

MATERIAŁY I STUDIA

Zeszyt nr 287

Analiza porównawcza systemów kursu walutowego

Izabela D. Tymoczko

Warszawa, 2013 r.

Izabela D. Tymoczko – autorka jest pracownikiem Instytutu Ekonomicznego Narodowego Banku Polskiego. Opracowanie wyraża wyłącznie poglądy autorki i nie powinny być one utożsamiane z poglądami instytucji, w której pracuje.

Projekt graficzny:

Oliwka s.c.

Skład i druk:

Drukarnia NBP

Wydął:

Narodowy Bank Polski

Departament Edukacji i Wydawnictw

00-919 Warszawa, ul. Świętokrzyska 11/21

tel. 22 653 23 35, fax 22 653 13 21

© Copyright Narodowy Bank Polski, 2013

ISSN 2084-6258

Materiały i Studia są rozprowadzane bezpłatnie

Dostępne są również na stronie internetowej NBP: <http://www.nbp.pl>

Spis treści

Wprowadzenie	5
1. Chronologiczne ujęcie zmian w klasyfikacji systemów kursu walutowego	7
2. Charakterystyka systemów kursu walutowego	11
2.1. Systemy kursów płynnych	11
2.1.1. Kurs całkowicie płynny (ang. <i>independently floating</i>)	12
2.1.2. Kurs płynny kierowany (ang. <i>managed floating with no predetermined path for the exchange rate</i>)	13
2.2. Systemy pośrednich kursów walutowych	14
2.2.1. Kurs walutowy w pełzającym przedziale wahań (ang. <i>crawling band</i>)	16
2.2.2. Kurs stały w przedziale wahań (ang. <i>pegged exchange rate within horizontal band</i>)	17
2.2.3. Kurs stały pełzający (ang. <i>crawling peg</i>)	18
2.2.4. Umowny kurs stały (ang. <i>conventional pegged arrangement</i>)	19
2.2.5. Ostatnie zmiany w obszarze systemów pośrednich kursów walutowych	20
2.3. Systemy kursów sztywnych	21
2.3.1. Izba walutowa (ang. <i>currency board arrangement</i>)	22
2.3.2. System kursu bez własnej waluty (ang. <i>dollarization</i>)	23
2.3.3. Unia walutowa (ang. <i>monetary union</i>)	24
3. Systemy deklarowane (de iure) i stosowane (de facto)	27
4. Wizja polaryzacji systemów kursowych	33
4.1. System kursu walutowego w niespójnej triadzie celów	39
5. Warunki skutecznego upłynniania kursu walutowego	43
6. Ewolucja polityki kursowej na przykładzie wybranych krajów Europy Środkowo-Wschodniej	46
Zakończenie	53
Bibliografia	55

Streszczenie

Opracowanie poświęcone jest analizie systemów kursu walutowego wyszczególnianych przez Międzynarodowy Fundusz Walutowy. Obok przedstawienia zalet i wad każdego z systemów, scharakteryzowano warunki w jakich dany system sprawdza się najlepiej. Kraje, wykorzystujące politykę kursową w celu przeprowadzania reform, w przeważającej części preferują kierunek upłynniania kursu nad jego usztywnianiem. Niemniej dążenie do przyjęcia sztywnego systemu kursu walutowego jest również wciąż obserwowane. Doświadczenia krajów Europy Środkowo – Wschodniej posłużyły jako przykład dla przedstawienia możliwej ewolucji polityki kursowej.

Pozorna „ucieczka” od systemów środka w kierunku rozwiązań skrajnych spowodowała pojawianie się głosów o zanikaniu pośrednich systemów kursowych w niedalekiej przyszłości. Wydaje się jednak, że jest to zdecydowanie nierealny scenariusz na obecnym etapie rozwoju gospodarki światowej.

Często decyzje o formalnym porzuceniu jednego systemu kursu walutowego na rzecz drugiego nie są równoznaczne z rzeczywistym ich zarzuceniem. Co ciekawe, dotyczy to krajów przejawiających skłonności zarówno ku upłynnianiu, jak i usztywnianiu kursu walutowego. Takie praktyki przyczyniły się do pojawienia się dwóch klasyfikacji systemów kursowych: de facto i de iure. A sam sposób zachowania określony jako wynik „strachu przed zbytnią płynnością” tudzież „obawą przed zbytnią sztywnością” kursu walutowego.

Słowa kluczowe: polityka kursowa, systemy kursu walutowego, Międzynarodowy Fundusz Walutowy

Klasyfikacja JEL: F31, F36, G23

Wprowadzenie

Klasyfikacja systemów kursu walutowego od lat zaprzęta uwagę teoretyków i praktyków gospodarczych. W klasycznym ujęciu występuje dychotomiczny podział kursów walutowych na systemy kursów sztywnych i systemy kursów płynnych. Obserwując jednak rozwój międzynarodowego systemu walutowego, trudno oprzeć się wrażeniu, że klasyfikacja ta, jako bardzo ogólna, nie uwzględnia należycie występujących w praktyce różnych rozwiązań systemowych, od restrykcyjnych systemów kursów sztywnych, przez rozwiązania hybrydowe, do systemów kursów płynnych. Dlatego trwająca już kilkadziesiąt lat aktywność Międzynarodowego Funduszu Walutowego w zakresie tworzenia kanonu klasyfikacyjnego jest szczególnie ważna. Ostatni kryzys finansowy sprawił, że po raz kolejny Międzynarodowy Fundusz Walutowy zmuszony był zmodyfikować stosowaną systematykę kursów walutowych.

Wykorzystywanie zalet kolejnych pośrednich systemów kursu walutowego jest charakterystyczne dla krajów rozwijających się. Pożądanym kierunkiem ewolucji polityki kursowej jest systematyczne usztywnianie bądź upłynnianie kursu walutowego do momentu osiągnięcia jednego ze skrajnych systemów. Dopuszczalne jest powracanie do systemu kursu walutowego wcześniej stosowanego, jeśli taki zabieg skutecznie ograniczy podatność gospodarki na transmisję szoków zewnętrznych. Możliwość stosowania różnych rozwiązań powoduje, że relatywnie szybko za pomocą tego instrumentu można osiągnąć wyznaczone cele gospodarcze. Oczywiście polityka kursu walutowego nie jest, i nie może być jedynym instrumentem stabilizującym gospodarkę. Dla osiągnięcia zrównoważonego tempa rozwoju gospodarczego niezbędne jest zagwarantowanie stabilności makroekonomicznej, jak również tworzenie wiarygodnych ram instytucjonalnych i prawnych.

Relatywna łatwość ingerowania w politykę kursu walutowego prowadzi do dużych rozbieżności w deklarowanych i stosowanych rozwiązaniach kursowych. Rozbieżności te okazały się tak znaczne, że doczekały się szczegółowej analizy i prób wyjaśniania. Stawiano pytanie: dlaczego kraje deklarują stosowanie jednego systemu kursowego, a potem wykorzystują inny?

Postępująca globalizacja i rosnąca mobilność kapitału przyczyniła się do roztaczania przez część ekonomistów wizji tworzenia się centrów walutowych w

niedalekiej przyszłości i zanikania pośrednich rozwiązań kursowych. Wydaje się jednak, że na obecnym etapie rozwoju gospodarki światowej teza o polaryzacji systemów kursu walutowego jest co najmniej przedwczesna. Wynika to z utrzymujących się różnic w tempie i poziomie rozwoju gospodarek.

Wspomniane zagadnienia dotyczące polityki kursu walutowego przedstawiono w następujący sposób. W rozdziale pierwszym, zaprezentowano klasyfikację systemów kursowych i zmiany, jakie w niej następowały na przestrzeni lat. W rozdziale drugim omówiono najnowszą klasyfikację i szczegółowy opis systemów kursowych z szerokim naświetleniem ich zalet i wad. Odniesiono się również do ostatnich zmian wprowadzonych do klasyfikacji systemów kursu walutowego przez Międzynarodowy Fundusz Walutowy. W tej części przeanalizowano sugerowane uwarunkowania makroekonomiczne, jakie powinny spełniać poszczególne kraje, aby móc zastosować wybrany system kursowy i maksymalizować użyteczność jego stosowania. W rozdziale trzecim zaprezentowano wyniki toczącej się debaty na temat klasyfikacji systemów kursowych de facto i de iure. Prowadzone badania nad rzeczywistymi rozwiązaniami kursowymi pozwoliły stwierdzić, że część krajów świadomie nie stosuje zadeklarowanego przez siebie systemu kursu walutowego. W okresie między kolejnymi deklaracjami, kraje te ingerują w kształtowanie się kursu walutowego na skalę wykraczającą poza dopuszczalne ramy, co powoduje rozbieżności między zadeklarowanym, a stosowanym systemem kursowym. Rozdział czwarty z kolei poświęcono toczącej się obecnie w literaturze dyskusji dotyczącej tzw. zanikania „systemów środka”. W piątym rozdziale, wychodząc z przekonania o dominacji kierunku upłynniania kursu walutowego względem jego usztywniania, przeanalizowano warunki niezbędne dla skutecznego upłynniania kursu walutowego. Wreszcie w rozdziale szóstym, zaprezentowano ewolucję polityki kursowej w wybranych krajach Europy Środkowo - Wschodniej. Zaprezentowane przykłady stanowią dowód elastyczności polityki kursowej i relatywnej łatwości stosowania różnych systemów kursu walutowego. Przyjęto założenie o dążeniu krajów do stosowania jednego ze skrajnych rozwiązań kursowych. W wielu przypadkach stopniowe upłynnianie i usztywnianie kursu walutowego potraktowano jako narzędzie, które miało stworzyć warunki dla przyspieszenia reform. Podsumowanie rozważań zawarto w zakończeniu.

1. Chronologiczne ujęcie zmian w klasyfikacji systemów kursu walutowego

Międzynarodowy Fundusz Walutowy, to organizacja, która powstała w 1944 r. i od początku swojego istnienia zajmuje się problemami nierównowagi bilansów płatniczych, sposobami stabilizowania rozchwianych gospodarek krajów stowarzyszonych. Od 1960 r. prowadzi również statystyki stosowanych przez kraje systemów kursów walutowych¹. Każdy kraj, po uzyskaniu statusu członka MFW, ma obowiązek do 30 dni zadeklarować, jaki system kursu walutowego zamierza stosować, a później zgłaszać jego każdorazową zmianę (IMF 1999). Pierwszy raport pt. „*Survey of United States International Finance*” został wydany w 1951 r. i dotyczył jedynie gospodarki amerykańskiej w relacji do reszty świata. W Raporcie z 1960 r. dokonany już został przegląd 69 gospodarek krajów członkowskich Międzynarodowego Funduszu Walutowego i kilku krajów nie-będących członkami tej organizacji. Raport traktował o uwarunkowaniach gospodarczych i kursach bilateralnych stosowanych do rozliczeń między różnymi krajami. Począwszy od raportu za 1975 r. wprowadzono zwyczaj corocznego publikowania klasyfikacji systemów kursowych deklarowanych przez kraje członkowskie.

Od 1976 r. do 1981 r. wyróżniano zaledwie cztery grupy systemów kursowych. Były to kurs sztywny względem jednej waluty, kurs sztywny wobec koszyka walut, kurs pośredni modyfikowany w zależności od kształtowania się wybranych wskaźników, wąż walutowy (usztynwienie kilku walut względem siebie z dopuszczalnym korytarzem wahań +/-2,25 %) (IMF, różne wydania 1999-2005).

Od 1982 r. do 1998 r. funkcjonowała kolejna klasyfikacja. Wyróżniono: kurs sztywny względem jednej waluty, kurs sztywny wobec koszyka walut, kurs walutowy płynny względem jednej waluty w przedziale +/-2,25 %, kurs walutowy płynny w przedziale +/-2,25 % względem kursów wzajemnych, kurs pośredni modyfikowany w zależności od kształtowania się wybranych wskaźników, kierowany kurs płynny, kurs całkowicie płynny (ewentualne interwencje wpływają na kształtowanie się kursu, ale nie eliminują wahań).

¹ W artykule zamiennie stosuje się system kursu walutowego i system kursowy.

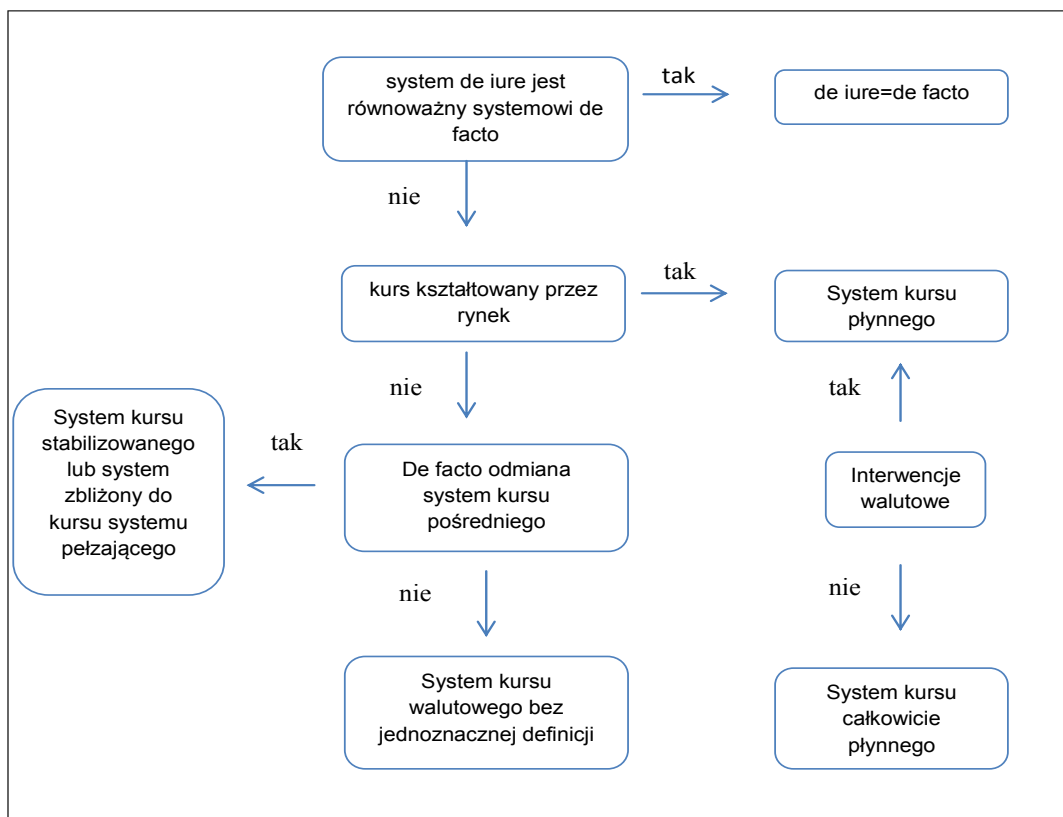
W 1999 r. wprowadzona została klasyfikacja wyróżniająca osiem systemów kursów walutowych. Wyszczególniono wówczas następujące systemy (IMF 1999):

- system kursowy bez własnej waluty (dolaryzacja, unia walutowa),
- izba walutowa,
- kurs walutowy stały względem jednej waluty bądź koszyka walut,
- kurs stały podlegający wahaniom w dopuszczalnym przedziale,
- pełzający kurs stały,
- kurs stały w pełzającym przedziale wahań,
- kierowany kurs płynny,
- kurs całkowicie płynny.

W 2009 r. duże rozbieżności między systemami deklarowanymi i stosowanymi spowodowały kolejną modyfikację klasyfikacji. Wyróżniono tym razem dziesięć systemów kursowych, pozostawiając praktycznie bez zmian rozwiązania skrajne i znacząco modyfikując systemy pośrednie. Wybuch ostatniego kryzysu finansowego spowodował wiele ingerencji w politykę kursową w wielu krajach. Prowadzone przez MFN analizy wykazały, że niektóre ze stosowanych rozwiązań kursowych były tylko częściowo zbieżne z teoretycznymi warunkami danego systemu kursu walutowego, ponieważ zawierały również elementy nie mieszczące się w ramach zadeklarowanych systemów. W niektórych przypadkach zaobserwowano stosowanie rozwiązań kursowych formalnie nie funkcjonujących (hybrydy kilku systemów kursu walutowego). Między innymi dlatego, w ramach systemów pośrednich wyróżniono również system, który nie ma konkretnej definicji, grupuje natomiast wszystkie rozwiązania kursowe, których nie można zakwalifikować do któregośkolwiek z obowiązujących systemów. W ramach systemów kursów płynnych zmieniono raczej nazewnictwo oraz doprecyzowano charakterystykę systemów.

Proces modyfikacji i wyodrębniania nowych systemów kursowych przedstawiono na rysunku 1.

Rysunek 1. Proces wyodrębniania nowych systemów kursowych przez MFW



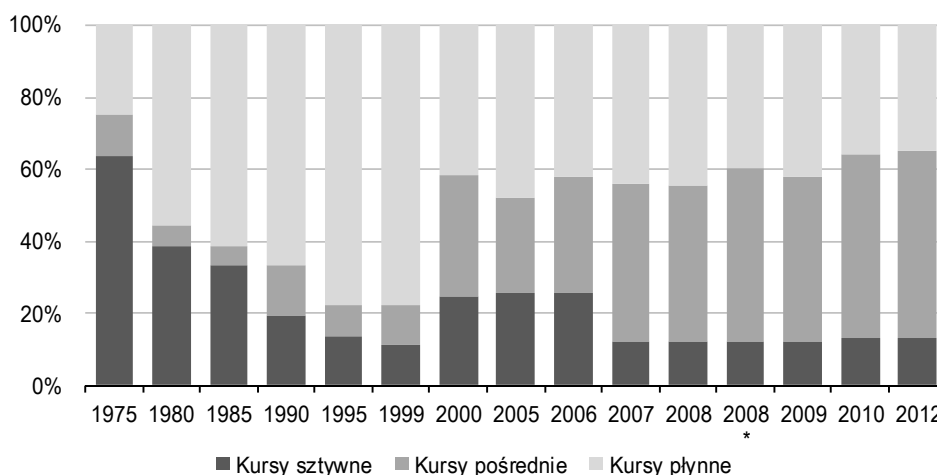
Źródło: IMF Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions 2009, Washington 2010, str. xlviii

Obecnie wyróżnia się następujące systemy kursu walutowego (IMF 2010):

- system kursowy bez własnej waluty (dolaryzacja, unia walutowa),
- izba walutowa,
- kurs walutowy stały związany z koszykiem walut lub jedną walutą,
- system stabilizowanego kursu walutowego,
- pełzający kurs stały,
- system kursu zbliżony do pełzającego,
- kurs stały w przedziale wahań,
- system kursu walutowego bez jednoznacznej definicji,
- kurs płynny,
- kurs całkowicie płynny.

Badania prowadzone nad systemami kursowymi spowodowały, że tak szczegółowy podział nie zawsze był przydatny. Na potrzeby prowadzonych badań grupowano systemy według kolejnych poziomów agregacji. W konsekwencji stwierdzono, że systemy kursowe należy rozpatrywać jako sztywne, płynne bądź pośrednie. Zgodnie z tym podejściem systemem kursu sztywnego są: izba walutowa, unia walutowa i jednostronne przyjęcie obcej waluty, systemami kursu płynnego są: kurs całkowicie płynny oraz kierowany kurs płynny, kursami pośrednimi są: kurs pełzający z korytarzem wahań, pełzający kurs walutowy, kurs walutowy z korytarzem wahań oraz umowny kurs stały (Calvo, Reinhart 2000). Poniżej, na rysunku 2, zaprezentowano strukturę kursów walutowych istniejących w krajach członkowskich MFW, zgodnie z powyższą klasyfikacją.

Rysunek 2. Struktura systemów kursowych stosowanych przez kraje członkowskie MFW w latach 1975- 2012²



* Dla 2008 r. systemy kursowe ujęto według klasyfikacji obowiązującej do 2009 r. i po 2009 r.

Źródło: Dane za lata 1975-1999 cyt. za: G. A. Calvo, C. M. Reinhart, "Fear of floating", NBER Working Paper Series, nr 7993, November 2000, za lata 2000-2005 IMF Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Regimes, IMF Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions 2007- 2012

² W latach 2000-2007 MFW przeklasyfikował stosowane systemy w licznych krajach, stąd widoczne duże różnice w odsetkach kursów sztywnych i pośrednich. Między innymi kraje strefy euro uznał za stosujące kurs całkowicie płynny, a nie za stosujące system kursowy bez własnej waluty. Z kolei kraje CAEMC (Central African Economic and Monetary Community) i WAEMU (West African Economic and Monetary Union) przeklasyfikował z systemu kursowego bez własnej waluty na kraje stosujące umowny kurs stały.

2. Charakterystyka systemów kursu walutowego

Poniżej omówiono systemy kursowe według klasyfikacji Międzynarodowego Funduszu Walutowego (klasyfikacja obowiązująca do 2008 r. i uzupełniona o zmiany wprowadzone w 2009 r.), w podziale na trzy grupy: systemy kursów płynnych, systemy pośrednich kursów walutowych i systemy kursów sztywnych.

2.1. Systemy kursów płynnych

W systemie kursu płynnego o cenie waluty decydują jej podaż i popyt na nią. System z racji swoich cech jest wygodny do wprowadzenia w gospodarkach dużych, otwartych, o ustabilizowanej sytuacji gospodarczej. Ważne jest, aby w momencie wdrażania polityki kursu płynnego inflacja była niska lub najlepiej jednocyfrowa. W odróżnieniu do kursów sztywnych lub pośrednich kurs płynny nie nadaje się do zastosowania w gospodarkach wdrażających reformy strukturalne, wychodzących z kryzysów lub transformujących się. Jest mechanizmem całkowicie rynkowym i pozbawionym „opiekuńczego charakteru”. Dlatego też podmioty gospodarcze, i państwo muszą podejmować racjonalne decyzje. Doświadczenia wielu krajów wskazują, że przyjęcie płynnego kursu można uznać za etap końcowy reformowania gospodarki. Kraje charakteryzujące się takim systemem uznawane są najczęściej za rozwinięte lub wysoko rozwinięte.

Ważną cechą kursu płynnego jest całkowita niezależność banku centralnego w prowadzeniu polityki pieniężnej. Zgodnie z argumentacją przedstawioną przez J. Frankela (1999), z trzech celów stawianych sobie przez banki centralne w przypadku systemu kursu płynnego całkowicie rezygnuje się z celu, jakim jest stabilność kursu walutowego na rzecz niezależności polityki pieniężnej i integracji finansowej (pełnej liberalizacji przepływów kapitałowych). W tej grupie kursów wymienia się kurs płynny i kierowany kurs płynny.

2.1.1. Kurs całkowicie płynny (ang. *independently floating*)

2

Kurs walutowy jest całkowicie uzależniony od sił rynkowych. Bank centralny lub rząd³ nie interweniuje na rynku walutowym niezależnie od kształtowania się kursu (Ghosh, Gulde, Wolf 2003). Ewentualne dostosowania w wyniku wystąpienia szoków następują poprzez zmiany cen na rynku walutowym. Nie istnieje problem równoważenia bilansu płatniczego i nie ma potrzeby utrzymywania wysokich rezerw walutowych. Bilans płatniczy jest zawsze zrównoważony z racji automatycznego dostosowywania się kursu (aprecjacji bądź deprecjacji waluty krajowej). Płynny kurs nie jest kotwicą dla oczekiwań inflacyjnych. Wprowadza niepewne i niestabilne warunki dla prowadzenia wymiany handlowej z zagranicą, ale jest motorem rozwoju rynku finansowego, w tym rynku instrumentów pochodnych. Płynny kurs nie nakłada żadnych restrykcji na władze prowadzące politykę pieniężną, jak i fiskalną. W systemie tym istnieje możliwość pojawienia się problemu „*time inconsistency*”,⁴ chyba że istnieją inne czynniki eliminujące ryzyko pojawienia się tego zjawiska (np. silne zorientowanie władz do prowadzenia zdrowej polityki fiskalnej) (Ghosh, Gulde, Wolf 2003). Niezależne decyzje o wysokości stóp procentowych których efekty ujawniają się po pewnym czasie mogą nie współgrać z istniejącymi wówczas warunkami gospodarczymi. Może to przyczynić się między innymi do pogłębienia spowolnienia wzrostu gospodarczego, czy zwiększenia deficytu budżetowego.

System kursu płynnego poprzez swą cechę, jaką jest niepewność co do kształtowania się kursu walutowego w przyszłości przyczynia się do ograniczania masowych przepływów kapitału. Brak ustalonego parytetu centralnego, stwarza niepewność dla podmiotów krajowych, chętnych do zaciągania kredytów za granicą. Ostrożność sektora realnego powoduje mniejsze, ewentualne koszty dla gospodarki przy spadku wartości waluty w przyszłości.

³ W zależności od tego, kto odpowiada za prowadzenie polityki kursowej w kraju.

⁴ Teoria „*time inconsistency*” zwraca uwagę na niedopasowanie celów polityki fiskalnej i polityki pieniężnej w różnych okresach. Najczęściej władze odpowiedzialne za politykę fiskalną (budżetową) są bardziej skłonne do osiągania celów krótkookresowych i realizowania krótkoterminowych korzyści z uwagi na cykl polityczny. W latach dobrej koniunktury pożądanym jest prowadzenie bardziej oszczędnej polityki budżetowej, aby w okresach spowolnienia gospodarczego zwiększać wydatki i efektywnie wykorzystywać automatyczne stabilizatory. W średnim lub długim okresie będzie to niespójne z racjonalną polityką pieniężną (tu decyzje nie są uzależnione od cyklu wyborczego, ale od oceny rozwoju sytuacji ekonomicznej kraju).

Gospodarkę o płynnym kursie walutowym może również dotknąć szok zewnętrzny, który sprawi nagłe i silne odchylenie kursu. Wówczas, od solidności podstaw makroekonomicznych gospodarki będzie zależało jak duży będzie nagły zwrot ruchu kapitału i jak silna będzie zmiana kursu. Im lepsze fundamenty i większa przejrzystość polityki makroekonomicznej, tym odpływ kapitału będzie mniejszy i bardziej krótkotrwały. Im wyższa przy tym wiarygodność waluty kraju stosującego płynny system walutowy, tym większe prawdopodobieństwo, że napływ kapitału będzie trwały.

Od 2009 r. definicja systemu kursu całkowicie płynnego (*ang. free floating*) została uzupełniona o informację dotyczącą ewentualnych interwencji. I tak, interwencje są dopuszczalne, ale sporadycznie, w nietypowych sytuacjach na rynku. Ponadto, przez interwencje władze monetarne nie mogą wpływać na kurs rynkowy dłużej niż przez trzy dni, a informacja o przeprowadzonej interwencji musi być dostępna dla MFW. W innym przypadku MFW kwalifikuje system kursowy jako system kursu płynnego (*ang. floating*).

2.1.2. Kurs płynny kierowany (*ang. managed floating with no predetermined path for the exchange rate*)

W systemie kursu kierowanego płynnego cena waluty zależy od podaży i popytu. Władze odpowiadające za politykę walutową mogą interweniować, ale nie są zobowiązane do tego żadnymi regułami (IMF 2005). Interwencje są formą wygładzania wahań kursu. Tego typu interwencje są nazywane działaniami typu „*leaning against the wind*” (Yagci 2001) i nie powinny być postrzegane jako stały element systemu. Interwencje walutowe pozwalają bankowi centralnemu na kształtowanie długookresowego trendu kursu walutowego. System kursu kierowanego różni się względem kursu całkowicie płynnego tym, że podmioty gospodarcze mogą spodziewać się interwencji ze strony banku centralnego. Najczęściej bank centralny nie ogłasza pożądanego poziomu kursu walutowego, co wprowadza element niepewności. Brak jawnego, preferowanego przez bank centralny poziomu kursu walutowego uniemożliwia podmiotom grę na zmianę kursu. Podobnie jak w przypadku kursu całkowicie płynnego, system stwarza warunki do szybkiego rozwoju rynku finansowego, oraz sprzyja liberalizacji przepływów kapitałowych. Oba systemy (całkowicie płynny i

kierowany płynny) wiążą się z ponoszeniem ryzyka kursowego przez podmioty zawierające transakcje handlowe z użyciem co najmniej dwóch walut. Brak pewności, co do przyszłego kształtowania się kursów wystawia podmioty na ponoszenie dużych strat (w sytuacji niezabezpieczonych transakcji) lub osiągnięcie bardzo dużych zysków (w wyniku operacji z użyciem instrumentów pochodnych).

Nowa, wprowadzona w 2009 r. klasyfikacja zmodyfikowała nieco definicję systemu kierowanego kursu płynnego. Przede wszystkim według tej klasyfikacji jest to kurs płynny (ang. *floating*) w którym dopuszczalne są interwencje walutowe zarówno pośrednie, jak i bezpośrednie w celu wygładzania poziomu kursu i zapobieganiu zbyt dużym jego zmianom. Kurs walutowy może wykazywać większe lub mniejsze wahania w zależności od szoków, jakie dotyczą gospodarkę.

2.2. Systemy pośrednich kursów walutowych

Wachlarz kursów pośrednich jest bardzo bogaty. Tu bowiem znajdują się wszystkie systemy tworzące z jednej strony pewną swobodę, z drugiej wprowadzające ograniczenia w kształtowaniu się kursu. Są one wykorzystywane raczej przez kraje o stosunkowo niestabilnej sytuacji gospodarczej. Cechą kursów pośrednich jest ich duża przydatność w okresie transformacji ustrojowej, jak również w okresie realizacji programu stabilizacyjnego. Opinie odnośnie do użyteczności tej grupy systemów dla krajów rozwijających się i tzw. *emerging markets* zmieniały się. Na początku lat 90. dwudziestego wieku popularna była teoria, że pośrednie systemy kursowe stabilizowały rozchwiane gospodarki po początkowej liberalizacji cen. Niestety, kolejne lata pokazały, że kursy pośrednie są zbyt podatne na nagłe i duże odpływy kapitałów, prowadząc do pojawiania się kryzysów walutowych. Koniec lat 90. XX wieku przyniósł rewizję poglądów. MFW doszedł do przekonania, że skoro silnie stabilizowane odmiany kursów pośrednich są zbyt podatne na kryzysy, to sztywne lub całkowicie płynne systemy kursów walutowych będą zdecydowanie lepszym narzędziem ograniczania napięć na rynku walutowym. Tym samym MFW zaproponował krajom rozwijającym się stosowanie dwubiegunowego podejścia (tzw. *bipolar view*). Jednak upadek izby walutowej w Argentynie wymusił po raz kolejny rewizję dwubiegunowego podejścia do kwestii wyboru systemu kursowego. Stosowanie pośrednich systemów

kursowych znowu zostało uznane za słuszne, przy czym ich przydatność określona została jako ograniczona w czasie (Ghosh, Ostry 2009).

Na wybór systemu kursu walutowego wpływa wiele czynników. Jednym z nich jest poziom rezerw walutowych. Im bardziej płynny kurs walutowy tym mniejsze znaczenie mają rezerwy walutowe. W czystej postaci kursu płynnego rezerwy walutowe nie są teoretycznie potrzebne. Rezerwy walutowe pełnią ważną funkcję w sytuacji zagrożenia ustalonego parytetu lub korytarza wahań – są sprzedawane bądź kupowane za walutę krajową w celu osłabienia występującej presji. Jeśli w kraju stosującym jeden z pośrednich systemów kursowych, pojawia się presja na zmianę wartości waluty wywołanej atakiem spekulacyjnym, a bank centralny nie dysponuje wystarczającym poziomem rezerw walutowych to upłynnienie kursu walutowego jest najmniej bolesnym rozwiązaniem (Frankel, Fajnzylber, Schmukler, Serven 2000) Upłynnienie kursu walutowego przyczynia się do jego ustabilizowania na nowym, rynkowym poziomie, oraz zwalnia bank centralnego z konieczności bronięcia przyjętego wcześniej parytetu i w długim okresie pozwala odbudować rezerwy walutowe kraju.

P. Aghion, P. Bacchetta, R. Ranciere, K. Rogoff (2006) zauważyli, że realna zmienność kursu walutowego ma istotny wpływ na długookresowe tempo wzrostu produktywności i jest to zależne od poziomu rozwoju rynku finansowego. W kraju o relatywnie niskim poziomie rozwoju rynku finansowego zmienność kursu walutowego zmniejsza tempo wzrostu gospodarczego, podczas gdy w krajach z rozwiniętym systemem finansowym związku nie zauważono.^{5 6} Analizowano wpływ dwóch czynników na wzrost gospodarczy: zmienności kursu realnego oraz stosowanego systemu kursowego. Udowodniono, że w miarę rozwoju rynku finansowego spada drastycznie negatywny wpływ zmienności kursu walutowego na tempo wzrostu gospodarczego (na przykład, w Chile, pogłębienie rynku finansowego z 10% PKB w 1975 r. do 75% PKB w 2000 r., przyczyniło się do pięciokrotnego zmniejszenia wpływu zmian kursu na tempo wzrostu). Ich badania sugerują, że kraje o relatywnie płytkim

⁵ Rozwój rynku finansowego wyrażono, jako relację sumy kredytu dla osób fizycznych i podmiotów gospodarczych do PKB.

⁶ W grupie krajów zaawansowanych, to jest takich, gdzie relacja kredytu do PKB mieściła się w przedziale 90-120% znalazły się kraje wysoko uprzemysłowione: strefa euro, Szwajcaria, Wielka Brytania, Finlandia, Szwecja, Stany Zjednoczone, Australia

rynku finansowym w celu maksymalizacji tempa wzrostu gospodarczego powinny stosować sztywne bądź pośrednie systemy kursowe. Większa stabilność kursowa pozwoli firmom lepiej planować przychody z działalności, zwiększać zadłużenie względem banków (zwiększać tym samym rozwój rynku finansowego) i realizować długoterminowe inwestycje.

2.2.1. Kurs walutowy w pełzającym przedziale wahań (ang. *crawling band*)

W tym systemie kursu walutowego, swoboda kształtowania się kursu walutowego jest ograniczona przedziałem wahań (minimalna szerokość korytarza wynosi +/-1%, a maksymalna szerokość przedziału wynosi +/-15%). Kurs walutowy, parytet centralny, ustalany jest w stosunku do jednej waluty lub koszyka walut (w skład którego wchodzi różne waluty w ustalonych proporcjach, najczęściej określonych na podstawie struktury handlu zagranicznego). Władze monetarne ustanawiają przedział wahań lub parytet centralny, wokół którego kurs może oscylować. Przedział wahań może być symetryczny bądź niesymetryczny względem parytetu centralnego. Przedział wahań zmienia się w czasie dopuszczając dewaluację kursu nominalnego, aby przeciwdziałać realnej aprecjacji kursu (Yagci 2001). Parytet centralny lub korytarz wahań mogą podlegać okresowej korekcie według stałej stopy lub w odpowiedzi na wybrane wskaźniki (IMF 2005). Każde zbliżenie się kursu rynkowego do jednej z granic przedziału powoduje interwencję na rynku walutowym i próbę doprowadzenia kursu do poziomu uznanego za pożądany. Istnienie przedziału wahań stwarza poczucie istnienia pewnej kotwicy dla gospodarki, wprowadzając jednocześnie element niepewności dla tego parametru makroekonomicznego. Z drugiej strony, stwarza większe możliwości akomodacji szoków zewnętrznych poprzez dostosowania kursowe. Niezależność władz monetarnych prowadzących politykę pieniężną jest funkcją szerokości pasma wahań kursu (Yagci 2001). Jest to pierwszy system wśród kursów pośrednich zmuszając podmioty gospodarcze do rozwijania metod i instrumentów pozwalających zarządzać ryzykiem walutowym. Wśród niebezpieczeństw związanych z obecnością kursu w pełzającym przedziale wahań jest prawdopodobieństwo pojawiania się ataków spekulacyjnych, w momencie zbliżania się kursu do granicy przedziału. Atak na górną granicę przedziału (po stronie deprecjacji waluty) spowoduje,

że aby utrzymać kurs w wyznaczonym przedziale bank centralny będzie musiał sprzedawać walutę obcą (zmniejszając rezerwy walutowe) po coraz to wyższej cenie wyrażonej w walucie krajowej (absorbując z systemu walutę krajową). Celem działania będzie przywrócenie kursu do przedziału wahań, a efektem będzie zmniejszenie podaży waluty krajowej M0 (bazy monetarnej). Obrona waluty krajowej przed deprecjacją zależy od siły ataku spekulacyjnego oraz od posiadanych rezerw walutowych. Nieudana obrona górnej granicy wahań może spowodować całkowite pozbycie się przez bank centralny rezerw walutowych oraz konieczność odbudowania ich po wyższej cenie. W sytuacji ataku na dolną granicę przedziału (po stronie aprecjacji waluty), bank centralny skupuje waluty obce, zwiększając podaż pieniądza krajowego M0 (bazy monetarnej).

2.2.2. Kurs stały w przedziale wahań (ang. *pegged exchange rate within horizontal band*)

System kursu stałego w przedziale wahań oznacza, że bank centralny dopuszcza odchylenia kursu od parytetu w przyjętym paśmie wahań. Wybór waluty kotwicy uzależniony jest od struktury handlu zagranicznego. Gospodarka, z którą wiąże się kurs walutowy powinna charakteryzować się niską, stabilną inflacją. Zbliżanie się kursu rynkowego do jednej z granic przedziału powoduje interwencję na rynku walutowym i próbę doprowadzenia kursu do poziomu uznanego za pożądany (Yagci 2001). W systemie tym może dochodzić do interwencji nawet, gdy kurs walutowy jest stosunkowo daleki od granicy wahań (tzw. *intra-band interventions*) (Ghosh, Gulde, Wolf 2009) wynikających z przewidywań banku centralnego, co do kształtowania się kursu w najbliższej przyszłości. Jest to system kursowy, który tworzy warunki mobilizujące podmioty gospodarcze do rozwijania metod zarządzania ryzykiem walutowym. Szerokość dopuszczalnego przedziału wahań kursu walutowego wyznacza zakres ryzyka walutowego, jakim powinny zarządzać podmioty gospodarcze.

Stabilności waluty mogą zagrażać ataki spekulacyjne w momencie zbliżania się kursu do granicy przedziału. Reakcją banku centralnego będzie obrona górnej granicy poprzez sprzedaż waluty obcej, a dolnej – przez skup waluty obcej. System kursu sztywnego w dopuszczalnym przedziale wahań pozwala na ograniczoną niezależność

polityki pieniężnej. Podobnie jak w systemie kursu w pełzającym przedziale wahań wyznacznikiem niezależności polityki pieniężnej jest szerokość pasma wahań kursu walutowego. W systemie tym nie występuje automatyczne równoważenie bilansu płatniczego. Pozycją wyrównującą bilans płatniczy są rezerwy walutowe. Ponieważ rezerwy walutowe są niezbędne do interwencji w celu obrony kursu walutowego, władze monetarne, podobnie jak w przypadku innych systemów pośrednich, powinny szczególnie dbać o zagwarantowanie ich bezpiecznego poziomu (Bukowski 2005).

Przykładem systemu kursu stałego w wąskim przedziale wahań był wał walutowy funkcjonujący w ramach Europejskiego Systemu Walutowego w latach 1979-1993. Zakrojona na szeroką skalę inicjatywa polityczno – ekonomiczna przewidywała stabilizowanie walut krajów uczestniczących w ESW (początkowo dziewięciu, później dwunastu). Waluty były stabilizowane względem ECU, przy czym istniały dwa dopuszczalne przedziały wahań. Dla walut silnych $\pm 6\%$ i walut słabszych $\pm 2,25\%$ (Biłski 2006). Natomiast przykładem kursu stałego w szerokim przedziale wahań jest preferowane, przez m.in. Komisję Europejską, rozwiązanie kursowe w okresie stabilizowania kursu walutowego w ramach systemu ERM II. Kryterium dwuletniego stabilizowania kursu walutowego dotyczy krajów dążących do wejścia do strefy euro.

2.2.3. Kurs stały pełzający (ang. *crawling peg*)

W tym systemie kurs walutowy jest dostosowywany okresowo według pewnej stałej stopy lub w reakcji na zmianę wybranych wskaźników gospodarczych (IMF 2005). Wskaźnik dewaluacji może być ustalony jako stała stawka lub uzależniony na przykład od tempa zmiany cen (inflacji) w krajach, które są głównymi partnerami handlowymi danego kraju.⁷ Podobnie, jak to było w przypadku wcześniej omawianego systemu, parytet ustalany jest w stosunku do jednej waluty obcej lub kombinacji kilku walut obcych (tzw. koszyka walut), w zależności od struktury handlu zagranicznego. Najlepszym wyjściem jest związanie kursu z walutą kraju, w której dokonuje się najwięcej transakcji handlowych. Koszyki walut przyjmują najczęściej kraje, w których struktura handlu (wpływów i/lub wypływów) jest zdywersyfikowana pośród kilku walut.

⁷ Poprzez zmiany inflacji MFW rozumie odnotowane różnice między wskaźnikiem inflacji krajowej i inflacji głównego partnera handlowego, lub różnicy między celem inflacyjnym a spodziewaną inflacją głównego (lub głównych) partnera handlowego.

Dewaluacja „*backward looking*” opiera się na dostosowaniu kursu do zmian stopy inflacji, które już zaszły. Dewaluacja „*forward looking*” jest formą zapobiegawczej odpowiedzi na skutki prognozowanych zmian poziomu cen (wcześniejsze osłabienie waluty w celu nie dopuszczenia do jej zbytnej aprecjacji).

Kurs stały pełzający jest dobrym instrumentem pomagającym ograniczać inflację. Stwarza bowiem bezpieczne warunki podmiotom gospodarczym i nie naraża ich na niebezpieczeństwo ponoszenia ryzyka kursowego. Z tego punktu widzenia jest to system możliwy do stosowania w gospodarkach z płytkim rynkiem finansowym. Jednak jawność parytetu centralnego stwarza możliwość pojawienia się ataków spekulacyjnych, a w najgorszym przypadku do wybuchu kryzysu walutowego. Konieczność stabilizowania kursu walutowego, przy rosnącej otwartości gospodarki na przepływy kapitałowe, odbiera bankowi centralnemu możliwość prowadzenia niezależnej polityki pieniężnej. System kursu pełzającego wprowadzany jest najczęściej w krajach będących w trakcie transformacji gospodarczej. Wspomniane ograniczenia w jego stosowaniu, powodują że nie jest to rozwiązanie długookresowe.

2.2.4. Umowny kurs stały (ang. *conventional pegged arrangement*)

W tym systemie kursu walutowego następuje powiązanie w stałej relacji waluty krajowej z walutą głównego partnera handlowego lub w stosunku do koszyka walut (walut kilku głównych partnerów handlowych) (IMF 2005). Podstawowym celem wprowadzenia takiego systemu jest „zaimportowanie” niskiej inflacji i powiązanie gospodarki z gospodarką o ustabilizowanej sytuacji ekonomicznej. Dlatego też jest to system stosowany przez kraje wychodzące z kryzysu, o płytkim rynku finansowym i niezliberalizowanych przepływach kapitałowych. Umowny, stały kurs walutowy jest makroekonomiczną kotwicą gwarantującą przejrzystość prowadzonej polityki pieniężnej i fiskalnej. Gwarantem utrzymania takiej relacji jest bank centralny, który zobowiązuje się interweniować w celu obrony kursu. Wymaga to jednak posiadania znaczących rezerw walutowych. Zbytne otwarcie się kraju na międzynarodowe przepływy kapitałowe w sytuacji implementacji umownego kursu stałego stwarza możliwość pojawienia się kapitału spekulacyjnego i widma kryzysu walutowego. Szoki zewnętrzne występujące z racji stosowania umownego stałego kursu walutowego

dotykają bezpośrednio sektor realny. Poważną wadą systemu jest (poprzez związanie waluty krajowej w sztywnej relacji z walutą – kotwicą), że aprecjacja kursu waluty – kotwicy przełoży się na aprecjację waluty krajowej. Ponadto w zależności do struktury walutowej importu i eksportu, pozytywny efekt usztywnienia kursu względem jednej waluty może się przerodzić w źródło napięć i poważnie destabilizować rachunek obrotów bieżących bilansu płatniczego. W warunkach umownego stałego kursu walutowego, bank centralny nie ma możliwości prowadzenia niezależnej polityki pieniężnej. Celem operacyjnym banku centralnego jest kurs walutowy, a nie stopa procentowa. System umownego kursu stałego jest narzędziem doraźnym, rozpoczynającym ścieżkę stopniowego upłynniania kursu (duży napływu kapitałów powoduje realną aprecjację i może w kolejnych okresach przyczynić się do negatywnych jej następstw).

2.2.5. Ostatnie zmiany w obszarze systemów pośrednich kursów walutowych

Zmiana klasyfikacji pośrednich systemów kursowych wprowadzona w 2009 r. (IMF 2010) spowodowała wyodrębnienie w miejsce dotychczasowych czterech, sześciu systemów kursowych. Według nowej klasyfikacji, systemem pośredniego kursu walutowego są:

- umowny kurs stały,
- pełzający kurs stały,
- kurs stały w przedziale wahań,
- system stabilizowanego kursu walutowego istniejący wtedy, gdy kurs walutowy pozostaje w wąskim przedziale wahań $\pm 2\%$ przez kolejnych 6 lub więcej miesięcy; kurs może być stabilizowany względem jednej waluty lub koszyka walut, przy czym fakt stabilizowania kursu musi być statystycznie potwierdzony,
- system kursu zbliżony do pełzającego (ang. *crawl-like arrangement*) istniejący wtedy gdy kurs walutowy pozostaje w wąskim przedziale wahań $\pm 2\%$ w relacji do 6 miesięcznego (lub dłuższego) trendu; system zakłada monotoniczną i ciągłą, minimalnie jednoprocetową zmianę kursu walutowego (deprecjonujący lub aprecjonujący) w ciągu roku,

– system kursu walutowego bez jednoznacznej definicji, (tzw. pozostałe, ang. *other managed arrangements*) – ta kategoria systemu walutowego powstała, jako wynik rewizji zbieżności cech systemów deklarowanych i stosowanych; okazało się, że część krajów (szczególnie w okresie kryzysu finansowego w latach 2008-2009) ingerowała w swój system kursowy na wiele sposobów, łącząc przy tym elementy różnych zdefiniowanych do tej pory systemów; brak możliwości zakwalifikowania takich rozwiązań kursowych do którejkolwiek z istniejącej kategorii spowodował pojawienie się nowego systemu.

2.3. Systemy kursów sztywnych

W gospodarkach małych, otwartych lub też mocno związanych z jednym partnerem handlowym (z reguły z dużo większą gospodarką) często stosuje się system izby walutowej lub dolaryzację.⁸

Z kolei wśród krajów o specyficznej sytuacji geograficznej, silnych związkach handlowych, spełniających kryteria optymalnego obszaru walutowego (dalej OOW) stosowaną formą polityki kursowej jest unia walutowa. Jedne ze starszych unii walutowych powstały w Afryce. Waluty krajów zrzeszonych związane były z frankiem francuskim, i były to tzw. strefy franka francuskiego (Chrabonszczewska, Kalicki 1996). Najbardziej znaną w ostatnich latach unią walutową jest strefa euro – ostatni etap procesu formowania Unii Gospodarczej i Walutowej.

W literaturze dominuje pogląd o większej łatwości popadania w kryzysy walutowe przez kraje stosujące pośrednie systemy kursowe. C. Burnside, M. Eichenbaum, S. Rebelo (2004) twierdzą natomiast, że jeśli by porównywać skrajne rozwiązania kursowe pod względem ich łatwości generowania sytuacji kryzysowych, to takimi cechami, poprzez swoje konstrukcje, charakteryzują się sztywne systemy kursowe. Systemy te zwiększają wrażliwość kraju na możliwość wybuchu przede wszystkim kryzysu bankowego, ale i walutowego.

⁸ Dolaryzacją określa się każdą rezygnację z własnej waluty i przyjęcie waluty innego kraju za prawny środek płatniczy.

2.3.1. Izba walutowa (ang. *currency board arrangement*)

W systemie izby walutowej, w którym poprzez zapisy prawne władze monetarne wyznaczają kurs waluty krajowej, po którym przeprowadzane będą wszystkie transakcje walutowe. W systemie tym, władze zobowiązują się do bezwzględnego utrzymania kursu centralnego na niezmiennym poziomie. System nie dopuszcza istnienia pasma wahań kursu (Sławiński [red.] 2011). Jest to system kursowy stosowany np. przez gospodarki we wczesnym okresie transformacji, borykające się z hiperinflacją. System izby walutowej (przez część ekonomistów zwaną również systemem zarządu walutą⁹) jest jednostronnym zobowiązaniem obrony przyjętego poziomu kursu. W kraju stosującym system zarządu walutą nie ma możliwości prowadzenia niezależnej polityki pieniężnej. Izba walutowa jest zobowiązana do pokrycia emisji pieniądza rezerwowego (bazy monetarnej) rezerwami walutowymi (Kopcke 1999). Bank centralny nie pełni klasycznej funkcji pożyczkodawcy ostatecznej instancji. Może jednak udzielać bankom komercyjnym kredytów refinansowych, ale tylko w sytuacji, gdy rezerwy walutowe są większe od bazy monetarnej. Tracą tę możliwość w okresach silnego odpływu kapitału, a zatem wtedy, gdy kredyt refinansowy byłby szczególnie potrzebny (Sławiński 2000). Poprzez ograniczenie emisji własnego pieniądza ograniczeniu ulegają przychody z renty menniczej. Zaletą przyjęcia systemu izby walutowej jest szansa na szybką redukcję inflacji i stabilizację oczekiwań inflacyjnych. Wszelkie szoki dotykające gospodarkę, z którą związane walutę krajową mogą dotykać również kraj stosujący izbę walutową (kraj stosujący system izby walutowej staje się tym samym wrażliwy na szoki zewnętrzne). Brak dostosowań kursowych powoduje konieczność absorbowania ich przez sektor realny. System izby walutowej wymaga prowadzenia rygorystycznej polityki fiskalnej. Powodzenie systemu jest w dużej części uzależnione od dyscypliny budżetowej. System jest odpowiedni dla gospodarek krajów małych, otwartych, transformujących

⁹ Na przykład: D.K. Rosati, „Polska ...op. cit.”; a także E. Teichmann „Wpływ recesji globalnej 2008-2009 na gospodarkę i politykę dostosowawczą państw bałtyckich w 2010 r.”, str. 71 w: Falkowski K., „Kryzys gospodarczy 2008-2009 w Europie Wschodniej i państwach bałtyckich”, Oficyna Wydawnicza Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa 2011

się. System izby walutowej w klasycznym ujęciu jest bezpieczny od ataków spekulacyjnych i nie niesie ze sobą możliwości wystąpienia kryzysów walutowych.¹⁰

2.3.2. System kursu bez własnej waluty (ang. *dollarization*)

Dolaryzacja jest systemem, w którym waluta innego kraju jest uznana przez bank centralny danego kraju za prawny środek płatniczy. Dolaryzacją określa się każdą rezygnację z własnej waluty i przyjęcie waluty innego kraju za prawny środek płatniczy. Z uwagi na to, że najwięcej krajów (i najwcześniej) związało się właśnie z dolarem, w literaturze przedmiotu przyjęło się takie postępowanie nazywać dolaryzacją. W przeszłości bardzo popularną walutą, na rzecz której kraje rezygnowały z własnej emisji środka płatniczego był frank francuski, później dolar, a w ostatnim okresie również euro. W kraju stosującym dolaryzację bank centralny nie jest emitentem środka płatniczego i nie osiąga przez to korzyści z renty menniczej. Ponadto, bank centralny nie jest również pożyczkodawcą ostatniej instancji. Ewentualnym pożyczkodawcą ostatniej instancji jest w tym systemie emitent prawnie obowiązującego środka płatniczego.

Wprowadzenie obcej waluty jako prawnego środka płatniczego wymaga uzyskania zgody banku emitenta tejże waluty. Włączenie do obszaru jednej waluty kolejnego systemu podmiotów i ich powiązań wyzwała bowiem popyt na tę walutę. Bank centralny emitujący tę walutę powinien być tego świadom i przygotować się na ten efekt. Możliwym skutkiem ubocznym niezgodnionej dolaryzacji może być problem braku płynności w systemie, nieuzasadniony wzrost stóp, czy wzmożony napływ inwestycji portfelowych. Najczęściej dolaryzację wprowadzają kraje, których gospodarki nieoficjalnie są już zdolaryzowane, a do regulowania płatności w transakcjach handlowych i utrzymywania oszczędności częściej wykorzystuje się tu walutę obcą niż krajową.

Nieformalnej dolaryzacji sprzyja kilka czynników. Po pierwsze, możliwość gromadzenia oszczędności w walucie obcej – brak formalnych zakazów. Po drugie, wysoka i zmienna inflacja stwarzająca wysoką niepewność dla prowadzenia aktywności gospodarczej w walucie krajowej. Dolaryzację stosują kraje

¹⁰ Przykład Argentyny wskazuje na występowanie kryzysu właśnie, jako efekt odstępstw od zasad izby walutowej i braku restrykcyjności polityki fiskalnej

zdestabilizowane, w których istnieje duża różnica stóp procentowych między instrumentami nominowanymi w walucie krajowej i obcej, a oczekiwania odnośnie kształtowania się przyszłego kursu walutowego są niekorzystne. O nieformalnej dolaryzacji mówimy, gdy depozyty w walucie obcej stanowią znaczną część wszystkich depozytów. Najbardziej zdolaryzowanymi gospodarkami świata są kraje Ameryki Południowej. W pierwszym dziesięcioleciu XXI wieku można było zauważyć jednak, że wysoka nieformalna dolaryzacja nie zawsze zmierza ku przyjęciu formalnego systemu zwanego „dolaryzacją”. Przykładem krajów, które poprzez wprowadzenie uzdrawiających programów w sferze polityki ekonomicznej i finansowej wywołały ponowny wzrost zainteresowania walutą krajową, są m. in. Boliwia (od 2000 r. do 2010 r. odnotowano spadek stopnia dolaryzacji gospodarki z 93% do 53%), Paragwaj (z 66% do 33%), czy Peru (z 76% do 56%) (Cartas 2010).

W systemie kursowym określonym dolaryzacją nie istnieje zagrożenie kryzysem walutowym. Z uwagi na wprowadzenie obcej waluty, jako środka płatniczego najczęściej stosowanego w obrocie handlowym eliminowana jest zasadnicza część ryzyka kursowego. Pozostaje jednak ryzyko walutowe względem innych walut. Bank centralny nie prowadzi niezależnej polityki pieniężnej. W systemie tym bank centralny sprawuje funkcję izby rozliczeniowej. Kraje decydujące się na ten system walutowy, najczęściej są na tyle małe, że korzyści z posiadania własnej waluty są niewielkie. Dolaryzacja powoduje niemal natychmiastowe obniżenie inflacji i zaimportowanie wiarygodności banku emitującego walutę. Jest to systemem, z którego jednak bardzo trudno wyjść (głównie z uwagi na koszt ustanowienia własnego środka płatniczego i zapewnienia wiarygodności niezależnej władzy monetarnej), dlatego kraje decydujące się na ten ruch są właściwie skazane na trwałe używanie obcej waluty.

2.3.3. Unia walutowa (ang. *monetary union*)

Unia walutowa to system, w którym kraje tworzące optymalny obszar walutowy rezygnują ze swoich walut narodowych na rzecz wspólnej waluty i nie prowadzą niezależnych polityk pieniężnych względem siebie. Powoływany jest w tym celu wspólny bank centralny. Kraje wymieniają w sztywnej relacji własne waluty i następnie posługują się jednym środkiem płatniczym. Ryzyko wahań kursu wewnątrz unii zostaje wyeliminowane, a zmniejsza się też względem walut trzecich. Unię walutową tworzą z

reguły kraje małe lub (jak to ma miejsce w Europie) kraje, które wspólnie chcą być przeciwwagą dla mocarstw, takich jak USA czy Japonia. Jedna waluta większego gospodarczo obszaru może mieć większe znaczenie na arenie międzynarodowej niż poszczególne waluty krajów członkowskich. Największym zagrożeniem dla członków unii wydaje się być asymetria gospodarek, która powoduje, że ewentualne szoki dotyczą je z różną siłą i w różnych kierunkach. Brak możliwości użycia instrumentów polityki pieniężnej i kursowej (w sposób zindywidualizowany) powoduje duże straty i uniemożliwia podejmowanie szybkich i radykalnych kroków. Kraje członkowskie mają wówczas możliwość reagowania tylko za pomocą innych instrumentów polityki gospodarczej. Narodowe banki centralne po wprowadzeniu wspólnej waluty tracą częściowo swoje funkcje. Przede wszystkim nie są emitentami waluty, a jedynie partycypują w części renty menniczej z emisji wspólnego środka płatniczego. Funkcję pożyczkodawcy ostatniej instancji pełni w tym systemie wspólny bank centralny. Eliminacja ryzyka kursowego sprzyja intensyfikacji handlu (Raport NBP 2009). Większa przejrzystość rynku i niższe koszty transakcyjne sprzyjają pogłębianiu współpracy i przyczyniają się do stabilizacji rozwoju gospodarczego. Należy tu zaznaczyć, że teoria OOW zakłada, że kraje obszaru są podobne do siebie pod względem strukturalnym, co zwiększa korelacje dochodów. Próba zwiększania wymiany handlowej między gospodarkami wywołuje rosnącą specjalizację produkcyjną, zwiększanie się różnic między nimi i ostatecznie spadek korelacji dochodów. Ostatecznym efektem takich przemian jest większa asymetria wrażliwości gospodarek na szoki podażowe, a jak wcześniej zaznaczono brak możliwości stosowania instrumentów według indywidualnych potrzeb utrudnia osiągnięcie równowagi w całej unii (Frankel 1999).

Możliwe jest rozwiązanie, lub opuszczenie przez jeden z krajów członkowskich unii walutowej. Możliwość pojawienia się ataków spekulacyjnych, niedostosowania fundamentów jednej gospodarki do reszty unii i brak możliwości zindywidualizowanego stosowania instrumentów kursowych i pieniężnych mogą spowodować pojawienie się kosztów przewyższających korzyści z obecności w unii. Ponadto, względy polityczne mogą być powodem rozpadu unii walutowych (przykładem może być Czechosłowacja, Jugosławia, Związek Radziecki) (Nitsch 2004). Według R. Glick and A. Rose (2002) w okresie 1948-1997 unie walutowe częściej się rozpadały niż powstawały. Z badań

V. Nitsch'ego przeprowadzonych na 245 przykładach unii walutowych w latach 1948 - 1997 wynika, że najczęstszymi przyczynami opuszczenia unii walutowej były:

- duża różnica między inflacją krajową, a inflacją pozostałych krajów członkowskich,
- relatywne zamknięcie kraju zrzeszonego na wymianę handlową, oraz widoczny spadek wolumenu obrotów,
- istotne zmiany polityczne w kraju członkowskim.

V. Nitsch (2004) analizując przypadki rozpadu unii walutowych, stwierdzi, że z przeanalizowanych kilkudziesięciu zmiennych (makroekonomicznych, finansowych, fiskalnych, politycznych oraz mierzących otwartość gospodarki) tylko inflacja (jako zmienna makroekonomiczna) okazała się istotna dla prognozowania rozpadu unii walutowych.

3. Systemy deklarowane (de iure) i stosowane (de facto)

Prowadzone badania¹¹ dowodzą, że deklarowane przez kraje systemy kursowe mogą się różnić od tych faktycznie stosowanych. Zidentyfikowane w toku wielu badań różnice, spowodowały, że deklarowane systemy kursowe w sposób niesatysfakcjonujący mogły służyć do oceny wpływu stabilizowania kursów walutowych na wyniki gospodarcze krajów (Dubois, Lee, Mark 2005). Dlatego też w literaturze można spotkać podział na systemy deklarowane tzw. „de iure” i stosowane tzw. „de facto”. Podstawą dla powstania tego podziału były zauważalne odstępstwa w sposobie kształtowania co najmniej kilku zmiennych od formalnie zdefiniowanych reguł danego systemu kursu walutowego.

A. Ghosh, A. Gulde i H. Wolf (2003) analizując zmienność kursów walutowych krajów członkowskich MFW w latach 1970-1999 (w trzech podokresach 1970-1979, 1980-1989 oraz 1990-1999), dokonali około 4300 obserwacji ujmując w swoich badaniach 165 krajów. Stwierdzili, że rozbieżności między systemem deklarowanym i stosowanym wykazywało niemal 35% krajów. Największą zbieżność stwierdzili w przypadku stosowania kursów sztywnych, najniższą w przypadku stosowania kursów pośrednich (tabela 1).

¹¹ Na przykład: E. Levy-Yeyati, F. Sturzenegger, *Classifying Exchange Rate Regimes: Deeds vs. Words*, Business School, Universidad Torcuato Di Tella, February 2003; M. Obstfeld, K. Rogoff, “The Mirage of Fixed Exchange Rate”, NBER Working Paper, July 1995, nr 5191; C. Reinhard, “The Mirage of Floating Exchange Rate”, *American Economic Review*, Vol. 90, nr 2, 2000; A. Bubula, I. Otker-Robe, “The Evolution of Exchange Rate Regime Since 1990: Evidence from De facto Policies”, IMF Working Paper, Nr 155, 2002,

Tabela 1. Częstość występowania systemów kursów walutowych według klasyfikacji de iure i de facto

Klasyfikacja de iure	Klasyfikacja de facto		
	kursy sztywne	kursy pośrednie	kursy płynne
kursy sztywne	2265	378	178
kursy pośrednie	432	270	179
kursy płynne	124	233	254
Zbieżność obu klasyfikacji	80,3	30,6	41,6

Źródło: A. Ghosh, A.M. Gulde, H. Wolf, Exchange Rate Regimes: Classification and Consequences, MIT Press 2003, str. 51

Obowiązek corocznego deklarowania przez członków MFW wybranego systemu kursu walutowego powoduje, że kraje deklarują jeden system kursowy, a w trakcie roku często dostosowują swoją politykę kursową do potrzeb gospodarki wychodząc poza dopuszczalne ramy.

Analiza stosowanych systemów kursowych może być zatem oparta na podejściu de iure lub podejściu de facto. Jedną z metod szacowania różnic między systemem de facto i de iure opracowali E. Levy-Yeyati i F. Sturzenegger. Dokonali oni identyfikacji różnic między ilością deklarowanych i stosowanych kursów pośrednich, płynnych, płynnych kierowanych i sztywnych we wszystkich krajach członkowskich MFW w latach 1974 – 2000. Badacze określili charakterystyczne zachowanie kursu walutowego i rezerw walutowych na podstawie analizy:

- zmienności kursów walutowych (mierzonej jako średnie, miesięczne, procentowe zmiany kursu walutowego w odniesieniu do waluty kotwicy lub koszyka walut),
- wahań zmian kursów walutowych (mierzonych jako odchylenie standardowe miesięcznej, procentowej zmiany kursu walutowego) oraz
- zmienności poziomu rezerw walutowych (mierzonej jako średnie miesięczne, procentowe zmiany rezerw walutowych wyrażonych w dolarze w relacji do bazy monetarnej wyrażonej w dolarze).

E. Levy-Yeyati i F. Sturzenegger (2003) za prawidłowe uznali, że w przypadku:

- kursu płynnego – interwencje na rynku walutowym są niewielkie, natomiast zmienność nominalnego kursu walutowego jest nieograniczona,
- kursu sztywnego – poziom rezerw walutowych podlega wahaniom, natomiast kurs walutowy pozostaje na ustalonym poziomie,
- kursu pośredniego – interwencje na rynku walutowym są intensywne, natomiast zmienność wahań kursu walutowego jest niewielka,
- kursu kierowanego płynnego – spodziewana jest zmienność wszystkich analizowanych wielkości, przy czym interwencje walutowe tylko częściowo niwelują wahania kursu walutowego.

Na podstawie badań zaprezentowali skalę odchyień systemów deklarowanych i rzeczywiście stosowanych. Swoje wyniki ograniczyli do sklasyfikowania systemów kursowych w trzech grupach, tzn. kurs całkowicie płynny, kursy sztywne i pośrednie (w tej grupie znalazły się system kursu kierowanego płynnego i grupa kursów pośrednich). W tabeli 2 zaprezentowano rozkłady systemów kursowych wg klasyfikacji Międzynarodowego Funduszu Walutowego, który prezentuje systemy de iure na tle klasyfikacji de facto w wybranych latach. Z obserwacji wynika, że odsetek kursów sztywnych i płynnych jest w rzeczywistości zdecydowanie mniejszy niż wynikałoby z oficjalnych statystyk.

Tabela 2. Różnice w klasyfikacji trzech grup systemów kursowych według Międzynarodowego Funduszu Walutowego i E. Levy-Yeyati, F. Sturzeneggera.

Klasyfikacja		1974	1980	1990	2000
Klasyfikacja Międzynarodowego Funduszu Walutowego	kursy sztywne	75%	68%	56%	49%
	kursy pośrednie	20%	27%	29%	26%
	kursy płynne	5%	4%	14%	26%
Klasyfikacja wg. Levy-Yeyati i Sturzenegger'a	kursy sztywne	74%	79%	58%	58%
	kursy pośrednie	11%	5%	24%	16%
	kursy płynne	15%	16%	18%	26%
Różnice odsetka reżimów kursowych wg MFW i wg. Levy-Yeyati i Sturzenegger'a	kursy sztywne	1%	-11%	-2%	-9%
	kursy pośrednie	9%	22%	5%	10%
	kursy płynne	-10%	-12%	-4%	0%

Źródło: opracowanie na podstawie: E. Levy-Yeyati, F. Sturzenegger, *Classifying Exchange Rate Regimes: Deeds vs. Words*, Business School, Universidad Torcuato Di Tella, February 2003, str. 44-45 a także „Exchange Rate Arrangements and Currency Convertibility: Developments and Issues”, International Monetary Fund, Washington, 1999r., “Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions” International Monetary Fund, Washington, wybrane lata 1980 – 2005

Różnice w ilości deklarowanych i stosowanych systemów kursowych okazały się tak znaczne, że wzbudziły duże zainteresowanie badaczy. Podjęto próbę identyfikacji przyczyn tego zjawiska.

Kraje, stosujące „de iure” systemy kursu płynnego w rzeczywistości starają się kontrolować bądź ograniczać swobodny ruch nominalnego kursu walutowego. Korzystają tym samym z właściwości kursu, jaką jest kotwica antyinflacyjna, a jednocześnie unikają ryzyka jednokierunkowych ataków względem ich waluty (Bubula, Otker-Robe 2002). Zjawisko to G. Calvo i C. Reinhart (2000) określili mianem „*fear of floating*.” W analizie ocenie poddano zmienność kursu walutowego, rezerw walutowych, bazy monetarnej oraz stóp procentowych w 39 krajach w latach 1970-1999. Wyniki badań wskazują, że w krajach wschodzących wszystkie z badanych kategorii cechowała zdecydowanie większa zmienność w odróżnieniu do krajów wysokorozwiniętych stosujących płynny kurs walutowy. G. Calvo i C. Reinhart twierdzą, że niższa zmienność kursu walutowego uzyskiwana za pomocą interwencji na rynku walutowym była wspomagana polityką monetarną. Duża zmienność stóp procentowych i bazy monetarnej pozwalała zmniejszać presję na zmiany kursu walutowego (w przypadku presji na obniżenie kursu walutowego, władze monetarne podnosiły stopy procentowe i ograniczały podaż pieniądza). Tę ucieczkę przed zbytnim upłynnieniem wśród gospodarek wschodzących, wyjaśniają między innymi poprzez: przenoszenie się zjawisk cenowych za pośrednictwem kursu walutowego, przywiązanie do dolara w rozliczeniach handlu międzynarodowego, wysokie zadłużenie walutowe, a także brak wystarczająco rozwiniętego rynku zabezpieczeń walutowych.

Z kolei w sytuacji stosowania przez kraje kursów pośrednich występuje obawa pojawienia się trudności z ewentualną obroną ustalonego parytetu w sytuacji wystąpienia ataku spekulacyjnego. Kraje stabilizujące kurs walutowy często dewaluują swoją walutę w celu zwiększenia konkurencyjności swojego eksportu lub co najmniej nie pogarszania go (Bubula, Otker-Robe 2002). Dlatego też, mimo zadeklarowanych silnie stabilizowanych form systemu kursowego w rzeczywistości stosują bardziej płynne kursy walutowe. E. Levy-Yeyati i F. Sturzenegger określają ten typ zachowań jako „*fear of pegging*”.

Mając na uwadze, te dwa zjawiska E. Levy-Yeyati i F. Sturzenegger (2003) oszacowali odsetek krajów charakteryzujących się jednym z powyższych zachowań. W

całym badanym przez nich okresie zdecydowanie więcej krajów cechował „*fear of pegging*” niż „*fear of floating*”. W latach 1974 – 1990 około 15% krajów, a w latach 1994 i później w 1998 około 40% krajów cechował „*fear of pegging*”. Z kolei wśród krajów deklarujących stosowanie systemu kursu płynnego, w latach 1974 – 1990 „*fear of floating*” było stosunkowo rzadko obserwowane. Nie więcej niż 10% krajów o płynnym kursie decydowało się na ingerowanie w rynkowe kształtowanie kursu. Dopiero po 1990 r. odsetek krajów „nieszczercze” stosujących kurs płynny dynamicznie rósł i w 1994 r. osiągnął swój rekordowy poziom 32%. Zjawisko „*fear of floating*” wyjaśnia dlaczego kraje wschodzące mimo wielu niebezpieczeństw wiążących się ze stosowaniem płynnych kursów walutowych decydowały się na ich przyjęcie.

Tak częste stosowanie innych systemów kursowych niż te deklarowane wynika przede wszystkim z chęci zabezpieczania się krajów przed ryzykiem związanym z wybranym systemem oraz z chęci wykorzystania zalet systemów kursowych stosowanych nieformalnie.

Skłasyfikowanie systemów kursowych w ujęciu de facto jest możliwe tylko na danych historycznych i po przeanalizowaniu wielu zmiennych makroekonomicznych. Na przykład wystąpienie szoku powoduje, że kraj mały, o wyspecjalizowanym eksporcie i działający w systemie kursu płynnego będzie narażony na większe wahania kursu niż kraj duży o dużej dywersyfikacji eksportu. Skłasyfikowanie systemów kursowych tych dwóch krajów za pomocą oszacowania tylko zmienności ich kursów może dać nieprawidłowe wyniki – wskazując kraj mały, jako stosujący system kursu zmiennego i kraj duży, jako stosujący system kursu silnie stabilizowanego – co w rzeczywistości może być nieprawdą (Ghosh, Gulde, Wolf 2009). Ze względu na między innymi takie zastrzeżenia, klasyfikacja de facto jest raczej niewykorzystywana do bieżących analiz, a podstawą badań pozostaje klasyfikacja de iure.

Obok efektów „*fear of pegging*” i „*fear of floating*” równie ważne jest ciągłe ewoluowanie i zmiana rozkładu faktycznie stosowanych systemów kursowych. Zmiany w stosowanych systemach kursowych dokonują się ciągle, co jest zbieżne z opinią J. Frankela (1999), że „...nie istnieje jeden system kursowy dobry dla wszystkich krajów lub dobry w każdym czasie...”. Każdego roku zmienia się ilość stosowanych płynnych, pośrednich i sztywnych systemów kursowych. Kraje, które poprzez realizację zaplanowanych reform zwiększają swój poziom rozwoju gospodarczego (m. in.

poprawiają kondycję sektora publicznego, wprowadzają ułatwienia dla biznesu, skutecznie pogłębiają rynek finansowy) zmieniają stosowany system kursowy, zgłaszając post factum tę decyzję Międzynarodowemu Funduszowi Walutowemu.

4. Wizja polaryzacji systemów kursowych

Ważnym aspektem analizy systemów kursowych jest zmniejszająca się liczba pośrednich odmian kursów walutowych w coraz bardziej zintegrowanej gospodarce światowej. Z jednej strony pojawiły się poglądy o przyszłym zanikaniu systemów środka i konieczności pojawienia się kilku obszarów walutowych, których kursy wzajemne będą płynne (Mundell 1961). Z drugiej strony trudno nie zgodzić się ze stwierdzeniem, że tak długo jak kraje będą różnić się ekonomicznie między sobą, tak długo nie będzie istniał jeden system kursowy odpowiedni dla nich wszystkich (Heller 1978). Przewidywania odnośnie zanikania pośrednich systemów kursowych utrzymują się z racji ich większej podatności na ataki spekulacyjne i kryzysy walutowe niezależnie od fundamentów ekonomicznych gospodarek. Niekontrolowane, zwiększone przepływy kapitałowe, wywołują konieczność obrony parytetu, co jest kosztowne i często niewykonalne. Wieloletnie badania nad ewolucją systemów kursowych pozwoliły jednym autorom znaleźć dowody na zanikanie pośrednich kursów walutowych (Eichengreen 1994, Obstfeld, Rogoff 1995, Summers 2000), drugim prezentować przeciwne poglądy (Mussa, Masson, Swoboda, Jadresic, Mauro, Berg 2000).

B. Eichengreen (1994) zanikanie pośrednich systemów kursowych wywołane rosnącą integracją rynków kapitałowych, określił mianem „*hollowing-out hypothesis*”, natomiast S. Fisher (1998) w swojej późniejszej pracy użył określenia „*bipolar view*.” J.M. Dubas, B.J. Lee oraz N.C. Mark (2005) twierdzą, że pośrednie systemy kursowe zanikają jedynie, jeśli by je rozpatrywać w ujęciu *de iure*. Skoro jednak istnieją dowody na to, że istotna część systemów *de iure* nie jest nimi w ujęciu *de facto* to trudno jest mówić o odchodzeniu krajów od grupy pośrednich rozwiązań kursowych.

K.S. Rogoff, A.M. Husain, A. Mody, R. Brooks oraz N. Oomes (2003) twierdzą natomiast, że przekonanie o zanikaniu pośrednich systemów kursowych w krajach rozwijających się, nie jest ani stosowne w odniesieniu do przeszłości, ani do przyszłości. Systemy pośrednie wiążą się z pewnymi zagrożeniami, ale stanowią rodzaj etapu uczenia się posiadania płynnego systemu kursowego. Powolna liberalizacja przepływów kapitałowych i towarzyszące jej stopniowe upłynnianie kursu walutowego stanowią element stabilizacji makroekonomicznej.

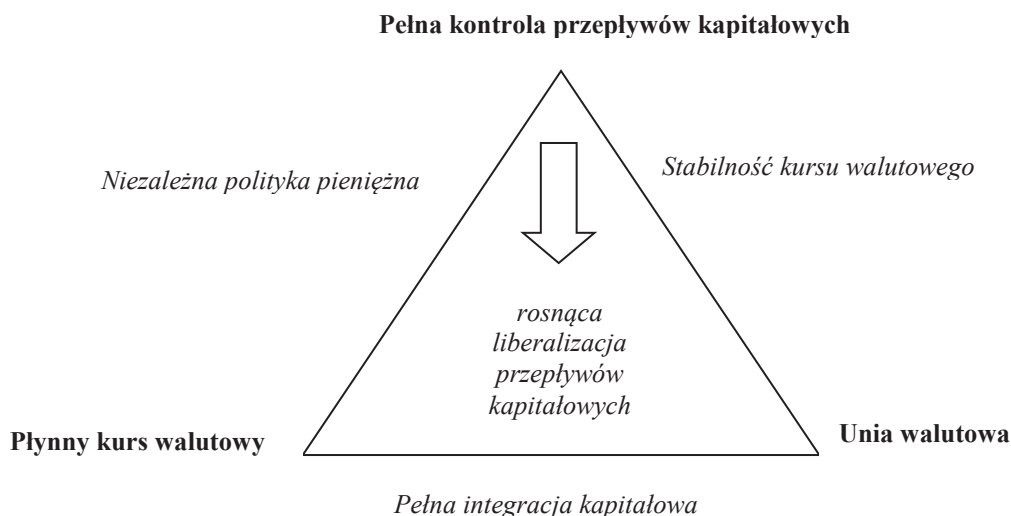
J. Frankel (1999) bazując na klasyfikacji *de iure*, skłaniając się ku pogładowi o zanikaniu pośrednich systemów kursowych twierdzi, że jest to wytłumaczalne za

pomocą niespójnej triady celów (rys. 3). Trójkąt niespójności wyjaśnia które dwa z trzech celów są możliwe do osiągnięcia jednocześnie:

- utrzymanie sztywnego kursu walutowego,
- prowadzenie niezależnej polityki pieniężnej,
- całkowite zliberalizowanie przepływów kapitałowych.

Przy stosowaniu kursów płynnych istnieje możliwość prowadzenia niezależnej polityki pieniężnej i zagwarantowania pełnej swobody przepływów kapitałowych. W przypadku unii walutowej zachowana jest możliwość pełnej swobody przepływów kapitałowych i kontrola kursu walutowego. Z kolei w sytuacji pełnej kontroli przepływów kapitałowych jest możliwe prowadzenie niezależnej polityki pieniężnej i kontrolowania kursu walutowego. Natomiast rosnąca integracja rynków kapitałowych powoduje, że w miejsce pośrednich systemów kursowych przyjmowane są skrajne rozwiązania.

Rysunek 3. Niespójna triada celów



Źródło: J. Frankel, "No single currency regime is right for all countries or at all times", NBER Working Paper 7338, September 1999, str. 7

Biorąc pod uwagę systemy de iure widoczna jest skłonność krajów rozwiniętych gospodarczo do przyjmowania skrajnych rozwiązań kursowych (ang. *corner solution*) (Bubula, Oetker-Robe 2002). Decyzja o wyborze systemu kursowego opiera się na analizie korzyści i kosztów dla gospodarki wynikających z tego wyboru. Obawy związane z niedostosowaniem wybranego rodzaju systemu kursu walutowego do możliwości danej gospodarki powodują, że kraj zmienia swój

oficjalny system kursowy w sytuacji, kiedy zmiana może przynieść wymierne korzyści. I tak R. Dornbusch (2001), za najważniejsze korzyści stosowania sztywnych kursów walutowych (poza tymi szeroko omówionymi w poprzednim rozdziale) uznał:

- gwarantowanie kotwicy nominalnej zwiększającej wiarygodność prowadzonej polityki,
- niską inflację wynikającą z większej wiarygodności założeń systemu kursowego,
- niższe koszty transakcyjne i ryzyko walutowe, ułatwiające inwestycje i wymianę handlową,
- niższe stopy procentowe sprzyjające zwiększaniu inwestycji, pozytywnie oddziałujące na tempo wzrostu gospodarczego (w przypadku dolaryzacji), oraz przyczyniające się do redukcji kosztu obsługi długu publicznego.

Z kolei, za wyborem płynnych systemów kursowych przemawiają między innymi:

- gwarantowanie niezależności polityki pieniężnej,
- łatwiejsze reagowanie gospodarki na szoki realne pochodzące z zagranicy, z racji dostosowywania się kursu walutowego, a nie cen nominalnych i płac (Edwards, Levy-Yeyati 2003),
- eliminacja problemu pokusy nadużycia – nadmiernego, niezabezpieczonego zadłużenia podmiotów krajowych w walutach obcych (Wójcik 2005),
- suwerenność przejawiająca się w posiadaniu własnej waluty (Dornbusch 2001),
- możliwość czerpania korzyści z emisji własnego środka płatniczego.

W ciągu ostatnich kilkudziesięciu lat zmieniały się poglądy, co do zalet systemów kursowych. Często podnoszony argument, że systemy kursów płynnych poprzez generowanie niepewności i kosztów wywołanych zmiennością kursów nie wzmagają napływu inwestycji i nie przyczyniają się do zwiększania wolumenu handlu został obalony. I chociaż w latach 1960 – 1970 widoczny był niewielki ujemny wpływ zmienności kursów na handel i inwestycje (Haraf, Willet 1990), to już po 1980 r. badania J. Frankela i J.S. Wei'a (1995) dowiodły, że wpływu tego nie można stwierdzić. Przez lata kwestionowane zalety kursów płynnych i z drugiej strony spektakularne porażki stosowania kursów sztywnych zdecydowały o tym, że rządy i banki centralne nadal skłonne są stosować pośrednie systemy kursowe.

Mimo, że to one, niewłaściwie stosowane, niosą najwięcej zagrożeń dla gospodarek. Poprzez częściowe związanie kursu z walutą – kotwicą lub koszykiem walut, rośnie prawdopodobieństwo pojawienia się ataków spekulacyjnych. Z drugiej strony, unikalne cechy systemów pośrednich powodują, że kraje transformujące się właśnie poprzez ich stosowanie wspomagają wprowadzane programy stabilizacyjne. Poprzez swoją konstrukcję pomagają także uwiarygodnić prowadzoną politykę gospodarczą danego kraju, nie pozbawiając jednocześnie kraju niezależnej polityki pieniężnej.

P. Masson (2000) badając zmiany stosowanych systemów kursowych i próbując zweryfikować ich przewidywaną polaryzację zwrócił uwagę na kilka istotnych powodów, dla których pośrednie systemy zniknąć nie powinny:

- tylko te kraje, które nie musiały zwalczać wysokiej inflacji lub nie były dotknięte hiperinflacją mają szanse stosować zawsze tylko jeden ze skrajnych systemów kursowych. Wszystkie inne kraje stosują pośrednie systemy kursowe, jako tymczasowe narzędzie wspomagające reformy monetarne,
- systemy pośrednie mogą być wybierane również jako etap integracji regionalnej. (Dwuletnia obecność w mechanizmie ERM II jest obowiązkowym etapem poprzedzającym akcesję kraju Unii Europejskiej do strefy euro. Jest to jeden z pięciu warunków koniecznych do spełnienia, wyszczególnionych w Traktacie z Maastricht.),¹²
- preferencje polityków chcących wspomagać wzrost gospodarczy stabilizowaniem kursu walutowego muszą być wspierane konsekwentnym i zorientowanym na stabilny rozwój wdrażaniem innych instrumentów polityki gospodarczej.

P. Masson badając prawdopodobieństwo zanikania pośrednich systemów kursowych uważa, że twierdzenie o zanikaniu „pośrednich rozwiązań kursowych” w długim okresie może być prawdziwe tylko wówczas, jeśli kraje stosujące zarówno płynne, jak i sztywne systemy kursowe nie zmieniałyby ich na systemy pośrednie. W długim okresie prawdopodobieństwo przejścia z jednego ze skrajnych rozwiązań kursowych na system pośredni powinno wynieść zero. Aby się o tym przekonać, do weryfikacji hipotezy o zanikaniu systemów pośrednich posłużył się metodą

¹² Od tej zasady były pewne wyjątki np. Estonia i Litwa uczestnicząc w mechanizmie ERM II zobowiązały się jednostronnie do utrzymania swojej waluty przez cały okres w sztywnej relacji do EURO. Ich decyzja została zaakceptowana przez Komisję Europejską przy zgodzie krajów członkowskich UE.

„przyczynowo – skutkową Markova” oraz macierzą zmian systemów kursowych do weryfikacji hipotezy o istnieniu grupy systemów kursowych dominujących nad resztą. W badaniu wykorzystał dane pochodzące z dwóch źródeł, co pozwoliło mu na porównanie wyników w zależności od klasyfikacji. Do obliczenia prawdopodobieństwa pojawiania się systemów pośrednich w przyszłości wykorzystał klasyfikację „de facto” opracowaną przez E. Levy-Yeyati’ego i F. Sturzeneggera (okres 1990-1998 i próbę 110 krajów) oraz klasyfikację „de iure” wykorzystaną przez zespół pod kierunkiem A. Ghosh (okres 24 lat i próbę 167 krajów).

Na podstawie swoich badań P. Masson stwierdził brak podstaw do twierdzenia o zanikaniu pośrednich systemów kursowych. Stwierdził jednakże, że w przypadku klasyfikacji „de iure” przyjęcie sztywnego systemu kursowego daje zdecydowanie mniejsze szanse na jego zmianę zarówno na system kursu pośredniego, jak i system kursu płynnego. Grupa sztywnych kursów walutowych określona została, zatem jako „*absorbing state*”. Kraje przyjmujące w przeszłości te systemy tylko w niewielkiej części skłonne były do ich zmiany na bardziej płynne.

Z kolei analiza systemów w ujęciu „de facto” pozwoliła P. Massonowi jednoznacznie odrzucić hipotezę o zanikaniu systemów pośrednich. Ostatecznym wnioskiem jego pracy było stwierdzenie, że pośrednie systemy kursowe będą stanowiły w przyszłości około 25% wszystkich systemów kursowych.

Z kolei M. Bordo (2003) analizując możliwe scenariusze wyborów rozwiązań kursowych przez kraje rozwijające się zwrócił uwagę na fakt, że kryzysy, które dotknęły te kraje w latach 90. XX wieku były pochodną trzech niewspółgrających ze sobą czynników: stosowania wysoce stabilizowanych kursów pośrednich, liberalizacji przepływów kapitałowych i próby prowadzenia niezależnej polityki pieniężnej, a zatem takiej kombinacji celów, jaką J. Frankel nazwał - niemożliwą do spełnienia. M. Bordo wyraził wówczas podgląd, że kraje „*emerging markets*” powinny stosować pośrednie systemy kursowe. Kierunek ewolucji systemów kursowych ku biegunowym rozwiązaniom powinien zależeć w dużej mierze od ich postępów we wdrażaniu reform, wielkości i stopnia otwartości gospodarki, a także skłonności do prowadzenia polityki pieniężnej np. według strategii bezpośredniego celu inflacyjnego.

Kraje rozwijające borykają się ze specyficznymi problemami. Poprzez przyjęcie systemu izby walutowej czy dolaryzacji mogą wyeliminować ryzyko

kryzysu walutowego. Nie mogą jednak uchronić kraju przed kryzysem bankowym, pozbawiając bank centralny możliwości sprawowania funkcji pożyczkodawcy ostatecznej instancji (Chang, Velasco 2001). Dodatkowo brak niezależnej polityki pieniężnej uniemożliwia reagowanie na realne szoki zewnętrzne.

M. Bordo odnosząc się do „grzechu pierwotnego” podnoszonego przez B. Eichengreen’a i R. Hausmann’a w kontekście stosowania przez kraje „*emerging markets*” rozwiązań skrajnych twierdzi, że wcześniejsze doświadczenia tych krajów – wysoka stopa inflacji, brak dyscypliny budżetowej – utrudniają im dostęp do kapitału. Finansowanie potrzeb krajowych może się odbywać poprzez zaciąganie kredytów na rynkach zagranicznych, gdzie dług nominowany jest w walucie obcej. We wczesnym okresie transformacji właściwie niemożliwe jest pozyskiwanie długoterminowego kapitału nominowanego w walucie krajowej. M. Bordo twierdzi, że zadłużanie się w obcej walucie może prowadzić do problemów ze spłatą zadłużenia zagranicznego (niedopasowania terminów i waluty spłaty zadłużenia z osiąganymi wpływami). W obliczu kryzysu walutowego, ewentualna dewaluacja kursu waluty krajowej prowadzi do zaostrzenia problemu zadłużenia, co może wywołać kryzys bilansu płatniczego i w efekcie falę bankructw (Eichengreen, Hausman 1999).

Kolejnym problemem krajów rozwijających się i stosujących płynne kursy walutowe jest prawdopodobieństwo braku odpowiedniej reakcji gospodarki na dewaluację w wyniku wszechobecnej indeksacji i niedawną wysoką inflację. Dlatego też może istnieć wysokie *pass through* kursu walutowego na poziom cen (Bordo 2003).

Dwa skrajne systemy pozwalają unikać napięć na rynku walutowym i najlepiej wspomagają działające już procesy rynkowe. Stopniowe upłynnianie kursów walutowych jest niejako oznaką pomyślnie przeprowadzonych reform i świadczy o wysokim rozwoju gospodarczym danego kraju. Całkowite usztywnienie kursu może być również zwieńczeniem reform, oznaką integracji regionalnej, ale raczej w krajach małych lub o w miarę jednokierunkowym charakterze handlu zagranicznego.

4.1. System kursu walutowego w niespójnej triadzie celów

Stosowanie płynnego kursu walutowego powinno dawać możliwość prowadzenia samodzielnej polityki pieniężnej, pozwalając władzom monetarnym zmieniać wysokość stóp procentowych w zależności od warunków ekonomicznych kraju. Szttywne kursy walutowe skazują kraj na importowane stopy procentowe z kraju – kotwicy. Zagraniczna stopa procentowa może jednak odbiegać od potrzeb krajowej gospodarki. Stopień dopasowania zagranicznej stopy procentowej do warunków krajowych zależy od stopnia zbieżności cykli koniunkturalnych. Zbieżność cykli powoduje, że jeśli w sytuacji potrzeby ograniczania inflacji w jednym kraju stopy procentowe są podnoszone, to przyczynia się to również do ograniczania wzrostu cen w drugim kraju. Brak synchronizacji cykli powoduje niedostosowanie polityki pieniężnej do realiów makroekonomicznych i w konsekwencji może doprowadzić do znacznego pogorszenia sytuacji ekonomicznej kraju będącego „biorcą” stóp procentowych.

W krajach wysoko uprzemysłowionych, stosujących płynne systemy kursowe w zdecydowanie mniejszym stopniu odczuwane są zmiany wysokości stóp procentowych obserwowane w krajach dużych, silnych ekonomicznie. Jest to w głównej mierze spowodowane silną pozycją ekonomiczną danego kraju i „izolacyjnymi” właściwościami systemu kursowego. Polityka pieniężna jest wówczas bardziej niezależna (Frankel, Rose 2000; Frankel, Schmukler, Serven 2004). Z kolei kraje rozwijające się, stosujące sztywne systemy kursowe narażone są na wpływ zmian wysokości stóp procentowych w krajach dużych. Szttywne lub pośrednie systemy kursu walutowego cechuje oczywista, wysoka intensywność transmisji impulsów monetarnych. Stosowanie usztywnionych pośrednich systemów kursowych pozbawia niezależności politykę pieniężną, a krajowe stopy procentowe silnie reagują na zmiany stóp zagranicznych (Hausmann, Gavin, Pages-Serra, Stein 1999, Shambaugh 2004).

Frankel, Schmukler, Serven (2004) twierdzą, że za wyjątkiem czterech, pięciu największych gospodarek świata, żaden inny kraj nie dysponuje faktyczną niezależnością polityki pieniężnej. Według nich kraje deklarujące stosowanie płynnych systemów kursowych (i aspirujące do prowadzenia niezależnej polityki monetarnej) również reagują na zmiany światowych stóp procentowych, tyle że wolniej. W ich rozumieniu, kraje te zachowały niezależność w obszarze polityki

pieniężnej, ale tylko częściową. Z kolei kraje o słabej pozycji ekonomicznej (bez możliwości wywierania wpływu na kształtowanie się światowych stóp procentowych), decydując się na usztywnienie kursu walutowego względem waluty – kotwicy, właściwie nie ponoszą straty wynikającej z utraty niezależności polityki pieniężnej, bo w rzeczywistości i tak by jej nie posiadały.

Biorąc pod uwagę dane MFW, można zauważyć, że de facto stosowane systemy kursu sztywnego lub systemy pośrednie sprzyjają stosowaniu strategii polityki pieniężnej opartej o kontrolę kursu walutowego (równoznaczne rezygnacji z prowadzenia niezależnej polityki pieniężnej). Im rzadszym interwencjom podlegają kursy walutowe, tym częściej obserwowaną strategią jest bezpośredni cel inflacyjny lub strategia eklektyczna, zakładająca brak celu zewnętrznego i zaniechanie ogłaszania oficjalnej prognozy inflacyjnej. W tabeli 1, zaprezentowano zależność między strategią polityki pieniężnej a stosowanym systemem kursowym.

Tabela 3. Strategie polityki pieniężnej a stosowane de facto systemy kursowe w 2012 r.

system kursu walutowego / strategia polityki pieniężnej	kontrola kursu walutowego				kontrola agregatów pieniężnych	bezpośredni cel inflacyjny	eklektyczne, bez bezformułowania zewnętrznej kotwicy nominalnej
	względem \$	względem €	względem koszyka walut	względem innych walut			
dolaryzacja	8	3		2			
izba walutowa	8	3		1			
umowny kurs stały	14	19	5	5			
system stabilizowanego kursu walutowego	7	2	1		2	1	4
kurs pełzający	1		1				1
system kursu zbliżony do pełzającego	4	1			4	1	2
kurs stały w przedziale wahań			1				
system kursu walutowego bez jednoznacznej definicji	1		5		9		9
kurs płynny					14	19	2
kurs całkowicie płynny						11	20

Źródło: IMF, Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions 2012, str. xi - xii

E. Prasad, T. Rumbaugh, Q. Wang (2005) badali natomiast wpływ liberalizacji przepływów kapitałowych na wybór systemu kursowego. Ich zdaniem stosowanie sztywnych odmian kursu walutowego na liberalizowanym rynku finansowym może doprowadzić do napięć na rynku walutowym. Jest to bardziej prawdopodobne, gdy sektor bankowy jest niestabilny, a gospodarka wymaga przeprowadzenia reform. Na przykładzie chińskiej gospodarki pokazali, że jednoczesna kontrola kursu walutowego, liberalizacja przepływów i jednoczesna intensyfikacja wymiany handlowej z resztą świata nie jest możliwa. Silnie stabilizowany kurs walutowy i

kontrola przepływów kapitałowych były celami wzajemnie się wykluczającymi, co powodowało, że jeden z celów nie mógł być realizowany. W przypadku Chin kontrola przepływów stawała się coraz mniej efektywna. W kraju otwierającym się na wymianę pożądana liberalizacja powinna być poprzedzona stopniowym upłynnianiem kursu, co pozwoliłoby dostosować rynek do ewentualnego zwiększonego napływu kapitału. Istotne jest to szczególnie wtedy, gdy instytucje finansowe nie są na tyle silne, aby poradzić sobie z dodatkowym ryzykiem.

Przykładem konsekwencji stosowania sztywnych systemów kursowych, pełnej liberalizacji przepływów kapitałowych i silnego napływu kapitału są kraje bałtyckie. Kraje te, stosując sztywne systemy kursowe, wprowadziły pełną liberalizację przepływów kapitałowych już w latach 90. ubiegłego wieku. Proces ten na początku XXI w. pozwolił krajom bałtyckim przyspieszyć proces realnej konwergencji. Szybkie tempo „doganiania” w krajach bałtyckich miało swoje źródło w wykorzystaniu splotu korzystnych wydarzeń:

- stabilizacji gospodarki światowej,
- spadku krajowych stóp procentowych w wyniku usztywnienia kursu i zaimportowania wiarygodności waluty europejskiej,
- pełnej liberalizacji przepływów kapitałowych, które napędzały popyt, wzrost akcji kredytowej i w konsekwencji przyspieszyły tempo wzrostu gospodarczego.

Równocześnie jednak spadek stóp procentowych spowodował, że utrzymywały się one na poziomie niższym, niż ten, który sprzyjał zrównoważonemu wzrostowi gospodarczemu. W tym samym czasie, kraje takie jak Polska, stopniowo liberalizowały kolejne rodzaje przepływów, stosując coraz bardziej płynną odmianę systemu kursowego i ostatecznie przyjmując system płynny. Zachowano przy tym pełną niezależność polityki pieniężnej. I, jak się okazało pod koniec ubiegłej dekady, właśnie ta swoboda kształtowania polityki stopy procentowej pozwoliła dostosować napływ kapitału do możliwości gospodarek. Wybuch kryzysu finansowego na świecie unaoczniał w krajach bałtyckich podstawowy problem niedostosowania systemu kursu walutowego do szeroko pojętej organizacji rynku finansowego. Niskie stopy procentowe (za niskie wobec potrzeb utrzymania stabilnego wzrostu ekonomicznego) oraz niedostateczny nadzór przełożyły się na niekontrolowany nadmierny napływ krótkoterminowego kapitału doprowadzając do

przegrzania gospodarek, boomów kredytowych, wzrostu inflacji i dalej do pojawienia się recesji.

Napływ kredytów z banków zagranicznych poprzez oddziały, które zasilają sektor realny różnił się między krajami europejskimi. O ile przed kryzysem, banki (głównie z Europy Zachodniej) finansowały boom kredytowy w Estonii i na Litwie, to w 2008 r. rozpoczął się radykalny odwrót od tej polityki. Już na początku 2009 r. dynamika kredytów udzielanych przez zagraniczne banki była ujemna. W Estonii i na Litwie pojawił się tzw. niestabilny boom kredytowy (Sławiński 2011a). Jak szacuje MFW średnie roczne tempo przyrostu realnego kredytu na Litwie w latach 2005-2007 było ponad dwa razy większe niż na przykład w Polsce (IMF 2010a). To oczywiście oznaczało przyszłe pojawienie się złych kredytów. Poprzez stosowane systemy kursowe, kraje te eliminowały ryzyko walutowe, co prowokowało szybszy, niż w sąsiednich krajach, napływ kapitału. Dla banków źródłem finansowania były krótkoterminowe pożyczki pochodzące z zagranicy. To stanowiło podstawę rozwoju akcji kredytowej. Dynamiczna akcja kredytowa w krajach bałtyckich nie odpowiadała jednak możliwościom spłaty tego zadłużenia przez podmioty krajowe. Kredyty rosły w tempie szybszym niż PKB. Ekspansja kredytowa w połączeniu ze wzrostem cen nieruchomości (narastanie bąbli spekulacyjnych na rynku nieruchomości) skutkowałą późniejszą recesją. W tym kontekście można powiedzieć, że stosowany system kursowy ułatwił pojawienie się recesji.

Dzięki podjęciu radykalnych i szybkich kroków zmierzających ku reformie m.in. systemu bankowego, krajom bałtyckim udało się przezwyciężyć głęboką, ale krótkotrwałą recesję, bez konieczności zmiany systemu kursu walutowego.

Litwa i Estonia mogą stanowić potwierdzenie dla wyników badań P. Massona, dotyczących istnienia systemów kursu walutowego niechętnie opuszczanych, tzw. „*absorbing state*”. Silne przywiązanie do dotychczasowego rozwiązania kursowego i brak woli zmiany systemu kursu walutowego, skłoniło władze krajów bałtyckich do przeprowadzenia „wewnętrznej dewaluacji” i uzdrowienia obszarów wymagających reform (m. in. dotyczących sektora bankowego).

5. Warunki skutecznego upłynnienia kursu walutowego

W literaturze przeważa przekonanie o dominacji kierunku upłynnienia kursu walutowego względem jego usztywniania. W każdym kraju ewolucja polityki kursowej przebiega w innym trybie i tempie. Są kraje, które decydują się na powolne przechodzenie od jednego systemu kursu walutowego do drugiego, stosując zasadę stopniowego upłynnienia kursu, aby ostatecznie przyjąć system płynnego kursu walutowego. Z kolei inne kraje, dokonują zmian systemu w sposób, można by powiedzieć, rewolucyjny – po silnej deprecjacji waluty, kryzysie walutowym. Wydaje się, że w tych krajach kierunek usztywniania kursu walutowego jest częściej obserwowany.

Zdaniem R. Duttagupta, G. Fernandez, C. Karacadag (2004) powodzenie przejścia od systemu kursu sztywnego lub silnie stabilizowanego kursu pośredniego do kursu płynnego wymaga spełnienia czterech zasadniczych warunków (poniżej na rysunku pokazano pożądaną kolejność realizacji warunków):

- stworzenia głębokiego i płynnego rynku walutowego (warunek ten jest łatwiejszy do spełnienia w sytuacji, kiedy upłynnienie kursu walutowego przebiega stopniowo). Przez płynny rynek rozumie się w tym kontekście duże obroty, uniemożliwiające pojedynczym uczestnikom wpływanie na poziom kursu, niskie koszty transakcyjne, wąski spread między ceną kupna i sprzedaży, a także obecność wielu uczestników i nowoczesne rozwiązania transakcyjne.

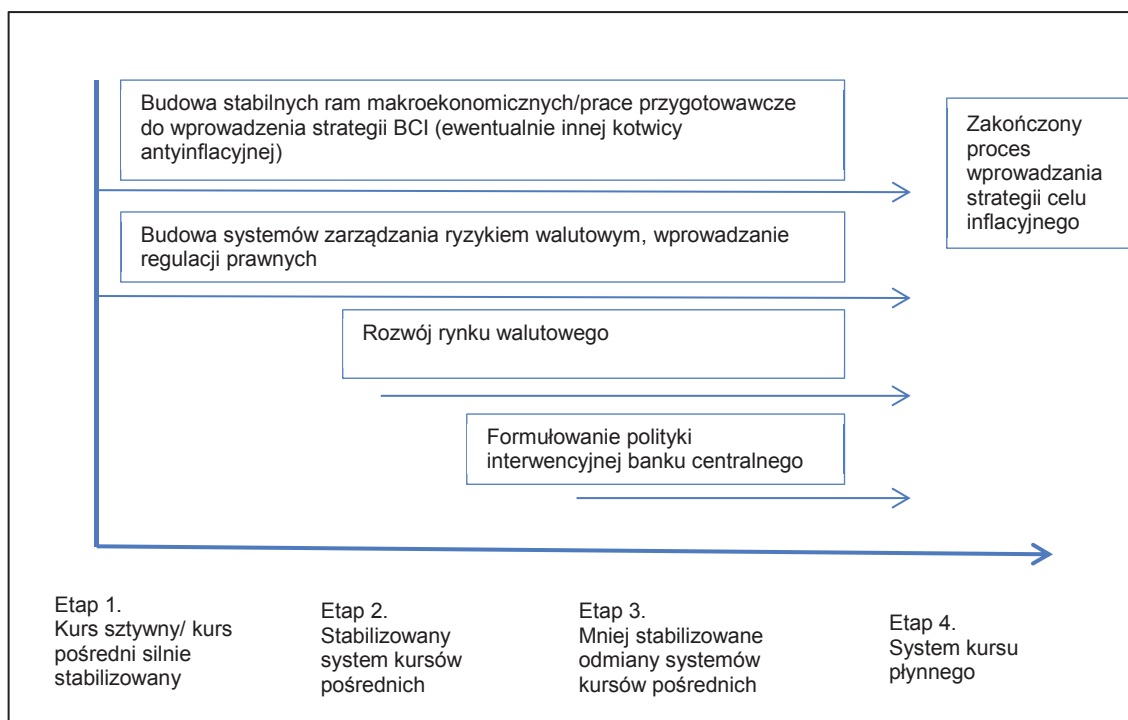
- prowadzenia konsekwentnej polityki interwencyjnej banku centralnego na rynku walutowym w zależności od wybranego systemu kursowego. Przejrzysta polityka banku w kwestii interwencji w przypadku przyjęcia systemu kursu płynnego powinna wiązać się z przejrzystą polityką banku w kwestii interwencji, zdecydowanego zaniechania działań zmierzających ku wpływaniu na poziom kursu. Nie chodzi o całkowite wycofanie się banku centralnego z rynku walutowego – m. in. z uwagi na fakt zarządzania rezerwami, czy pełnienia funkcji banku państwa – niemniej im obecność banku centralnego jest rzadsza i nieregularna tym efektywniejsze są jego ewentualne interwencje.

- istnienia alternatywnej kotwicy nominalnej odpowiedniej do zastąpienia kursu stałego (w przypadku przyjęcia całkowicie płynnego kursu walutowego zmiana

strategii polityki pieniężnej). Strategia kontroli agregatów pieniężnych daje lepsze rezultaty w sytuacji kraju, który właśnie zarzucił kontrolę kursu walutowego i przyjął system kursu płynnego. Dla krajów o ugruntowanej pozycji banku centralnego, jako instytucji niezależnej, wiarygodnej i przejrzystej oraz o wiarygodnym i dobrze uregulowanym sektorze finansowym najlepszym rozwiązaniem jest strategia bezpośredniego celu inflacyjnego.

– obecności rozwiązań rynkowych pozwalających na efektywne zarządzanie ryzykiem walutowym przez podmioty sektora prywatnego i publicznego (regulacje ostrożnościowe, nadzorcze, normy i limity dla zadłużenia walutowego, wymagania sprawozdawcze).

Rysunek 4. Etapy ewolucji polityki kursu walutowego – od systemu kursu sztywnego do systemu kursu płynnego



Źródło: R. Dutttagupta, G. Fernandez, C. Karacadag From Fixed to Float: Operational Aspects of Moving Toward Exchange Rate Flexibility, IMF, Washington 2004, str. 28

I. Otker-Robe i D. Vavra (2007) dużą uwagę przywiązują również do kwestii związanych z otwartością kraju na przepływy kapitałowe w okresie przygotowywania się do przyjęcia systemu kursu płynnego. Procesowi przechodzenia od systemów

bardziej stabilizowanych kursów walutowych powinno towarzyszyć stopniowe liberalizowanie przepływów kapitałowych. Obecność niektórych asymetrii w obszarze przepływów należy wyeliminować w miarę szybko. I tak na przykład, zniesienie ograniczeń w zakresie odpływu kapitału pozwoli w naturalny sposób ograniczać presję aprecjacyjną pochodzącą od silnego napływu kapitału. Z kolei liberalizacja przepływów długoterminowych powinna poprzedzać liberalizację przepływów krótkoterminowych. Liberalizacja przepływów pozwala krajom transformującym się równoważyć bilans płatniczy (deficyty rachunków obrotów bieżących poprzez nadwyżki rachunków kapitałowych), wymusza rozwój metod zarządzania ryzykiem walutowym oraz przyczynia się do pogłębiania rynku walutowego. Istotne zliberalizowanie przepływów kapitałowych w warunkach stosowania stabilizowanych systemów kursu walutowego może utrudnić proces upłynnienia kursu z uwagi na prawdopodobieństwo pojawiania się dużych i zmiennych przepływów.

Wydaje się, że kraj stosujący silnie stabilizowany kurs walutowy osiągnie większe korzyści ze stopniowego upłynnienia kursu walutowego. Będzie miał bowiem czas i warunki na przeprowadzenie instytucjonalnych zmian, które pozwolą czerpać korzyści z ostatecznego upłynnienia kursu. Konsekwentne reformy są gwarantem udanego upłynnienia i powinny obejmować w pierwszej kolejności: zagwarantowanie niezależności banku centralnego, wypracowanie narzędzi do prognozowania inflacji, prowadzenie przejrzystej polityki pieniężnej, opracowanie systemu informacyjnego o ryzyku walutowym i zmianach w zakresie bilansu płatniczego. Stopniowe upłynnienie kursu wiąże się z koniecznością stymulowania uczestników rynku walutowego do większej aktywności i tym samym pogłębiania rynku walutowego (Dutttagupta, Fernandez, Karacadag 2005)

Dominacja kierunku upłynnienia kursu walutowego nad jego całkowitym usztywnianiem nie oznacza, że ten ostatni nie jest obserwowany. Przykład krajów europejskich wskazuje, że czasem zasadne jest przyjęcie sztywnego kursu walutowego. Odpowiedni wybór polityki kursowej ma na celu osiągnięcie wyższego wzrostu gospodarczego w strukturalnie uporządkowanej gospodarce. Przyglądając się zmianom zachodzącym w Europie, można odnieść wrażenie, że ten nadrzędny cel można osiągać w dwojaki sposób.

6. Ewolucja polityki kursowej na przykładzie wybranych krajów Europy Środkowo – Wschodniej

Kraje Europy Środkowej i Wschodniej na początku lat 90. XX wieku, kiedy rozpoczynały proces jej transformacji i stabilizowania gospodarek bardzo intensywnie wykorzystywały zalety wielu systemów kursowych. Stwarzało to możliwość najskuteczniejszego przeprowadzenia reform.

Wykorzystując zalety różnych systemów kursowych albo wychodziły z kryzysów, albo reformowały gospodarki. U progu przemian gospodarczych łączyło je strukturalne zacofanie względem pozostałej części Europy. Zmagaly się z wysoką inflacją, funkcjonowały w warunkach niedoboru na rynku dóbr, borykały się z wysokimi deficytami budżetowym i wysokim zadłużeniem zagranicznym, były niekonkurencyjne w stosunku do krajów rozwiniętych. Handel międzynarodowy istniał właściwie tylko między krajami bloku. Dodatkowo waluty narodowe były niewymienne, a kurs czarnorynkowy znacznie przekraczał kurs oficjalny (Sachs 1996). Poniżej zaprezentowano ewolucję systemów kursowych wybranych krajów Europy Środkowo – Wschodniej. Zaprezentowany schemat potwierdza, że zasadniczym kierunkiem zmian stosowanych systemów kursowych było ich upłynnianie. Poniższa tabela ujmuje docelowy kierunek zmian bez uwzględnienia czasu funkcjonowania gospodarki w wybranym systemie kursowym.

Tabela 4. Ewolucja systemów kursowych wybranych krajów Europy Środkowo – Wschodniej w latach 1992-2010

	system stały	systemy pośrednie			systemy płynne
	Izba walutowa	Kurs pośredni (silnie stabilizowany)	Kurs sztywny w wąskim przedziale wahań	Kurs sztywny w szerokim przedziale wahań	Odmiany kursu płynnego
Bulgaria	D ←				p
Czechy		p →		p →	D
Estonia	p →				D*
Litwa	p ←				p
Łotwa		D ←			p
Polska		p →	p →	p →	D
Rumunia			p →	p →	D
Słowacja		p →	p →		D*
Słowenia			p ←	p →	D*
Węgry		p →	p →	p →	D

gdzie:

p – kolejno przyjmowane systemy kursowe
D – ostatnio przyjęty system kursowy¹³

Źródło: opracowanie własne na podst: J. von Hagen, J. Zhou, De facto and official exchange rate regimes in transition economies, ZEI Working Paper, Nr B13, 2002, str. 22, International Monetary Fund „Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Regimes”, Washington, kolejne edycje 1990-2004; International Monetary Fund, „Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions”, Washington, kolejne edycje 2005-2012¹⁴

Nieco inaczej zmiany systemów kursowych wyglądają, jeśli by je rozpatrywać według corocznych deklaracji składanych do MFW. Na przykład w przypadku Polski przejście od kursu silnie stabilizowanego do systemu kursu płynnego trwało dziewięć lat. Od 2000 r. Polska stosuje nieprzerwanie system kursu płynnego. W przypadku Czech przejście od kursu silnie stabilizowanego do kursu całkowicie płynnego zajęło 18 lat, przy czym już w 2001 r. Czechy po raz pierwszy zadeklarowały chęć stosowania kursu całkowicie płynnego. Próba okazała się nieudana i po roku władze czeskie

¹³ W przypadku Słowenii i Słowacji, Estonii symbol „D*” oznacza przyjęcie euro. W Słowenii w latach 2002-2007 kierunek zmian stosowanych systemów kursowych wiązał się z przygotowaniem do wprowadzenia euro, stabilizowanie kursu walutowego podyktowane było koniecznością spełnienia jednego z pięciu warunków z Maastricht, tj. dwuletniej obecności w ERM II.

¹⁴ Dane dotyczą okresu po 1992 r. Początek lat 90. był okresem formowania niezależnego państwa, w tym wyłaniania niezależnej waluty np. w Estonii, na Łotwie na Litwie, a także w Czechach i na Słowacji.

zdecydowały się na powrót do stosowania kierowanego kursu płynnego. Dopiero w 2008 r. Czesi skutecznie zaczęli stosować płynny kurs walutowy.

Okresy stosowania kolejnych rozwiązań kursowych różnią się między krajami. Dla krajów Europy Środkowo - Wschodniej chwilowe zmiany kierunku i powroty do systemów bardziej sztywnych w sytuacjach zagrożenia stabilnego tempa rozwoju gospodarczego wydają się być charakterystyczne. W przypadku kilku krajów nastąpiło trwałe usztywnienie kursu. Z kolei w przypadku Czech, Węgier czy Rumunii po krótkich okresach stosowania bardziej płynnych form następowały zwroty ku systemom kursów bardziej stabilizowanym. Ta relatywna łatwość zmiany systemu kursu walutowego z jednego na drugi wydaje się być cennym narzędziem w drodze ku budowaniu trwałych fundamentów makroekonomicznych. Co istotne, umiejętność właściwego doboru i szybkość podejmowania decyzji odnośnie stosowanego systemu kursowego pozwoliła, w przypadku niektórych krajów Europy Środkowo – Wschodniej, elastycznie reagować na pogorszenie światowej koniunktury. W tabeli 4 pokazano coroczne decyzje odnośnie deklarowanych systemów kursowych w wybranych krajach Europy Środkowo - Wschodniej.

Tabela 5. Coroczne zmiany systemów kursowych wybranych krajów Europy Środkowo – Wschodniej w latach 1990-2012

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Bulgaria	3	8	8	8	8	8	8	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2
Czechy	3	3	3	3	3	3	6	7	7	7	7	8	7	7	7	7	7	7	8	10	10	10	10
Węgry	3	3	3	3	3	6	6	6	6	6	6	4	4	4	4	4	4	4	8	9	9	9	9
Polska	3	5	5	5	5	6	6	6	6	6	8	8	8	8	8	8	8	8	8	10	10	10	10
Rumunia	3	7	7	7	7	7	7	7	7	7	7	6	7	6	6	7	7	7	7	9	9	9	9
Słowacja	3	3	3	3	3	3	6	6	7	7	7	7	7	7	7	7	4	4	4	10*	10*	10*	10*
Słowenia	n.a	n.a	7	7	7	7	7	7	7	7	7	7	7	6	4	4	4	4	8*	10*	10*	10*	10*
Estonia	n.a.	n.a.	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	10*
Łotwa	n.a	n.a	8	8	8	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3
Litwa	n.a	n.a	8	8	8	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2

* W styczniu 2007 r. Słowenia weszła do strefy euro. W styczniu 2011 r Estonia weszła do strefy euro.

Do 2008 r. Klasyfikacja obejmowała 8 systemów kursowych:

- 1 – dolaryzacja
- 2 – izba walutowa
- 3 – kurs walutowy stały względem jednej waluty bądź koszyka walut
- 4 – kurs stały podlegający wahaniom w dopuszczalnym przedziale
- 5 - pelzający kurs stały
- 6 – kurs stały w pelzającym przedziale wahań
- 7 – kierowany kurs plynny
- 8 – kurs całkowicie plynny
- 8*-euro, kurs całkowicie plynny

Od 2009 r. wyróżnia się 10 systemów kursowych:

- 1- dolaryzacja
- 2- izba walutowa
- 3- umowny kurs stały
- 4 - system stabilizowanego kursu walutowego
- 5- pelzający kurs walutowy
- 6- system kursu zbliżonego do pelzającego
- 7- kurs stały w przedziale wahań
- 8-system kursu walutowego bez jednoznacznej definicji
- 9- kurs plynny
- 10-kurs całkowicie plynny
- 10*- euro, kurs całkowicie plynny

Źródło: International Monetary Fund „Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Regimes”, Washington, kolejne edycje 1990-2004; International Monetary Fund „Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions”, Washington, kolejne edycje 2005-2012

W pierwszej grupie wspomnianych krajów europejskich, rozpoczynających proces transformacji na początku lat 90. XX wieku zdecydowano się na przyjęcie jednej z bardziej stabilizowanych form kursów pośrednich, aby po roku, dwóch stopniowo przechodzić do coraz płynniejszych jego odmian. Wykorzystywano wtedy najefektywniejsze zalety stabilizowanych odmian kursu walutowego jak: możliwość zaimportowania wiarygodności waluty, szybkie ograniczenie wysokiej dynamiki cen i oczekiwań inflacyjnych (Szczepańska, Sotomska-Krzysztofik 2003). Na przyjęcie jednego z bardziej usztywnionych form kursu pośredniego zdecydowały się Polska, Czechy, Estonia, Słowacja¹⁵ i Węgry (Estonia wybrała izbę walutową). Obecnie, kraje te uznawane są za przykłady gospodarek, które relatywnie szybko uporały się z inflacją, przy relatywnie niskim koszcie.

Rządy tych państw wykorzystywały pojawiające się warunki do szybkiego ustabilizowania sytuacji fiskalnej. Podejmowano zobowiązania, jednocześnie poddając się zewnętrznej kontroli. Pozwoliło to na stabilizowanie dynamiki cen i płac poprzez związanie walut z walutami (bądź koszykami walut) – kotwicami. Umożliwiono stworzenie warunków przedsiębiorstwom i osobom prywatnym do odbudowywania zasobów finansowych. System pośredniego kursu walutowego z natury rzeczy wpłynął pozytywnie na proces odbudowywania rezerw walutowych przez banki centralne. Napływ walut zagranicznych i obowiązek ich odkupywania przez banki centralne sprawiał, że rosła ilość pieniądza w obiegu i rosły również rezerwy walutowe krajów. Monetyzacja gospodarek rosła, co z kolei dawało szansę na stopniowe obniżanie bardzo wysokich stóp procentowych (Sachs 1996). Po czterech latach kraje, które zdecydowały się w początkowej fazie silnie stabilizować kurs walutowy, obniżyły inflację i odnotowywały wysokie tempo wzrostu. W kolejnych etapach przyjmowane systemy kursowe pozwalały na coraz większe wahania kursu walutowego. Proces stopniowego upłynniania był szczególnie ważny tuż po okresie względnego ustabilizowania tempa wzrostu cen. Pojawiająca się presja aprecjacyjna, dyktowała tempo przechodzenia do coraz bardziej elastycznego systemu kursowego.

Druga grupa krajów Europy Środkowo – Wschodniej, w ramach procesów transformacyjnych, wybrała płynny kurs walutowy (lub jeden z mniej stabilizowanych kursów pośrednich). Tak postąpiła (za namową

¹⁵ W przypadku Czech i Słowacji należy brać pod uwagę okres po 1993 r., po rozpadzie Czechosłowacji.

Międzynarodowego Funduszu Walutowego) między innymi Bułgaria, Ukraina, Rosja, Łotwa i Rumunia (Sachs 1996). Ich wybór częściowo podyktowany był brakiem rezerw walutowych (Rosati 1998) potrzebnych do ewentualnych interwencji w sytuacji odchylania się kursu rynkowego od przyjętego parytetu. Przyjęcie kursu płynnego z jednej strony pozwalało prowadzić politykę kursową bez konieczności interweniowania, z drugiej jednak trudniej było odbudować wiarygodność banku centralnego. Dodatkowo brak zobowiązania banku centralnego do skupywania walut obcych, a także powściągliwa polityka kredytowa prowadziła do przewartościowania waluty i utrzymywania się wysokich stóp procentowych. Relacja agregatu M2 do PKB pozostawała na bardzo niskim poziomie, podczas gdy wyższa monetyzacja gospodarki sprzyja realizacji programu stabilizacyjnego. Średnie tempo wzrostu gospodarczego krajów tej grupy pozostało na niższym poziomie w stosunku do pierwszej grupy krajów europejskich, które zdecydowały się na stabilizowanie kursów walutowych (Sachs 1998).

Niekorzystne następstwa wyboru płynnego kursu walutowego na początku okresu transformacji skłoniły Łotwę, Litwę i Bułgarię do zmiany systemu walutowego. Łotwa, idąc w ślad za Estonią, przyjęła w 1994 r. silnie stabilizowany pośredni kurs walutowy, zachowując prawo stopniowego upłynniania kursu. Władze litewskie, przekonane osiągnięciami Estonii, przyjęły system izby walutowej w 1994 r. Z kolei Bułgaria przyjęła system izby walutowej w 1997 r. po kryzysie finansowym, jaki miał miejsce na przełomie lat 1996-1997 i inflacji sięgającej ponad 1000 % (Ponsot 2001). Zdecydowane przejście od płynnych ku silnie stabilizowanym systemom kursowym przyczynił się do szybkiej odbudowy zaufania rynków do władz monetarnych, zdynamizowania przemian gospodarczych i ograniczenia inflacji.

Wszystkie ze wspomnianych powyżej krajów są obecnie członkami Unii Europejskiej. Świadczy to o sukcesie w realizacji reform gospodarczych, w tym efektywnego wykorzystywania narzędzia jakim jest polityka kursowa. Nie oznacza to, że kraje te ominęły wszelkie problemy. Na przykład kraje stabilizujące kursy walutowe, o czym już wspomniano, nie uniknęły nadmiernego wzrostu zadłużenia kredytowego destabilizującego gospodarkę (Enoch, Otker-Robe 2007).

Innym przypadkiem „ewolucji” polityki kursowej jest proces ubiegania się o włączenie do (lub udział w tworzeniu) unii walutowej. Stosowanie pośredniego systemu kursu walutowego jest jednym z wymogów procesu dochodzenia do strefy

euro. W traktacie z Maastricht sformułowane zostały zasady, których należy dopełnić, aby wejść do grona krajów wysoko rozwiniętych i zbieżnych gospodarczo (The Treaty ...1992). Wśród nich znajduje się wymóg stabilizowania kursu walutowego przez okres minimum 2 lat w dopuszczalnym przedziale wahań $\pm 15\%$ bez dewaluacji (w początkowym okresie przedział wahań wynosił $2,25\%$, jednak po atakach spekulacyjnych w 1993 r. rozszerzono go do $\pm 15\%$ (De Grauwe 2003).

Okres stabilizowania waluty w korytarzu wahań jest warunkiem koniecznym do uczestniczenia w strefie euro i jest warunkiem szczególnym. Wybór momentu stabilizowania waluty narodowej zależy bowiem w dużym stopniu od możliwości spełnienia pozostałych czterech kryteriów. Ponadto, wejście do trzeciego etapu UGW, jest momentem usztywnienia kursu waluty narodowej względem euro w celu ustalenia parytetu, po jakim dokonana zostanie wymiana waluty narodowej na wspólną walutę. Termin rozpoczęcia stabilizowania waluty względem euro jest sprawą indywidualną każdego aspirującego do III etapu UGW kraju. Im bliższy jest kurs rynkowy waluty krajowej kursowi równowagi tym większa szansa na bezpieczne trwanie w dopuszczalnym korytarzu wahań i korzystniejsze warunki dla dalszej obecności w strefie wspólnej waluty. Aby jednak taki warunek był możliwy do spełnienia, gospodarka kraju aspirującego powinna wykazywać silną konwergencję realną ze strefą do której ma zamiar dołączyć. Przyjęcie euro jest de facto przyjęciem płynnego kursu walutowego względem walut krajów nieuczestniczących w unii.

Przykład krajów europejskich wskazuje, że pośrednie systemy kursowe są wykorzystywane głównie jako mechanizm wspomagający reformy. Najefektywniej wspomagają reformy jeśli okres ich stosowania jest relatywnie krótki. W długim okresie kraje decydują się raczej na stosowanie skrajnych systemów kursowych z uwagi na mniejsze prawdopodobieństwo występowania napięć na rynku walutowym.

Zakończenie

Zmieniające się warunki ekonomiczne na świecie, postępująca integracja gospodarek powoduje że Międzynarodowy Fundusz Walutowy zmuszony jest wprowadzać zmiany do stworzonej przez siebie klasyfikacji systemów kursu walutowego. Ostatnim impulsem wymuszającym modyfikację był wybuch kryzysu finansowego w 2008 r.

Nie istnieje jeden system kursowy, który niezależnie od warunków byłby optymalny. Zaproponowana gama systemów kursu walutowego wydaje się jednak zaspakajać potrzeby wszystkich gospodarek.

W artykule wiele miejsca poświęcono pośrednim systemom kursu walutowego, ich przydatności i ich przyszłości. Wydaje się bowiem, że właśnie pośrednie systemy kursowe, z uwagi na swoje właściwości, są niezwykle cennym narzędziem w fazie odbudowy gospodarek i bardzo dobrze wspomagają reformy gospodarcze. Kraje rozwijające się często korzystają z szerokiej gamy zalet systemów pośrednich kursów walutowych, starając się jednocześnie poprzez przejrzystą politykę pieniężną minimalizować prawdopodobieństwo materializacji zagrożeń związanych z ich stosowaniem. Utrzymywanie się różnic w tempie i poziomie rozwoju gospodarczego sprzyja stosowaniu systemów pośrednich. Należy jednak zaznaczyć, że pośrednie systemy kursu walutowego są rozwiązaniami z których gospodarki wyrastają w miarę osiągania coraz wyższego poziomu rozwoju. Tempo przechodzenia od jednego systemu kursu walutowego do drugiego zależy od zdolności gospodarki do rozwoju, i jej otwartości na przepływy kapitałowe.

Międzynarodowy Fundusz Walutowy rozszerzył w ostatnich latach paletę pośrednich systemów kursu walutowego, co można odczytać jako zachętę do ich stosowania przez kraje, które poszukują drogi ku ścieżce zrównoważonego rozwoju. Jednocześnie należy pamiętać, że to właśnie pośrednie systemy kursowe są tym rozwiązaniem, które powinni być traktowane jako narzędzie wykorzystywane czasowo - wspomagające reformy, transformację, walkę z uporczywą inflacją.

Systemy kursów płynnych dostarczają władzom monetarnym swobody w prowadzeniu polityki pieniężnej, a ewentualne wzmożone przepływy kapitału między rynkami nie wywołują komplikacji w realizacji celów gospodarczych kraju. Należy oczekiwać, że kraje o dużych przepływach kapitałowych będą skłonne do stosowania płynnych systemów kursowych. W dobie rosnącej mobilności kapitałów

należy zatem oczekiwać, że właśnie systemy kursów płynnych będą coraz częściej stosowane.

Jak do tej pory polaryzacja stosowanych systemów kursowych jest widoczna zwłaszcza wśród krajów wysoko rozwiniętych. Otwartość na przepływy kapitałowe, w tym na przepływy krótkoterminowe, oraz obecność prorynkowych i przejrzystych uwarunkowań legislacyjnych sprzyja stosowaniu skrajnych rozwiązań kursowych. W dojrzałych gospodarkach skrajne systemy kursowe (systemy kursu płynnego lub systemy kursu sztywnego) są pożądanym narzędziem minimalizującym prawdopodobieństwo występowania kryzysów walutowych.

Przykład krajów Europy Środkowo – Wschodniej są potwierdzeniem dominującego w literaturze przekonania o kierunku upłynniania kursu walutowego względem jego usztywniania. Należy dodać, że ewolucja polityki kursowej jest sprawą indywidualną. W każdym kraju tempo i tryb dokonywanych zmian w polityce kursowej było inne. Bardzo intensywnie wykorzystywano tu zalety wielu systemów kursowych, co stwarzało możliwość skutecznego przeprowadzenia reform.

Bibliografia

- [1] Aghion P., Bacchetta P., Ranciere R., Rogoff K., "Exchange rate volatility and productivity growth: The role of financial development" NBER Working Paper 12117, Cambridge, March 2006
- [2] Biłski J., "Międzynarodowy system walutowy" Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2006
- [3] Bordo M.D., "Exchange rate regime choice in historical perspective", NBER, WP 9654, April 2003
- [4] Bukowski S., „Stabilizacja kursu walutowego w Europejskim Mechanizmie Kursowym II (ERM II) i jej konsekwencje makroekonomiczne w świetle teorii. Wnioski dla Polski”, Wydział Ekonomiczny, Politechnika Radomska, Radom, 2005
- [5] Bubula A., Otker-Robe I, "The Evolution of Exchange Rate Regime Since 1990: Evidence from De facto Policies", IMF Working Paper, Nr 155, 2002
- [6] Burnside C., Eichenbaum M., Rebelo S., "Government guarantees and self-fulfilling speculative attacks", European Economic Review No 45, 2004
- [7] Calvo G. A., Reinhart C. M., "Fear of floating", NBER Working Paper Series, nr 7993, November 2000
- [8] Cartas J. M., "Dollarization Declines in Latin America", Finance & Development, Vol. 48, No. 1, 2010
- [9] Chrabonszczewska E., Kalicki K., „Teoria i polityka kursu walutowego”, Szkoła Główna Handlowa, Warszawa 1996
- [10] Chang R., Velasco A., "A model of financial crises in emerging countries", The Quarterly Journal of Economics, Vol. 116, Nr 2, May 2001
- [11] De Grauwe P., "Unia walutowa", PWE, Warszawa 2003
- [12] Dornbusch R., „Fewer monies, better monies”, Exchange rates and choice of monetary-policy regimes”, The American Economic Review, Vol. 91, No. 2, May 2001
- [13] Dubas J.M., Lee B.-J., Mark N. C., "Effective exchange rate classifications and growth", NBER Working Paper No 11272, April 2005
- [14] Duttagupta R., Fernandez G., Karacadag C., „From Fixed to Float: Operational Aspects of Moving Toward Exchange Rate Flexibility”, IMF 126, 2004
- [15] Duttagupta R., Fernandez G., Karacadag C., „Moving to flexible exchange rate. How, when, and how fast?”, Economic Issues IMF No 38, 2005
- [16] Edison H., Melvin M., "The determinants and implications of the choice of an exchange rate system" w: Haraf W.S., Willett T.D., "Monetary Policy for a Volatile Global Economy" American Enterprise Institute Press Washington, 1990
- [17] Edwards S., Levy-Yeyati E., "Flexible exchange rates as shock absorbers", NBER Working Paper 9867, July 2003
- [18] Eichengreen B., "International Monetary Arrangements for 21st Century." Brookings Institution, Washington D.C, 1994
- [19] Eichengreen B., "International Monetary Arrangements for 21st Century". Brookings Institution, Washington D.C, 1994

- [20] Eichengreen B., Hausman R., "Exchange rates and financial fragility", NBER, WP 7418, Nov. 1999
- [21] Enoch Ch., Otker-Robe I., "Rapid Credit Growth in Central and Eastern Europe. Endless Boom or Early Warning?", International Monetary Fund, Washington 2007
- [22] Falkowski K., „Kryzys gospodarczy 2008-2009 w Europie Wschodniej i państwach bałtyckich”, Oficyna Wydawnicza Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa 2011
- [23] Filar D. "Antykryzysowe sztuczki nam nie pomogą. Wywiad", Newsweek 45/2012
- [24] Fisher S., "Exchange Rate Regimes: Is the Bipolar View Correct?" Distinguished Lecture on Economics in Government, Journal of Economic Perspectives No 2, Vol. 15, 1998
- [25] Frankel J., Wei S.J., "Emerging Currency Blocs" in "The International Monetary System: Its Institutions and Its Future", edited by H. Genberg, Springer, Berlin, 1995
- [26] Frenkel J.A., No single currency regime is right for all countries or at all times, NBER Working Paper 7338, September 1999
- [27] Frankel J., Rose A., "Estimating the Effect of Currency Unions on Trade and Output", CEPR Discussion Paper Series, Nr 2631, 2000
- [28] Frankel J., Schmukler S., Serven L., "Global Transmission of Interest Rates: Monetary Independence and Currency Regime", NBER Working Paper Nr 8828, 2002
- [29] Frankel J.A., Fajnzyber E., Schmukler S., Serven L., "Verifying Exchange Rate Regime", The World Bank Policy Research Working Paper No 2397, 2000
- [30] Ghosh A., Gulde A.M., Wolf H., "Exchange Rate Regimes: Choices and Consequences", MIT Press 2003
- [31] Ghosh A., Gulde A.M., Wolf H., "Exchange rate regimes: Classification and Consequences", Center for Economic Performance 2002, paper based on "Exchange Rate Regimes, Choices and Consequences", MIT Press 2003
- [32] Ghosh A., Gulde A.M., Wolf H., Exchange Rate Regimes: Classification and Consequences, MIT Press 2003
- [33] Ghosh A.R., Ostry J. D., "Choosing an Exchange Rate Regime", Finance & Development, Vol. 46, No. 4, December 2009
- [34] Glick R., A.K. Rose, "Does a Currency Union affect Trade? The Time Series Evidence." The European Economic Review, No 46, Is. 6, 2002
- [35] Heller R .H., "Determinants of the exchange rate practices", Journal of Money, Credit and Banking, Vol. 10, No. 3, August 1978
- [36] Hausmann R., Gavin M., Pages-Serra C., Stein E., „Financial Turmoil and the Choice of the Exchange Rate Regimes" Inter-American Development Bank, Working Paper 400, Washington 1999
- [37] International Monetary Fund "Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions", Washington, lata 1980 – 2012,
- [38] International Monetary Fund, "Exchange Rate Arrangements and Currency Convertibility: Developments and Issues", Washington, 1999

- [39] International Monetary Fund (a), "Regional Economic Outlook: Europe", Washington 2010
- [40] Kopcke R.W., „Currency Board: Once and Future Monetary Regimes?”, New England Economic Review, May-June 1999 r
- [41] Levy-Yeyati E., Sturzenegger F., "To Fix or to Float: Evidence of the Impact of Exchange Rate Regimes on Growth", The American Economic Review, Vol. 93, No.3, September 2003,
- [42] Masson P., "Exchange rate regime transitions", IMF Working Paper WP/00/134, July 2000
- [43] Mundell R.A., „A theory of optimum currency areas", The American Economic Review, Vol. 51, No.4, 1961
- [44] Mussa M., Masson D., Swoboda A., Jadresic E., Mauro P., Berg A., "Exchange rate regimes in an increasingly integrated world economy" IMF, 2000, Occasional Paper 193,
- [45] Narodowy Bank Polski „Raport na temat pełnego uczestnictwa Rzeczypospolitej Polskiej w trzecim etapie Unii Gospodarczej i Walutowej”, Warszawa 2009, str. 106-109
- [46] Nitsch V., Have a break, have a ... national currency: When do monetary unions fall apart? CESifo WP No 1113, January 2004
- [47] Obstfeld M., Rogoff K.S., "The Mirage of Fixed Exchange Rate", NBER Working Paper No 5191, 1995
- [48] Otker-Robe I., Vavra D., "Moving to Greater Rate Flexibility. Operational Aspects Based on Lessons from Detailed Country Experiences", IMF Occasional Paper No 256, Washington 2007
- [49] Ponsot J.-F., "The European Experiences of Currency Boards. Estonia, Lithuania, Bulgaria and Bosnia & Herzegovina", Conference Paper: Monetary and Financial Integration, Michigan USA, May 2001
- [50] Prasad E., Rumbaugh T., Wang Q., "Putting the Card Before the Horse? Capital Account Liberalization and Exchange Rate Flexibility in China", IMF Policy Discussion Paper, Washington, January 2005
- [51] Reinhard C., "The Mirage of Floating Exchange Rate", American Economic Review, Vol. 90, nr 2, 2000
- [52] Rogoff K.S., Husain A.M., Mody A., Brooks R., Oomes N., "Evolution and Performance of Exchange Rate Regimes", IMF Working Paper, NO 243, Washington 2003
- [53] Rosati D.K. "Polska droga do rynku" PWE, Warszawa 1998
- [54] Sachs J.D., "Economic Transition and the Exchange – Rate Regime", The American Economic Review, AEA Papers and Proceedings, Vol. 86, No. 2, January 1996
- [55] Shambaugh J.C., "The effect of Fixed Exchange Rates on Monetary Policy", Quarterly Journal of Economics No 119, 2004
- [56] Sławiński A, „Doświadczenia Argentyny ze stosowaniem izby walutowej”, Bank i Kredyt Vol. 32, No 12, Warszawa 2000
- [57] Sławiński A. (a), Zrównoważony wzrost to cel główny” - rozmowa, Bank 24 marca 2011

- [58] Sławiński A. (red.), „Polityka pieniężna” C. H. Beck, Warszawa 2011
- [59] Summers L. H., „International financial crises: Causes, prevention, cures”, American Economic Reviews. Paper and Proceedings No 90, 2000
- [60] Szczepańska O., Sotomska – Krzysztofik P., „Reżim kursowy a kryzysy walutowe – czy możliwy jest kryzys walutowy w warunkach kursu płynnego?”, Bank i Kredyt, Nr 9, 2003
- [61] The Treaty of European Union, Maastricht, 1992
- [62] Wójcik C., „Przesłanki wyboru systemów kursowych”, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa 2005
- [63] Yagci F., Choice of Exchange Rate Regimes for developing Countries, Africa Region Working Paper Series No.16, April 2001