

Wstęp

Pojęcie kursu walutowego, rozumianego jako cena jednostki jednej waluty wyrażona w innej walucie, od lat funkcjonuje w świadomości każdego uczestnika procesu gospodarczego na świecie. Wszyscy doceniają znaczenie kursu dla realnej gospodarki oraz dla rynków finansowych, na bieżąco obserwują jego poziom i wahania, próbując przewidzieć kierunek zmian. Uwaga małych podmiotów gospodarczych koncentruje się głównie na śledzeniu wahań kursów waluty krajowej, szczególnie w momentach braku stabilności na lokalnych rynkach finansowych. Wielu ludzi oceniając wartość swoich oszczędności lub bieżących dochodów, a także analizując opłacalność podejmowanych inwestycji, odwołuje się do aktualnej wartości kursu walutowego. Rzadko jednak analizują oni podstawowe mechanizmy kształtujące poziom kursu i dociekają przyczyn zaobserwowanych zmian.

Wskazanie najistotniejszych czynników kształtujących poziom kursu waluty krajowej – zarówno tych, które odzwierciedlają sytuację ekonomiczną kraju oraz zagranicy, jak i tych, które są bezpośrednio związane z funkcjonowaniem rynków finansowych – jest niezmiernie trudne. Od ponad stu lat ekonomiści próbują określić mechanizmy i przyczyny tych wahań oraz prognozować przyszłe poziomy kursu. Głównym celem tych badań jest zabezpieczenie się przed nieoczekiwanymi wahaniami kursów walutowych, które znacząco wpływają na wartości aktywów i zobowiązań wyrażonych w różnych walutach. W ciągu ostatniego półwiecza badania dotyczące kursów walutowych prowadzili najwybitniejsi światowi ekonomiści – od Mundela, Samuelsona, Dornbuscha aż po Krugmana – wykorzystując do tego celu coraz nowsze teorie ekonomiczne oraz zaawansowane metody statystyczne.

Z powodu postępującego procesu globalizacji, prowadzącego do wzrostu powiązań między krajami, w ostatnich latach rosło znaczenie kursu wymiany dla funkcjonowania wielu gospodarek, w tym Polski. Zainteresowani zrozumieniem zasad funkcjonowania rynku walutowego są inwestorzy na międzynarodowych rynkach finansowych, czyli przede wszystkim banki i fundusze inwestycyjne. Są wśród nich także przedsiębiorstwa prowadzące działalność gospodarczą jednocześnie w różnych krajach, importerzy i eksporterzy dóbr i usług czy firmy i osoby prywatne zaciągające kredyty w obcych walutach. Wszyscy oni chcą poznać bezpośrednie czynniki wpływające na aktualny i przyszły kurs walutowy oraz konsekwencje zmian kursu dla gospodarki. Wiedza ta pozwala uczestnikom rynku podejmować racjonalne decyzje inwestycyjne.

W powszechnym mniemaniu to właśnie teorie ekonomiczne powinny tłumaczyć, w jaki sposób procesy makro- i mikroekonomiczne wpływają na wartość walut. Znajomość tych zależności byłaby szczególnie cenna dla instytucji odpowiedzialnych za prowadzenie polityki gospodarczej. Należy jednak zauważyć, że o ile w przeszłości wartość pieniądza i kursy walutowe były głównie związane z funkcjonowaniem realnej gospodarki i odzwierciedlały jej stan na tle gospodarki światowej, o tyle obecnie tak być nie musi. W czasie ostatnich kilkudziesięciu lat kursy walut, podobnie jak kursy innych instrumentów finansowych, zostały w znacznej mierze oderwane od sfery gospodarki realnej. W związku z tym uwarunkowań zmian kursów walutowych obecnie poszukuje się zarówno w przebiegu realnych procesów ekonomicznych, jak i w tak zwanej wirtualnej sferze zachowań rynków finansowych. Wskazuje się także na inne uwarunkowania wahań kursów walutowych. Dla przykładu, przyczynami tych zmian mogą być czynniki psychologiczne, a nawet wypowiedzi znanych analityków czy polityków.

Rozwój modeli ekonometrycznych oraz wzrost możliwości obliczeniowych sprzętu informatycznego sprawiły, że w ostatnich dekadach powstało wiele prac empirycznych analizujących kierunek oraz natężenie wpływu poszczególnych czynników ekonomicznych na poziom i wahania kursu. Można chyba zaryzykować stwierdzenie, że stosowanie metod ilościowych zajmuje aktualnie czołowe miejsce w obszarze badań nad kursami walutowymi i innymi instrumentami finansowymi. Tematyka wspomnianych prac empirycznych dotyczących kursu walutowego ewoluje w dwóch kierunkach; z jednej strony znaczna część literatury ekonomicznej o tematyce kursowej na bazie obserwacji weryfikuje teoretyczne analizy kształtowania się kursu walutowego, z drugiej zaś modele kursu walutowego są wykorzystywane przez wiele instytucji finansowych w celu wyliczenia ryzyka i kosztów związanych z zawieraniem transakcji na rynku walutowym.

Głównym celem, jaki postawili sobie autorzy tej książki, jest przedstawienie ogólnych zasad funkcjonowania światowego, a zwłaszcza polskiego rynku walutowego oraz wskazanie metod poszukiwania najważniejszych czynników mogących kształtować poziom i wahania kursu walutowego. Jako tło dalszych rozważań zaprezentowano podstawowe informacje na temat rynków walutowych i instrumentów finansowych wykorzystywanych na tych rynkach, a także sposoby zawierania i rozliczania transakcji. Omówiono rodzaje kursów walutowych oraz systemy walutowe, w szczególności te, które obowiązywały w Polsce w ostatnich dwudziestu latach.

Następnie zaprezentowano, w możliwie precyzyjny sposób, najważniejsze i najpowszechniej stosowane teorie kursu walutowego w kontekście zachowania równowagi – zarówno na rynku dóbr i usług, jak i na rynku finansowym. Przedstawiono także liczne metody ilościowe dostosowane do analizy zmian kursu w długim i w krótkim horyzoncie czasowym. Teoretyczne opisy większości metod zostały uzupełnione empirycznymi przykładami ich zastosowań w formie konstrukcji i estymacji modeli kursów walutowych istotnych dla uczestników polskiego rynku finansowego. W książce zaprezentowano też wyniki obliczeń dla modeli kursów walutowych złotego względem euro oraz złotego w relacji do dolara amerykańskiego.

Książka składa się z trzech rozdziałów. W pierwszym przedstawiono definicje kursu walutowego, potrzebne do zrozumienia związanych z nim teorii, a także scharakteryzowano podstawowe reżimy wahań kursu walutowego. Następnie opisano organizację i mechanizmy funkcjonowania światowego i polskiego rynku walutowego. Zaprezentowano również tendencje zmian kursu walutowego w Polsce w minionych latach oraz ewolucję polskiego systemu kursowego w ostatnim dwudziestoleciu.

W dwóch kolejnych rozdziałach przedstawiono, odpowiednio, dwa odmienne podejścia wyjaśniające zmiany kursu walutowego. Pierwsze z nich opiera się na przyjęciu tradycyjnej perspektywy dla analizy kursu walutowego, która polega na szukaniu odpowiednich modeli równowagi makroekonomicznej – krótko- i długookresowej. Do najbardziej popularnych koncepcji kursu równowagi należy zaliczyć teorię parytetu siły nabywczej [Cassel, 1918], model wzmożonego napływu kapitału zagranicznego [Juselius, 1991], model Harroda–Balassy–Samuelsona [Harrod, 1933; Balassa, 1964; Samuelson, 1964], model kursu równowagi behawioralnej [Clark, MacDonald, 1998], model kursu równowagi fundamentalnej [Williamson, 1994] oraz model naturalnego kursu realnego [Stein, 1994].

W ramach tych modeli dokonuje się identyfikacji czynników, które powinny systematycznie wpływać na wartość kursu wymiany. Modele te są następnie

weryfikowane statystycznie, głównie poprzez wykorzystanie ekonometrycznych modeli dla szeregów czasowych. Począwszy od połowy lat dziewięćdziesiątych, obserwować można gwałtowny wzrost liczby opracowań podejmujących próby oszacowania poziomu kursu równowagi, głównie dla walut krajów wysoko rozwiniętych [np. Barrel, Wren-Lewis, 1989; Williamson, 1994; MacDonald, 1997]. Wraz z upływem lat pojawiały się także opracowania rozważające kształtowanie się wartości walut krajów rozwijających się [np. Hinkle, Montiel, 1999; Edwards, Savastano, 1999], w tym krajów Europy Środkowo-Wschodniej [np. Halpern, Wyplosz, 1997; Egert, 2003]. Podobnych analiz dostarcza także polska literatura [np. Syczewska, 1998; Rawdanowicz, 2002; Rubaszek, 2004a, 2004b; Bęza-Bojanowska, Kelm, 2005].

Drugie podejście, zaprezentowane w rozdziale trzecim, polega na wskazaniu krótkookresowych wahań kursu walutowego ze szczególnym uwzględnieniem roli rynków finansowych w kształtowaniu poziomu kursu. W analizie tej mniejsze znaczenie ma interpretacja teoretycznych zależności makroekonomicznych. Ważne są natomiast różne metody statystyczne służące testowaniu poszczególnych zaobserwowanych własności krótkookresowych zmian kursu walutowego. Taka analiza pozwala między innymi zrozumieć niektóre przyczyny krótkookresowych odchyżeń kursu od poziomu równowagi długookresowej. Kurs walutowy w tym podejściu traktowany jest – co istotne – podobnie jak cena instrumentu finansowego, a metody służące do modelowania kursu są identyczne jak te wykorzystywane w analizie rynków akcji i rynków innych instrumentów finansowych.

Wymienione w tym rozdziale problemy były analizowane do tej pory głównie dla krajów rozwiniętych. Przytoczmy najważniejsze z tych analiz. Engle, Lilien i Robins [1987] zaproponowali model premii za ryzyko i do estymacji tej premii wykorzystali ekonometryczny model GARCH-M. Wolff [1987] zastosował model przestrzeni stanów, w którym kurs walutowy oraz premię za ryzyko szacuje się przy pomocy filtru Kalmana. Pełnego przeglądu literatury dotyczącej związku między premią za ryzyko a kursem walutowym dokonał Engel [1996]. Cook i Hahn [1989] jako pierwsi badali krótkookresowe reakcje rynków finansowych na zmiany stóp procentowych w Stanach Zjednoczonych. Bomfim i Reinhart [2000] analizowali między innymi wpływ nieoczekiwanych zmian stóp procentowych w Stanach Zjednoczonych na kurs walutowy. Ekonometryczne modele progowe do objaśniania kursu walutowego stosowali Kräger i Kugler [1993], Alan Taylor [2001], Sekioua [2003] i inni.

W polskiej literaturze ekonomicznej problematyka zależności między stopami procentowymi i kursem walutowym podejmowana była głównie w opra-

cowaniach Narodowego Banku Polskiego. Dotyczyła jednak powiązań średnio- i długookresowych, przy użyciu danych o średniej i małej częstotliwości, przykładowo miesięcznej i kwartalnej [np. Przystupa, 2002; Gajewski, 2007; a także Serwa, Smolińska-Skarżyńska, 2004 – dla danych dziennych]. Modele przestrzeni stanów, modele klasy ARCH i nieliniowe modele progowe wykorzystywane były w analizie zmian kursu walutowego [Osińska, 2000; Rubaszek, Serwa, 2001; Serwa, 2002; Doman, Doman, 2003; Krauze, 2003; Osiewalski, Pipień, 2004; Syczewska, 2007].

Książka przeznaczona jest dla osób, które mają już podstawową wiedzę w zakresie ekonomii lub metod statystycznych i które chcą ją pogłębić w obszarze kursów walutowych oraz funkcjonowania polskiego rynku walutowego. Studenci i absolwenci kierunków ekonomicznych, analitycy rynków finansowych, inwestorzy finansowi, dealerzy i inni uczestnicy rynku walutowego powinni być usatysfakcjonowani treścią zarówno rozdziału pierwszego, dotyczącego funkcjonowania światowego rynku walutowego, jak i tych części rozdziałów drugiego i trzeciego, w których przedstawiono teoretyczne aspekty zachowania kursu walutowego oraz praktyczne wnioski z analizowanych modeli. Czytelnicy obeznani z tematyką budowy i wykorzystania modeli ekonometrycznych z pewnością uznają za przydatne opisy empirycznych analiz, zaprezentowane przy okazji konstruowania i estymacji modeli w rozdziałach drugim i trzecim.

Książka ta powstała jako kompilacja i przetworzona wersja dwóch prac doktorskich – Michała Rubaszka [2007] i Dobromiła Serwy [2008] – napisanych pod opieką naukową prof. dr hab. Wandy Marcinkowskiej-Lewandowskiej i obronionych w Kolegium Analiz Ekonomicznych Szkoły Głównej Handlowej w Warszawie. Mimo różnic w sposobie przedstawienia analiz zmian kursu walutowego tematyka obu prac znakomicie się uzupełnia. Ich wspólne zaprezentowanie w ramach jednej książki stało się możliwe dzięki redakcji naukowej prof. dr hab. Wandy Marcinkowskiej-Lewandowskiej.