspólnej waluty są szeroko dyskutowane w literaturze (por. Bukowski, 2007; De Grawe, 2003). Do najważniejszych korzyści zalicza się eliminację kosztów transakcyjnych, brak konieczności utrzymywania wysokich rezerw walutowych, eliminację ryzyka kursowego, spadek realnych stóp procentowych, ochronę przed kryzysami walutowymi oraz stabilność monetarną. Największy koszt uczestnictwa w unii monetarnej stanowi natomiast utrata suwerenności polityki monetarnej, czyli przede wszystkim utrata prawa emisji pieniądza przez narodowy bank centralny, rezygnacja z własnej polityki kształtowania stóp procentowych oraz polityki kształtowania podaży pieniądza.

Natomiast do podstawowych zalet wprowadzenia systemu izby walutowej należy zwiększenie dyscypliny polityki makroekonomicznej i podniesienie jej wiarygodności, a także eliminacja ryzyka kursowego w prowadzeniu wymiany handlowej. Bank centralny traci możliwość prowadzenia polityki pieniężnej nakierowanej na osiągnięcie krótkookresowych celów, np. pobudzanie wzrostu gospodarczego, tym samym komunikuje rynkom finansowym, że stosowanie się do rygorystycznych reguł CB zapewni stabilność cenową. Podkreślić trzeba, że obok licznych korzyści wprowadzania systemu izby walutowej, związanych z możliwością ograniczenia inflacji, stosowanie tego reżimu kursowego pociąga również za sobą pewne zagrożenia przenoszenia tendencji inflacyjnych

³ Do tego systemu zaliczane są także przypadki dolaryzacji gospodarki, gdy prawną jednostką płatniczą danego kraju jest waluta zagraniczna. To rozwiązanie jest także równoznaczne z całkowitą utratą autonomii polityki monetarnej.

z zewnątrz, ponieważ podaż pieniądza w systemie monetarnym jest uzależniona od emisji prowadzonej przez kraj rezerwowy (por. Antas, 2001; Jakubiak, 2000). Powodem kreacji inflacji w systemie *currency board* może być także wzrost podaży pieniądza na skutek napływu kapitału zagranicznego oraz wypracowanie dodatniego salda bilansu płatniczego. Sławiński (2007, s. 289) jako główne źródło zagrożeń w systemie izby walutowej postrzega wyrzeczenie się przez władze monetarne możliwości wpływania na wysokość realnych stóp procentowych. Oznacza to bowiem brak możliwości prowadzenia polityki pieniężnej, która nie może przeciwdziałać procyklicznym zmianom realnych stóp procentowych, mogącym prowadzić do szybkiego kumulowania się zjawiska nierównowagi w gospodarce. Natomiast duża sztywność cen i płac w przypadku ewentualnych negatywnych wstrząsów zewnętrznych może wiązać się ze spadkiem konkurencyjności gospodarki i zahamować wzrost gospodarczy. W systemie *currency board* automatyczna regulacja podaży pieniądza poprzez dopasowania na poziomie stopy procentowej powoduje jednocześnie znaczną fluktuację stopy procentowej. Jest ona szczególnie gwałtowna w sytuacji spadku zaufania inwestorów zagranicznych i ucieczki kapitału. Warunkiem skutecznego stosowania CB i co za tym idzie osiągnięcia celu w postaci ograniczenia inflacji jest więc rozwinięty i silny sektor bankowy, który dobrze radzi sobie ze znacznymi wahaniami stóp procentowych.

Natomiast w systemie konwencjonalnego stałego kursu walutowego waluta danego kraju formalnie lub *de facto* jest połączona po stałym kursie z inną walutą lub koszykiem walut (najczęściej swoich głównych partnerów handlowych). Istnieje również możliwość połączenia waluty narodowej z koszykiem SDR. W tym systemie dopuszczalne są niewielkie granice wahań kursu, np. $\pm 1\%$, a władze monetarne są zobowiązane do interwencji walutowych i regulowania poziomu stóp procentowych w celu utrzymania stałości kursu. Mogą również czasowo korygować poziom kursu. Do najważniejszych korzyści związanych z wyborem kursu stałego należy zaliczyć przede wszystkim: ograniczenie ryzyka kursowego i spadek kosztów transakcyjnych, zmniejszenie kosztów dostępu do międzynarodowych rynków finansowych oraz dodatni wpływ na rozwój handlu zagranicznego i wspieranie walki z inflacją (por. Jurek i Marszałek, 2007, s. 119). Polityka kursu stałego jest skuteczna zwłaszcza w krótkim okresie, kiedy służy ograniczaniu dynamiki cen importu i ma wpływ na spadek oczekiwań inflacyjnych. W dłuższym okresie nie jest jednak polityką optymalną i ma wiele konsekwencji dla funkcjonowania całej gospodarki. Stosowanie tego systemu uniemożliwia prowadzenie aktywnej polityki monetarnej, prowadzi do importu wysokości stóp procentowych z kraju, z którego walutową powiązano walutą krajową. W sytuacji utrzymującej się wysokiej inflacji może to powodować utrzymywanie się ujemnej realnie stopy procentowej, grozi także znaczną aprecjacją realnego poziomu kursu. To z kolei prowadzi do spadku konkurencyjności międzynarodowej gospodarki i wpływa na pogorszenie salda handlowego kraju. Poważnym niebezpieczeństwem w warunkach systemu kursu stałego jest również wzrost

zadłużenia zagranicznego podmiotów gospodarczych i sektora rządowego (zwłaszcza w przypadku różnic między poziomem krajowych i zagranicznych stóp procentowych). Powoduje to napływ walut do kraju i podnosi koszty sterylizacji. System stałego kursu walutowego wiąże się także z koniecznością utrzymania przez państwo wysokiego poziomu rezerw dewizowych, umożliwiającego podjęcie w razie konieczności interwencji na rynku walutowym. Bank centralny musi też dysponować instrumentarium, mogącym amortyzować negatywne skutki tych interwencji. Często przywoływanym argumentem przeciwko wykorzystaniu systemów kursu stałego w warunkach liberalizacji przepływów kapitałowych jest ryzyko ataku spekulacyjnego na daną walutę (por. Caramazza i Aziz, 1998) oraz większa podatność na kryzysy, która jest kosztem sztywności systemu kursowego (por. Ghosh, Ostry, 2009, s. 40).

W przeciwieństwie do systemów kursu sztywnego i stałego, w systemach kursu płynnego kształtowanie kursu walutowego pozostawione jest rynkowi, władze monetarne nie określają więc jego pożądaných wartości ani przedziałów wahań⁴. *Floating* jest więc głównym konkurentem systemów zakładających kontrolę kursu walutowego. W literaturze ekonomicznej pojawia się szereg opracowań porównujących wady i zalety tych rozwiązań (Caramazza i Aziz, 1998; Duttagupta, Fernandez, Karacadag, 2005; Wójcik, 2005). Wśród najważniejszych zalet systemu kursu płynnego wymienia się przede wszystkim brak obowiązku stabilizacji kursu i związany z tym brak potrzeby utrzymywania wysokiego poziomu rezerw walutowych. Kursy płynne łagodnie dostosowują się do zmieniających warunków makroekonomicznych, gwarantując ciągłą równowagę bilansu płatniczego. W tym systemie kurs pełni bowiem funkcję stabilizatora zmian w bilansie płatniczym, absorbując zmiany zachodzące w bilansie obrotów bieżących poprzez deprecjacje lub aprecjacje waluty. Wójcik (2005, s. 10) podkreśla także, że niejako naturalny charakter zmian poziomu kursu nominalnego w systemach kursu płynnego zapobiega zakłóceniom natury społeczno-politycznej, które zwykle pojawiają się w dokonywanych przez władze monetarne jednorazowych zmianach poziomu kursu w systemach kursu stałego. Jednocześnie kursy płynne przyczyniają się do wzmocnienia stabilności gospodarczej, ponieważ zmiana nominalnego kursu walutowego (deprecjacja lub aprecjacja) jest lepszym narzędziem przywracania równowagi gospodarczej niż – w warunkach systemów kursu stałego – zmiana cen i płac, które charakteryzują się mniejszą elastycznością. Ponadto w literaturze dominuje pogląd, że prawdopodobieństwo wystąpienia kryzysu walutowego w warunkach systemu kursu płynnego jest

⁴ W systemie kierowanego kursu płynnego bez określonej z góry docelowej wysokości kursu władze monetarne mogą wpływać na kształtowanie się kursu poprzez interwencje walutowe mające na celu utrzymanie długoterminowego trendu kursu. Decyzje o wprowadzeniu takich działań podejmuje autonomicznie bank centralny na podstawie różnych wskaźników, np. sytuacji w bilansie płatniczym lub poziomu rezerw walutowych. Stosowanie kursu płynnego niezależnego wyklucza natomiast jakiegokolwiek interwencje na rynkach walutowych.

mniejsze niż w krajach stosujących systemy kursu stałego (Szczepańska i Sotomska-Krzysztofik, 2003). Stosowanie systemu kursu płynnego w warunkach zliberalizowanych przepływów kapitałowych daje władzom monetarnym znaczną swobodę w prowadzeniu polityki monetarnej (por. Guitián, 1994, s. 17). Elastyczność kursu zapewnia bowiem autonomię polityki pieniężnej i realizację celów wewnętrznych niezależnie od sytuacji gospodarczej u głównych partnerów handlowych. Teoretycznie w warunkach kursu płynnego w związku ze znacznym ryzykiem kursowym bodźce do zaciągania kredytów za granicą są mniejsze. Podmioty nie są pewne, jaki będzie kierunek zmian kursu w przyszłości i dlatego ostrożniej podejmują decyzje dotyczące zaciągania kredytów w walutach obcych. Te potencjalne korzyści nie oznaczają jednak, że stosowanie systemu płynnego kursu walutowego nie wiąże się z żadnymi niebezpieczeństwami. W warunkach tego systemu brak bowiem reguł, które dyscyplinowałyby politykę pieniężną. Jednocześnie większe jest ryzyko kursowe i koszty transakcyjne wymiany z zagranicą, co może wpływać na ograniczenie handlu zagranicznego. W niektórych przypadkach nadmierna zmienność kursu (gwałtowna deprecjacja lub aprecjacja) może prowadzić do poważnych zmian w strukturze eksportu i importu oraz mieć dotkliwe konsekwencje dla całej gospodarki, może również wiązać się z dużymi przepływami kapitałów krótkoterminowych zaburzającymi równowagę w rachunku obrotów bieżących.

SYSTEMY KURSOWE WOBEC ZJAWISK KRYZYSOWYCH – ANALIZA PORÓWNAWCZA SYTUACJI GOSPODARCZEJ PAŃSTW EUROPY ŚRODKOWO-WSCHODNIEJ

Kraje Europy Środkowo-Wschodniej okazały się bardzo wrażliwe na skutki kryzysu, który dotknął gospodarki rozwinięte. Najsilniej gospodarki te doświadczyły kryzysu zaufania. Utrzymujące się w tych gospodarkach nierównowagi zewnętrzne, które doprowadziły do szybkiego narastania długu zagranicznego i silnego uzależnienia się od kapitału zagranicznego, relatywnie wysokie deficyty sektora finansów publicznych, a także potencjalnie mniejsza stabilność systemu bankowego (znacznym wzrost akcji kredytowej w walutach obcych) spowodowały ucieczkę kapitałów z tego regionu. W wyniku globalnej awersji do ryzyka i efektu zarażania skala odpływu kapitału i deprecjacji walut krajowych w tym regionie okazała się jedną z największych wśród gospodarek wschodzących. Za czynnik dodatkowo zmniejszający odporność krajów EŚW na globalny kryzys uznać należy również wzrastające w poprzednich latach powiązania handlowe i finansowe z przechodzącymi poważny kryzys krajami „starej piętnastki”, czyli tzw. UE-15.

Najszybciej i najdotkliwiej spośród wszystkich państw regionu skutki kryzysu odczuły kraje nadbałtyckie: Estonia, Litwa i Łotwa (por. Slay i Pospišilová,

2009). Już przed wybuchem kryzysu finansowego gospodarki te zmagaly się z problemami gospodarczymi. Podczas gdy w ubiegłych latach kraje nadbałtyckie znajdowały się na czele pod względem wzrostu gospodarczego, już w III kwartale 2008 roku w Estonii i na Łotwie odnotowano załamanie gospodarcze, a w kolejnych kwartałach 2009 roku gospodarki krajów nadbałtyckich zanotowały największy w regionie, dwucyfrowy spadek wolumenu PKB (zob. wykres 1). Najbardziej dramatyczna od początku kryzysu była sytuacja gospodarcza Łotwy, która – jak zauważa Patena (2008) – znalazła się w pułapce sztywnego kursu walutowego. W tym kraju ujawniły się bowiem wskazane w teorii zagrożenia związane z prowadzeniem polityki kontroli kursu walutowego. Na Łotwie brak ryzyka kursowego spowodował już w poprzednich latach wzrost akcji kredytowej w euro (w 2006 roku dynamika kredytów wyniosła ponad 70%) i co za tym idzie wzrost popytu wewnętrznego i presję inflacyjną. Narzędzia polityki monetarnej w warunkach systemu kursu stałego okazały się nieskuteczne, wystąpiło zjawisko ujemnej realnej stopy procentowej oraz znaczny spadek konkurencyjności gospodarki łotewskiej. Odływ kapitału zagranicznego z gospodarek EŚW doprowadził do destabilizacji sektora finansowego na Łotwie, gwałtownie ograniczono także akcję kredytową, zwłaszcza kredytów denominowanych w walutach obcych (w lipcu 2009 roku do wartości ujemnych). Realna stała się groźba skokowej dewaluacji łata, co miałyby bardzo dotkliwe konsekwencje i doprowadziło do dramatycznego wzrostu ciężaru obsługi łotewskiego długu. Została ona odsunięta dzięki pomocy finansowej z MFW (w grudniu 2008 roku kredyt w wysokości 1,7 mld EUR)⁵, warunkiem udzielenia wsparcia były jednak radykalne cięcia w wydatkach budżetowych, co miało wpływ na pogłębianie się recesji w tym kraju. Także w Estonii i na Litwie szybko ujawniły się negatywne konsekwencje stosowania systemu izby walutowej i nastąpiła głęboka recesja gospodarcza. Władze monetarne tych krajów, nie mogąc prowadzić autonomicznej polityki monetarnej, nie mają również możliwości obniżenia stóp procentowych, by zmniejszyć ryzyko recesji. Co więcej, im bardziej spada tempo wzrostu gospodarczego, tym bardziej rośnie ryzyko niewypłacalności przedsiębiorstw krajowych. Kraje te borykają się ponadto z problemem deflacji (zob. wykres 2). Podobne negatywne konsekwencje stosowania systemu izby walutowej – na mniejszą skalę niż w krajach nadbałtyckich – wystąpiły w Bułgarii.

W dwóch krajach EŚW, które jako jedyne z regionu przyjęły wspólną walutę, również odczuwalne były skutki kryzysu w postaci spadku wskaźnika PKB (zob. wykres 1). Co prawda posługiwanie się euro uchroniło te kraje od znacznych wahań kursowych (jakich doświadczyły kraje z systemem kursu płynnego), ale jednocześnie spowodowało utratę konkurencyjności eksportu.

⁵ Do programu przyłączyły się również Unia Europejska (3,1 mld EUR), Bank Światowy (0,4 mld EUR), kraje skandynawskie, Polska, Czechy i Estonia (łącznie 2,3 mld EUR). W sumie w ciągu najbliższych trzech lat Łotwa ma otrzymać 7,5 mld EUR pomocy w celu ustabilizowania swojej gospodarki.

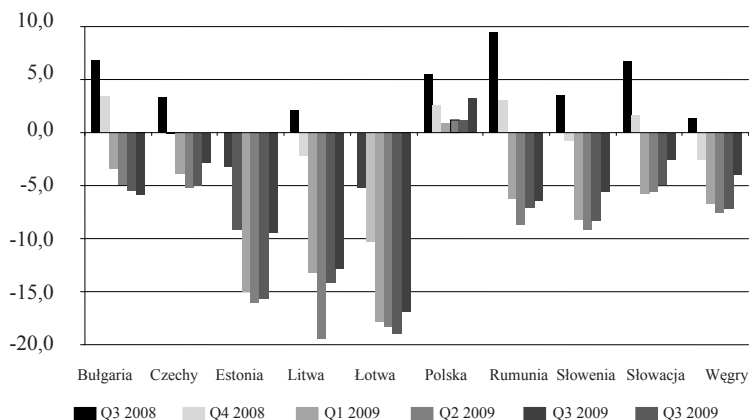
W Słowenii, która jest członkiem unii walutowej od 2007 roku, spadek PKB -0,8% pojawił się w tym kraju już w IV kwartale 2008 roku, a w I, II i III kwartale 2009 roku rozmiary recesji gospodarczej były na czwartym miejscu w regionie (po grupie państw nadbałtyckich). Słowacja natomiast zdecydowała się na rezygnację z własnej waluty – pomimo kryzysu – od stycznia 2009 roku. Wyraźnie w tym kraju uwidoczniły się negatywne konsekwencje wejścia do Eurolandu, jeszcze bowiem w 2008 roku stabilność finansowa Słowacji, związana z członkostwem w strefie euro, była postrzegana jako czynnik, który pomoże zachować relatywnie wysoką dynamikę PKB (w IV kwartale 2008 r. odnotowano wzrost gospodarczy na poziomie 1,68%). Wynikało to przede wszystkim z prognozowanego relatywnie silnego napływu BIZ na Słowację. Szybko jednak okazało się, że oczekiwania co do zbawiennego wpływu obecności w strefie euro nie sprawdziły się i w I kwartale 2009 roku gospodarka tego kraju skurczyła się o 5,7%.

W krajach stosujących system płynnego kursu walutowego (Czechy, Polska, Rumunia, Węgry) w połowie 2008 roku i na początku 2009 roku nastąpiła silna deprecjacja walut krajowych, spowodowana przede wszystkim wzrostem światowej awersji do ryzyka, co pociągnęło za sobą odpływ kapitału zagranicznego z krajów rozwijających się, w tym krajów EŚW. W okresie sierpień 2008 – luty 2009 PLN deprecjonował o ponad 50% wobec EUR i ponad 90% wobec USD; CZK o 30% wobec EUR i 60% wobec USD; HUF o 35 % wobec EUR i 70% wobec USD; a RON o 23% wobec EUR i 52% wobec USD. Silna deprecjacja walut krajowych stworzyła dodatkowe zagrożenie dla coraz bardziej zadłużonych w walutach obcych podmiotów. Jednak skala zadłużenia zagranicznego w tych krajach (poza Rumunią) była ok. dwukrotnie niższa niż w krajach nadbałtyckich, w których poprzez sztywne powiązanie walut krajowych z euro wyeliminowane zostało ryzyko kursowe. Jednocześnie jednak taki trend kursowy okazał się bardzo korzystny dla podmiotów krajowych, spowodował bowiem wzrost konkurencyjności eksportu w tych gospodarkach. Od połowy lutego 2009 roku nastąpiła stabilizacja kursów tych walut. Banki centralne Czech, Polski, Rumunii i Węgier w analizowanym okresie prowadziły autonomiczną politykę pieniężną (co jest jedną z podstawowych zalet stosowania systemu kursu płynnego). Po trwającym do połowy 2008 roku okresie zaostrzania polityki pieniężnej władze monetarne tych krajów w celu ratowania gospodarki przed kryzysem prowadziły politykę obniżania stóp procentowych (zob. wykres 3). Z powodu wysokich stóp inflacji (zob. wykres 2) stopy procentowe w Rumunii i na Węgrzech były na wyższym poziomie niż w pozostałych gospodarkach EŚW stosujących system kursu płynnego⁶. Ta grupa krajów w porównaniu zarówno z krajami EŚW, które

⁶ Należy zauważyć, że Węgry płacą obecnie rachunek za okres stosowania (aż do lutego 2008 roku) systemu kursu stałego, który znacznie wpływał na zmniejszenie skuteczności prowadzonej wówczas polityki pieniężnej. Więcej na ten temat pisze Zbierchowska, 2009.

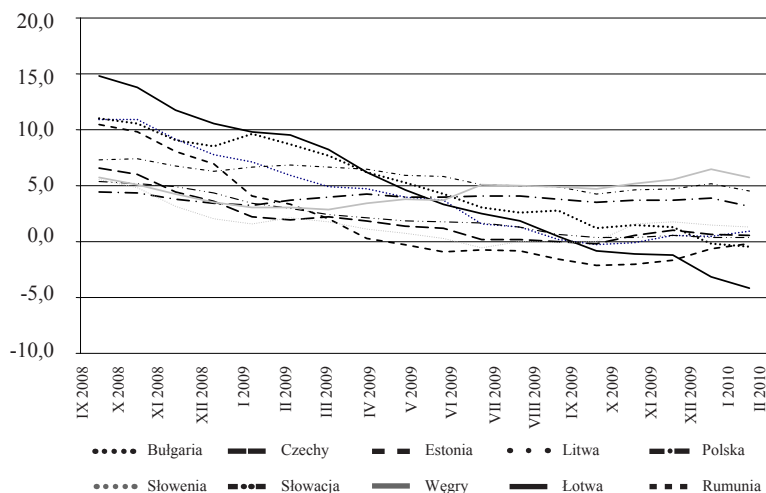
są członkami strefy euro, jak i grupą krajów stosujących inne sztywne systemy kursowe, wydaje się w analizowanym okresie w mniejszym stopniu doświadczać zjawisk recesyjnych (por. Aslund, 2009, s. 17). Ponadto właśnie *floating* wykorzystuje Polska, która jako jedyny kraj EŚW i UE odnotowała w okresie kryzysu finansowego wzrost gospodarczy.

Wykres 1. Dynamika PKB w krajach EŚW w okresie III kw. 2008 – IV kw. 2009 r. – dane kwartalne (r/r)



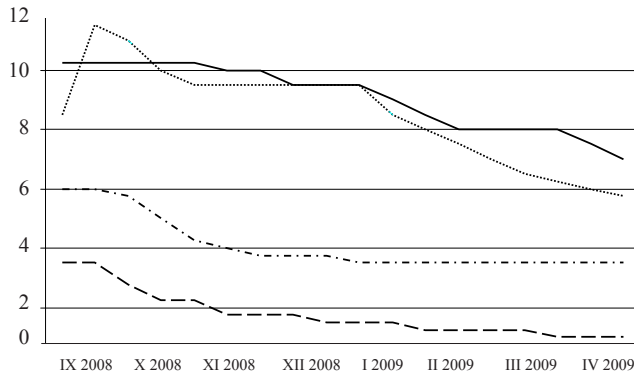
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych MFW.

Wykres 2. Inflacja (CPI) w krajach EŚW w okresie IX 2008 – II 2010 r. – dane miesięczne (r/r)



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych MFW.

Wykres 3. Stopy procentowe banków centralnych w krajach EŚW stosujących system kursu płynnego w okresie IX 2008 – II 2010 r. (stan na koniec miesiąca)



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych MFW i banków narodowych.

ZAKOŃCZENIE

Analiza sytuacji gospodarczej krajów Europy Środkowo-Wschodniej w okresie kryzysu finansowego, który rozpoczął się w 2008 roku, pozwoliła na empiryczną weryfikację głównych założeń teoretycznych odnośnie do konsekwencji stosowania określonych systemów kursowych. Przeprowadzone badanie dowodzi, iż większa podatność na zjawiska kryzysowe stanowi koszt sztywności systemu kursu walutowego. Kraje EŚW stosujące sztywne rozwiązania kursowe (w największym stopniu gospodarki nadbałtyckie) doświadczyły licznych negatywnych skutków, m.in. w postaci głębokiej recesji gospodarczej, spadku konkurencyjności eksportu oraz utraty zaufania inwestorów zagranicznych. Z powodu przyjętych systemów kursowych pozbawione były one możliwości prowadzenia autonomicznej polityki pieniężnej i swobody reakcji na zmieniające się warunki otoczenia. Natomiast kraje, które stosowały system kursu płynnego, aktywnie wykorzystywały narzędzia polityki monetarnej i wykazały się większą elastycznością w dostosowaniu do warunków kryzysowych. Ponadto w tej grupie gospodarek – z powodu ryzyka kursowego – zdecydowanie mniejsza była skala zadłużenia zagranicznego podmiotów krajowych. Zalety systemu kursu płynnego nie przesądziły jednak o tym, że kraje te stały się całkowicie odporne na zjawiska kryzysowe. Doświadczyły ich w mniejszym stopniu, biorąc pod uwagę przede wszystkim dynamikę wolumenu PKB. Co prawda, kryzys zaufania i wycofywanie kapitałów z regionu spowodowały kilkudziesięcioprocentową deprecjację ich walut krajowych w stosunku do euro i USD, ale obok wzrostu kosztu obsługi zadłużenia zagranicznego miała ona pozytywne skutki dla konkurencyjności

eksportu tych gospodarek. Wciąż dynamicznie zmieniająca się sytuacja w gospodarce światowej wymaga jednak dalszej i pogłębionej analizy konsekwencji stosowania różnych systemów kursowych w krajach EŚW.

LITERATURA

- Analiza sytuacji gospodarczej w krajach Europy Środkowo-Wschodniej*, NBP, Instytut Ekonomiczny, Biuro Gospodarki Światowej i Europejskiej Integracji Gospodarczej, maj 2009.
- Analiza sytuacji gospodarczej w krajach Europy Środkowo-Wschodniej*, NBP, Instytut Ekonomiczny, Biuro Gospodarki Światowej i Europejskiej Integracji Gospodarczej, grudzień 2009.
- Antas Ł. (2001), *Systemy izby walutowej. Korzyści i zagrożenia dla krajów rozwijających się*, „Materiały i Studia”, NBP.
- Aslund A. (2009), *The East European Financial Crisis*, „Studia i Analizy”, CASE, No 395.
- Bordo M. D. (2003), *Exchange Regimes Choice in Historical Perspective*, „IMF Working Paper”.
- Bukowski S. (2007), *Unia monetarna. Teoria i polityka*, Warszawa.
- Caramazza F., Aziz J. (1998), *Fixed or Flexible? Getting the Exchange Rate Right in the 1990s*, IMF, Washington, „Economic Issues”, No. 13.
- De Grawe P. (2003), *Unia walutowa. Funkcjonowanie i wyzwania*, Warszawa.
- Duttagupta R., Fenandez G., Karacadag C. (2005), *Moving to the Flexible Exchange Rate. How, When, and How Fast?*, International Monetary Fund, Washington.
- Fisher S. (2001), *Exchange Rate Regimes: Is the Bipolar View Correct?*, „Journal of Economic Perspectives”, vol. 15, No. 2.
- Frankel J. A. (1999), *No Single Currency Regime is Right for all Countries or at all Times*, „Essays in International Finance”, Princeton, New Jersey.
- Gosh A. R., Gulde A.-M., Wolf H. C. (2003), *Exchange Rate Regime. Choices and Consequences*, The MIT Press, Cambridge, Massachusetts.
- Gosh A. R., Ostry J. D. (2009), *Choosing an Exchange Rate Regime. A new look at an old question: Should countries fix, float or choose something in between*, „Finance and Development”, December.
- Gutián M. (1994), *The Choice of an Exchange Rate Regime*, [w:] R. Barth, Ch-H. Wong (red.), *Approaches to Exchange Rate Policy. Choices of Developing and Transition Economies*, IMF, Washington.
- IMF Annual Report* (1999), Washington.
- Jakubiak M. (2000), *Design and Operation of Existing Currency Board Arrangements*, CASE, Warszawa.
- Jurek M., Marszałek P. (2007), *Pieniądz, polityka pieniężna i systemy kursowe. Współczesne teorie i rozwiązania praktyczne*, Wyd. AE, Poznań.
- Mossa I. R., Bhatti H. (2009), *The Theory and Empirics of Exchange Rates*, World Scientific.
- Patena W. (2008), *Łotwa w pułapce sztywnego kursu walutowego*, „Ekonomista”, nr 1.
- Slay B., Pospišilová M. (2009), *The Baltic Conundrum*, „CASE Network E-briefs”, No. 9.
- Sławiński A. (2007), *Ryzyko utraty kontroli nad wysokością realnej stopy procentowej w systemie izby walutowej*, [w:] *Własność i kontrola w teorii i praktyce*, B. Polszakiewicz i J. Boehlke (red.), cz. I, Toruń.
- Szczepańska O, Sotomska-Krzysztofik P. (2003), *Reżim kursowy a kryzysy walutowe – czy możliwy jest kryzys walutowy w warunkach kursu płynnego?*, „Bank i Kredyt”, nr 9.

- Viksins J. (2009), *Baltic monetary regimes in the XXIst century* //www.georgetown.edu/faculty/viksning/papers (stan na 30 września).
- Wójcik C. (2005), *Przełamanie wyboru systemów kursowych*, SGH, Warszawa.
- Zbierzchowska D. (2009), *Kontrola kursu walutowego – doświadczenia węgierskie*, [w:] *Zawodności rynków – zawodności państwa – etyka zawodowa*, B. Polzakiewicz i J. Boehlke (red.), „Ekonomia i Prawo”, t. V.

CONSEQUENCES OF EMPLOYING DIFFERENT EXCHANGE RATE REGIMES IN THE SITUATION OF FINANCIAL CRISIS ON THE EXAMPLE OF CENTRAL-EASTERN EUROPEAN COUNTRIES

Keywords: *exchange rate regimes, monetary crisis, Central-Eastern Europe*

Abstract: It is characteristic for the countries of Central-Eastern Europe to employ a great variety of exchange rate regimes: by resigning from their own currency and participating in monetary unions through the systems of currency board arrangement; by employing the systems of conventional fixed pegged arrangements; and by the floating systems. In the situation of global financial crisis and liberalization of capital flow in the Central-Eastern Europe countries profits and dangers of using certain solutions in the scope of exchange rate are clearly visible. The aim of this paper is to present theoretical profits and costs of utilizing various kinds of exchange rate regimes and their consequences for the autonomy of monetary policy. The paper also compares contemporary economical situation of the Central-Eastern European countries, what allows the author to indicate those countries, where the limitations stemming from the accepted system of exchange rate had negative consequences for the condition of their economy in general.

