

GRZEGORZ WALERYSIAK\*

---

## **Polityka pieniężna i walutowa w krajach Ameryki Południowej**

### **Wprowadzenie**

Od dawna trwają dysputy nad użytecznością poszczególnych systemów kursów walutowych i reżimów monetarnych, także dla szczególnej sytuacji krajów rozwijających się. Obowiązującym w teorii ekonomii wzorcem polityki monetarnej i kursowej lansowanej przez organizacje międzynarodowe oraz teorię ekonomiczną, przynajmniej do czasu kryzysu globalnego z lat 2008–2009, jest strategia celu inflacyjnego z wykorzystaniem stopy procentowej banku centralnego w otoczeniu swobodnie kształtującego się kursu walutowego, określanego przez działania popytu i podaży wyrażające się swobodą przepływu kapitału. Wydaje się jednak, że wzorzec ten nie jest dostatecznie uzasadniony i umocowany teoretycznie, a jego forsowanie napotyka oponentów – zarówno z teoretycznego, jak i praktycznego punktu widzenia, szczególnie w przypadku krajów rozwijających się. Wskazuje na to wielu autorów, np. Epstein i Yeldan (2006), Anwar, Chowdhury i Islam (2011, 2012), Stiglitz (2012), Céspedes, Chang, Velasco (2012) czy Velasco (2013). Jednak strategia celu inflacyjnego jest nadal preferowana przez międzynarodowe instytucje finansowe.

Ameryka Południowa jest zróżnicowanym pod wieloma względami kontynentem. Także w aspekcie stosowanej polityki monetarnej można znaleźć mnogość rozwiązań i wyborów dokonanych w różnych krajach latynoamerykańskich. Historia wielu krajów Ameryki Płd., np. Argentyny czy Wenezueli, pokazuje, jak zmienia się podejście do polityki monetarnej i kursowej. Argentyna stosowała rozwiązania mieszczące się w całym spektrum: od rozwiązań preferowanych przez MFW i opartych na trilemacie aż po specyficzne rozwiązania dostosowane do swojej sytuacji. Celem artykułu jest pokazanie tego zróżnicowania, a także dyskusja nad użytecznością strategii celu inflacyjnego dla krajów rozwijających się.

---

\* Dr Grzegorz Walerysiak – Uniwersytet Przyrodniczy we Wrocławiu; e-mail: Grzegorz.Walerysiak@up.wroc.pl

Chcielibyśmy znaleźć odpowiedź na pytanie, czy kraje Ameryki Płd., o relatywnie dobrze rozwiniętych rynkach finansowych, stosują zalecane rozwiązania monetarne. Badana hipoteza byłaby następująca: kraje zróżnicowane pod wieloma względami, m.in. pod względem potencjału gospodarczego, charakteryzujące się niewydolnymi instytucjami społecznymi oraz wysoką i niestabilną inflacją, posiadające podobną strukturę wymiany międzynarodowej i duże uzależnienie od rynku USA, potrzebują instrumentów i celów wykraczających poza wąskie rozumienie polityki monetarnej związanej ze strategią celu inflacyjnego i stopą procentową, czego potwierdzeniem są ich faktyczne zachowania, często sprzeczne z nominalnie przyjętymi rozwiązaniami. Może to być głosem w ogólniejszej dyskusji nad użytecznością tej strategii monetarnej.

## **1. Zakres wyborów związanych z polityką monetarną i walutową**

Wybory związane z polityką monetarną obejmują wybór systemu monetarnego (reżimu monetarnego), zakres kontroli przepływu kapitału oraz politykę kursową. Polityka kursowa i przepływ kapitału są odpowiedzialne przede wszystkim za powiązania z gospodarką światową, a system monetarny za sytuację wewnętrzną, w tym inflację i stopień wykorzystania zasobów gospodarczych, chociaż oczywiście powiązania między reżimem kursowym i pieniężnym powodują, że czasem trudno oddzielić ich efekty od siebie. Zakres decyzji w ramach reżimu monetarnego obejmuje przede wszystkim wybór środka płatniczego obowiązującego na terenie danego kraju, a dalej wybór celów operacyjnych i strategicznych polityki monetarnej, w tym narzędzi polityki monetarnej. Natomiast wybór reżimu kursowego oznacza decyzję, czy poziom kursu walutowego jest przedmiotem decyzji politycznej i na jakiej podstawie jest on zmieniany, czy też jest on kształtowany wyłącznie przez siły rynkowe bez żadnej interwencji władz monetarnych. Wzorcem polityki monetarnej i kursowej lansowanym przez organizacje międzynarodowe oraz teorię ekonomiczną, przynajmniej do kryzysu globalnego z lat 2008–2009, jest strategia celu inflacyjnego z wyłącznym wykorzystaniem stopy procentowej banku centralnego w otoczeniu swobodnie kształtującego się kursu walutowego, określanego przez działania popytu i podaży. Frankel (2012) twierdzi, że strategia celu inflacyjnego zyskała tak duże uznanie<sup>1</sup> jako kotwica polityki pieniężnej na skutek upadku poprzedzającej jej polityki kursu walutowego w spektakularnych kryzysach walutowych w latach 90., szczególnie tych związanych z atakami spekulacyjnymi na stały kurs walutowy. Władze potrzebowały czegoś nowego, aby zakotwiczyć oczekiwania inflacyjne podmiotów gospodarczych w zakresie polityki pieniężnej. Optymalnym rozwiązaniem wydawała się strategia celu inflacyjnego. Jej źródła można szukać w ogólnej argumentacji Friedmana, że wiarygodne zo-

---

<sup>1</sup> W 2006 r. MFW szacował, że w perspektywie 5 lat ponad 30 krajów przyjmie strategię celu inflacyjnego, a ok. 30 już ją stosowało (Batini i in. 2006, s. 23).

bowiązanie do niskiej inflacji wymaga dominacji polityki reguł nad polityką uznaniowości i działań dyskrecjonalnych. Strategia celu inflacyjnego jest najbardziej znana jako zasada nakazująca bankowi centralnemu ustalenie pożądanego poziomu inflacji (mierzonej wskaźnikiem cen konsumpcyjnych, wskaźnikiem ogólnej inflacji czy inflacji podstawowej nieuwzględniającej zmian cen żywności i energii) i podejmowanie odpowiednich działań korekcyjnych.

Zakres zmiennych związanych z pieniądzem (stopa procentowa, inflacja, agregaty pieniężne) i mnogość zależności między nimi i zmiennymi realnymi powoduje istnienie bardzo szerokiego spektrum rozwiązań związanych z polityką monetarną. Dla analizy tych rozwiązań można wykorzystać klasyfikację MFW, biorącą pod uwagę, co jest najważniejszą zmienną makroekonomiczną, na której koncentrują się władze monetarne i według której podmioty gospodarcze mogą tę politykę odczytywać i formułować swoje oczekiwania, np. co do płac<sup>2</sup>. Na przykład w strategii celu inflacyjnego poziom cen jest wybrany jako zmienna strategiczna i podmioty mogą formułować swoje oczekiwania zakładając, że bank centralny tak będzie prowadził politykę, aby wybraną stopę inflacji osiągnąć i utrzymać. Klasyfikacja MFW obejmuje system kotwicy kursu walutowego, kotwicy agregatów monetarnych, strategię celu inflacyjnego<sup>3</sup> i system mieszany, czyli sytuację, gdy stosowana jest więcej niż jedna nominalna kotwica. W systemie kotwicy kursu walutowego celem jest utrzymanie określonego kursu walutowego i dlatego podejmowane są działania obejmujące m.in. interwencje na rynku walutowym czy pieniężnym. Przy tym reżimie monetarnym można stosować następujące rozwiązania kursowe: dolaryzacja, unie monetarne, izby walutowe, uwiązane kursy walutowe z określonym przedziałem wahań i bez ustalonego przedziału oraz pełzająca dewaluacja (z przedziałem lub bez przedziału wahań). System kotwicy agregatów monetarnych wykorzystuje agregaty pieniężne, takie jak M0 czy M1 i ich zmiany jako cele operacyjne. Można też wymienić znajdującą coraz większe zainteresowanie strategię nominalnego PKB.

System celu inflacyjnego charakteryzuje wybór poziomu inflacji jako celu strategicznego i podporządkowaniem całości działań polityki monetarnej utrzymaniu tego celu. W tym obszarze wskazuje się na ortodoksyjną strategię celu inflacyjnego (*fully fledged inflation-targeting regime* – FFIT), która rzeczywiście uznaje tylko jeden cel: określony poziom inflacji i jedno narzędzie<sup>4</sup>: stopę procentową. Stosowanie FFIT jest jednak trudne, jeżeli rynki finansowe są słabo rozwinięte, brakuje technicznych możliwości budowania dokładnych prognoz inflacji, a rząd działa

<sup>2</sup> Zmienną taką nazywa się kotwicą nominalną. W ujęciu historycznym kotwicą nominalną wykorzystywaną przez banki centralne był złoty standard lub przywiązanie waluty krajowej do innej silnej waluty.

<sup>3</sup> Chronologicznie biorąc, lata 80. ubiegłego stulecia to dominacja strategii agregatów pieniężnych, lata 90. to okres popularności strategii kursowych, wtedy też pojawiła się też strategia celu inflacyjnego. Obecnie pojawiają się głosy o końcu tej strategii (Frankel 2012) i sugeruje się powrót do strategii agregatów pieniężnych w postaci strategii nominalnego PKB.

<sup>4</sup> Strategia ta obejmuje wybór stabilności cen jako główny i jedyny cel polityki pieniężnej, publiczne ogłoszenie celu ilościowego inflacji, prowadzenie polityki pieniężnej na bazie szerokiego zestawu informacji, w tym prognoz inflacji, politykę wysokiej przejrzystości oraz mechanizm odpowiedzialności (Hammond 2012).

w warunkach słabej pozycji fiskalnej (Stone 2003, s. 1). Dlatego też poszczególne kraje stosują również elastyczną strategię celu inflacyjnego, która oprócz inflacji bierze pod uwagę także krótkookresową stopę wzrostu gospodarczego i wahania koniunktury; ten sposób realizacji strategii celu inflacyjnego nabrał znaczenia w wyniku globalnego kryzysu finansowego.

Można wskazać także strategie mieszane, niejednorodne, kiedy to kraje nie ogłaszają żadnej nominalnej kotwicy, ale monitorują różne wskaźniki makroekonomiczne i na tej podstawie podejmują decyzje co do działań polityki monetarnej. Są również kraje, dla których brak wystarczających informacji dla sklasyfikowania reżimu monetarnego. W klasyfikacji MFW takie strategie są klasyfikowane jako kategoria „pozostałe”. Należy do nich np. łagodna strategia celu inflacyjnego (*inflation targeting lite* – ITL)<sup>5</sup> czy domniemana (nieogłaszana) stabilność cen (*implicit price stability anchor*). Łagodna (niezobowiązująca) strategia celu inflacyjnego charakteryzuje się tym, że kraj ogłasza cel inflacyjny, choć nie jest w stanie utrzymać go jako podstawowego celu polityki. Towarzyszy temu utrzymywanie płynnego kursu walutowego i jego duża zmienność. Wybór płynnego kursu walutowego wynika z obawy przed atakami spekulacyjnymi na rezerwy walutowe, co jest możliwe przy systemie stałego kursu walutowego, a cel inflacyjny jest niepraktyczny z powodu zmiennego popytu na pieniądź. Władze krajowe koncentrują się głównie na sprowadzeniu inflacji do poziomu jednocyfrowego i utrzymaniu stabilności finansowej. ITL może być postrzegana jako system przejściowy, mający na celu kupowanie czasu dla realizacji reform strukturalnych niezbędnych do przejścia do strategii jednej wiarygodnej kotwicy nominalnej i stosowany przez kraje o ograniczonej wiarygodności. Najważniejszym wyzwaniem dla polityki banku centralnego typu ITL jest m.in. to, czy traktować ją jako etap w procesie zmierzającym do oparcia polityki monetarnej na jednej kotwicy nominalnej<sup>6</sup>. Strategia nieogłaszanej stabilności cen jest stosowana przez kraje o wysokiej wiarygodności i mogące zrealizować cel stabilnej inflacji bez specjalnego zobowiązania się do niej, co mogłoby wprowadzać niepotrzebne w gospodarce i polityce usztywnienia, osłabiające elastyczność polityki w momentach szczególnych, związanych z przywracaniem stabilności produkcji. Klasyfikacja MFW obejmuje także inne systemy pieniężne, m.in. takie, które są wspierane środkami finansowymi i innymi działaniami Funduszu, np. programy MFW ustalające minimalne poziomy rezerw walutowych lub maksymalne poziomy krajowych aktywów netto banku centralnego.

<sup>5</sup> Tradycyjny reżim monetarny nakierunkowany na stabilność monetarną do czasu wprowadzenia reform strukturalnych umożliwiających stosowanie jednej kotwicy nominalnej, ale posiadający więcej niż jeden cel polityki gospodarczej. Charakterystyczny dla niego jest niższy stopień wiarygodności polityki monetarnej, wynikający z obciążeniem fiskalnego, płytkiego rynku finansowego oraz podatności na szoki zewnętrzne. Dlatego kraje kierujące się tą strategią stosują też interwencje na rynku walutowym.

<sup>6</sup> Do krajów stosujących ITL Stone (2003) zaliczył 19 krajów, w tym Republikę Dominikany, Gwatemalę, Honduras, Peru, Urugwaj i Wenezuelę. W niektórych przypadkach nastąpiły zmiany: Peru zaczęło stosować strategię celu inflacyjnego, a Wenezuela poszła w drugą stronę, stosując strategię miękkiego zakotwiczenia monetarnego.

Do tej pory wspomniane reżimy monetarne zakładały chęć stabilizującego oddziaływania na poziom inflacji, czyli niezależną politykę monetarną, trzeba jednak wspomnieć, że możliwa jest sytuacja, gdy polityka monetarna jest zależna od rządu i nacisku fiskalnego. Nacisk fiskalny to sytuacja, gdy rząd chce lub musi finansować wydatki rządowe, często socjalnej natury, przez monetyzację wydatków rządowych, czyli druk pieniędzy. W takiej sytuacji efektem jest niekontrolowany spadek wartości pieniądza, prowadzący do presji na wzrost cen. Presja ta może być powstrzymana przez administracyjną kontrolę cen i płac. Taki system monetarny jest związany z reguły ze sztywnym kursem walutowym i kontrolą rynku walutowego i przepływów kapitałowych. Taką strategią monetarną można nazwać strategią nacisku fiskalnego czy dominacji fiskalnej lub słabym zakotwiczeniem nominalnym.

Także w zakresie wyborów walutowych możliwości są zróżnicowane. Wskazuje się następujące reżimy walutowe: brak własnej waluty (dolaryzacja oficjalna), izba walutowa (*currency board*), kurs sztywny (*fixed peg*), kurs płynny w paśmie wahań (*horizontal band*), kurs pełzający (*crawling peg*), kurs pełzający w paśmie wahań (*crawling band*), kurs płynny kierowany (*managed floating*), kurs płynny (*independent floating*) oraz system współpracy (unia walutowa<sup>7</sup>). Rezygnacja z waluty krajowej na rzecz waluty innego obszaru walutowego jest tożsama z przyjęciem sztywnego kursu walutowego wobec tej waluty. Ogólnie reżimy kursowe mogą być klasyfikowane jako twarde powiązania (izba walutowa, dolaryzacja oficjalna, unia walutowa), miękkie powiązania (przywiązanie do jednej waluty, do koszyka walut, dewaluacja krocząca) oraz jako płynny kurs walutowy (płynność bezwarunkowa, płynność zarządzana) (Bleaney, Francisco 2005). Kurs płynny w paśmie wahań, kurs pełzający oraz kurs pełzający w paśmie wahań są klasyfikowane ponadto jako reżimy pośrednie (*intermediate regimes*), a kurs płynny kierowany i kurs płynny jako systemy płynnego kursu walutowego.

Istnieje także klasyfikacja *de iure* i *de facto*. W tej pierwszej kategorii uwzględnia się: kurs centralny w stosunku do jednej waluty (*single currency peg*), złożony kurs centralny (*composite currency peg*), limitowana płynność w stosunku do jednej waluty (*limited flexibility vis-à-vis a single currency*), limitowana płynność w stosunku do walut krajów objętych umową współpracy (*limited flexibility through cooperative arrangements*), większa płynność przez dostosowanie kursu walutowego do wskaźnika (*greater flexibility through adjustment to an indicator*)<sup>8</sup>, większa płynność przez stosowanie kierowanego kursu zmiennego (*greater flexibility through a managed float*), pełna płynność przez stosowanie kursu nieograniczenie zmiennego (*full flexibility through an independent float*). Można także wyróżnić strategię kursu centralnego, zwanego też sztywnym, gdy jest on ustalany przez

<sup>7</sup> Uniami monetarnymi jest WAEMU i CAEMC, obejmujące byłe kolonie francuskie w Afryce lub ECCU dla Karaibów. Są to jak na razie jedyne funkcjonujące unie monetarne, chociaż istnieje wiele propozycji utworzenia unii monetarnych, np. w krajach Ameryki Płd. (wspólny pieniądz ma się nazywać *latino*) czy krajów Zatoki Perskiej.

<sup>8</sup> Przykładem mogą być stosowane przez Argentynę i Chile strategie nakierowane na utrzymywanie konkurencyjnego poziomu realnego kursu walutowego.

państwo na zasadzie administracyjnej bez większych odniesień ekonomicznych lub na stałe związany np. z parytetem złota. W tej strategii kurs walutowy nie odgrywa aktywnej roli w kształtowaniu zależności ekonomicznych, a jest tylko wykorzystywany w obrachunkach lub jest wyrazem ustaleń politycznych. Kurs przywiązany do kursu nominalnego względem jednej waluty lub koszyka walut, kurs dostosowywany do kursu realnego, rezerw walutowych czy sytuacji w bilansie płatniczym i kurs płynny w dwóch wariantach kurs czysty i zarządzany dopuszczający interwencje na rynku walutowym są strategiami wyróżnianymi w klasyfikacji *de facto*. Tabela 1 pokazuje charakterystykę rodzajów kursu walutowego dla istotnych zmiennych ekonomiczno-politycznych (siła zależności jest pokazana za pomocą znaków: ++ silna zależność, +- słaba zależność, - brak zależności).

**Tabela 1**

**Wybrane ekonomiczne konsekwencje systemów kursu walutowego**

Cecha	System kursu walutowego			
	płynny kurs walutowy	zarządzany płynny kurs walutowy	miękkie uwiązanie kursowe (kurs powiązany i dostosowywany)	kurs centralny (twarde uwiązanie kursowe)
Stabilność gospodarki	--	+-	++	++
Niedopasowanie kursowe	+-	++	+-	++
Podatność na kryzysy walutowe	++	++	-	++
Wrażliwość na szoki zewnętrzne	++	+-	-	-
Niezależność polityki monetarnej	++	+-	-	-

Źródło: Yagci (2001).

Jak widać z tabeli 1, z każdym reżimem kursowym są związane korzyści i koszty. Na przykład płynny kurs walutowy wiąże się z niewrażliwością na kryzysy walutowe typu spekulacyjnego oraz dużą zdolnością do absorbowania wstrząsów zewnętrznych przy jednoczesnej możliwości prowadzenia niezależnej polityki pieniężnej, jednak przy niskiej stabilności gospodarki, czyli zmienności kursu walutowego, a także poziomu cen. Natomiast reżimy twardych kursów walutowych zapewniają maksymalną stabilność i wiarygodność polityki pieniężnej, niskie koszty transakcyjne i niskie stopy procentowe związane ze światową stopą procentową, ale przy utracie dochodów z senioratu oraz polityki pożyczkodawcy ostatecznej instancji realizowanej przez bank centralny i dużej mobilności kapitału, która nie

zawsze może być zarządzana. Rozwiązania pośrednie (zarządzany kurs walutowy czy miękkie powiązania kursowe) próbują łączyć zalety rozwiązań biegunowych przy wymienności między stabilnością i elastycznością dostosowań i podatnością na kryzysy walutowe, szczególnie w krajach otwartych na międzynarodowe przepływy kapitałowe.

Wybór systemu kursu walutowego jest dokonywany przy wzięciu pod uwagę konsekwencji danego systemu walutowego i charakterystyki sytuacji wewnętrznej i zagranicznej kraju. Jeżeli dany kraj jest gospodarką otwartą o dużych przepływach kapitałowych i handlu zagranicznym, wówczas lepszym wyborem są systemy związane z mniejszą podatnością na kryzysy walutowe czy wrażliwością na szoki zewnętrzne. Jeżeli przepływy są mniej istotne, a gospodarka jest raczej zamknięta i rynek wewnętrzny jest duży, wówczas bardziej racjonalne wydają się wybory związane z niezależnością polityki monetarnej czy stabilnością gospodarczą. Podkreśla się także, że koncentracja na realnym kursie walutowym pozbawia podmioty nominalnej kotwicy, według której mogą one formułować swoje oczekiwania inflacyjne, a bank centralny pozbawia się wpływu na podaż pieniądza, pozostawiając inflację poza kontrolą (Frenkel, Rapetti 2007).

Każdy kraj prowadzi zarówno politykę monetarną, jak i kursową, co oznacza różne możliwe relacje między reżimem monetarnym i kursowym. Relacje te przedstawia tabela 2.

**Tabela 2**

**Zależność między wyborem reżimu monetarnego i systemu kursu walutowego**

Reżim monetarny	Reżim walutowy
Brak autonomii monetarnej	Brak legalnego krajowego środka pieniężnego (dolaryzacja oficjalna, unia walutowa), izba walutowa
Uwiązany kurs walutowy (stały kurs walutowy)	Konwencjonalne systemy stałego kursu walutowego wobec jednej waluty lub wobec koszyka walut, stały kurs walutowy w paśmie, pełzający kurs walutowy wyprzedzający (do założonego celu), pełzający kurs dostosowawczy do zaistniałych zmian
Pełna strategia celu inflacyjnego, nieogłaszana strategia stabilizacji cen, niezobowiązująca strategia stabilności cen i inflacji ( <i>inflation targeting lite</i> ), agregaty pieniężne ( <i>money anchor</i> ), słabe zakotwiczenie nominalne	Kurs pełzający w paśmie, zarządzany kurs walutowy wyprzedzający lub dostosowawczy, płynny kurs walutowy

Źródło: Stone, Bhundia (2004, s. 29).

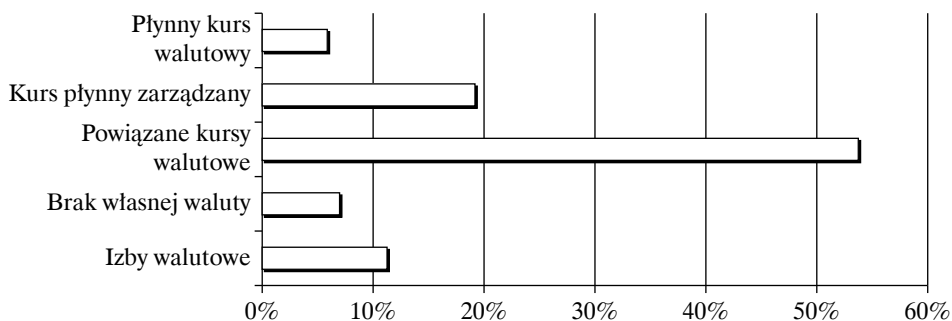
Tabela 2 wskazuje na możliwości wyboru, jakie mają władze monetarne także krajów rozwijających się. W niektórych przypadkach wybór reżimu monetarnego daje większą swobodę w wyborze polityki kursowej, np. przy prowadzeniu strategii monetarnej nakierunkowanej na stały kurs walutowy jego dostosowywanie może być osiągnięte przy różnych reżimach walutowych. W niektórych przypadkach wy-

bór reżimu monetarnego oznacza brak wyboru w zakresie polityki kursowej, np. dolaryzacja oficjalna.

O rzeczywistych wyborach krajów rozwijających się w 2014 r. mogą świadczyć wykresy zamieszczone na rysunkach 1 i 2, które pokazują częstotliwość stosowania różnych reżimów walutowych i monetarnych przez te kraje.

**Rysunek 1**

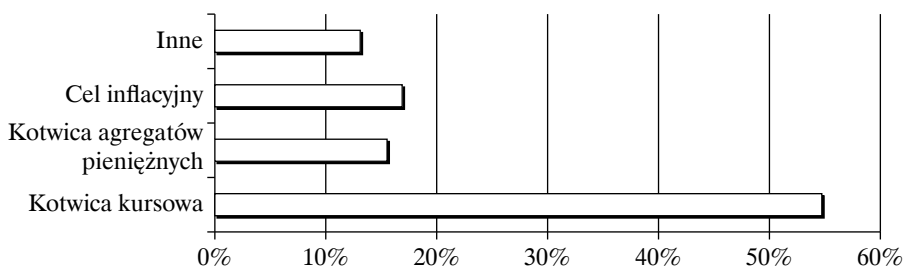
**Rozkład reżimów kursowych w krajach rozwijających się w 2014 r.**



Źródło: opracowanie własne na podstawie: *Annual Report...* (2015).

**Rysunek 2**

**Rozkład reżimów monetarnych w krajach rozwijających się w 2014 r.**



Źródło: opracowanie własne na podstawie: *Annual Report...* (2015).

Jak widać na rysunku 1, najczęściej stosowanym rozwiązaniem w krajach rozwijających się były powiązane kursy walutowe (54% krajów) oraz kurs płynny zarządzany (19% krajów), natomiast płynny kurs walutowy stosowało zaledwie 6% krajów rozwijających się. Niewielki odsetek krajów stosujących płynny kurs walutowy może potwierdzać zjawisko zwane strachem przed płynnością, oznaczające obawy przed zmianami pochodzącymi z gospodarki światowej, które mogą być źródłem poważnych kłopotów gospodarczych, wynikających z zależności od rynków zagranicznych zarówno towarowych (eksport), jak i finansowych (napływ kapitałów). Zarządzany kurs walutowy może być sposobem neutralizowania tych wpływów.



Dane przedstawione na rysunku 2 mogą potwierdzać występowanie zjawiska strachu przed płynnością. Rysunek ten przedstawia reżimy monetarne w krajach rozwijających się. Widoczne jest przeważanie strategii kotwicy kursowej. Może to wskazywać na duże znaczenie wymiany handlowej, często o cechach uzależnienia, ale także na znaczenie przepływów kapitałowych, zmieniających – nie zawsze w pożądanym sposób – kurs walutowy. Jak widać na rysunku 2, najczęściej stosowaną jest strategia kotwicy kursu walutowego (55%); strategia celu inflacyjnego jest stosowana przez 17% krajów, a strategia kotwicy agregatów pieniężnych przez 16% krajów. Może to wskazywać na mniejsze znaczenie przypisywane bezpośrednio inflacji przez władze w tych krajach, wykorzystywanie inflacji dla finansowania deficytu budżetowego lub na mniej efektywne zarządzanie inflacją.

## **2. Dyskusja nad wyborem optymalnej polityki monetarnej dla krajów rozwijających się**

Od dawna toczy się dyskusja nad optymalizacją wyborów kursowych i monetarnych. Jedną z popularnych teoretycznych propozycji rozwiązania tego problemu jest teoria o niemożliwej triadzie (*Trinity* bądź *Trilemma* lub twierdzenie o niesamowitym trójkącie). Teoria ta wyraźnie wskazuje, że nie jest możliwe jednoczesne realizowanie trzech następujących polityk: polityki stałego kursu walutowego, polityki swobodnego przepływu kapitału (brak kontroli kapitału) oraz niezależnej polityki pieniężnej z niezależną nominalną stopą procentową. Ponieważ globalizująca się gospodarka światowa musi realizować się przez przepływy kapitałowe, to wybór zostaje między niezależnością polityki monetarnej a polityką stałego kursu walutowego<sup>9</sup>. Zakładając większą użyteczność polityki monetarnej, należy zrezygnować ze stałego kursu walutowego, wprowadzając do gospodarki większą zmienność generowaną przez czynniki zarówno krajowe (np. inflacja w wyniku ekspansji monetarnej) czy zewnętrzne (np. zachowania inwestorów zagranicznych).

Teza o niemożliwej triadzie jest jednak krytykowana i podważana jako argument normatywny, logicznie wyprowadzony z modelu Mundella-Fleminga, o wątpliwym uniwersalizmie dla każdego kraju i czasu. Według krytyków (Frankel 2012) teza, że bank centralny nie może określać jednocześnie krajowej stopy procentowej (lub bazy monetarnej) i kursu walutowego na rynku z wolnymi przepływami kapitałowymi (o ile krajowe i zagraniczne aktywa finansowe nie są doskonałymi substytutami), opiera się na założeniu, że bank centralny nie może dokonać zmian w składzie swojego portfela (aktywa i pasywa), aby neutralizować i równoważyć zmiany spowodowane przez prywatne przepływy kapitałowe. Przykłady krajów rozwiniętych (np. USA) wskazują, że bank centralny może trzy-

<sup>9</sup> Czy zatem przypadek Chin stosujących kontrolę przepływu kapitału przy zachowaniu stałego kursu walutowego i niezależnej polityki monetarnej jest tylko wyjątkiem potwierdzającym regułę?

mać znaczne ilości aktywów zagranicznych i krajowych, jest w stanie kupować lub sprzedawać aktywa krajowe i zagraniczne na rynkach krajowych i międzynarodowych oraz może bez większych problemów dokonywać operacji wyrównawczych. Stopień swobody w tym zakresie jest zależny od możliwości sprzedaży obligacji rządowych lub emitowania papierów wartościowych przez bank centralny oraz od wielkości posiadanych rezerw lub możliwości umieszczenia obligacji rządowych na rynku międzynarodowym (dla kompensowania przepływów kapitału). Można zatem tylko wnioskować, że wspomniany problem jest bardziej typowy dla krajów rozwijających się, które z reguły mają mniejsze rezerwy zagraniczne, niższe aktywa krajowe i niewielki krajowy rynek finansowy w stosunku do przepływów kapitałowych podlegających neutralizacji. Nie można więc *a priori* założyć, że nie można stosować polityki monetarnej łączącej autonomię monetarną z kontrolą przepływów kapitału oraz zarządzaniem kursem walutowym.

Dodatkowe argumenty przeciw uniwersalizmowi tezy o niemożliwej triadzie pochodzą z obserwacji, że takie rozwiązanie nie uwzględnia możliwości prowadzenia polityk nieortodoksyjnych, czyli polityki zarządzanego kursu walutowego czy polityki kontroli przepływów kapitałowych, ograniczonych dla pewnych wyjątkowych sytuacji. Stosowanie rozwiązań niewynikających z triady może wprowadzać taki zakres zmienności w gospodarce, którym władze krajowe są w stanie efektywnie zarządzać, czyli nie trzeba *a priori* rezygnować z któregoś typu polityki gospodarczej.

Także w świetle badań empirycznych ocena strategii celu inflacyjnego nie jest jednoznaczna. Wyniki badań wskazują zarówno na jej efektywność, jak i na jej ograniczoną aplikacyjność. Do zwolenników strategii celu inflacyjnego dla krajów rozwijających się należą Cavoli i Rajan (2006), według których najbardziej stabilizujące inflację są te strategie, które bezpośrednio zakładają jako cel stabilność cen, czyli właśnie strategie celu inflacyjnego<sup>10</sup>. Natomiast inne polityki, np. oparte na regule Taylora, dają większą zmienność inflacji. Wskazują oni jednak na istnienie wymienności między stabilnością inflacji i produkcji, a także wymienności między inflacją i kursem walutowym. Konkluzją jest przekonanie o użyteczności strategii celu inflacyjnego do eliminowania inflacji, ale także wniosek, że dopóki faktycznie występująca inflacja jest zgodna ze średniookresowym celem inflacyjnym, polityka monetarna ma możliwość efektywnego reagowania w celu osiągnięcia innych celów, jak wielkość produkcji, kurs walutowy czy stabilność cen aktywów finansowych. Nie jest zatem konieczne ortodoksyjne podejście do celu inflacyjnego, lecz raczej należy traktować go w sposób zadaniowy, czyli stosowany w celu eliminacji inflacji i modyfikowania oczekiwań inflacyjnych.

Szerszy kontekst efektywności strategii celu inflacyjnego rozpatrywał m.in. de Carvalho (2011). Badając następstwa kryzysu globalnego dla gospodarki w zależności od realizowanej strategii monetarnej, dochodzi on do wniosku, że chociaż kraje stosujące politykę celu inflacyjnego lepiej sobie poradziły z kryzysem globalnym w 2008 r., to jednak polityka ta jest nieadekwatna w przypadku wielu

<sup>10</sup> Badanie to dotyczyło wpływu przyjętego wariantu polityki monetarnej na gospodarkę Tajlandii.

krajów rozwijających się. Według niego małe, biedne kraje rozwijające się nie mają instytucjonalnej zdolności do stosowania polityki celu inflacyjnego, która wymaga zbyt skomplikowanych danych statystycznych. Co więcej, de Carvalho krytykuje także bardziej fundamentalne podstawy takiej polityki monetarnej. Twierdzi on, że obecna ortodoksja bankowości centralnej, dążąca do tego, aby utrzymać inflację na niskim, jednocyfrowym poziomie, nie jest ani optymalna, ani pożądana. Według niego ta ortodoksja jest oparta na kilku fałszywych przesłankach: po pierwsze, że wysoka choć umiarkowana inflacja jest związana z wysokimi kosztami; po drugie, że w środowisku niskiej inflacji gospodarka będzie lepiej prosperować, szybciej się rozwijać i tworzyć miejsca pracy; i po trzecie, że nie istnieją realne alternatywy dla polityki pieniężnej nakierowanej na hamowanie inflacji. W rzeczywistości koszty umiarkowanych epizodów inflacyjnych wydają się bardzo niskie lub w ogóle się nie pojawiają, a teza, że kraje, które przyjęły strategię celu inflacyjnego, mają lepsze wyniki w zakresie wzrostu gospodarczego i zatrudnienia jest ciągle przedmiotem debaty. Istnieją też realne alternatywy dla polityki celu inflacyjnego, historycznie i obecnie. Wszystko to sugeruje, że polityka celu inflacyjnego o niskim wskaźniku inflacji nie jest koniecznym elementem strategii rozwojowej. Istotniejsza jest stabilność i kontrola inflacji niż osiągnięcie konkretnego niskiego poziomu inflacji. Wydaje się zatem, że polityka celu inflacyjnego powinna być stosowana do wyeliminowania wysokiej inflacji i związanych z nią oczekiwań inflacyjnych, aby potem ją zmienić na politykę stabilności czy kontroli inflacji.

Stosowanie strategii celu inflacyjnego w krajach rozwijających się krytykują także inni autorzy, m.in. Velasco (2013) oraz Anwara, Chowdhury i Islama (2011, 2012).

Velasco rozważa istotność strategii celu inflacyjnego w kontekście wysuwanych postulatów zmiany tej strategii na strategię nominalnego PKB. Konkluduje on, że obie strategie są tak samo nieefektywne dla sytuacji krajów Ameryki Płd., bo nie rozwiązują żadnego z kluczowych problemów tych krajów. Do tych problemów zalicza on napływ kapitałów stymulowany przez cięcia stóp procentowych w rozwiniętych krajach i związaną z tym presję aprecjacyjną dla kursu walutowego (np. w Boliwii). Regulowanie stopy procentowej nie może być efektywne, gdyż ani podnoszenie, ani obniżenie stopy procentowej nie jest w stanie zneutralizować negatywnych efektów związanych z napływem kapitałów. Podniesienie stóp procentowych tylko przyciągnie więcej kapitału, natomiast cięcie stóp może spowodować przegrzanie gospodarki, już stymulowanej przez napływ kapitałów zagranicznych. Niemożność reagowania za pomocą stopy procentowej powoduje użycie polityki kursowej polegającej na interwencjach na rynkach walutowych, a także polityki monetarnej obejmującej selektywne podnoszenie stopy rezerw obowiązkowych tak, aby zagraniczne zadłużanie się stało się mniej atrakcyjne. Rozwiązaniem jest zatem stosowanie innych instrumentów niż stopa procentowa. Drugi problem dotyczy zapewnienia stabilności finansowej za pomocą polityki pieniężnej. Także i tutaj są wykorzystywane inne narzędzia niż tylko stopa procentowa, takie jak rezerwy obowiązkowe czy kontrola wielkości wskaźnika kredytu do wartości, aby

zmniejszyć zakres lewarowania i zapobiegać powstawaniu baniek spekulacyjnych w cenach aktywów finansowych. Ostatni problem dotyczy roli banków centralnych jako kredytodawców ostatniej instancji w sytuacji kryzysowej. To zadanie jest szczególnie ważne i trudne w krajach o znacznej dolaryzacji wierzycelności zarówno publicznych, jak i prywatnych, co jest dość powszechne w Ameryce Płd. (np. Peru, Boliwia). Realizacja funkcji pożyczkodawcy ostatniej instancji w takiej sytuacji oznacza konieczność posiadania i wykorzystywania rezerw walutowych. Takie rozwiązania są obce standardowym strategiom, takim jak strategia celu inflacyjnego, także z systemem płynnego kursu walutowego, jak i strategii nacelowanej na nominalny PKB z płynnym kursem walutowym. Velasco podsumowuje rozważania wskazując, że nie chodzi tu o zmianę jednego prostego rozwiązania na inne, bez względu na to, czy jego celem jest inflacja, czy nominalny PKB. Kraje rozwijające się Ameryki Płd. potrzebują polityki pieniężnej, która wyraźnie uwzględni przepływy kapitału, zmienność cen aktywów finansowych i kursu walutowego, a także wynikającą z tego niestabilność finansową. Oznacza to inne wymagania dla stopy procentowej w czasach spokojnych i kryzysowych. Kompleksowy system powinien obejmować dwie zasady: jedną w sytuacjach kryzysowych, a drugą na „resztę czasu” – oraz wyraźne wytyczne dotyczące przechodzenia z jednego systemu na drugi (Velasco 2013).

Także obserwacje Anwara, Chowdhury’ego i Islama (2011) dotyczące porównania krajów rozwijających się stosujących politykę celu inflacyjnego z krajami innych strategii monetarnych w kontekście zatrudnienia i ubóstwa wskazują na ograniczoną użyteczność tej strategii dla krajów rozwijających się. Porównanie 12 par krajów<sup>11</sup> o podobnej sytuacji makroekonomicznej i rozwojowej, mierzonej wskaźnikiem rozwoju społecznego (HDI), dochodem narodowym *per capita* i pochodzących z tego samego regionu geograficznego, doprowadza ich do wniosku, że produktywność siły roboczej jest wyższa w krajach niestosujących polityki celu inflacyjnego. Ponadto przy podobnej stopie bezrobocia wskaźnik zatrudnienia wrażliwego na zwolnienie jest wyższy w krajach prowadzących politykę celu inflacyjnego.

Wszystko to sugeruje, że polityka celu inflacyjnego nie jest koniecznym elementem strategii rozwojowej. Zdecydowanie istotniejsza jest stabilność i kontrola inflacji niż osiągnięcie konkretnego poziomu niskiej inflacji. Paradoksalnie tego typu polityka już od dawna była znana i propagowana, o czym świadczy artykuł IV preambuły do Porozumienia Założycielskiego MFW. Mówi on, że; „... każdy kraj członkowski powinien starać się dążyć do kierowania swojej polityki na sprzyjanie systematycznemu wzrostowi ekonomicznego ze stabilnością cen zgodnie z własnymi uwarunkowaniami”. Nie wymaga to ani obowiązku stosowania polityki celu inflacyjnego, ani celu inflacyjnego jednego dla wszystkich krajów. Wydaje się, że kluczową kwestią przy wyborze strategii monetarnej jest sytuacja danego kraju i cele stawiane przed jego polityką. Jeżeli cele te są związane z przywracaniem stabilności gospodarczej lub monetarnej, to w tym przypadku uboga

---

<sup>11</sup> Badane pary to m.in. Brazylia-Argentyna, Chile-Ekwador, Kolumbia-Honduras, Gwatemala-Honduras, Peru-Indie.

strategia celu inflacyjnego może być przydatna. Jest ona uboga, bo opiera się na założeniu komplementarności między stabilnością cen (inflacją) i osiąganiem wzrostu gospodarczego. Założenie to jest jednak traktowane jako problematyczne samo w sobie (stąd nazywane przez niektórych „boską zbieżnością”) i nie musi być prawdziwe w sytuacji krajów rozwijających się, gdzie sektor odpowiedzialny za wzrost nie jest na tyle silny i efektywny, że jedyne, co mu jest potrzebne, to stabilność monetarna i cenowa.

### 3. Wybory monetarne krajów Ameryki Południowej

Ameryka Południowa jest kontynentem, na którym jest 12 zróżnicowanych gospodarczo, geograficznie i politycznie krajów, jeżeli chodzi o liczbę ludności, potencjał gospodarczy, formę rządów czy rodzaj polityki gospodarczej. Zróżnicowanie krajów Ameryki Płd. w zakresie tempa wzrostu gospodarczego jest dość duże. Na przykład peruwiańska gospodarka niemal podwoiła swój rozmiar w ciągu 10 lat, realny PKB rósł w przeciętnym tempie 6% rocznie (dekada o najszybszym wzroście w całej historii Peru), podczas gdy średnia dla całego kontynentu w 2014 r. wyniosła 2,4%. Wenezuela jako jedyna zanotowała w tym roku ujemną stopę wzrostu gospodarczego (-4%), a Brazylia i Argentyna osiągnęła tempo wzrostu gospodarczego rzędu 0,5%. Dla całego kontynentu 2014 r. okazał się gorszy niż poprzednie: stopa wzrostu gospodarczego spadła z 5,6% do 2,4%. Inflacja na kontynencie w 2014 r. wynosiła 11,4% przy dość dużym zróżnicowaniu: od 68,5% w Wenezueli i 24% w Argentynie do ok. 3,5% w Kolumbii, Ekwadorze i Peru. Kolejną różnicą jest także zakres dominacji fiskalnej nad polityką monetarną, wyrażający się m.in. deficytem budżetowym i wielkością długu publicznego.

W przypadku długu publicznego – przy niezbyt wysokiej średniej dla całej Ameryki Południowej (34,4% PKB w 2012 r.) i tendencji spadkowej – daje się zauważyć pewne różnice. Mianowicie Chile i Paragwaj mają zdecydowanie najniższe wskaźniki (odpowiednio 11% i 13%), poniżej średniej mieszczą się też Ekwador, Peru, Surinam i Wenezuela, natomiast najwyższy wskaźnik mają Gujana (66%) oraz Urugwaj (58%). Jednak porównując z danymi dla całego świata, nie jest to sytuacja szczególnie niebezpieczna: na 212 krajów aż 152 w 2012 r. miało dług publiczny, od 1,9% PKB w Libii do 220% PKB w Japonii. Także w aspekcie deficytu budżetowego kraje Ameryki Płd. nie wypadają szczególnie źle. Na świecie na 212 krajów tylko 43 miało zrównoważony budżet lub nadwyżkę budżetową. W Ameryce Płd. w 2012 r. pięć krajów miało nadwyżkę budżetową (Boliwia, Brazylia, Chile, Peru i Surinam). W pozostałych krajach, z wyjątkiem Wenezueli (gdzie deficyt wynosił ponad 17% PKB), deficyt budżetowy był stosunkowo niski i tylko w Argentynie i Gujanie przekraczał 3% PKB. Można by zatem wskazać na brak dominacji względów fiskalnych w polityce monetarnej: ani bieżący deficyt budżetowy, ani skumulowane deficyty w postaci długu publicznego nie wydają się na tyle duże, aby zmuszać rządy do wykorzystania polityki pieniężnej do realizacji bieżących ce-

łów fiskalnych. W tym aspekcie tylko względy historyczne, częste epizody wysokiej inflacji i hiperinflacji<sup>12</sup> i ukształtowane pod ich wpływem instytucjonalne oczekiwania inflacyjne<sup>13</sup> mogą przemawiać za stosowaniem strategii celu inflacyjnego.

Kraje Ameryki Płd. – zwłaszcza te, które są głównie eksporterami surowców – mają podobną strukturę eksportu, szczególnie wobec najważniejszej gospodarki w regionie amerykańskim, czyli USA. Kraje latynoamerykańskie są zatem konkurentami w handlu międzynarodowym, co prowadzi do ogromnego znaczenia konkurencyjności danego kraju, czy to osiąganego w wymiarze realnym (nowoczesność czy wydajność), czy częściej w wymiarze nominalnym (niska inflacja lub korzystny kurs walutowy). Z tego wynika duże znaczenie kursu walutowego i wykorzystywanie go do podwyższenia konkurencyjności, co prowadzi do swoistej konkurencji kursami walutowymi<sup>14</sup>. W Ameryce Łacińskiej, jak i w innych rozwijających się gospodarkach, mechanizm kursu walutowego jest jednym z głównych sposobów przenoszenia cen zagranicznych na krajową stopę inflacji i dlatego istotna jest przyczynowość zmian kursu walutowego na inflację.

Tabela 3 przedstawia wybory krajów Ameryki Płd. w zakresie reżimu monetarnego oraz polityki kursu walutowego. Jak widać, na kontynencie tym są obecne bardzo różne strategie monetarne – od niemal całkowitej rezygnacji z własnej polityki monetarnej i kursowej (dolaryzacja oficjalna w Ekwadorze) poprzez częściową rezygnację z autonomicznej polityki monetarnej i wyłączną koncentrację na jednym celu inflacji, aż do reżimów będących w wyraźnym konflikcie z wiedzą wyrażaną przez paradygmat potrójnego wyboru (np. argentyńska polityka SCRER czy wenezuelska polityka dominacji fiskalnej).

**Tabela 3**

**Wybory krajów Ameryki Płd. w zakresie reżimu walutowego, kursu walutowego i deklarowanych celów polityki monetarnej w 2012 r.**

Kraj	Reżim monetarny	Kurs walutowy	Deklarowane cele polityki monetarnej
Argentyna	Niezobowiązująca strategia celu inflacyjnego	System płynnego kursu walutowego w paśmie	Realny kurs walutowy, stopa inflacji, zrównoważony rynek pieniężny wspierający oszczędności i inwestycje, komunikowanie celu inflacyjnego i przewidywanej całkowitej zmiany podaży pieniądza, sprzyjanie stabilności cen
Boliwia	Niezobowiązująca strategia celu inflacyjnego	Pełzający kurs walutowy	Realny kurs walutowy, utrzymanie siły nabywczej waluty krajowej w celu wspierania rozwoju gospodarczego i społecznego

<sup>12</sup> Wysoka inflacja i hiperinflacja występowała m.in. w Argentynie, Brazylii, Surinamie, Paragwaju i Peru.

<sup>13</sup> Instytucjonalne oczekiwania inflacyjne rozumiemy jako oczekiwania zastosowania monetaryzacji wydatków budżetowych lub długu publicznego jako systemowego rozwiązywania problemów i konfliktów społecznych, np. przez podwyżki płac czy świadczeń społecznych.

<sup>14</sup> W 2011 r. w ciągu trzech miesięcy Brazylia, Meksyk, Chile i Urugwaj osłabiły swoje waluty w stosunku do dolara odpowiednio o 43%, 30%, 26% i 22%, podczas gdy dewaluacja argentyńskiego peso wyniosła tylko 10% (*Argentina: 2011...*).

Brazylia	Strategia celu inflacyjnego od 1999 r.	Zarządzany płynny kurs walutowy	Stabilna stopa inflacji
Chile	Strategia celu inflacyjnego od 1991 r.	System płynnego kursu walutowego w paśmie z wyjątkowymi interwencjami	Niska i stabilna stopa inflacji przyczyniająca się do dobrobytu ludności
Ekwador	Dolaryzacja oficjalna od 2002 r.	Sztywny	Obniżenie inflacji, osiągnięcie zrównoważonych finansów publicznych, wzrost gospodarczy
Gujana	Strategia agregatów pieniężnych (operacje otwartego rynku rezerwy, rezerwy obowiązkowe (wtórne))	<i>De facto</i> : stały kurs walutowy, <i>(de iure)</i> : zarządzany kurs walutowy	Zarządzanie wzrostem podaży pieniądza, co jest kluczowe w kontroli inflacji
Kolumbia	Strategia celu inflacyjnego od 2000 r.	Płynny kurs walutowy z możliwością stosowania interwencji	Niska i stabilna stopa inflacji promująca wzrost gospodarczy
Paragwaj	Niezobowiązująca strategia celu inflacyjnego	Zarządzany płynny kurs walutowy	Stopa inflacji, zachowanie i ochrona wartości waluty, promowanie wydajności i stabilności systemu finansowego, poprzez stopę procentową i kontrolowanie podaży pieniądza i jej agregatów, dążenie do strategii celu inflacyjnego
Peru	Strategia celu inflacyjnego od 1994 r.	Zarządzany płynny kurs walutowy	Niska i stabilna stopa inflacji
Surinam	Strategia nieogłaszanego celu inflacyjnego, z rezerwą obowiązkową jako podstawowym narzędziem polityki monetarnej	Polityka stałego kursu walutowego w paśmie vis-à-vis dolara amerykańskiego	Promowanie wartości i stabilności waluty krajowej, ułatwienie przekazów pieniężnych, wspieranie rozwoju systemu finansowego oraz równoważonego rozwoju społeczno-gospodarczego
Urugwaj	Strategia celu inflacyjnego	Zarządzany płynny kurs walutowy	Stabilność cen oznaczająca utrzymywanie inflacji w wybranym zakresie
Wenezuela	Miękka kotwica agregatów pieniężnych	Sztywny kurs walutowy	Promowanie inwestycji produkcyjnych i planów rozwoju budownictwa mieszkaniowego za pośrednictwem zachęt finansowych, ograniczenie presji inflacyjnej za pomocą kontroli cen i płac, podtrzymywanie ożywienia gospodarczego

Jak widać z tabeli 3, wybory krajów Ameryki Płd. w zakresie polityki kursowej i monetarnej są zróżnicowane, od rozwiązań ortodoksyjnych związanych ze strategią celów inflacyjnych po rozwiązania nieaktywnej i nieautonomicznej polityki monetarnej ze skrajnym przykładem Wenezueli czy Ekwadoru. Wydaje się, że najważniejszym problemem dla tych krajów jest jednak inflacja, prawie wszystkie traktują ją jako ważną kwestię ekonomiczną, czego wyrazem jest zarówno obecność inflacji lub stabilności wartości waluty w deklarowanych celach banków centralnych oraz popularność strategii związanych z celem inflacyjnym. Niektóre kraje deklarują<sup>15</sup> stosowanie strategii celu inflacyjnego w jej czystej, ortodoksyjnej postaci: na 12 krajów Ameryki Płd. aż 5 (Brazylia, Chile, Kolumbia, Urugwaj i Peru), a jeden zamierzał ją przyjąć do końca 2013 r. (Paragwaj). Oznacza to, że 50% krajów stosuje tego typu strategię (dla wszystkich krajów rozwijających się ten wskaźnik w 2014 r. wynosił ok. 17%). Pozostałe kraje, z wyjątkiem Wenezueli, stosują niezobowiązującą lub nieogłoszoną strategię celu inflacyjnego, a Ekwador, m.in. w ramach walki z inflacją, wybrał jeszcze bardziej drastyczne rozwiązanie, jakim jest dolaryzacja (dolaryzacja ma wyeliminować źródło inflacji, jakim jest nieodpowiedzialna polityka monetarna). Gujana jest jedynym krajem stosującym strategię agregatów pieniężnych, ale celem też jest kontrola inflacji, a Wenezuela jest krajem, gdzie polityka monetarna jest podporządkowana polityce fiskalnej i podaż pieniądza kształtowana jest na administracyjnych zasadach, podporządkowanych potrzebom fiskalnym, z takimi konsekwencjami jak kontrola cen i płac.

Jeżeli chodzi o wybory w zakresie kursu walutowego, to rozwiązania są bardziej zróżnicowane, choć dominuje kurs płynny zarządzany. Jedynym przypadkiem, który można zakwalifikować jako czysty kurs płynny, może być Chile, które mimo bogatej historii w stosowaniu kontroli przepływu kapitału (np. nieprzynoszące zysków rezerwy obowiązkowe dla przepływów walutowych stosowane w latach 1991–2001) obecnie nie stosuje interwencji na rynku walutowym. Pozostałe kraje stosują albo dostosowywany płynny kurs walutowy z możliwością i stosowaniem interwencji na rynku walutowym<sup>16</sup>, albo powiązany kurs walutowy. Razem kraje, stosujące zarządzany kurs walutowy w Ameryce Płd. stanowią 83%. Pozostałe kraje to kraje centralnego (sztywnego) kursu walutowego, mianowicie Ekwador z dolaryzacją oficjalną i Wenezuela ze sztywnym, centralnie i autonomicznie ustalonym kursem walutowym. Ciekawym rozwiązaniem jest polityka realnego kursu walutowego, choć podkreśla się także, że koncentracja na realnym kursie walutowym pozbawia podmioty nominalnej kotwicy, według której mogą one formułować swoje oczekiwania inflacyjne, a bank centralny, pozbawiając się wpływu na podaż pieniądza pozostawia inflację poza kontrolą (Frenkel, Rapetti 2007). W Ameryce Płd. stosuje ją Argentyna.

---

<sup>15</sup> W praktyce jednak polityka monetarna przybiera mniej ortodoksyjną formę, ze stosowaniem narzędzi odbiegających od neoklasycznych liberalnych rozwiązań, jak kontrola przepływu kapitału czy interwencje na rynku walutowym.

<sup>16</sup> Na przykład brazylijski bank centralny może interweniować w celu akumulacji rezerw walutowych, aby neutralizować lokalne i chwilowe nierównowagi w płynności oraz ograniczać zbyt dużą zmienność kursu, która może wpływać na funkcjonowanie rynku.



#### 4. Kontrola przepływów kapitału

Istnieją podzielone opinie co do zasadności i sposobu kontroli przepływów kapitału. Cele stawiane przed kontrolą kapitału mogą być osiągnięte dzięki strategii opartej na tworzeniu zachęt do nadzoru i ostrożności w sektorze bankowym oraz nadzoru i regulacji systemu finansowego lub przez stosowanie narzędzi kontroli przepływu kapitału. Pierwszą strategię realizują Chile, Boliwia, Paragwaj, Peru i Uruwaj, natomiast drugą Brazylia i Kolumbia. De Gregorio (2010) wskazuje na niską efektywność narzędzi kontroli przepływów kapitału z powodu wyższej zdolności innowacyjnej sektora prywatnego do unikania kontroli przepływów w porównaniu ze zdolnością regulacyjną rządu.

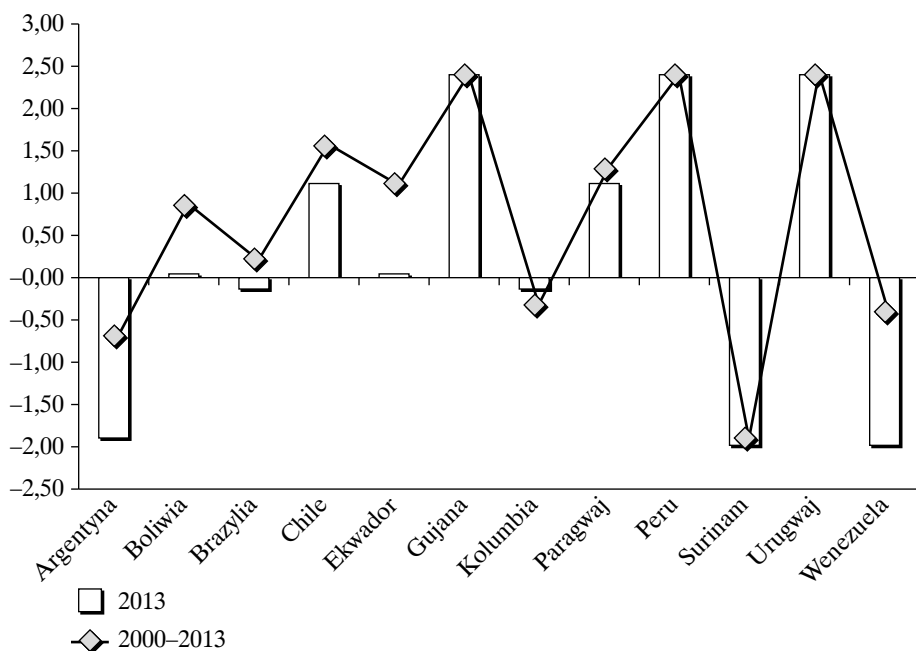
Zmianę podejścia do kontroli kapitału i znaczenia przepływów kapitałowych zaproponował MFW w grudniu 2012 r. (*IMF Adopts...*, 2012). To nowe podejście, zwane instytucjonalnym, uznaje, że przepływy kapitałowe mogą przynosić istotne korzyści gospodarcze dla poszczególnych krajów, ale mogą też być źródłem ryzyka. Liberalizacja przepływów kapitałowych jest zazwyczaj bardziej korzystna i mniej ryzykowna, jeśli kraj osiągnie pewien poziom lub „próg” rozwoju finansowego i instytucjonalnego, ale nie zakłada się, że pełna liberalizacja jest właściwym celem dla wszystkich krajów w każdym czasie. Dostrzegając odpowiedzialność zarówno krajów, które są odbiorcami przepływów kapitałowych, jak i tych, które te przepływy generują, uznaje się możliwość stosowania w pewnych okolicznościach środków zarządzania przepływami kapitału, choć kluczową rolę musi odgrywać polityka makroekonomiczna, w tym odpowiedzialna i dobra polityka finansowa, nadzór finansowy i sprawne instytucje rynku finansowego. Przykładami kontroli kapitału mogą być zachowania tak skrajne jak w Wenezueli czy w Argentynie.

Dla analizy kontroli kapitału wykorzystano miernik KAOPEN, który obejmuje cztery kategorie zmiennych: zmienne wskazujące na obecność wielu kursów walutowych, zmienne wskazujące na ograniczenia dotyczące transakcji w zakresie eksportu i importu dóbr i usług, zmienne wskazujące na ograniczenia przepływu kapitałów oraz zmienna wskazująca wymóg przekazania do budżetu walutowych wpływów eksportowych<sup>17</sup>. Indeks KAOPEN dla 2014 r. oraz średnią dla pierwszych lat XXI wieku przedstawia rysunek 3.

Rysunek 3 wskazuje na zróżnicowaną pozycję krajów Ameryki Południowej. Maksymalna wartość wskaźnika KAOPEN wynosi 2,39 i jest charakterystyczna dla krajów o najwyższej otwartości finansowej, niestosujących żadnych ograniczeń we wspomnianych czterech zakresach, w tym dla krajów wysoko rozwiniętych. Analizując dane z rysunku 3, można wskazać kraje o maksymalnym stopniu otwartości finansowej, np. Gujana, Peru czy Urugwaj, oraz kraje stosujące środki z zakresu kontroli kapitału w niewielkim zakresie, czyli Chile i Paragwaj, i kraje o najbardziej rygorystycznej kontroli kapitału, do których należy Surinam, Wenezuela

<sup>17</sup> Nie jest to jedyny miernik otwartości gospodarek, są też mierniki koncentrujące się wyłącznie na przepływach kapitałowych, np. Quinn Index, ale wysoka korelacja między nimi sugeruje, że indeks ten jest dobrym wskaźnikiem kontroli przepływu kapitału (Menzie, Ito, 2007, s. 7).

**Rysunek 3**  
**Indeks KAOPEN dla krajów Ameryki Południowej**



Źródło: Chinn, Ito (2015).

i Argentyna (wskaźniki dla tych krajów przyjmują znaczne wartości ujemne). Boliwia stosuje rynkowe i podatkowe środki kontroli przepływu kapitału, w postaci obciążenia dywidend, odsetek, należności licencyjnych i opłat technicznych wypłaconych nierezydentom efektywną stawką podatkową w wysokości 12,5%, podczas gdy dywidendy dla przedsiębiorstw krajowych są nieopodatkowane (Deloitte 2012, s.1), co świadczy o nierównorzędnym traktowaniu inwestorów. W 2010 r. w ramach kontroli przepływu kapitału Brazylia podniosła opodatkowanie do 4% zysków z obligacji, zostawiając nieopodatkowane zyski z BIZ (Wheatley 2010). Również Peru, Argentyna, Ekwador oraz Wenezuela wprowadziły środki z zakresu kontroli kapitału. W Surinamie elementem polityki kontroli przepływów kapitałowych, oprócz obowiązującego od 2002 r. nakazu utrzymywania wszystkich dochodów z eksportu na krajowych prywatnych rachunkach walutowych (Adhin 2011), jest zróżnicowanie wysokości rezerw obowiązkowych, które w 2011 r. pozostały niezmienione dla kredytów krajowych, a wzrosły z 33,3% do 40% dla kredytów walutowych. Skrajnym, oprócz Wenezueli, rozwiązaniem może być przykład obecnej polityki Argentyny, która jest mieszaniną rozwiązań administracyjnych, jak kontrola transakcji walutowych, zakaz odsprzedaży dolarów zarobionych za granicą na rzecz rządu czy wysokie opłaty za wykorzystanie kart kredytowych za granicą i rozwiązań typu policyjnego ze ścisłą kontrolą na granicach (z wykorzystaniem psów wąchających bagaże w poszukiwaniu dolarów).

## 5. Instrumenty polityki monetarnej

Jeszcze w 2006 r. połączenie całkowicie otwartego rynku kapitałowego, czyż tego płynnego kursu walutowego oraz niskiej inflacji, obniżanej za pomocą polityki stopy procentowej banku centralnego, było zbiorem polityk zalecanych nie tylko Argentynie, ale i innym krajom Ameryki Łacińskiej przez MFW i ortodoksę monetarną (Frenkel, Rapetti, 2006 s. 35). Mimo takich zaleceń wydaje się jednak, że rośnie przekonanie krajów Ameryki Płd. o braku jednej i jednoinstrumentowej polityki monetarnej, której użycie może rozwiązywać wszystkie problemy. Przejawem tego może być przyjęta polityka monetarna albo stosowane instrumentarium. Dobitnymi przykładami są kraje niestosujące strategii opartej na kontroli inflacji, np. Argentyna czy Wenezuela, ale także zachowanie krajów stosujących strategię celu inflacyjnego i wykorzystywane przez nich instrumenty.

Na przykład obecna polityka monetarna Argentyny wykorzystuje wspomniane rozwiązania związane z kontrolą przepływu kapitału czy wręcz manipulowanie pomiarem stopy inflacji (oficjalne dane wskazują na inflację 10%, podczas gdy niezależne pomiary wskazują na inflację rzędu 25%). Argentyna ma bardzo bogatą historię monetarną, obfitującą w częste i dość kontrowersyjne zmiany. Na przykład wprowadzenie izby walutowej, początkowo chwalonej przez neoliberalnych ekonomistów, jako kwintesencja solidnej polityki pieniężnej, zakończyło się spektakularnym jej upadkiem i wyjściem z niej, na rzecz nieaprobowanego przez MFW dualnego reżimu walutowego i kontroli walutowej. Potem wprowadzona polityka dwóch celów SCRER (realny kurs walutowy), mimo sukcesów w latach 2003–2011, też się nie powiodła i doprowadziła do obniżenia zaufania do polityki i jej wykonawców<sup>18</sup>.

Najdobitniejszym przykładem polityki monetarnej niezgodnej z zaleceniami MFW jest Wenezuela. Jej polityka jest przykładem odejścia od monetarnych standardów teoretycznych i praktycznych. W maju 2010 r. Chavez zdelegalizował nieoficjalny rynek walutowy w celu powstrzymania inflacji i spowolnienia deprecjacji waluty krajowej. W czerwcu 2010 r. stworzono system transakcyjny dla zagranicznych papierów wartościowych denominowanych w walutach zagranicznych, który zastąpił podwójny rynek walutowy w tym zakresie. W grudniu 2010 r. Chavez wyeliminował podwójny system kursu walutowego i zunifikował kurs wymiany na 4,3 bolivara za dolara. W styczniu 2011 r. zdewaluowano walutę Wenezueli drugi raz w ciągu dwunastu miesięcy. W Wenezueli utrzymywana jest kontrola cen i płac, które są ustalane przez państwowe urzędy.

---

<sup>18</sup> Oceny polityki monetarnej Argentyny są bardzo różne. Na przykład Weeks (2012) nazywa i charakteryzuje politykę monetarną Argentyny jako tę, która bierze pod uwagę cele wzrostu gospodarczego, czego według niego nie robią inne polityki, w tym w szczególności strategia celu inflacyjnego. Frenkel i Rapetti (2007) piszą, że polityka ta promowała wzrost gospodarczy przez zachowanie zewnętrznej i finansowej stabilności, jak również poprzez tworzenie zachęt do rozwoju sektorów wytwarzających na eksport i tym samym do wzrostu zatrudnienia i inwestycji.

Kraje Ameryki Płd. nadal wykorzystują interwencje na rynku walutowym, aby minimalizować wahania kursu walutowego oraz aby budować rezerwy walutowe. Zakres interwencji walutowych stosowanych przez kraje tego kontynentu może wynikać z dużego znaczenia wymiany i konkurencji w handlu zagranicznym. Wahania na rynkach finansowych oraz trend wzrostowy stóp zwrotu w krajach regionu w stosunku do innych części świata (np. Europy) doprowadziły do wzrostu kursu nominalnego niektórych walut tego regionu w 2012 r.; dotyczyło to zwłaszcza krajów, które są w większym stopniu zintegrowane z międzynarodowymi rynkami finansowymi, jak Chile czy Kolumbia. W innych krajach Ameryki Płd. (np. w Brazylii, Argentynie i Urugwaju) nastąpił w tym samym czasie spadek wartości walut krajowych. Deprecjacja była efektem takich czynników jak: pogorszenie się perspektyw wzrostu, spadek cen głównych towarów eksportowanych (np. żelaza), niższych stóp procentowych oraz wprowadzenie rozwiązań ostrożnościowych na szczeblu makroekonomicznym, których celem ma być zarządzanie krótkoterminowymi napływami kapitału. Zmienność kursu walutowego spowodowała interwencje na rynkach walutowych w postaci budowania rezerw walutowych (Brazylia, Kolumbia i Peru). Interwencje walutowe stosowały także Paragwaj, Peru czy Urugwaj, gdzie wykorzystano je w celu osłabienia presji na peso spowodowanej wysokim napływem bezpośrednich inwestycji zagranicznych oraz towarzyszących im inwestycji portfelowych.

O zróżnicowaniu systemów monetarnych Ameryki Płd. oraz o dużej niezgodności z nowoczesnymi modelowymi rozwiązaniami może świadczyć stosowanie takiego instrumentu jak rezerwy obowiązkowe, który ma niewielkie zastosowanie w nowoczesnej bankowości centralnej krajów wysoko rozwiniętych. Rezerwy obowiązkowe stosuje m.in. Surinam, Urugwaj czy Gujana. W Surinamie są one nadal podstawowym narzędziem polityki monetarnej (dodatkowo są one zróżnicowane dla kredytów krajowych i walutowych), mimo że MFW zachęca bank centralny tego kraju do stopniowego odchodzenia od rezerwy obowiązkowej jako podstawowego narzędzia polityki pieniężnej na rzecz bardziej rynkowych instrumentów pośrednich (*IMF Mission...*, 2012). W Urugwaju instrumentem polityki monetarnej jest stopa rezerw obowiązkowych ze zróżnicowaniem między depozytami krajowymi i walutowymi (Minella i in. 2009). Raport BIS (*Tovar 2007*, s. 36) wskazuje, że wszystkie badane kraje (Argentyna, Brazylia, Ekwador, Paragwaj i Urugwaj) stosowały rezerwy obowiązkowe. Ponadto Brazylia stosowała kontrolę kredytu i stopy procentowej, Ekwador i Paragwaj nie stosowały operacji kredytowo-depozytowych, a Paragwaj w ogóle nie stosował instrumentów rynkowych. Ale z drugiej strony Paragwaj może być przykładem stosowania nowoczesnych instrumentów polityki monetarnej, m.in. tworzenia raportów o inflacji dwa razy w roku oraz poprawy komunikacji banku centralnego z podmiotami ekonomicznymi w ramach budowania wiarygodności polityki monetarnej.

W literaturze wskazuje się, że instrumentarium polityki monetarnej w krajach Ameryki Płd. nie uległo w ostatnich latach istotnym zmianom. Cespedes, Chang i Velasco (2012) wskazują, że nawet kraje stosujące strategię celu inflacyjnego dopuszczają się rozwiązań wykraczających poza nią, takich jak interwencje

na rynku walutowym czy rezerwy obowiązkowe. O nieortodoksyjnym podejściu tych krajów może także świadczyć reakcja na kryzys globalny. Większość krajów Ameryki Łacińskiej (a także Karaibów) zareagowało na niekorzystne wydarzenia lat 2008–2012, stosując trzy różne warianty polityki gospodarczej: a) restrykcyjną politykę monetarną łącznie z aprecjacją waluty krajowej, b) ekspansyjną politykę, dostarczając gospodarce płynność, obniżając stopę procentową i kurs walutowy w celu złagodzenia skutków kryzysu finansowego, c) ostrożną politykę kursową łącznie z makroekonomiczną polityką ostrożnościową. Preferowanym podejściem w 2008 r. było podniesienie stopy referencyjnej lub spowolnienie wzrostu podaży pieniądza, aby złagodzić wpływ rosnących cen żywności i paliw. W niektórych przypadkach takie podejście łączono z aprecjacją kursu walutowego, która miała na celu zmniejszenie wpływu zewnętrznej presji inflacyjnej poprzez obniżenie cen towarów importowanych. Podczas globalnego kryzysu finansowego wiele banków centralnych próbowało zwiększyć płynność (np. Brazylia i Kolumbia), przeprowadziły swapy płynnościowe z amerykańskim Bankiem Rezerw Federalnych w celu podtrzymania krajowych systemów finansowych w obliczu trudności z wypłacalnością spowodowanych utratą dostępu do finansowania zewnętrznego. Na rynku krajowym obserwowano zmniejszenie wolumenu prywatnych pożyczek, co doprowadziło wiele krajów do udzielania kredytu przez instytucje publiczne (m.in. Brazylijski Bank Rozwoju (BNDES), a w Chile Production Development Corporation (CORFO)). Pojawił się także element nadzoru nad przepływami kapitałów spekulacyjnych. Od 2010 r. rośnie liczba banków centralnych, które przyjęły środki zniechęcające napływ kapitału krótkoterminowego, takie jak zwiększenie rezerw obowiązkowych od depozytów w walutach obcych, w szczególności depozytów na okres jednego roku, czy opodatkowanie różnic kursowych uzyskanych przez cudzoziemców na zakupie lub sprzedaży aktywów krajowych. Niektóre rządy podjęły kroki, aby ograniczyć podaż walut obcych na rynku walutowym, interweniując bezpośrednio lub poprzez oferowanie opcji zapłaty podatków i innych zobowiązań podatkowych w walucie obcej.

## Podsumowanie

Nowoczesna bankowość centralna posługuje się paradygmatem nakierowanym na kontrolę inflacji, który w praktycznym ujęciu ma oznaczać przyjęcie strategii celu inflacyjnego. Kraje Ameryki Płd. wykazują swoistą dualność wobec strategii celu inflacyjnego. Pomimo uznawania kontroli inflacji za główny cel polityki monetarnej (z wyjątkiem Wenezueli), nie wszystkie kraje tego regionu stosują opracowaną w tym celu strategię. Połowa wszystkich krajów Ameryki Płd. stosuje strategię celu inflacyjnego, ale przykłady takich krajów jak Argentyna, Wenezuela czy Ekwador wskazują na poszukiwanie niekonwencjonalnych polityk pieniężnych nieopierających się na pośrednim oddziaływaniu na podaż i rynek

pieniądza, czasami wręcz z próbami ograniczenia i wyeliminowania własnej polityki pieniężnej postrzeganej jako źródło nierównowag. Co więcej, nawet w krajach stosujących strategię celu inflacyjnego daje się zauważyć powtarzające się i znaczne odchylenia od tej strategii, przede wszystkim interwencje na rynku walutowym, odejście od inflacji jako celu na rzecz realnego kursu walutowego oraz stosowanie niesystemowych dla tej strategii narzędzi, jak rezerwa obowiązkowa, ograniczanie przepływów kapitału czy działania zwiększające płynność w sektorze bankowym. Wiele tego typu działań pojawiło się w reakcji na kryzys globalny. Rodzi to pytanie o adekwatność strategii celu inflacyjnego dla warunków Ameryki Płd. (braki instytucjonalne, konkurencja w handlu zagranicznym z USA). Powstaje pytanie, czy takie prowadzenie polityki monetarnej świadczy o tym, że strategia celu inflacyjnego jest niewłaściwa i opiera się na złych przesłankach czy też jest ona strategią na czas stabilności międzynarodowej i gdy uda się ją odzyskać, to jej stabilizujące oddziaływanie przyczyni się do poprawy warunków funkcjonowania gospodarek w tych krajach. Wydaje się, że strategia celu inflacyjnego to rozwiązanie dobre na czas spokoju, a niekonwencjonalne selektywne zarządzanie na czas kryzysu. Dlatego nie należy postrzegać i forsować strategii celu inflacyjnego jako koniecznego i stałego elementu strategii rozwojowej krajów rozwijających się.

Tekst wpłynął: 26 listopada 2013 r.

(wersja poprawiona i zaktualizowana: 30 września 2015 r.)

## Bibliografia

- Adhin R., *Coping with Financial Dollarization in Suriname*, <http://www.cbvs.sr/.../Coping...dol> (data dostępu 15.06.2013).
- Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions 2014*, IMF 2015, <https://www.imf.org/external/pubs/nft/2014/areaers/ar2014.pdf>
- Anwar S., Chowdhury A., Islam I., *Inflation Targeting in Developing Countries Revisited*, <http://www.voxeu.org/debates/commentaries/inflation-targeting-developing-countries-revisited>, 2011.
- Argentina: 2011 to Adjust the Exchange Rate Policy Response to Economic Challenges*, 2011, <http://www.globalsmes.org/news/index.php> (data dostępu 6.05.2013).
- Batini N., Breuer P., Kochhar K., Roger S., *Inflation Targeting and the IMF*, „IMF Staff Paper”, Washington DC, 2006, March.
- Bleaney M., Francisco M., *Classifying Exchange Rate Regimes: A Statistical Analysis of Alternative Methods*, „CREDIT Research Paper” 2005, nr 07/05.
- Cavoli T., Rajan R.S., *Monetary Policy Rules for Small and Open Developing Economies: A Counterfactual Policy Analysis*, „Journal of Economic Development” 2006, nr 31(1).
- Céspedes L., Chang R., Velasco A., *Inflation Targeting Still on Target?*, „NBER Working Paper”, nr w18570, 2012.
- Chinn M.D., Hiro Ito, *A New Measure of Financial Openness*, „NBER Working Paper” 2007, May 23.

- Chinn M., Ito H., *The Chinn-Ito Index – A De Jure Measure of Financial Openness – Now Updated to 2013!*, (5/1/2015), [http://web.pdx.edu/~ito/Chinn-Ito\\_website.htm](http://web.pdx.edu/~ito/Chinn-Ito_website.htm) (data dostępu 28.09.2015).
- Chowdhury A., Islam I., *Inflation Targeting – Some Anomalies Reconsidered*, <http://www.voxeu.org/.../inflation-targeting>, 2012 (data dostępu 23.05.2013).
- de Carvalho F.I., *28 Months Later: How Inflation Targeters Outperformed Their Peers in the Great Recession*, International Monetary Fund, March 2011, [http://mpr.ub.uni-muenchen.de/29100/2/MPRA\\_paper\\_29100.pdf](http://mpr.ub.uni-muenchen.de/29100/2/MPRA_paper_29100.pdf) (data dostępu 23.05.2013).
- Deloitte, *International Tax, Bolivia Highlights 2012*, <http://www.verginet.net/Dokumanlar/.../2012-Bolivia-tax>, 2012 (data dostępu 23.05.2013).
- Epstein G., Yeldan E., *Inflation Targeting, Employment Creation and Economic Development: Assessing the Impacts and Policy Alternatives*, 2006, [http://www.networkideas.org/.../Gerald\\_Erinc.pdf](http://www.networkideas.org/.../Gerald_Erinc.pdf)
- Frankel J., *The Death of Inflation Targeting*, 19 June 2012, <http://www.voxeu.org/article/inflation-targeting-dead-long-live-nominal-gdp-targeting> (data dostępu 23.05.2013).
- Frenkel R., Rapetti M., *Five Years of Competitive and Stable Real Exchange Rate in Argentina, 2002–2007*, University of Massachusetts, [http://ideaswebsite.org/networkideas/.../Roberto\\_Rapetti%281%29.pdf](http://ideaswebsite.org/networkideas/.../Roberto_Rapetti%281%29.pdf) (data dostępu 23.05.2013).
- Hammond G., *State of the Art of Inflation Targeting – 2012, Handbook – No. 29*, Centre for Central Banking Studies, Bank of England, London 2012.
- IMF Adopts Institutional View on Capital Flows*, IMF Survey online, December 3, 2012.
- IMF Mission for the 2012 Article IV Consultation with Suriname – Concluding Statement*, Paramaribo, May 9, 2012.
- José De Gregorio, *Tackling the Capital Inflow Challenge*, „BIS Review” 2010, nr 72.
- Minella A., Powell A., Rebucci A., Souza-Sobrinho N.F., *Monetary and Exchange Rate Policies for the Perfect Storm: The Case of The Bahamas, Barbados, Guyana, Haiti, Jamaica, Suriname, and Trinidad & Tobago*, BID, „Working Paper”, October 2009
- Stiglitz Warns Against IMF „Inflation Targeting” – <http://allafrica.com/stories/201207121145.html> – 12 July 2012 (data dostępu 15.06.2013).
- Stone M., *Inflation Targeting Lite*, „IMF Working Paper” 2003, WP/03/12.
- Stone M.R., Bhundia A.J., *A New Taxonomy of Monetary Regimes*, „IMF Working Paper” 2004, WP/04/191.
- Tovar C.E., *Structural Transformation of Financial Systems and Its Implications for Monetary Policy in Latin America and the Caribbean*, w: *Evolving Banking Systems in Latin America and the Caribbean: Challenges and Implications for Monetary Policy and Financial Stability*, Bank for International Settlements, 2007, vol. 33.
- Velasco A., *Monetary Regime Transition in the Emerging World*, <http://www.project-syndicate.org/commentary/what-comes-after-end-inflation-targeting-for-emerging-countries>, 7/01/2013 (data dostępu 12.04.2013).
- Weeks J., *Progressive Monetary Policy in Argentina: A Return to Democratic Control*, SOAS „Development Viewpoint” 2012, nr 72.
- Wheatley J., *Brazil Raises Tax on Foreign Inflows to 4%*, <http://www.ft.com/cms/s/...>, 2010, (data dostępu 12.04.2013).
- Yagci F., *Choice of Exchange Rate Regimes for Developing Countries*, „Africa Region Working Paper” 2001, Series, nr 16.

## **POLITYKA PIENIĘŻNA I WALUTOWA W KRAJACH AMERYKI POŁUDNIOWEJ**

### **Streszczenie**

Artykuł zawiera obszerne omówienie, klasyfikację i porównawczą ocenę polityki pieniężnej i walutowej stosowanej przez poszczególne kraje Ameryki Południowej oraz jej stosunku do modelowej polityki rekomendowanej przez międzynarodowe organizacje finansowe i opartej na tradycyjnej teorii ekonomii, ukierunkowanej na osiągnięcie przyjętego celu inflacyjnego, przy zmiennym kursie walutowym i swobodnym przepływie kapitałów. Autor pokazuje, że konkretne standardy monetarne i walutowe stosowane w poszczególnych krajach Ameryki Południowej są bardzo zróżnicowane i zmieniają się wraz z upływem czasu, ale instrumenty i rozwiązania stosowane w tym zakresie wykraczają daleko poza wąsko pojętą strategię celu inflacyjnego, płynnego kursu walutowego i swobodnego przepływu kapitałów. Niektóre odchylenia od tradycyjnego modelu polityki pieniężnej i walutowej były związane z wpływem globalnego kryzysu finansowego, ale najważniejszym czynnikiem leżącym u podstaw niekonwencjonalnych rozwiązań jest dążenie do podtrzymania i przyspieszenia wzrostu krajowej gospodarki i podniesienia poziomu dobrobytu społecznego. Artykuł jest głosem w dyskusji nad stosownością różnych systemów monetarnych i standardów walutowych w szczególnej sytuacji krajów rozwijających się.

**Słowa kluczowe:** polityka pieniężna, kurs walutowy, cel inflacyjny, Ameryka Południowa

## **MONETARY AND EXCHANGE RATE POLICIES IN SOUTH AMERICAN STATES**

### **Summary**

The article contains a comprehensive review, classification, and comparative assessment of monetary and exchange rate policies performed in South American countries and their relationship to the model policy recommended by international financial organizations and based on the traditional economic theory, aimed at the realization of the adopted inflationary target, with a floating exchange rate and free capital movements. The author shows that the concrete monetary and exchange rate standards applied in the individual countries of South America differ widely and change over time, but the instruments and solutions used in the framework of monetary and exchange rate policy go far beyond the narrowly conceived inflationary targeting, floating exchange rate and free capital flows. Some deviations from the traditional model of monetary policy were caused by the impact of global financial crisis, but the most significant factor behind the non-conventionality is the desire to stimulate growth of the domestic economy and to raise the level of social well-being. The paper is a voice in the debate about the applicability of various monetary systems and exchange rate standards in the peculiar situation of developing countries.

**Key words:** monetary policy, exchange rate, inflation target, South America



## ДЕНЕЖНАЯ И ВАЛЮТНАЯ ПОЛИТИКА СТРАН ЮЖНОЙ АМЕРИКИ

### Резюме

В статье содержится обширное обсуждение, классификация и сравнительная оценка денежной и валютной политики отдельных стран Южной Америки. Анализируется соответствие этой политики той модельной политике, которую рекомендуют международные финансовые организации и опирающуюся на традиционную теорию экономики, где главной целью является достижение принятой инфляционной цели при меняющемся валютном курсе и свободном передвижении капитала. Автор указывает, что конкретные монетарные и валютные стандарты, действующие в отдельных странах Южной Америки, очень разнообразны и меняются с течением времени. Инструменты и решения, применяемые в этой области, выходят далеко за рамки узко понимаемой стратегии инфляционной цели, плавающего валютного курса и свободного передвижения капитала. Некоторые отклонения от традиционной модели денежной и валютной политики были связаны с влиянием глобального финансового кризиса, но самым важным фактором, лежащим в основе неординарных решений, является стремление к поддержанию и ускорению роста отечественной экономики и повышению уровня благосостояния общества. Статья является голосом в дискуссии о возможности применения различных монетарных систем и валютных стандартов в зависимости от особенностей ситуации в отдельных развивающихся странах.

**Ключевые слова:** денежная политика, валютный курс, инфляционная цель, Южная Америка