

Marta Wajda-Lichy

Katedra Makroekonomii

Kurs walutowy w regułach polityki monetarnej

1. Wprowadzenie

Większość ekonomistów podziela pogląd, że prowadzenie polityki makroekonomicznej w gospodarce otwartej wymaga uwzględnienia kursu walutowego jako jednego z podstawowych narzędzi, które mogą w istotny sposób wpłynąć na realizację zewnętrznych i wewnętrznych celów gospodarki. Kształtowanie polityki monetarnej, a w szczególności walutowej, przez wybór danego reżimu kursowego, a także uwzględnienie zmian kursu walutowego w działaniach polityki pieniężnej pozostaje ważną kwestią nie tylko ze względu na równoważenie bilansu płatniczego państwa, ale także realizację wewnętrznych celów gospodarki [Eichengreen, Masson 1998]. Przykładem wskazującym na wykorzystanie reżimu walutowego do realizacji celu polityki monetarnej w postaci niskiej inflacji może być zastosowanie kursu walutowego jako nominalnej kotwicy antyinflacyjnej. Przez utrzymanie stałej relacji waluty krajowej do zagranicznej władze monetarne mogą zyskać wiarygodność (tzw. import wiarygodności) od banku centralnego, którego waluta jest walutą odniesienia w systemie stałego kursu. Dzięki konsekwentnej polityce stałego kursu walutowego należy spodziewać się obniżenia oczekiwań inflacyjnych, co w znacznym stopniu ułatwia proces dezinflacji. Konsensus w sprawie włączenia kursu walutowego do strategii polityki monetarnej napotyka jednak nierozstrzygnięty problem dotyczący sposobu jego uwzględniania w tej polityce. Celem artykułu jest przedstawienie – na podstawie przeglądu literatury przedmiotu – głównych dylematów związanych z wykorzystaniem kursu walutowego w działaniach banku centralnego, przy czym zasadnicza część niniejszego opracowania dotyczy uwzględnienia kursu walutowego w regułach polityki pieniężnej.

2. Dylematy związane z uwzględnianiem kursu walutowego w działaniach władz monetarnych

Jeżeli zgodzimy się, że kurs walutowy należy uwzględniać przy realizacji wyznaczonych celów makroekonomicznych, to pozostaje nadal pytanie o sposób jego wykorzystania, a mianowicie o to, czy kurs powinien być dyskrecjonalnym narzędziem polityki pieniężnej, czy może powinien stanowić element reguły nałożonej na politykę monetarną. Rodzi się także pytanie, w jaki sposób odczytywać informacje o kursach walutowych oraz kiedy i w jakim zakresie bank centralny powinien interweniować na rynku walutowym – inaczej mówiąc, jaki przyjąć stopień płynności kursu walutowego.

Należy zauważyć, że z jednej strony zmiany kursu są bardzo ważnym wskaźnikiem oceny sytuacji gospodarczej, z drugiej jednak częste wahania nominalnych i realnych kursów walutowych mogą stanowić źródło dodatkowych zakłóceń (wstrząsów), co przy uwzględnianiu tych zmian w działaniach władz monetarnych może przełożyć się na silne fluktuacje stóp procentowych i podaży pieniądza.

Jedną z podstawowych interpretacji wahań kursów walutowych – teoria parytetu stóp procentowych – bada odchylenia poziomu nominalnego kursu od realnego kursu walutowego, dociekając, czy zmiany w poziomie cen między krajami odzwierciedlają zmiany w poziomie kursów walutowych. Np. jeżeli realnej aprecjacji towarzyszy niski wzrost gospodarczy, może to oznaczać sygnał do poluzowania polityki monetarnej. Należy jednak zauważyć, że nawet przy elastycznych cenach możliwe są odchylenia od parytetu siły nabywczej, m.in. z powodu występowania efektu Balassy-Samuelsona¹. Podczas gdy niektórzy ekonomiści jako wyznacznik interwencji polityki monetarnej przyjmują zasadę parytetu siły nabywczej, inni jako asumpt do podjęcia działań monetarnych traktują utrzymujący się deficyt lub nadwyżkę na rachunku bieżącym. Długotrwały deficyt wskazywać może na przewartościowaną cenę waluty krajowej, czyli kurs ustalony powyżej poziomu zapewniającego równowagę zewnętrzną. Jednakże, jak piszą Obstfeld i Rogoff [1995], kierowanie się sytuacją na rachunku bieżącym nie gwarantuje odpowiedniej korekty kursu walutowego. W wypadku deficytu nie jest bowiem jednoznaczne, że należy obniżyć (zdeprecjonować) kurs walutowy. Możliwa jest bowiem sytuacja, w której rząd zwiększył wydatki na dobra importowane, co powiększyło deficyt handlowy i obniżyło wartość waluty krajowej. W takim wypadku deficyt nie wynika z przewartościowanej waluty, dlatego też automatyczne podejście do zmian kursu walutowego na podstawie deficytu han-

¹ Efekt wskazany przez Balassę i Samuelsona w 1964 r. dowodzi, że zwiększenie w danym kraju produktywności w sektorze dóbr wymiennych w stosunku do dóbr niepodlegających wymianie handlowej zwiększa po pewnym czasie ceny dóbr niewymiennych, co przekłada się na wzrost ogólnego poziomu cen.

dlowego nie powinno być praktykowane. Obstfeld i Rogoff [1995] potwierdzają, że nie ma jednolitej interpretacji wahań kursów walutowych, podobnie jak nie ma uniwersalnej reguły polityki monetarnej obejmującej jednoczesną reakcję na: różne rodzaje szoków, jakim może być poddawana gospodarka, zmiany kursów walutowych, stopy procentowej, poziomu bezrobocia, inflacji i rachunku obrotów bieżących.

Pomimo braku wypracowania uniwersalnej, optymalnej reguły polityki monetarnej warto przeanalizować problem uwzględnienia kursu walutowego w polityce makroekonomicznej opartej na wyznaczonych regułach działania.

3. Znaczenie reguł w polityce monetarnej

Choć dyskusja nad problemem „reguły kontra działania dyskrecjonalne” wydaje się nadal nierozstrzygnięta, w literaturze przedmiotu można zauważyć w ostatnim czasie przewagę zwolenników stosowania reguł. Okazuje się bowiem, że ten znany spór koncentruje się już nie tyle na dylemacie, czy stosować reguły, czy nie, ale przede wszystkim dotyczy pytań, jaką regułę stosować oraz czy istnieje optymalna reguła. Większość modeli makroekonomicznych, uwzględniających racjonalne oczekiwania, zdaje się sugerować, że polityka monetarna powinna reagować na zmiany realnej produkcji i inflacji [Taylor 2000] oraz nie powinna stabilizować kursu walutowego, ponieważ często oznacza to wybór między stabilnością produkcji a celem inflacyjnym [Obstfeld i Rogoff 1995]. Ponadto zalecanym instrumentem dostosowawczym wykorzystywanym przez politykę monetarną powinna być raczej stopa procentowa niż podaż pieniądza ze względu na opóźnienia i niepewność, które towarzyszą mechanizmowi transmisyjnemu [Taylor 1995; Blinder 2001].

Zwolennicy stosowania reguł w polityce monetarnej twierdzą, że są one sposobem na wyeliminowanie tzw. problemu niespójności w czasie (*time inconsistency problem*), wskazującego na skłonność polityków gospodarczych do odchodzenia od wcześniej zadeklarowanych celów i zasad postępowania². Problem niespójności w czasie kojarzony jest przede wszystkim z podejmowaniem suboptymalnych decyzji, które skutkują wzrostem inflacji. Przyjęcie reguły w polityce pieniężnej nie tylko wprowadza dyscyplinę w postępowanie władz monetarnych, ale także pozwala podmiotom gospodarczym lepiej ocenić działania banku centralnego. Wobec tego argumentem przemawiającym za stosowaniem reguł jest rosnąca wiarygodność władz monetarnych, która przyczynia się do lepszego funkcjonowania polityki monetarnej. Dzięki regułom z jednej strony zwiększa

² Więcej na ten temat zob. m.in: [Monetary Policy... 1999; Inflation Targeting... 1999; Svensson 2000].

sza się odpowiedzialność polityków przed społeczeństwem, które łatwo może rozliczyć decydentów gospodarczych z realizowanych celów, z drugiej strony natomiast zmniejsza się niepewność podmiotów rynkowych, ludzie bowiem potrzebują znać zarówno obecną, jak i przyszłą sytuację gospodarczą. Np. nieoczekiwane zmiany polityki monetarnej, odbiegające od dotychczasowych zachowań, mogłyby powodować reakcje podmiotów rynkowych w postaci żądań dodatkowej premii za ryzyko i ukształtowania na wyższym poziomie oczekiwań inflacyjnych, co osłabiłoby skuteczność polityki monetarnej. Przy założeniu, że podmioty kierują się w swoim postępowaniu racjonalnymi oczekiwaniami, przez stosowanie wiarygodnych reguł można przekazywać rynkowi istotne informacje i w ten sposób kształtować ich zachowanie. Dlatego, jak piszą Eichengreen i Masson [1998], sposób prowadzenia polityki pieniężnej nie może być *régime du jour*³, co oznacza, że działania władz monetarnych nie mogą być dostosowywane do chwilowych preferencji polityków.

4. Kurs walutowy w regule Taylora

W latach 90. wzrosła intensywność badań nad opracowaniem optymalnej reguły polityki monetarnej, która zapewniłaby niską inflację bez poważnych strat w produkcji, czyli przy zminimalizowaniu tzw. kosztów funkcji dobrobytu (*welfare costs*). Dotychczasowe próby znalezienia złotego środka dla polityki monetarnej, np. w postaci systemu waluty złotej czy kontrolowania wzrostu agregatów pieniężnych w latach 80., nie sprawdziły się w długim czasie. Za główną przyczynę ich porzucenia należy uznać zmieniające się warunki ekonomiczne, w tym przede wszystkim występowanie szoków gospodarczych. Jedną z ostatnio zaproponowanych reguł, określających sposób adaptacji polityki monetarnej do zmieniających się warunków ekonomicznych, jest reguła opracowana przez Johna Taylora [Taylor 1993], zwana praktyczną regułą (tzw. *rule of thumb*). Reguła ta jest przykładem endogenizacji polityki pieniężnej przez wskazanie czynników determinujących wysokość stopy procentowej. Jako określająca poziom stopy procentowej, jednego z podstawowych narzędzi polityki monetarnej, reguła Taylora zaliczana jest do tzw. *instrumental rules*.

Taylor zaproponował bankom centralnym wykorzystanie prostej reguły, zalecając jednocześnie, aby przy ustalaniu poziomu krótkookresowej stopy procentowej „szły pod wiatr” (*lean against the wind*), reagując na odchylenia inflacji od celu inflacyjnego i produkcji od potencjalnego PKB. Zgodnie z najbardziej popularną wersją reguły Taylora reakcją na wzrost inflacji o każdy punkt procentowy powyżej jej zakładanego poziomu jest podniesienie stopy procentowej o 0,5 punktu

³ W dosłownym tłumaczeniu: „reżim dnia”.

procentowego. Równocześnie każdy punkt procentowy odchylenia produkcji od poziomu potencjalnego PKB należy skorygować przez zmianę stopy procentowej o 0,5 punktu procentowego. Cechą charakterystyczną prostej reguły Taylora jest to, że przypisuje ona takie same wagi produkcji i inflacji. W celu przeanalizowania roli kursu walutowego w regułach polityki monetarnej w niniejszym artykule zostanie wykorzystana jedna z najbardziej popularnych wersji reguły Taylora⁴, uwzględniająca poziom kursu walutowego:

$$i_t = f\pi_t + gy_t + h_0e_t + h_1e_{t-1}. \quad (1)$$

Reguła Taylora mówi, że krótkoterminowa stopa procentowa ustalana przez bank centralny zależy od:

- 1) realnej neutralnej stopy procentowej, przy której polityka monetarna nie wywołuje skutków ani restrykcyjnych, ani ekspansywnych⁵,
- 2) luki inflacyjnej, wskazującej na odchylenie rzeczywistej stopy inflacji od jej zakładanego poziomu⁶,
- 3) luki PKB, mierzącej procentowe odchylenie PKB od poziomu produkcji potencjalnej,
- 4) luki PKB, mierzącej procentowe odchylenie PKB od poziomu realnego kursu walutowego w czasie t , oraz realnego kursu w czasie $t-1$, w przypadku gospodarki otwartej.

Zaproponowana przez Taylora w 1993 r. reguła nie uwzględniała w sposób bezpośredni kursu walutowego, tzn. parametrom h_0 i h_1 przypisano wartości zerowe. Taylor [2000] wskazuje bowiem na lepsze – jego zdaniem – pośrednie oddziaływanie kursu walutowego na stopy procentowe. Pośredni efekt oddziaływania kursu na gospodarkę może być korzystniejszy niż bezpośredni, ponieważ przyczynia się do mniejszych błędnych wahań stopy procentowej. Pośrednie działanie kursu walutowego w prostej regule monetarnej Taylor tłumaczy występowaniem efektu inercji, np. aprecjacja kursu powoduje – przez obniżkę konkurencyjności eksportu – spadek produkcji, a także przyczynia się do obniżenia inflacji ze względu na niższe ceny dóbr importowanych. Reakcja polityki monetarnej na zmiany produkcji i inflacji opisana regułą (1) spowoduje obniżenie stopy procentowej. Tak więc zmiana stopy procentowej jest zgodna z kierunkiem zmiany, którą wywołałaby bezpośrednia reakcja na aprecjację kursu. Ponadto pośrednie uwzględnianie kursu walutowego w regule monetarnej Taylor argumentuje opóź-

⁴ Podaną wyżej wersję reguły Taylora można spotkać m.in. w: [Taylor 2000; Leitimo i Söderström 2001].

⁵ Taylor zaproponował w 1993 r. realną neutralną stopę procentową na poziomie 2%, co odpowiadało długookresowej średniej realnej stopie procentowej w USA.

⁶ Zakładany przez Taylora poziom inflacji oznaczał długookresowy cel inflacyjny na poziomie 2%.

nieniami w mechanizmie transmisyjnym, które sprawiają, że zbyt wczesne reagowanie stopy procentowej na zmiany kursu stanowi dodatkową przyczynę zakłóceń w gospodarce.

Taylor [2000] podkreśla także, że skuteczność oddziaływania na gospodarkę przez kanał kursu walutowego byłaby większa, gdyby wziąć pod uwagę racjonalne oczekiwania podmiotów rynkowych. Przy powyższym założeniu aprecjacja wpływałaby na oczekiwania rynkowe co do obniżenia krótkookresowej stopy procentowej (zgodnie z parytetem stóp procentowych). To z kolei implikowałoby obniżkę długookresowej stopy procentowej (zgodnie z modelem struktury czasowej stóp procentowych). Prosta reguła Taylora nie uwzględnia jednak oczekiwań, co m.in. jest źródłem jej krytyki. W regule Taylora uwzględnia się bieżący poziom inflacji oraz produkcji (już zrealizowanej) i porównuje się je z zakładanym poziomem inflacji i produkcją potencjalną. Jest to tzw. podejście wsteczne (*backward-looking perspective*). Wielu ekonomistów twierdzi (m.in. [Clarida, Gali, Gertler 1998; Nelson 2000; Batini, Nelson 2000]), że z powodu opóźnień w mechanizmie transmisyjnym bardziej wskazane jest uwzględnienie przy ustalaniu stopy procentowej oczekiwanych wartości stopy inflacji i produkcji, czyli zastosowanie tzw. podejścia ukierunkowanego na przyszłość (*forward-looking perspective*). W celu poparcia tego argumentu przeprowadzono badania w grupie krajów G-7 [Clarida, Gali, Gertler 1998], które potwierdzają, że decyzje dotyczące polityki monetarnej były podejmowane w większości wypadków na podstawie oczekiwań przyszłej inflacji i produkcji, a nie ich bieżących wartości. Zaletą uwzględnienia w regule monetarnej oczekiwanej inflacji jest to, że przy prognozowaniu inflacji decydenci, zwani *policymakers*, biorą pod uwagę ogół informacji, które wpływają na poziom cen; dlatego też można traktować prognozę inflacyjną jako statystyczne podsumowanie ogółu informacji rynkowych.

Kolejnym powodem, dla którego proponuje się pośrednie uwzględnienie kursu walutowego w regule monetarnej, są zakłócenia działania prawa jednej ceny i zasady parytetu siły nabywczej. W rzeczywistości bowiem nie jest znany długookresowy poziom równowagi realnego kursu walutowego, dlatego w praktyce stosowanie tej reguły, wykorzystującej poziom kursu walutowego, byłoby trudne. Inaczej mówiąc, zakłócenia działania parytetu siły nabywczej, związane m.in. z udziałem dóbr niewymiennych w miernikach poziomu inflacji (efekt Balassy-Samuelsona), niedoskonałą konkurencją, kosztami transakcyjnymi czy zmianą sposobu podawania cen w handlu zagranicznym (tzw. zachowanie PTM⁷) oznaczałyby, że

⁷ Termin PTM (*pricing to market*) przypisuje się P. Krugmanowi [1987], który próbował wyjaśnić przyczyny braku poprawy deficytu handlowego w USA w drugiej połowie lat 80. Według Krugmana deprecjacja dolara w 1985 r. nie przełożyła się na poprawę bilansu obrotów bieżących ze względu na wysoki stopień segmentacji rynków, przejawiającej się tym, że producenci eksporterzy

reguła reagująca na zmiany kursu walutowego nie byłaby optymalna, wręcz przeciwnie – stanowiłaby dodatkowe źródło zakłóceń dla gospodarki.

Z interpretacją Taylora nie zgadzają się m.in. Ball [1999], Obstfeld i Rogoff [2000] oraz Svensson [2000], którzy twierdzą, że przypisanie wartości zerowych parametrom h_0 i h_1 w rzeczywistości oznacza regułę odnoszącą się do gospodarki zamkniętej, co sprawia, że dla gospodarki otwartej reguła ta staje się suboptymalna [Ball 1999]. W kontekście równania (1) problem roli kursu walutowego w regule działania polityki monetarnej dotyczy zatem parametrów h_0 i h_1 , tzn. tego, jakie powinny być ich wartości i jakie znaki wskazujące na kierunki zależności. W interpretacji Obstfelda i Rogoffa [2000], parametr h_0 przyjmuje wartość mniejszą od zera, co oznacza, że aprecjacja kursu powyżej jego normalnej realnej wartości (wzrost e_t) powoduje obniżenie stopy procentowej (i_t), natomiast parametr h_1 równy jest zeru.

Bardziej złożone rozważania nad prostą regułą przedstawioną w równaniu (1) uwzględniają dynamiczny charakter kursów walutowych. W takiej sytuacji parametry h_0 i h_1 przyjmują różne wartości. Jeżeli wartość h_1 jest dodatnia, a h_0 ujemna – przy czym wartość bezwzględna h_0 jest większa niż h_1 – to początkowa reakcja stopy procentowej na zmianę kursu walutowego jest niwelowana. Interpretację taką proponuje m.in. Ball [1997; 1999], którego badania pokazują, że przypisanie parametrom h wartości różnych od zera poprawia funkcjonowanie gospodarki, ponieważ wpływa na zmniejszenie odchyłeń produkcji realnej od potencjalnej oraz zmniejsza różnicę między inflacją zakładaną (w celu inflacyjnym) a inflacją rzeczywistą. Różne oddziaływanie w czasie kursów walutowych na stopę procentową wynika z tego, że początkowo aprecjacja ma negatywny wpływ na popyt zagregowany, bo sprawia, że obniża się eksport netto. Z drugiej strony aprecjacja ma przejściowy wpływ na obniżenie inflacji, ponieważ powoduje spadek cen towarów importowych, ale tylko czasowy, zgodnie bowiem z teorią neoklasyczną w długim okresie kurs powraca do swojego poziomu równowagi, a więc ulega deprecjacji, co oznacza, że inflacja rośnie z powrotem. Ball twierdzi, że wobec tego nie jest właściwe utrzymywanie przez bank centralny obniżonej stopy procentowej, dlatego też powinna ona zostać podniesiona, łagodząc w ten sposób efekt ekspansji monetarnej.

Rozwinięcie powyższej interpretacji reguły Taylora można także odnieść do badań nad tzw. wygładzaniem stopy procentowej (*interest rate smoothing*), prowadzonych np. przez G. Benigno i P. Benigno [2000], w których przy wyznaczaniu stopy procentowej uwzględnia się m.in. wpływ nominalnej stopy procentowej z okresu poprzedniego, a także przejściowy charakter niektórych szoków. Sprawia to, że im wyższe są parametry „wygładzania”, tym mniej agresywna jest

ustalają cenę, uwzględniając warunki lokalne w kraju partnera handlowego, i nie zmieniają ceny w walucie importera.

reakcja polityki monetarnej na lukę inflacyjną i lukę produkcyjną [Benigno i Benigno 2000, s. 14]⁸. Do argumentów przemawiających za „wygładzaniem” stóp procentowych należą: wyeliminowanie wpływu dużych zmian stóp procentowych na zakłócenia rynków finansowych oraz wyeliminowanie ryzyka utraty wiarygodności władz monetarnych z powodu zbyt częstych zmian stóp procentowych.

W kolejnej interpretacji reguły Taylora, dokonanej przez Svenssona [2000], parametry opisujące reakcję stopy procentowej na zmiany kursu walutowego przyjmują wartości: $h_0 = -0,45$, $h_1 = 0,45$ ⁹. Model Svenssona pokazuje, że przy takich wartościach parametrów h_0 i h_1 , wzrasta szansa osiągnięcia zakładanego celu inflacyjnego (odchylenie standardowe zmniejsza się z 2,1% do 1,8%, zwiększają się jednak wahania produkcji z 1,7% do 1,8%).

Taylor [2000] zaproponował uwzględnienie kursu walutowego w regule ustalania stopy procentowej, jednak nie dla polityki Stanów Zjednoczonych, dla których początkowo sformułował regułę monetarną, ale dla unii gospodarczej i walutowej, przy czym referencyjnym kursem walutowym dla Europejskiego Banku Centralnego był stosunek dolara do euro. Wartości parametrów h_0 i h_1 wynosiły odpowiednio: $-0,25$ i $0,15$, co oznaczało, że 10% deprecjacja euro w stosunku do dolara powodowałaby ostatecznie zwiększenie stopy procentowej o 1%, najpierw bowiem stopa zwiększyłaby się o 2,5%, a następnie obniżyła o 1,5%. Taylor [*Monetary Policy...* 1999], porównując taką interpretację równania (1) dla siedmiu badanych krajów (Francji, Niemiec, Włoch, Wielkiej Brytanii, Stanów Zjednoczonych, Japonii i Kanady), dochodzi do wniosku, że wprowadzenie do reguły kursu walutowego, poprawiło sytuację ekonomiczną w niektórych krajach (we Francji i Włoszech), pogorszyło jednak w innych (np. w Niemczech).

Interesujący wkład do dyskusji nad rolą kursu walutowego w regułach polityki monetarnej wnoszą Chadha, Sarno i Valente [2004]. Rozbudowując regułę Taylora, próbują wskazać, że zbyt prosta jej postać zaproponowana przez autora w 1993 r. nie odzwierciedla w pełni skomplikowanej procedury podejmowania decyzji przez banki centralne. Wobec ostatnich dużych zmian cen aktywów finansowych (papierów wartościowych oraz nieruchomości)¹⁰ i kursów walutowych proponują włączenie tych zmiennych do reguły ustalającej wysokość stopy procentowej. Z analizy działań banków centralnych Stanów Zjednoczonych, Wielkiej Brytanii i Japonii od 1979 r. wynika, że parametry w regule polityki monetarnej – odnoszące się do kursu walutowego i cen aktywów finansowych – są statystycznie istotne, jednak niskie, dlatego nie powinny stanowić głównych czynników determinujących poziom

⁸ Szerzej na ten temat zob.: [Benigno i Benigno 2000; Gali i Monacielli 1999].

⁹ Zob. Svensson [2000 s. 169].

¹⁰ Analizę empiryczną Chadha, Sarno i Valente [2004] odnoszą do gospodarek USA, Wielkiej Brytanii i Japonii.

stóp procentowych. Należy jednak zauważyć, że najsilniejsze reakcje banków na zmiany cen aktywów finansowych i kursów walutowych miały miejsce w momencie, gdy ich poziom znacznie odbiegał od poziomu równowagi fundamentalnej, co zagrażało stabilności gospodarczej. Przykładem mogą być działania banku centralnego USA (FED) w 1985 r. wobec aprecjacji dolara oraz w połowie lat 90. wobec wzrostu cen akcji firm internetowych, a także reakcje Banku Anglii na silną deprecjację funta po kryzysie w europejskim systemie walutowym w 1992 r. i równie silną aprecjację funta pod koniec lat 90. Zdaniem Chadha, Sarno i Valente, w warunkach gdy ceny aktywów finansowych odzwierciedlają w prosty sposób wysokość oczekiwanych przyszłych zysków firm, determinowanych poziomem kosztów kapitału, siły roboczej i marży zysku, ich zmiany nie muszą być uwzględniane przy ustalaniu stóp procentowych. Jeżeli jednak ceny aktywów finansowych znacznie odbiegają od czynników fundamentalnych, to bank centralny powinien reagować na ich zmiany. Autorzy konkludują, że reakcje banku centralnego na duże wahania cen aktywów finansowych i kursów walutowych mogą być traktowane jako działania dyskrecjonalne, które mają na celu wyeliminowanie ryzyka pęknięcia bańki spekulacyjnej na rynku finansowym. Podejście takie wydaje się zgodne z proponowaną w ostatnim czasie w literaturze ekonomicznej tzw. ograniczoną dyskrecjonalnością (*constrained discretion*), polegającą na prowadzeniu polityki dyskrecjonalnej w taki sposób, aby wykazywała ona zalety polityki opartej na regule. Chodzi przede wszystkim o konsekwentne realizowanie jednoznacznie określonego celu, podanie jasnych motywacji determinujących procesy decyzyjne oraz dbanie o reputację instytucji prowadzących politykę gospodarczą.

5. Zakończenie

Jak wynika z powyższej analizy dotyczącej interpretacji reguły Taylora dla gospodarki otwartej, nie ma jednoznacznej opinii na temat roli kursu walutowego w regułach polityki monetarnej. Większość empirycznych badań wskazuje na uwzględnianie kursów walutowych przez banki centralne w procesie decyzyjnym, jednak nie przez oficjalną deklarację działania na podstawie reguły wykorzystującej do ustalania stóp procentowych zmiany kursu walutowego. Deklaracja taka mogłaby wpłynąć na oczekiwania rynków finansowych co do sposobu interwencji na rynkach walutowych i zmniejszyć przez to jej skuteczność. Należy zauważyć, że przedstawiona w niniejszym artykule reguła jest dużym uproszczeniem, w modelach występują bowiem w zasadzie bardziej skomplikowane formuły równań nieliniowych. Badania nad rolą kursu walutowego w ustalaniu reguł polityki monetarnej są częścią najnowszych, normatywnych badań makroekonomicznych nad gospodarką otwartą. W badaniach tych wykorzystuje się dynamiczne, stochastyczne modele równowagi ogólnej, które łączą teoretyczne koncepcje neo-

klasycznej i neokeynesowskiej makroekonomii z poglądami szkoły realnego cyklu koniunkturalnego, nową syntezą neoklasyczną oraz nową makroekonomią gospodarki otwartej. Główne kwestie wskazane w niniejszym artykule, dotyczące wykorzystania kursu walutowego w decyzjach polityki monetarnej, pozostają jednak niezmiennione.

Literatura

- Ball L. [1997], *Efficient Rules for Monetary Policy*, „NBER Working Paper”, nr 5952.
- Ball L. [1999], *Policy Rules for Monetary Policy* [w:] *Monetary Policy Rules*, red. J.B. Taylor, University Chicago Press, Chicago, Illinois.
- Batini N., Nelson E. [2000], *Optimal Horizons for Inflation Targeting*, „Bank of England Working Paper”, nr 119.
- Benigno G., Benigno P. [2000], *Monetary Policy Rules and the Exchange Rates*, „Working Paper”, Princeton University, May.
- Blinder A.S. [2001], *Bankowość centralna w teorii i praktyce*, CeDeWu, Warszawa.
- Chadha J.S., Sarno L., Valente G. [2004], *Monetary Policy Rules, Assets Prices and Exchange Rates*, „IMF Staff Papers”, nr 3.
- Clarida R., Gali J., Gertker M. [1998], *Monetary Policy Rules in Practice. Some International Evidence*, „European Economic Review”, nr 42.
- Eichengreen B., Masson P. [1998], *Transition Strategies and Nominal Anchors on the Road to Greater Exchange Rate Flexibility*, „Princeton Essays in International Economics”, nr 213, Princeton University.
- Gali J., Monacielli T. [1999], *Optimal Monetary Policy and the Exchange Rate Volatility in a Small Open Economy*, Department of Economics, New York University, November.
- Inflation Targeting* [1999], B.S. Bernanke, T. Laubach, F.S. Mishkin, A.S. Posen, Princeton University Press, Princeton.
- Krugman P. [1987], *Pricing to Market When the Exchange Rate Changes* [w:] *Real Financial Linkages Among Open Economies*, red. S. Arndt, J. Richardson, The MIT Press, Cambridge.
- Leitemo K., Söderström U. [2001], *Simple Monetary Policy Rules and Exchange Rate Uncertainty*, Research Department, Norges Bank, June.
- Monetary Policy Rules* [1999], red. J.B. Taylor, University Chicago Press, Chicago, Illinois.
- Nelson E. [2000], *UK Monetary Policy 1972–1997; a Guide Using Taylor Rule*, Bank of England WP, London.
- Obstfeld M., Rogoff K. [1995], *Mirage of Fixed Exchange Rates*, „Journal of Economic Perspectives”, nr 4.
- Obstfeld M., Rogoff K. [2000], *New Discretions for Stochastic Open Economy Models*, „Journal of International Economics”, nr 50.
- Svensson L. E. [2000], *Open Economy Inflation Targeting*, „Journal of International Economy”, nr 50.
- Taylor J.B. [1993], *Discretion versus Policy Rules in Practice*, Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, vol. 39.

Taylor J. [1995], *The Monetary Transmission Mechanism. An Empirical Framework*, „Journal of Economic Perspectives”, nr 4.

Taylor J.B. [2000], *The Role of Exchange Rate in Monetary Policy Rules*, mimeo Stanford University, Stanford, California.

The Exchange Rate in Monetary Policy Rules

In this article, the author discusses the role of the exchange rate in monetary rules. The first section presents the dilemmas associated with the monetary authorities taking into account the exchange rate in their operations. This problem touches on the fundamental issue as to whether the exchange rate should constitute a discretionary tool of the central bank or should be part of the rules imposed on monetary policy. This issue refers to two opposing attributes of exchange rates. On the one hand, they are an important indicator of the economic situation and act as automatic stabilisers. On the other hand, however, they may be a source of unexpected shocks to the economy. The author also describes the role of exchange rates based on the simple Taylor's rule. The majority of empirical studies show that central banks consider exchange rates in the decision-making process, albeit not in the form of an official declaration of action based on the rule that uses exchange rate fluctuations to set interest rates, but through so-called “constrained discretion”.

biblioteka
główna UEK