



Marta WAJDA-LICHY*

Ustalanie cen w handlu zagranicznym a międzynarodowy mechanizm transmisyjny i wybór reżimu kursowego

Funkcjonowanie międzynarodowego mechanizmu transmisyjnego stanowi jeden z głównych obszarów badań tzw. nowej makroekonomii gospodarki otwartej (*New Open Economy Macroeconomics*). W badaniach tych poddaje się rewizji tradycyjne podejście do transmisji zmian gospodarczych w skali międzynarodowej, prezentowane przez model Mundella-Fleminga. Asumptem do podjęcia szczegółowej analizy w tym zakresie były wyniki badań empirycznych przedstawione w drugiej połowie lat 80., m.in. przez [Baxter i Stockmana, 1989]¹, [Messegó i Rogoffa, 1983]², a także [Krugmana, 1987], w których próbowano wskazać przyczyny braku reakcji zmiennych makroekonomicznych na wahania kursów walutowych (zagadka Baxter-Stockmana), w tym przede wszystkim deficytu handlowego [Krugman, 1987] oraz zakłóceń w działaniu parytetu siły nabywczej (zagadka parytetu siły nabywczej oraz zagadka Messegó-Rogoffa). Dotychczas jednak nie udało się znaleźć jednoznacznego wyjaśnienia tych

* Autorka jest pracownikiem naukowym Akademii Ekonomicznej w Krakowie.

¹ Baxter M. i Stockman A.C. próbowali znaleźć różnice w zachowaniu kluczowych agregatów ekonomicznych przy różnych reżimach kursu walutowego. Badając 49 krajów, sklasyfikowanych w trzech systemach kursowych (system kursu stałego, system kursu płynnego oraz system walutowy oparty na współpracy międzynarodowej, którego przykładem był ESW), Baxter M. i Stockman A.C. nie znaleźli systematycznych, istotnych różnic w reakcji produkcji, konsumpcji, wydatków rządowych czy eksportu netto przy różnych systemach walutowych, co wydaje się dziwne w kontekście tradycyjnego podejścia keynesistowskiego, reprezentowanego przez model Mundella-Fleminga, w którym kurs walutowy jest ważnym instrumentem przenoszenia międzynarodowych zakłóceń w sferze realnej i monetarnej.

² Messe R.A. i Rogoff K. próbowali określić determinanty prognozy poziomu kursu walutowego w horyzoncie czasowym od 1 do 12 miesięcy. Wnioski płynące z ich analizy wskazują, że model błędzenia losowego przewiduje poziom kursu walutowego w nie gorszym stopniu niż strukturalne modele, wykorzystywane wcześniej do prognoz notowań kursowych i zakładające zarówno sztywne, jak i giętkie ceny, oraz uwzględniające działanie parytetu siły nabywczej.

kwestii, dlatego powyższe zagadnienia mające związek z reakcją cen (*pricing puzzles*), a przez to także innych agregatów makroekonomicznych, na wahania kursu walutowego zyskały w literaturze ekonomicznej miano zagadek makroekonomii gospodarki otwartej. Wyjaśnienie powyższych problemów wiąże się ze zrozumieniem działania mechanizmu transmisyjnego, przede wszystkim w zakresie kierunku, siły i czasu przekazywania zmian między krajami. Proces analizy międzynarodowego mechanizmu transmisyjnego jest skomplikowany ze względu na różne sposoby przepływu informacji między rynkami krajowymi i zagranicznymi. Chodzi przede wszystkim o tzw. kanały transmisji międzynarodowej, oraz różną strukturę rynków, która w dużym stopniu wpływa na efektywność transmisji. W najnowszej literaturze, obok tradycyjnych kanałów transmisji monetarnej, do których należą: stopy procentowe i kurs walutowy, wskazuje się na nowe podejście do przenoszenia zmian, poprzez kanał kredytowy [Bernanke, Gertler, 1995] oraz rynek aktywów finansowych [Meltzer, 1995]. Z punktu widzenia celu niniejszego artykułu, jakim jest wskazanie wpływu sposobu ustalania cen w handlu zagranicznym, zwanego *pricing-to-market (PTM)*, na działanie mechanizmu transmisyjnego i wybór reżimu walutowego, istotne jest skoncentrowanie się w głównej mierze na kursie walutowym jako kanale przenoszenia zakłóceń (zmian) między krajami.

W pierwszej części artykułu został przedstawiony problem zakłóceń, w tym także opóźnień związanych z międzynarodową transmisją. Kolejna część artykułu obejmuje omówienie skutków przyjęcia założenia o podawaniu cen w handlu zagranicznym w walucie importera, natomiast w części trzeciej przedstawiono rozważania na temat wpływu zachowania *PTM* na funkcjonowanie mechanizmu transmisyjnego po utworzeniu obszaru euro.

Opóźnienia w międzynarodowym mechanizmie transmisyjnym

Przy dużej mobilności kapitału w skali międzynarodowej, uważa się, że najszybszym kanałem transmisji zakłóceń jest stopa procentowa oraz kurs walutowy [Ball, 1999], [Taylor, 1995], [Mishkin, 1995]. Szok gospodarczy, który w sposób nagły, wcześniej nieoczekiwany, zmienia warunki gospodarowania za granicą, wywołuje także zmianę stopy procentowej. Zakładając, że parytet stóp procentowych jest spełniony, należy spodziewać się zmiany oczekiwań co do kształtowania się kursów walutowych, które z kolei wpływają na poziom bieżącego kursu oraz *terms of trade*³. Jednymi z głównych problemów badawczych, w tej kwestii, są: określenie wpływu kursu walutowego na ceny dóbr zagranicznych (*pass-through effect*)⁴ oraz wskazanie czynników determinujących

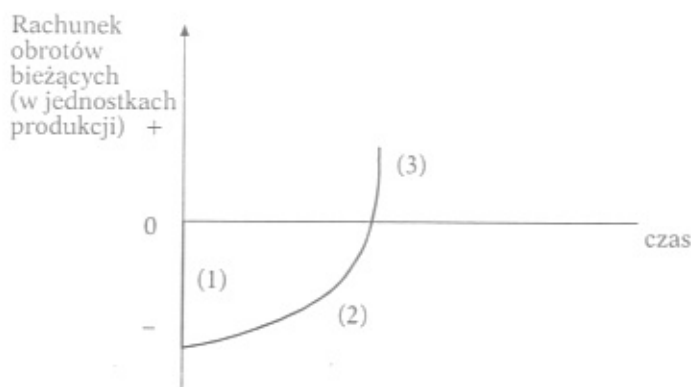
³ Formuła *terms of trade* definiowana jest w niniejszym artykule jako stosunek eksportu do importu wyrażony w walucie krajowej.

⁴ [Goldberg P.K. i Knetter M.M., 1997, s. 248] definiują efekt *pass-through*, jako procentową zmianę ceny wyrażoną w walucie importera, będącą następstwem zmiany kursu walutowego między walutami eksportera i importera.

poziom elastyczności importu i eksportu, od których zależy efekt przesunięcia wydatków (*expenditure-switching effect*).

Badania empiryczne potwierdzają, że opóźnienia w transmisji szoków gospodarczych występują nawet wtedy, gdy kanałem przenoszenia zakłóceń są płynne kursy walutowe, a gospodarka cechuje wysoki stopień otwartości handlowej i kapitałowej⁵. Różnica w czasie, jaka pojawia się między momentem dewaluacji kursu walutowego a reakcją elastyczności importu i eksportu, przedstawiana jest przez tzw. krzywą „J”. Początkową reakcją gospodarki na dewaluację jest pogorszenie bilansu handlowego, (1) co związane jest z brakiem ilościowej reakcji krajowego i zagranicznego popytu na import oraz pogorszeniem się *terms of trade*. Następnie, wraz z upływem czasu elastyczności rosną, następuje efekt przesunięcia wydatków z dóbr importowanych na dobra krajowe (*expenditure-switching effect*), poprawa konkurencyjności i wzrost eksportu, co doprowadza do stopniowej poprawy bilansu handlowego (2). Gdy suma elastyczności eksportu i importu jest wystarczająco duża, tzn. powyżej jedności, czyli gdy warunek Marshalla-Lerner zostanie spełniony, saldo bilansu handlowego przekracza swój poziom początkowy (3), a więc poprawia się.

Wykres 1. Opóźnienia skutków dewaluacji kursu walutowego – krzywa „J”



Źródło: [Krugman, Obstfeld, 2001] oraz [Caves, Frankel i Jones, 1998]

⁵ Przedmiotem szczególnie intensywnych badań nad opóźnieniami reakcji gospodarki na zmiany kursu walutowego była gospodarka Stanów Zjednoczonych w latach 80., kiedy do 1985 roku dolar wykazywał silną aprecjację, a po 1985 roku, w wyniku interwencji międzynarodowych, wartość dolara została obniżona. Opóźnienia reakcji na zmiany kursu dotyczyły zarówno poziomu cen, jak i popytu. Np. badania opóźnień zmian popytu na import pod wpływem zmiany cen względnych w handlu zagranicznym wykazały, że tylko około 50% zmian popytu przypada na pierwsze trzy lata, a 90% zmian ujawnia się w ciągu pierwszych pięciu lat [Caves, Frankel i Jones, 1998].

Istnieje kilka powodów wyjaśniających opóźnienia reakcji elastyczności eksportu i importu na zmiany kursu walutowego. Należą do nich:

- niedoskonały przepływ informacji i związany z tym brak reakcji importerów na zmiany cen względnych,
- niepełna substytucyjność towarów,
- długotrwała procedura zmiany dotychczasowych dostawców i rynków zbytu,
- odroczonego sposobu płatności w handlu zagranicznym⁶,
- zmiany przyzwyczajzeń i upodobań konsumentów,
- opóźnienia w produkcji i transporcie spowodowane, m.in. niską elastycznością podaży,
- niedoskonała konkurencja i związany z nią sposób dystrybucji towarów⁷,
- koszty transakcyjne⁸,
- internalizacja produkcji,
- podawanie ceny w walucie konsumenta (importera).

W tradycyjnym podejściu do mechanizmu transmisyjnego oraz problemu wyboru systemu kursu walutowego zakłada się, że prawo jednej ceny funkcjonuje dobrze, co oznacza, że poprzez dostosowania kursu walutowego i międzynarodowy arbitraż cenowy, takie samo dobro jest sprzedawane na całym świecie za jedną cenę, oczywiście po przeliczeniu kursowym. Inaczej mówiąc, za 1 dolara można kupić taką samą ilość danego dobra w USA, co po wymianie waluty w innym państwie. Jednocześnie, działanie prawa jednej ceny sprawia, że realne kursy walutowe się nie zmieniają w długim okresie, zgodnie z parytetem siły nabywczej. Tymczasem, badania empiryczne w ostatnim czasie⁹ pokazały, że prawo jednej ceny działa słabo, nie tylko w krótkim (ze względu na nominalną sztywność), ale także w długim okresie, na co wskazują duże wahania realnych kursów ściśle skorelowane z wahaniami kursów nominalnych, oraz że wahania kursów walutowych nie wpływają na poziom zmian makroekonomicznych.

Początkowo zagadkę parytetu siły nabywczej próbowano wyjaśnić za pomocą dóbr niewymiennych (*nontradables*), które nie reagują na zmiany kursu, jednak wchodzi w skład koszyka dóbr konsumpcyjnych, według którego liczony jest poziom cen w gospodarce (Indeks Cen Konsumpcyjnych). Przy dużym udziale dóbr niewymiennych w całości konsumpcji, wahania kursu mogą nie spowodować szybkiego dostosowania cen, bowiem początkowo zareagują tylko ceny dóbr importowanych. Inaczej mówiąc, dobra niewymienne przyczyniają się do tzw. *exchange rate magnification effect*, co można przetłumaczyć

⁶ Płatności w handlu zagranicznym mogą być regulowane po 60, a nawet 90 dniach po otrzymaniu dostawy.

⁷ Producenci mogą stosować licencje dla dystrybutorów, wpływając w ten sposób na ceny i kłócąc arbitraż międzynarodowy.

⁸ Koszty transakcyjne są wg [Obstfelda M. i Rogoffa K., 2000], kluczem do rozwiązania wielu zagadek makroekonomii gospodarki otwartej, w tym m.in. zagadki parytetu siły nabywczej (*PPP Puzzle*) oraz zagadki Baxter-Stockmana.

⁹ Główne prace na ten temat, patrz m.in.: [Rogoff, 1996], [Devereux i Engel, 1998, 1999, 2000], [Betts i Devereux, 1996], [Finn, 1999], oraz [Obstfeld i Rogoff, 2000a, 2000b].

jako efekt wzmocnienia zmian kursu walutowego¹⁰. Efekt ten wskazuje, że zmiany kursu walutowego są większe niż zmiany cen. Badając reakcję cen konsumpcyjnych pod wpływem zmian kursu walutowego, wskazywano także na efekt Balassy-Samuelsona, który powoduje kolejne odchylenie cen od parytetu siły nabywczej, bowiem w dłuższym czasie uwydatnia się także reakcja cenowa dóbr nie podlegających wymianie. Efekt wskazany przez Balassę i Samuelsona w 1964 r., mówi, że zwiększenie w danym kraju produktywności w sektorze dóbr wymiennych w stosunku do sektora dóbr nie podlegających wymianie handlowej, zwiększa po pewnym czasie, także cenę dóbr niewymiennych, co powoduje realną aprecjację kursu walutowego [MacDonald i Ricci, 2001].

Kolejną próbą wytłumaczenia odchylenia od zasady parytetu siły nabywczej było wskazanie na brak homogeniczności dóbr wymiennych, który wynika m.in. z kosztów transportu, udziału komponentów niewymiennych, różnych standardów produktów (np. norm bezpieczeństwa) czy preferencji konsumentów do danej marki. Tak więc, jeżeli produkty podlegające wymianie międzynarodowej nie są identyczne, czyli nie są pełnymi substytutami, to ich ceny mogą się różnić. W najnowszych badaniach wskazuje się, że przyczyna zakłócenia działania arbitrażu cenowego może wynikać z niedoskonałej konkurencyjności rynków, związanej z ich segmentacją, czyli inaczej, z brakiem integracji rynków. Jak podają [Goldberg i Knetter, 1997, s. 1245], rynki uważane są za zintegrowane, gdy lokalizacja kupującego i sprzedającego nie ma znaczenia dla określenia poziomu ceny transakcji odnoszącej się do takich samych dóbr (po odliczeniu kosztów transportu), czyli inaczej mówiąc – gdy działa prawo jednej ceny. Tymczasem najnowsze badania pokazują, że segmentacja zakłócająca działanie arbitrażu cenowego, dotyczy w coraz większym stopniu krajów wysoko rozwiniętych, gdzie producenci-eksporterzy stosują dyskryminację cenową, podając różne ceny swoich produktów w walucie importera [Devereux i Engel, 1998, 1999, 2000], [Devereux, Engel i Tille, 1999], [Tille, 2000] oraz [Betts i Devereux, 1996].

Podejście takie, zwane *pricing-to-market (PTM)* przypisuje się [P. Krugmanowi, 1987], który w drugiej połowie lat 80. próbował wyjaśnić zagadkę deficytu handlowego USA, kiedy po 1985 roku dolar zaczął deprecjonować, co jednak nie przełożyło się na poprawę bilansu obrotów bieżących. Według [Krugmana, 1987], rynki wykazują wysoki stopień segmentacji, co przejawia się tym, że producenci-eksporterzy ustalają ceny w zależności od warunków panujących na danym rynku importera, a więc dopasowują cenę do warunków lokalnych. Zachowanie takie oznacza, że eksporterzy np. w przypadku aprecjacji krajowej waluty skłonni są ponieść koszty w postaci niższej marży zysku, w zamian za utrzymanie dotychczasowej ceny i pozycji na rynku importera.

Rozwijając spostrzeżenia Krugmana odnośnie do segmentacji cenowej rynków, w najnowszych modelach makroekonomicznych gospodarki otwartej przyjmuje się, że ceny eksportera podawane w walucie importera wykazują sztyw-

¹⁰ Na efekt ten zwracają uwagę m.in.: [Betts i Devereux, 1996], oraz [Hau, 2000].

ność w określonym czasie. [Devereux, 1997] nazywa to założenie *local-currency pricing (LCP)*¹¹. Założenie *local currency pricing* czy też *pricing-to-market*¹² powoduje izolowanie cen od zmian kursów walutowych, dlatego też postuluje się weryfikację analizy normatywnej i pozytywnej odnośnie do wyboru alternatywnych reżimów kursowych [Devereux, Engel, 1998, 1999] i działania międzynarodowego mechanizmu transmisyjnego. Za pomocą założenia o podawaniu cen w walucie lokalnej importera próbuje się wytłumaczyć odchylenia krótko- i długookresowe od parytetu siły nabywczej, a także określić, jaki jest faktyczny wpływ kursu walutowego na zmiany cen w eksporcie, czyli czy działa efekt cenowy (*exchange pass-through*).

Skutki przyjęcia założenia o podawaniu cen w handlu zagranicznym w walucie importera (PTM)

Skutkiem zmiany sposobu ustalania cen przez producentów-eksporterów, tzn. podawanie cen w walucie importera (*pricing-to-market*) jest całkowita izolacja krajowej konsumpcji od zmian kursów walutowych, spowodowanych zagranicznymi szokami¹³. Inaczej mówiąc, wahania kursu walutowego nie wpływają na krajowe ceny, jak również nie dochodzi do efektu przesunięcia wydatków (*expenditure switching effect*). Izolacja związana jest z zakłóceniem efektu cenowego (*pass-through*), będącego elementem mechanizmu transmisyjnego odbywającego się poprzez kanał kursu walutowego. Zachowanie typu *PTM* powoduje, że ceny towarów importowanych są stałe w walucie importera i nie zmieniają się pod wpływem zmian kursów walutowych, tak jak w tradycyjnych modelach.

W podejściu keynesistowskim do makroekonomii gospodarki otwartej przyjmuje się, że ceny dóbr importowanych są sztywne w walucie zagranicznej (eksportera), a więc zmienne w walucie krajowej. Oznacza to, że deprecjacja waluty krajowej powoduje wzrost ceny dóbr importowanych w walucie krajowej (importera). Podobnie wpływ zmiany nominalnego kursu walutowego jest

¹¹ Z uwagi na fakt, że w literaturze polskiej brak jest oficjalnie przyjętego tłumaczenia tego terminu, proponowanym polskim odpowiednikiem angielskiego pojęcia *local currency pricing (LCP)* jest termin: podawanie cen w walucie lokalnej, w domyśle – w walucie konsumenta.

¹² W niniejszej pracy terminy te będą używane zamiennie, przy czym podobnie jak w przypadku pojęcia *local currency pricing*, tak i w odniesieniu do terminu *pricing-to-market (PTM)*, brak jest polskiej wersji tego terminu, dlatego proponuje się tłumaczenie: podawanie cen w walucie importera (w domyśle – konsumenta). Biorąc pod uwagę fakt, że w odniesieniu do wyżej omawianych zagadnień w literaturze anglojęzycznej powszechnie używanym skrótem określenia *pricing-to-market* jest *PTM*, dlatego w niniejszym artykule ta forma będzie także zachowana.

¹³ Na obecnym etapie zakłada się, podobnie jak w klasycznych modelach wymiany handlowej, że istnieją dwa podmioty w handlu zagranicznym; eksporter (producent) i importer (konsument). W późniejszej części artykułu, gdy uwzględnione zostanie zagadnienie pośrednictwa w handlu zagranicznym, rozpatrzona będzie kwestia wpływu założenia *PTM* na poziom konsumpcji i funkcję dobrobytu za pośrednictwem efektu dochodowego.

widoczny z punktu widzenia eksporterów, których ceny dóbr w walucie krajowej są sztywne, natomiast w przeliczeniu na walutę zagraniczną obniżają się. Np. deprecjacja waluty kraju eksportera spowoduje wzrost relatywnej ceny dóbr importowych przez co, z jednej strony pogarsza się *terms of trade*, z drugiej strony następuje przesunięcie popytu z importu na dobra produkowane w kraju. Z kolei, poprzez obniżkę cen eksportowych następuje poprawa konkurencyjności kraju przeprowadzającego dewaluację, co powoduje oczekiwania wzrostu popytu zagranicznego. Podejście takie obowiązuje w modelu Mundella-Fleminga.

Nowoczesne modele przyjmujące założenie *PTM* spowodowały konieczność weryfikacji dotychczasowych poglądów na temat wpływu wahań kursowych na *terms of trade*. Według klasycznego założenia o podawaniu ceny eksportowej w walucie eksportera, deprecjacja krajowej waluty powodowała pogorszenie się krajowego *terms of trade*, bowiem przy relatywnie niższych cenach eksportowych mniej można nabyć dóbr importowych za jednostkę dobra eksportowanego. Przyjęcie założenia o podawaniu cen w walucie lokalnej sprawia, że *terms of trade* poprawia się dla kraju, którego waluta uległa deprecjacji, ponieważ eksporter otrzymuje zapłatę w walucie importera, która automatycznie aprecjonowała. Po zamianie jej na walutę krajową (przy nie zmienionych cenach dóbr importowanych podawanych w krajowej walucie) eksporter może nabyć więcej dóbr importowanych. A zatem, zgodnie z *PTM*, badania empiryczne powinny potwierdzać silną, ujemną korelację między kursem walutowym a *terms of trade*, tzn. spadkowi kursu (deprecjacji) powinien odpowiadać wzrost *terms of trade*.

Ekonomiści, jednak nie są zgodni co do wpływu kursu na warunki handlowe w danej gospodarce. Np. badania empiryczne [Obstfelda i Rogoffa, 1995] wskazują na istotną dodatnią zależność między kursem walutowym, a *terms of trade* danego kraju (wyjątek stanowi Portugalia i Holandia, gdzie współczynnik korelacji był bliski 0), co zgodnie z tradycyjnym podejściem, implikuje silną ujemną zależność między kursem walutowym a konkurencyjnością gospodarki. Dlatego autorzy podają w wątpliwość, czy stosowanie zasady *PTM* jest powszechną praktyką.

Według raportu ECU Institute¹⁴, krajowe waluty pozostają głównymi walutami, w których denominowany jest krajowy eksport. Charakterystycznym wyjątkiem są USA, które 92% swojego eksportu i 80% importu prowadzą w dolarach. Wskaźniki te są także interesujące dla Wielkiej Brytanii (odpowiednio 62% i 43%), sugerują bowiem, że istotna część brytyjskiego eksportu jest rozliczana w walucie zagranicznej; podobnie część transakcji w imporcie odbywa się w funtach, a nie tylko w walucie zagranicznej importera. Dlatego też zagadnienie dotyczące podawania cen w walucie importera powinno się przeanalizować w kontekście ewentualnego przystąpienia Wielkiej Brytanii do Unii Gospodarczej i Walutowej, ze względu na zbadanie efektywności oddziaływania narodowej polityki kursu walutowego na bilans obrotów bieżących.

¹⁴ Dane cytowane z pracy [Obstfelda i Rogoffa, 2000b].

Kwestia ta dotyczy określenia, jak ważnym elementem mechanizmu transmisyjnego jest kurs walutowy oraz czy wykluczenie go jako narzędzia oddziaływania polityki makroekonomicznej na gospodarkę będzie wiązało się z dużymi kosztami, np. przewyższającymi korzyści wynikające z wprowadzenia wspólnej waluty – euro.

W przeciwieństwie do Obstfelda i Rogoffa, wyniki badań, które przedstawiają m.in. [Betts i Devereux, 1996], [Engel i Devereux, 1998, 1999], oraz [Tille, 2000] potwierdzają stosowanie zasady *PTM* w handlu zagranicznym oraz słabą reakcję cen konsumpcyjnych na wahania kursowe. Dlatego według tych autorów, konieczna jest rewizja tradycyjnego podejścia do roli kursu walutowego w gospodarce otwartej. Rozbieżności między tymi wynikami a badaniami [Rogoffa, 1996] oraz [Obstfelda i Rogoffa, 2000a, b] wynikają po pierwsze, ze sposobu pomiaru cen w handlu zagranicznym, a mianowicie, czy bada się ceny hurtowe czy detaliczne, oraz własnościowej struktury dystrybucji towarów, tzn., czy podmiotem dystrybucyjnym na rynku zagranicznym jest firma krajowa (przedstawiciel eksportera) czy zagraniczna¹⁵.

[Obstfeld i Rogoff, 2000a] początkowo brali pod uwagę ceny producenta, tzn. mierzone na granicy, a więc na poziomie hurtowym, natomiast [Devereux i Engel, 1998, 1999, 2000] analizowali ceny detaliczne. Zauważono, że dostosowania cenowe pod wpływem zmian kursów są trzy razy szybsze na poziomie hurtowników niż detalistów. Wyjaśnienie, dlaczego arbitraż cenowy „nie dotyczy” detalistów polega m.in. na tym, że hurtownicy-importerzy odnoszą korzyści skali, co pozwala im „manipulować” cenami wobec detalistów, czego efektem są mniejsze reakcje cen konsumpcyjnych niż hurtowych na zmiany kursowe.

Obstfeld i Rogoff tłumaczą także odchylenia od parytetu siły nabywczej przede wszystkim brakiem elastyczności cen spowodowanym głównie nominalną sztywnością płac, a także kosztami transakcyjnymi, które obciążają przede wszystkim detalistów. Podejście takie potwierdzają Froot i Klemperer, (1989), którzy wskazują na tzw. *menu costs*, które okazują się być znacznie wyższe dla detalistów niż hurtowników, co powoduje brak reakcji cen na zmiany kursów. Poza tym, według [Froota i Klemperera, 1989], a także [Gosha i Wolfa, 1994] dopiero oczekiwania trwałych, długookresowych zmian kursowych odbijają się na marży cenowej eksporterów. Tak więc, w krótkim czasie zmiany kursów mogą nie powodować zmian cen.

Skoro pośrednicy w handlu zagranicznym „zniekształcają” cenę łagodząc zmiany kursowe, to nawet duże wahania kursowe nie będą przenoszone na ceny, a więc nie zmienią konsumpcji i PKB, co oznacza zahamowanie mechanizmu transmisyjnego. Wśród motywów skłaniających eksporterów do nie przenoszenia wahań kursowych na ceny, wymieniane są także:

- obawa przed utratą części rynku; np. deprecjacja dolara w 1985 r. oznaczała podrożenie ceny dóbr importowanych, jednak chęć utrzymania się

¹⁵ Zagadnienia te zostaną szerzej omówione w dalszej części artykułu, gdzie analizowany będzie m.in. problem skuteczności kursu walutowego jako narzędzia polityki monetarnej.

na dużym konkurencyjnym rynku amerykańskim, spowodowała brak zmiany ceny dóbr importowych,

- obawa, że obniżenie ceny po dewaluacji waluty eksportera, mogłoby spowodować, że nie zostaną zwrócone koszty wejścia na rynek zagraniczny (tzw. inwestycje na wejście, ang. *beachhead*),
- niepewność pokrycia bieżących kosztów sprzedaży ponoszonych w walucie importera (np. koszty dystrybucji, reklamy, serwisu czy gwarancji),
- ryzyko, że obniżenie ceny po dewaluacji, mogłoby nie pokryć kosztów dóbr pośrednich, stanowiących część komponentów zagranicznych niezbędnych do produkcji dobra eksportowanego,
- brak doskonałej konkurencji, przejawiający się np. praktykami monopolistycznymi producentów, którzy np. licencjonują swoich dystrybutorów, zakłócając w ten sposób międzynarodowy arbitraż cenowy na poziomie firm dystrybucyjnych.

[Obstfeld i Rogoff, 2000b] przyznają, że niektóre towary (np. samochody) charakteryzują się zachowaniem typu *pricing-to-market*. Są jednak zdania, że trudno uogólnić to założenie na wszystkie produkty. Dlatego też ostatecznie pozostają przy tradycyjnym założeniu, że ceny są podawane w walucie producenta.

Warto zaznaczyć także, że podejście zwane *pricing-to-market*, Obstfeld i Rogoff traktują nie od strony eksporterów, ale importerów. Bowiern według autorów, to właśnie importerzy ponoszą koszty wahań kursów i utrzymują stałą cenę wobec konsumentów. Zagadnienie kosztów utrzymania stałej ceny importowej na rynku badają także [Corsetti, Pesenti, Roubini i Tille, 2000] oraz [Tille, 2000], których wyniki stanowią ważny wkład do analizy skuteczności dewaluacji kursu walutowego. Zagadnienie to zostanie przedstawione w dalszej części artykułu.

Rozkład kosztu utrzymania stałej ceny na rynku importera: czy dewaluacja prowadzi do efektu „zubażania sąsiada”, czy „zubażania siebie”?¹⁶

Kluczową kwestią analizowaną przy założeniu o podawaniu cen w handlu zagranicznym w walucie importera, jest zagadnienie efektywności stosowania kursu walutowego jako narzędzia polityki makroekonomicznej. Problem ten dotyczy przede wszystkim skuteczności dewaluacji, jako sposobu poprawy konkurencyjności, a przez to także bilansu handlowego.

Aby dewaluacja była skuteczna, musi być spełniony warunek Marshalla-Lernera, tzn. aby oczekiwany wzrost eksportu nie został zniwelowany, w wyniku pogorszenia się *terms of trade*, przez niższe dochody z eksportu, suma elastyczności eksportu i importu musi być wyższa od 1. Poza tym, musi nastąpić pełna transmisja zmian kursu walutowego, tzn. pełny efekt cenowy, a także efekt przesunięcia wydatków. Skutki dewaluacji zależą także od stopnia

¹⁶ Analiza efektów *beggar-thy-neighbor* (zubażania sąsiada) oraz *beggar-thyself* (zubażania siebie) jest przedmiotem pracy [Tille C., 2000].

substytucyjności towarów, jeżeli jest on niski, a więc dobra nie są homogeniczne, to dewaluacja wywołuje silne pogorszenie *terms of trade*, bowiem pomimo wzrostu cen importowych popyt krajowy nie przenosi się na dobra krajowe, ze względu na brak takich cech estetyczno-użytkowych, które posiadają towary zagraniczne, co w konsekwencji może doprowadzić do pogorszenia bilansu obrotów bieżących.

Biorąc pod uwagę powyższe kryteria, należy zauważyć, że w warunkach częściowego efektu transmisyjnego, a więc gdy zmiana kursu nie powoduje proporcjonalnej zmiany poziomu cen, deprecjacja nie musi wywoływać efektu *beggar-thy-neighbor*, wręcz przeciwnie, [Tille, 2000] zwraca uwagę na możliwość zaistnienia efektu *beggar-thyself*, który wskazuje, że sytuacja w kraju przeprowadzającym dewaluację pogarsza się (następuje jego zubożenie). Kierunek efektów wskazujących na zmianę poziomu funkcji dobrobytu, zależy w dużym stopniu od tego, kto jest właścicielem firm importowych. Autor podkreśla rolę pośredników-dystrybutorów, którzy w transakcjach importowych stanowią ważne ogniwo między producentami, a konsumentami. Wcześniejsze badania zakłóceń działania efektu cenowego kursu walutowego (*pass-through*), spowodowane podawaniem cen w walucie lokalnej (importera), były analizowane pod kątem wpływu na poziom dochodu i funkcję dobrobytu, przy czym obowiązywało tradycyjne założenie, że dobra importowane są bezpośrednio sprzedawane przez producentów konsumentom, a więc z pominięciem pośredników.

Na przykład, [Devereux, 1998, 1999] wskazywał na mały wpływ kursu na ceny konsumenta, ze względu na zachowanie *PTM*, przy czym po dewaluacji w kraju eksportera dochodziło do efektu *prosper-thyself*¹⁷, ze względu na poprawę *terms of trade*¹⁸. Natomiast Obstfeld i Rogoff badali zmiany cen przy „wejściu do portu” i zaobserwowali zmiany cen hurtowników pod wpływem zmian kursu, co oznaczało, że prawo jednej ceny działa. Te podejścia zakładały, tradycyjny model wymiany handlowej, w którym istnieją dwa podmioty; eksporter (producent) i importer (konsument). [Tille, 2000] wprowadzając pośredników-importerów wyjaśnia, że mogą utrzymywać się różnice między ceną importową-hurtownika, mierzoną np. przy wejściu do portu wg klauzuli FOB (*Free on Board*), a ceną konsumenta. Jako pośredników, Tille wymienia firmy importowe, transportowe, hurtowników i detalistów. Głównym wnioskiem płynącym z analizy jest to, że owi pośrednicy odgrywają zasadniczy wpływ na funkcję dobrobytu. Gdy kanał transmisji poprzez kurs walutowy jest ograniczony, to zmiany kursowe absorbowane są poprzez marżę pośredników, co powoduje, że funkcja dobrobytu dla konsumentów nie zmienia się, a więc nie odczuwają oni zmiany kursu. Problem jednak, który zauważa Tille, polega na tym, kto ponosi koszty bądź korzyści związane z dostosowaniem marży do zmian kursu.

Kwestia, czy dewaluacja będzie korzystna czy nie, zależy według Tillego, od tego, kto jest właścicielem firm importowych, a właściwie, kto jest właści-

¹⁷ Zwrot ten można by przetłumaczyć, jako efekt prosperity, a więc ożywienia gospodarczego.

¹⁸ Analogicznie za granicą, gdzie także stosowano zasadę *PTM*, następował efekt zubożenia sąsiada (*beggar-thy-neighbor*).

cielem firm dystrybucyjnych, będących pośrednikami pomiędzy producentami a konsumentami. Okazuje się, że w Stanach Zjednoczonych firmy dystrybucyjne z kapitałem zagranicznym sprzedają 30% całości importowanych dóbr, przy czym dominują dystrybutorzy japońscy, którzy aż 80% towarów importowanych ze swojego kraju sprzedają za swoim pośrednictwem na rynku amerykańskim, w przypadku towarów importowanych z Kanady i Niemiec, odpowiednio 70% i 55% importu jest sprzedawana przez dystrybutorów z tych krajów [Tille, 2000, s. 5].

Tille zakłada, że producenci podają cenę w swojej walucie, jednak pośrednicy-dystrybutorzy mogą wybrać, czy podawać konsumentom cenę w walucie producenta po przeliczeniu kursowym (odbijają się wtedy na cenie wahania kursu) – tak robią przede wszystkim dystrybutorzy krajowi, czy podawać cenę w walucie lokalnej konsumenta – tak robią dystrybutorzy zagraniczni (właśny kanał dystrybucji producenta).

Zalóżmy jednak, że obie strony, tzn. podmioty krajowe i zagraniczne przy ustalaniu cen w handlu zagranicznym stosują zasadę podawania ceny w walucie lokalnej konsumenta. Jeżeli firma eksportująca (producent) dokonuje dystrybucji swoich towarów na rynkach zagranicznych przez swoje własne kanały (czyli przez firmy, których właścicielem jest podmiot krajowy), to po dewaluacji waluty krajowej, zysk w postaci różnicy kursowej, wynikającej ze zamiany waluty importera na walutę krajową, otrzyma podmiot krajowy, co wywoła w kraju efekt prosperity (*prosper-thyself*; wykres 2). Tille ocenia, że w wyniku 1% dewaluacji, krajowi producenci i ich dystrybutorzy na rynkach zagranicznych, w krótkim czasie odnieśliby korzyści w postaci wyższych dochodów w przeliczeniu na walutę krajową, co oznaczałoby efekt prosperity, który przeobraziłby się we wzrost konsumpcji w 0,58% [Tille, 2000, s. 23].

Gdy na dewaluację waluty krajowej spojrzymy z punktu widzenia zagranicznego podmiotu dystrybucyjnego, to przy założeniu, że ceny podawane są w walucie konsumenta, poniesie on stratę w postaci niższych dochodów związaną z zamianą waluty zdewaluowanej na własną. W takiej sytuacji, dojdzie do efektu zubożenia zagranicy (*beggar-the-neighbor*), bowiem dochody z eksportu będą niższe (wykres 2). Jak podaje [Tille, 2000, s. 23], po 1% dewaluacji waluty krajowej, zagranica odczuje spadek dochodów, a w konsekwencji także konsumpcji o 0,42%.

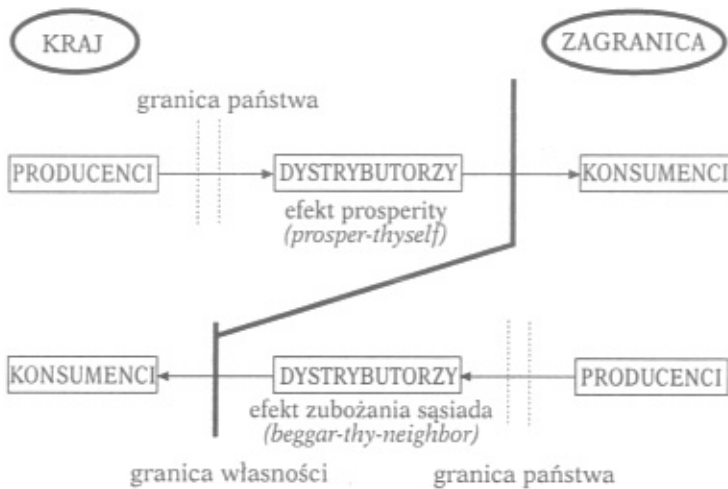
Należy zauważyć, że dewaluacja waluty eksportera nie wywołała efektu wzrostu dochodu (*prosper-thyself*) ze względu na efekt przesunięcia wydatków, na co wskazywałoby klasyczne podejście, związane m.in. z warunkiem Marshalla-Lernera¹⁹. Polepszenie koniunktury (stan prosperity) zostało osiągnięte dzięki korzystnemu *terms of trade*, który przyczynił się do zwiększenia pozio-

¹⁹ Warto zaznaczyć w tym miejscu, że analizy skutków dewaluacji, w tym przede wszystkim braku efektu przesunięcia wydatków, dokonali Laursen, Metzler i Harberger, którzy zwrócili uwagę, że pogorszenie *terms of trade* kraju, którego waluta uległa dewaluacji powoduje spadek dochodów realnych gospodarstw domowych i w konsekwencji obniżkę oszczędności, w celu sfinansowania konsumpcji na dotychczasowym poziomie (tzw. efekt Laursena-Metzlera-Harbergera).

mu funkcji dobrobytu. Podobnie efekt zubożenia sąsiada, który odczuła gospodarka zagranicy, nie był związany z prowadzeniem tradycyjnie rozumianej polityki „konkurencyjnej dewaluacji”, charakterystycznej np. dla okresu międzywojennego, wynikał on z poniesienia strat przez dystrybutorów związanych z pogorszeniem warunków handlowych zagranicy²⁰.

Analogicznie, jeżeli dewaluacja nastąpiłaby za granicą, a dystrybucja towarów zagranicznych odbywałaby się przez podmioty kraju producenta (eksportera), to przy założeniu, że ceny są podawane w walucie konsumenta, koszty dewaluacji ponieśliby dystrybutorzy krajowi, w postaci mniejszej marży zysku, natomiast korzyści z różnic kursowych przypadłyby dystrybutorom zagranicznym.

Wykres 2. Skutki dewaluacji waluty krajowej, przy założeniu PTM, gdy dystrybutorami (importerami) są krajowe podmioty gospodarcze



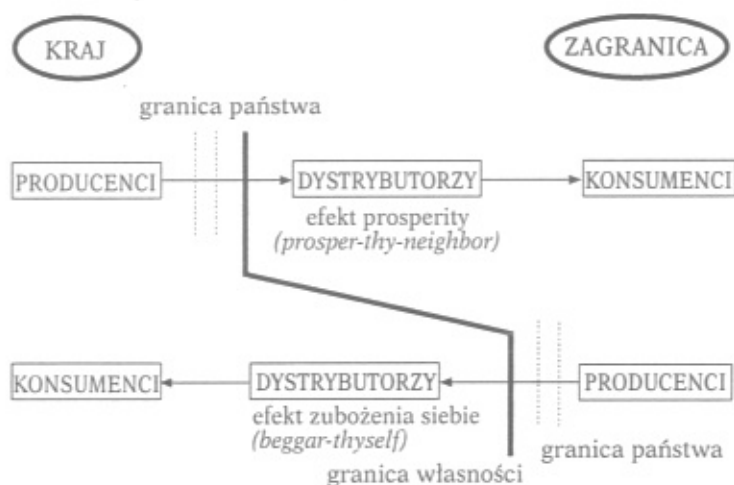
Źródło: [Tille, 2000]

Drugą sytuacją, jaką należy rozważyć analizując skutki dewaluacji przy różnej strukturze własności firm dystrybucyjnych w handlu zagranicznym, dotyczy dystrybucji za pośrednictwem firm zagranicznych. Jeżeli firmy dystrybucyjne są podmiotami zagranicznymi, to dewaluacja waluty krajowej powoduje, że korzyści z pośrednictwa w sprzedaży towarów krajowych za granicę, odnoszone są przez pośredników, a więc w tym przypadku, firmy zagraniczne. Wobec powyższego mamy do czynienia z efektem prosperity, tym razem w odniesieniu do zagranicy, ang. *prosper-thy-neighbor* (wykres 3).

²⁰ Według tradycyjnego podejścia w wyniku dewaluacji krajowej waluty, zagranica doznaje poprawy *terms of trade*.

Sytuacja ta może nie spowodować poprawy bilansu obrotów bieżących w kraju przeprowadzającym dewaluację, bowiem przy zachowaniu *PTM*, brak jest oddziaływania kursu na ceny, a więc nie dochodzi do efektu przesunięcia wydatków. Poprawa obrotów handlowych, przy założeniu, że ceny są podawane w walucie lokalnej konsumenta, mogłaby nastąpić, dzięki korzystnemu *terms of trade*, jednak nie w przypadku gdy pośrednikami-importerami są firmy zagraniczne. Tak więc, dodatkowe zyski jakie otrzymują zagraniczne firmy importowe z przeliczeń kursowych, poprawiają *terms of trade* zagranicy, a nie kraju przeprowadzającego dewaluację.

Wykres 3. Skutki dewaluacji waluty krajowej, przy założeniu *PTM*, gdy dystrybutorami (importerami) są zagraniczne podmioty gospodarcze²¹



Źródło: [Tille, 2000]

Wykres 3 przedstawia także sytuację dewaluacji z perspektywy zagranicy, przy czym nadal dystrybucja na rynki zagraniczne odbywa się przez firmy, których właścicielami są podmioty z kraju, który jest konsumentem dóbr eksportowanych. W takim przypadku, obniżenie kursu waluty krajowej powoduje, że dystrybutorzy z tego kraju importując dobra ponoszą stratę, bowiem cena nabycia towaru od zagranicznego producenta wzrosła w przeliczeniu na walutę krajową, jednak cena wobec konsumenta się nie zmieniła (zgodnie z założeniem *PTM*). Skutkiem takiego zachowania jest pogorszenie dochodów pośredników (w tym przypadku firm z kraju przeprowadzającego dewaluację),

²¹ Zagraniczne podmioty gospodarcze są rozumiane, jako podmioty kraju, który jest konsumentem dóbr importowanych.

które zmniejszają konsumpcję i poziom funkcji dobrobytu, o czym świadczy efekt zubożania siebie (*beggar-thyself*).

Założenie o podawaniu cen w walucie konsumenta, a wybór optymalnego reżimu kursowego

Wybór optymalnego reżimu kursowego zależy także od sposobu ustalania cen w handlu zagranicznym, a dokładnie od tego, czy ceny podawane są w walucie producenta (eksportera) czy konsumenta (importera). Jeżeli ceny są podawane w walucie producenta, tak jak to miało miejsce w tradycyjnych modelach gospodarki otwartej²², to zmiany kursu walutowego powodują duże zmiany cen towarów wymiennych. W takich warunkach kurs walutowy jest nośnikiem mechanizmu transmisji zagranicznych szoków monetarnych, przez co wpływa na poziom i strukturę wydatków (*expenditure-switching effect*). Im większy udział importowanych towarów w krajowej konsumpcji, tym gospodarka jest bardziej podatna na zagraniczne szoki monetarne.

Jednocześnie trzeba zauważyć, że szczególnie w gospodarce charakteryzującej się sztywnymi cenami i płacami, istotną rolę pełnią płynne kursy, które przyspieszają procesy dostosowawcze uruchomiane po zewnętrznych szokach gospodarczych, przyczyniając się w ten sposób do stabilizacji produkcji i konsumpcji. Gdyby natomiast ceny były doskonale elastyczne, to wybór systemu kursowego byłby nieistotny z punktu widzenia przenoszenia na rynek krajowy skutków szoków zewnętrznych [Friedman, 1953], [Feldstein, 1992], [Frankel, 1999]. Większość jednak modeli zakłada sztywność cen i płac, dlatego zmiana kursu walutowego i wywołany tym, w gospodarce otwartej, efekt przesunięcia wydatków okazują się bardzo ważnymi czynnikami przywracającymi równowagę w gospodarce.

Większość ekonomistów jest zgodna, że kurs płynny, w warunkach dużej mobilności kapitału, jest lepszym rozwiązaniem z punktu widzenia stabilizacji zewnętrznych szoków monetarnych, jednak nie jest systemem optymalnym, bowiem zmniejszeniu wahań produkcji i konsumpcji towarzyszy niższy poziom konsumpcji. Należy bowiem zauważyć wpływ reżimu kursowego nie tylko na wahania, ale także na średni poziom produkcji i konsumpcji. Chodzi bowiem o fakt, że firmy kierując się zasadą maksymalizacji zysków przy ustalaniu cen, muszą wziąć pod uwagę ryzyko kursowe i wkalkulować je w marżę zysku. Jest to, inaczej mówiąc, premia za ryzyko. Ryzyko kursowe, natomiast związane jest z przyjętym reżimem kursowym, dlatego też dany reżim będzie wpływał na ceny, a przez to także na poziom konsumpcji.

Przy założeniu *PTM*, cena w eksporcie przestaje być prostym odzwierciedleniem krajowych kosztów i zmian kursu walutowego. Badania [Knettera, 1993] pokazały, że ceny ustalone w walucie importera korygowały w przypadku japońskiego eksportu aż 48% wahań kursowych, w przypadku eksportu Niemiec

²² Podejście zgodne z tradycyjnymi modelami gospodarki otwartej przyjmującymi założenie, że ceny podawane są w walucie producenta (eksportera) są m.in.: R. Mundell oraz M. Friedman.

i Wielkiej Brytanii, 36% zmian kursowych było „niwelowane” poprzez odpowiednie podawanie cen w walucie konsumenta, a dla USA wynik był bliski zeru, co sugeruje, że duży kraj nie dostosowuje cen ze względu na zmiany kursu, raczej stosuje transakcje zabezpieczające i opiera swoje ceny na kosztach.

W przypadku szoków zewnętrznych monetarnych, korzyści z przyjęcia systemu płynnych kursów walutowych są większe, jeżeli obowiązuje zasada podawania cen w walucie konsumenta – założenie *PTM*, bowiem ceny są w pełni izolowane od zakłóceń kursu walutowego [Devereux i Engel, 1998, 1999, 2000]. Inaczej mówiąc, podmioty rynkowe nie oczekują zmian cen pod wpływem zmian kursowych, dlatego nie domagają się premii za ryzyko. Natomiast gdy ceny podawane są w walucie producenta, to istnieje wybór typu *trade-off* (coś za coś): pomiędzy płynnym kursem i mniejszymi wahaniami konsumpcji (izolacja od zagranicznych szoków monetarnych), ale kosztem tego wyboru jest niższy oczekiwany poziom konsumpcji, ze względu na premię za ryzyko, a kursem stałym, któremu towarzyszą większe zmiany konsumpcji (brak izolacji od szoków zagranicznych monetarnych), ale jednocześnie wyższy jej poziom w przyszłości. Dlatego też, płynne kursy będą preferowane w sytuacji, gdy firmy przejawiają stosunkowo niską wrażliwość na ryzyko kursowe. W przypadku bowiem wysokiej awersji do ryzyka, wahania kursowe byłyby zbyt kosztowne z punktu widzenia producentów, którzy zwiększaliby marżę zysku, co wiązałoby się z kolei z niższą konsumpcją i obniżeniem funkcji dobrobytu²³. Inaczej mówiąc, w nowoczesnych modelach zwraca się uwagę nie tylko na wpływ reżimu kursowego na wahania konsumpcji, ale także na jej średni poziom, który zależy m.in. od wysokości marży zysku ustalonej przez producentów (*price-cost markups*).

Jeżeli analiza wyboru optymalnego systemu zostanie rozszerzona o zagadnienie dotyczące lokalizacji produkcji eksportowej, to argumenty za wyborem kursu płynnego zyskują na wadze, gdy firmy eksportowe decydują się na tzw. internalizację produkcji, najczęściej w formie zagranicznych inwestycji bezpośrednich. Internalizacja produkcji eksportowej zwiększa izolację gospodarki od szoków zewnętrznych, ponieważ nie przenosi skutków szoków na krajowy rynek pracy, tak więc efekt izolacji jest wzmocniony. [Devereux i Engel, 1999] badając optymalny stopień płynności kursu walutowego w środowisku o wysokim stopniu niepewności spowodowanym zagranicznymi szokami monetarnymi, przyjęli uproszczone założenie, że całość produkcji eksportowej realizowana jest w zagranicznych filiach, przy użyciu zagranicznej siły roboczej, dlatego ewentualny szok, którego konsekwencją byłby spadek popytu na eksport, spowoduje spadek zatrudnienia za granicą, a nie w kraju. W rzeczywistości, dane mówią o rosnącym trendzie internalizacji produkcji, w latach 90., kiedy to ponad 20% produkcji światowej było realizowane w filiach zagranicznych²⁴.

²³ Rolą tzw. awersji do ryzyka przy wyborze reżimu kursowego zajmują się m.in.: [Wyplosz, 1983], [Calvo i Reinhart, 2000] oraz [Hausman, Panizza i Stein, 2000].

²⁴ Dane wg International Monetary Fund, *Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions*, IMF, Washington 2000.

Jeżeli natomiast gospodarka podlega silnym szokom realnym o charakterze podażowym, takim jak np. zmiany produktywności, to przy założeniu, że ceny podawane są w walucie importera, lepiej wybrać system stałego kursu walutowego [Devereux, Engel, 2000], ponieważ system płynny, który był preferowany w tradycyjnym podejściu (gdy ceny podawane w walucie eksportera) przestaje pełnić rolę katalizatora procesów dostosowawczych. Np. szok w postaci wzrostu produktywności, zwiększający poziom produkcji potencjalnej spowoduje powstanie ujemnej luki PKB, obniżkę cen, oczekiwanie wyższej przyszłej konsumpcji i aprecjacje kursu walutowego. W systemie stałego kursu walutowego bank centralny byłby zmuszony do zwiększenia podaży pieniądza, co przyspieszyłoby „zamknięcie” luki PKB. Poza tym, korzyści z kursu stałego są odnoszone ze względu na obniżenie ryzyka kursowego, a przez to także zmniejszenie marży.

Podsumowując, jeżeli państwo podlega wewnętrznym szokom pieniężnym, oraz gdy dominują szoki realne, to przy założeniu że ceny podawane są w walucie importera, preferuje się wybranie stałego kursu walutowego, natomiast przy dominujących szokach zagranicznych monetarnych zaleca się wybór systemu całkowicie płynnego kursu, inaczej mówiąc nie będzie on wówczas przedmiotem interwencji polityki monetarnej. Przy założeniu, że ceny podawane są w walucie eksportera, nie wybrano by czystego kursu płynnego, ze względu na obawę, że wahania kursu zostaną przeniesione na ceny, a więc, że będzie on powodem zakłóceń w gospodarce.

Wpływ wprowadzenia euro na sposób podawania cen w handlu zagranicznym

Ciekawym obszarem badań związanym z zagadnieniem dostosowywania cen do warunków lokalnych panujących na rynku importera (konsumenta), jest ocena wpływu wprowadzenia euro na sposób podawania cen w handlu zagranicznym w skali międzynarodowej, zwłaszcza jeśli chodzi o relacje handlowe, w których stroną są państwa Unii Gospodarczej i Walutowej (UGW). Można się bowiem zastanawiać, jak wspólna waluta euro wpłynie na ceny lub – inaczej mówiąc – czy euro zmieni dotychczasowy kanał międzynarodowej transmisji zmian kursu walutowego. Badania w tym zakresie podjęli [Devereux, Engel i Tille, 1999], którzy twierdzą, że euro przyczyni się do zmniejszenia wahań cen konsumenta na terenie UGW, a więc podobnie jak w USA ceny konsumpcyjne będą w dużym stopniu izolowane od zmian kursu walutowego.

Słaba reakcja cen konsumpcyjnych na wahania kursów walutowych związana będzie z częściowym (niepełnym) efektem transmisji poprzez kurs walutowy (redukcja efektu *pass-through*). Ceny na obszarze euro będą wykazywały mniejsze wahania, ponieważ wspólna waluta zachęci eksporterów zagranicznych (przede wszystkim z USA) do podawania cen w walucie konsumenta, a więc w euro. Zachowanie takie tłumaczone jest tym, że eksporterzy amerykańscy

kańscy przed wprowadzeniem euro musieli dokonywać kosztownych zabezpieczeń transakcji wobec 12 walut państw EMU, teraz zabezpieczenie będzie ograniczone tylko do jednej waluty – euro, co zasadniczo zmniejszy koszty transakcyjne. Devereux, Engel i Tille są zdania, że zmiana sposobu podawania cen w transakcjach międzynarodowych z EMU spowoduje zwiększenie funkcji dobrobytu poprzez ustabilizowanie poziomu konsumpcji.

Autorzy wskazują ponadto, że zmiana sposobu podawania cen będzie dotyczyła zachowania detalistów, a nie hurtowników, tzn. podobnie jak Obstfeld i Rogoff zakłada się, że na poziomie hurtowników jest pełny efekt transmisyjny, a więc dewaluacja waluty producenta wywołuje pogorszenie *terms of trade* kraju eksportera, a poprawę *terms of trade* kraju hurtownika (dystrybutora), natomiast na poziomie detalistów jest odwrotnie, bowiem występuje zachowanie typu *pricing-to-market*²⁵.

Wykres 4. Skala efektu cenowego mechanizmu transmisyjnego (*pass-through*) w modelu zagranicznej wymiany handlowej z udziałem pośredników-dystrybutorów



Źródło: Opracowanie własne, na podstawie [Devereux, Engel i Tille, 1999] oraz [Tille, 2000]

Powyższą sytuację można odnieść do wcześniejszych wykresów, wykorzystywanych przy analizie skutków zmian kursu walutowego, przy różnej strukturze własnościowej podmiotów dystrybucyjnych, które wskazywały na pełny transmisyjny efekt cenowy na poziomie dystrybutorów oraz zerowy na poziomie konsumentów (ceny detaliczne).

Wnioski jakie wiążą się z przyjęciem tezy Devereux, Engla, Tillego są następujące: po wprowadzeniu euro należy spodziewać się wzrostu ilości transakcji zawieranych w euro, co powinno wpłynąć na stabilizację cen w Europie, zmniejszenie kosztów transakcyjnych eksporterów, a w konsekwencji na wzrost konsumpcji i poprawę poziomu dobrobytu. Taki scenariusz wynika z poniższej tablicy, jaką autorzy zamieścili w swoim artykule.

²⁵ Relacja taka będzie miała miejsce, gdy firmy dystrybucyjne w handlu zagranicznym będą podmiotami krajowymi (patrz: wykres 2).

Tablica 1

Waluta podawania cen w handlu zagranicznym między obszarem euro a USA

Ceny hurtowe przed i po wprowadzeniu euro			
Region produkcji	Region konsumpcji	Waluta	efekt cenowy (<i>pass-through</i>)
USA	Europa	dolar	pełny
Europa	USA	waluty narodowe państw europejskich	pełny
Ceny detaliczne przed wprowadzeniem euro			
Region produkcji	Region konsumpcji	Waluta	efekt cenowy (<i>pass-through</i>)
USA	Europa	dolar	<u>pełny</u>
Europa	USA	dolar	zerowy
Ceny detaliczne po wprowadzeniu euro			
Region produkcji	Region konsumpcji	Waluta	efekt cenowy (<i>pass-through</i>)
USA	Europa	euro	<u>zerowy</u>
Europa	USA	dolar	zerowy

Źródło: [Devereux, Engel i Tille, 1999, s. 12]

Założenie o podawaniu cen w handlu zagranicznym w walucie importera (konsumenta) stanowi nadal otwarte pole badań w odniesieniu do wpływu, jaki wywiera na funkcjonowanie międzynarodowego mechanizmu transmisyjnego. W niniejszym artykule zwrócono uwagę na zagraniczny dorobek badawczy w tym zakresie, ze szczególnym uwzględnieniem krytycznego spojrzenia na czynniki determinujące wybór optymalnego reżimu kursu walutowego, oraz wpływu wprowadzenia wspólnej waluty euro na sposób podawania cen w handlu zagranicznym. Jednym z intrygujących zagadnień w tym zakresie, pozostaje kwestia uwzględnienia reguł polityki monetarnej przy ocenie skali i kierunku międzynarodowej transmisji zakłóceń gospodarczych, a także przeanalizowania wpływu założenia *PTM* na kształt optymalnej reguły polityki monetarnej.

Bibliografia

- Ball L., [1999], „Policy Rules for Open Economies”, w: Taylor J., *Monetary Policy Rules*, University Chicago Press.
- Baxter M., Stockman A.C., [1989], „Business Cycles and the Exchange-Rate Regime”, *Journal of Monetary Economics*, nr 23.
- Bernanke B.S., Gertler M., [1995], „Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission”, *Journal of Economic Perspectives*, vol. 9, nr 4.
- Betts C., Devereux M.B., [1996], „The Exchange Rates in a Model of Pricing to Market”, *European Economic Review*, nr 40.
- Calvo G., Reinhart C., [2000], „Fear of Floating”, *NBER Working Paper*, nr 7993, Cambridge, MA, November.
- Caves E.C., Frankel A., Jones R.W., [1998], *Handel i Finanse Międzynarodowe*, PWE, Warszawa.
- Corsetti G., Pesenti P., Roubini N., Tille C., [2000], „Competitive devaluation: toward welfare-based approach”, *Journal of International Economics*, nr 51.
- Devereux M.B., [1997], „Real Exchange Rates and Macroeconomics”, *Canadian Journal of Economics*, nr 30.

- Devereux M.B., Engel Ch., [1998], „Fixed vs. Floating Exchange Rates: How Price Setting Affects the Optimal Choice of Exchange-Rate Regime”, *NBER Working Paper*, nr 6867, December.
- Devereux M.B., Engel Ch., [1999], „The Optimal Choice of Exchange Rate Regime: Price Setting Rules and Internationalized Production”, *NBER Working Paper*, nr 6992, March.
- Devereux M.B., Engel Ch., Tille C., [1999], „Exchange Rate Pass-Through and the Welfare Effects of the Euro”, *NBER Working Paper*, nr W7382, October.
- Devereux M.B., Engel Ch., [2000], „Monetary Policy in the Open Economy Revisited: Price Setting and Exchange Rate Flexibility”, *NBER Working Paper*, nr. 7665, April.
- Feldstein M., [1992], „The case against the EMU”, *The Economist*, 13 June.
- Finn A., [1999], „An Equilibrium Theory of Nominal and Real Exchange Rate Comovement”, *Journal of Monetary Economics*, nr 44.
- Frankel J., [1999], „No Single Currency Regimes is Right for All Countries or at All Times”, *NBER Working Paper*, nr 7338.
- Friedman M., [1953], „The Case of Flexible Exchange Rate” w *Essays in Positive Economics*, Chicago University Press.
- Froot K., Klemperer P., [1989], „Exchange Rate Pass-Through Market Share Matter”, *American Economic Review*, nr 79, September.
- Gosh A.R., Wolf H.R., [1994], „Pricing in International Markets: Lessons from The Economists”, *NBER Working Paper*, nr 4806, July.
- Goldberg P.K. i Knetter M.M., [1997], „Goods, Prices and Exchange Rates: What Have We Learned?”, *Journal of Economic Literature*, vol. XXXV, s. 1243-1272, September.
- Hau H., [2000], „Exchange Rate determination: The Role of Factor price Rigidities and Nontradables”, *Journal of International Economics*, nr 50.
- Hausman R., Panizza U., Stein E., [2000], „Why do countries float the way they float?”, mimeo, Inter-American Development Bank.
- Knetter M., [1993], „International Comparisons of Price-to-Market Behavior”, *American Economic Review*, nr 83.
- Krugman P., [1987], „Pricing to market when the exchange rate changes” w: Arndt S., Richardson J. (red.), *Real-Financial Linkages Among Open Economies*, The MIT Press, Cambridge.
- Krugman P., Obstfeld M., [2001], *Międzynarodowe stosunki gospodarcze*, PWE, Warszawa.
- MacDonald R., Ricci L., [2001], „PPP and Balassa Samuelson Effect: The Role of the Distribution Sector”, *IMF Working Paper*, nr 38, March
- Messe R.A., Rogoff K., [1983], „Empirical Exchange Rate Model of the Seventies. Do they fit out of sample?”, *Journal of International Economics*, nr 14.
- Meltzer A., [1995], „Money, Credit and Policy”, Symposium on the Monetary Transmission Mechanism, *Journal of Economic Perspectives*, nr 4.
- Mishkin F.S., [1995], Symposium on the Monetary Transmission Mechanism, *Journal of Economic Perspectives*, nr 4.
- Obstfeld M., Rogoff K., [1995], „The Mirage of Fixed Exchange Rate”, *Journal of Economic Perspectives*, nr 4.
- Obstfeld M., Rogoff K., [2000a], „The Six Major Puzzles in International Macroeconomics: Is There a Common Cause?”, *NBER Working Paper*, nr 7777, July.
- Obstfeld M., Rogoff K., [2000b], „New Directions for Stochastic Open Economy Models”, *Journal of International Economics*, nr 50.
- Rogoff K., [1996], „Purchasing Power Parity Puzzle”, *Journal of Economic Literature*, nr 34, June.
- Taylor J., [1995], „The Monetary Transmission Mechanism: An Empirical Framework”, *Journal of Economic Perspectives*, nr 4.
- Tille C., [2000], „Beggar-thy-neighbor” or „Beggar-thyself”? The Income Effect of Exchange Rate Fluctuations, *Federal Reserve Bank of New York Staff Report*, nr 112, September.
- Wyplosz Ch., [1983], „The exchange and interest rate term structure under risk aversion and rational expectations”, *Journal of International Economics*, nr 14.