

Janina Jędrzejec*

KLASYFIKACJA, KRYTERIA WYBORU I EWOLUCJA
REŻIMÓW WALUTOWYCH W LATACH 1990–2004

Wstęp

Wybór optymalnego reżimu walutowego jest podstawowym zagadnieniem dotyczącym finansów międzynarodowych. Specyfika i złożoność zagadnień związanych z kursami walutowymi prowadzi do podstawowego wniosku: wybór pomiędzy stałymi lub zmiennymi, a także tzw. przejściowymi reżimami walutowymi, powinien być uzależniony od indywidualnej sytuacji ekonomicznej kraju. Jeffrey A. Frankel rozpatrując problem wyboru reżimu walutowego, postawił tezę, że jeden kurs walutowy nie jest panaceum na wszystkie problemy. Uważa także, że jeden kurs nie jest dobry dla wszystkich krajów i, co najważniejsze raz wybrany reżim walutowy nie jest idealny dla danego kraju przez cały czas¹. Stąd decydując się na określony reżim walutowy należy mieć na uwadze zmiany zachodzące w krajowej i międzynarodowej gospodarce tak, aby móc na nie skutecznie zareagować.

W ostatnich latach zaobserwowano, z jednej strony tendencję większego zainteresowania i stosowania płynnych, z drugiej zaś stałych kursów walutowych, z coraz mniejszym udziałem kursów przejściowych. Jest to tzw. *bipolar view*. Zwolennicy tego poglądu uważają, że kursy przejściowe z czasem całkowicie zanikną. Pozostaną jedynie formy kursu stałego i płynnego. Hipoteza ta związana jest z ciągłą ewolucją reżimów walutowych. W opozycji do tego poglądu znajduje się teza *fear of floating*, czyli obawa przed płynnością. Teoria ta dostarcza argumentów za utrzymaniem przejściowych reżimów walutowych.

¹* Autorka przygotowuje rozprawę doktorską w Katedrze Teorii Pieniądza i Polityki Pieniężnej pod kierunkiem naukowym prof. dr hab. Wiesławy Przybylskiej-Kapuścińskiej.

J. A. Frankel, *No single currency regime is right for all countries or at all times*, NBER Working Paper Series 1999, no. 7338, September, s. 2.

Niniejszy artykuł ma na celu przedstawienie klasyfikacji reżimów walutowych stosowanych przez Międzynarodowy Fundusz Walutowy (MFW), a także klasyfikacje stworzone przez: C. M. Reinhart i K. S. Rogoff (RR), E. Levy-Yeyati i F. Sturzenegger (LYS), A. Bubula i I. Ötker-Robe (ROB). W artykule przybliżono zalety stosowania stałych i płynnych form reżimów wraz z ekonomicznymi kryteriami, które determinują wybór jednego z nich. W ostatniej części niniejszego opracowania przedstawiono ewolucję reżimów walutowych w latach 1990–2004.

1. Klasyfikacje reżimów walutowych

1.1. Klasyfikacja Międzynarodowego Funduszu Walutowego

Międzynarodowy Fundusz Walutowy (MFW) od kilkadziesiątu już lat zajmuje się klasyfikacją reżimów walutowych i publikuje ją w swoim rocznym raporcie dotyczącym reżimów walutowych (Annual Report on Exchange Rate Arrangements and Restrictions). Przygotowując raport, MFW pyta swoich członków, jaki reżim walutowy stosują i na tej podstawie klasyfikuje państwa z punktu widzenia stosowanego przez nie kursu. Ze względu na sposób tworzenia klasyfikacji dochodziło do licznych rozbieżności. Dotyczą one zwłaszcza okresu sprzed 1997 roku. Zdarzało się, bowiem, że reżim zakwalifikowany jako płynny, w rzeczywistości był kursem przejściowym (*crowling peg*).

W latach 1950-2005 oficjalna klasyfikacja MFW ewoluowała. Początkowo rozróżniano tylko dwa rodzaje reżimów, w późniejszym okresie trzy, a w latach osiemdziesiątych i dziewięćdziesiątych cztery. Po przeprowadzeniu rozległych badań nad naturą reżimów walutowych MFW wprowadził klasyfikację obejmującą osiem rodzajów reżimów walutowych², która stosowana jest od 1999 roku. Tabela 1 przedstawia klasyfikacje stosowane przez MFW w latach 1950-2005.

² Prace te wynikały z faktu, że dotychczasowe klasyfikacje stosowane przez MFW opierały się jedynie na deklaracjach państw dotyczących reżimów i w związku z tym pojawiały się rozbieżności pomiędzy deklarowanym a rzeczywistym kursem walutowym.

Tabela 1. Klasyfikacje reżimów walutowych stosowane przez MFW w latach 1950-2005

Lata 1950-1973

- 1) występowanie kursu nominalnego lub parytetu centralnego
- 2) realny kurs walutowy stosowany dla większości transakcji

Rok 1974

- 1) kurs walutowy utrzymywany w obrębie stosunkowo niskiego pasma wahań w stosunku do innych walut, takich jak:
dolar amerykański, funt Sterling, frank francuski, grupa innych walut wynikająca z powiązań gospodarczych
- 2) kurs walutowy bez pasma wahań

Lata 1975-1978

- 1) kurs walutowy utrzymywany w obrębie stosunkowo niskiego pasma wahań w stosunku do innych walut, takich jak:
dolar amerykański, funt Sterling, frank francuski, peso hiszpańskie, grupa walut i kompozycje walut
- 2) kurs walutowy bez pasma wahań

Lata 1979-1982

- 1) kurs walutowy utrzymywany w obrębie stosunkowo niskiego pasma wahań w stosunku do innych walut, takich jak:
dolar amerykański, funt Sterling, frank francuski, portugalskie escudo, peso hiszpańskie, grupa walut, kompozycje walut z ustalonymi wagami w zależności od powiązań gospodarczych,
- 2) kurs walutowy bez pasma wahań

Lata 1983-1996

Kurs walutowy zdeterminowany przez:

- 1) usztywnienie w stosunku do : dolara amerykańskiego, funta Sterlina, franka francuskiego, innych walut i kompozycji walut
- 2) ograniczoną elastyczność w porównaniu do pojedynczej waluty lub kilku walut
- 3) bardziej elastyczne formy kursu, kurs płynny kierowany
- 4) kurs całkowicie płynny

Lata 1997-1998

- 1) kurs stały ustalony w stosunku do jednej waluty lub kompozycji walut (koszyk walutowy)
- 2) kurs z ograniczoną elastycznością
- 3) kurs płynny kierowany
- 4) kurs całkowicie płynny

Lata 1999-2005

- 1) kurs bez waluty krajowej (formalna dolaryzacja lub unia monetarna)
- 2) izba walutowa
- 3) kursy stałe powiązane z jedną walutą bądź z koszykiem walut
- 4) kursy stałe w obrębie pasma wahań
- 5) krocząca dewaluacja
- 6) krocząca dewaluacja z przedziału wahań
- 7) kurs płynny kierowany z nieokreśloną z góry ścieżką kursową
- 8) kurs całkowicie płynny

Źródło: C. M. Reinhart, K. S. Rogoff, *The moder history of exchange rate arrangements: a reinterpretation*, s. 9.

Tabela 1 pokazuje, że w latach 1950-1978 Fundusz w swoich klasyfikacjach rozróżniał jedynie dwa rodzaje kursów: stałe i pozostałe. W latach osiemdziesiątych i dziewięćdziesiątych obowiązywał system czterokursowy składający się z kursu stałego, kursów z ograniczoną elastycznością, kursu kierowanego i kursu całkowicie płynnego. Klasyfikacje te były podstawą do przeprowadzania badań nad strukturą kursów walutowych. Podstawową wadą tych systemów była rozbieżność pomiędzy tym, co kraje deklarowały, że będą robić, a tym, co w rzeczywistości robiły. Niektórzy członkowie ogłaszali, że stosują kurs stały, równocześnie przeprowadzając częstą dewaluację, w celu uzyskania kursu niewiele odbiegającego od kursów bardziej elastycznych. Kurs walutowy używany był jako ochrona przed eksportową rywalizacją, w trakcie, której kraj mógł mieć trudności w sytuacji stosowania realnego kursu stałego. Inne kraje ogłaszały, że stosują kursy płynne, nieoficjalnie zaś posługiwały się kursem stałym lub kursem płynnym kierowanym z nieokreśloną z góry ścieżką kursową. Manewr ten pozwalał im uciec od niezwykle wysokich kosztów dewaluacji lub od „strachu przed płynnością” (*fear of floating*), bądź od wysokiego stopnia dolaryzacji.

Drugą słabością tego systemu było utworzenie jednej grupy obejmującej zarówno sztywne jak i miękkie formy kursu stałego, czego kon-

sekwencją było błędne przyznanie stopnia autonomii monetarnej danym reżimom³.

Widząc niedoskonałość swojego systemu MFW stworzył nową klasyfikację, która zawierała osiem grup kursów walutowych. System ten obowiązuje od 1999 roku. Jest on zdecydowanie lepszy od wcześniejszych, jednak nadal opiera się głównie na oficjalnych deklaracjach państw członkowskich.

1.2. Klasyfikacja Reinhart i Rogoff (R-R)

Niedoskonałość systemu klasyfikacji reżimów walutowych stosowanego przez MFW zaobserwowali Carmen M. Reinhart i Kenneth S. Rogoff. Jak inni badacze⁴ zwrócili uwagę, że system sprzed 1997 roku nie ukazywał prawdziwej polityki kursowej. Reinhart i Rogoff zasygnalizowali, że kiedy mamy do czynienia z podwójnym lub podobnym rynkiem, kurs określony jako stały może łatwo przekształcić się w de facto kurs płynny bądź kroczącą dewaluację⁵. Wynikać to może z faktu, że rynek taki może poddawać się nieustannie deprecjacji, choć oficjalnie kurs pozostanie stały. W takiej sytuacji polityka inflacyjna jest skutecznie maskowana.

Reinhart i Rogoff uznali, że klasyfikacja MFW ma sztuczny charakter, tzn. oparta jest na kilku, bardzo często prostych kryteriach grupowania. Dlatego też postanowili stworzyć inną klasyfikację, będącą w opozycji do istniejącej zwaną „naturalną”. Tworząc algorytm zastosowali dane historyczne oraz statystyczne dotyczące zachowania się reżimów i poziomu inflacji. Pozwoliło to na określenie, w którym momencie istnieje podwójny bądź wielopoziomowy kurs lub, kiedy rynek podobny jest aktywny⁶. Umożliwiło to weryfikację i sklasyfikowanie reżimów. Swoje badanie statystyczne oparli na dwuletnim i pięcioletnim horyzoncie czasowym, wraz ze średnimi zmianami kursu. Okres pięcioletni miał znaczenie priorytetowe, gdyż zaobserwowane w tym okresie miesięczne zachowania kursu walutowego są najbardziej wiarygodne dla większości reżimów walutowych⁷. Zastosowany algorytm⁸ pozwolił na wyodrębnienie 14 kategorii reżimów. Klasyfikację R-R przedstawia tabela 2.

³ A. Bubula, I. Ötker-Robe, *The evolution of exchange rate regimes since 1990: evidence from de facto policies*, IMF Working Paper 2002, September, s. 6.

⁴ Również Levy-Yeyati i Sturzenegger, A. Bubula, I. Ötker-Robe, Wickam.

⁵ C. M. Reinhart, K. S. Rogoff, *The modern history of exchange rate arrangements: a reinterpretation*, NBER Working Paper Series 2002, no. 8963, June, s. 2.

⁶ Ibidem, s. 3.

Zastosowanie przez Reinhart i Rogoff pięcioletniego horyzontu czasu, umożliwiło uzyskanie bardzo szczegółowej klasyfikacji. Zaszeregowanie 14 rodzajów reżimów w 5 grup, w zależności od stopnia elastyczności, umożliwia wykorzystanie klasyfikacji R-R do porównań z oficjalną klasyfikacją MFW.

⁷ Reinhart i Rogoff w ogromnej większości stosowali dane miesięczne. Autorzy naturalnej klasyfikacji uwzględnili dane od 1946 roku, w przeciwieństwie do MFW, który oficjalnie dane takie stosował od 1957 roku. Analiza R-R jest bardzo wyczerpująca, zawiera dane dotyczące 153 państw. Metodologia obrazuje miesięczne zmiany reżimów. Jest to istotna różnica w porównaniu do wcześniejszych analiz, gdyż bazowały one na danych rocznych. R-R stwierdzili również, że zarówno informacje zaczerpnięte z chronologii historycznej, jak i dane dotyczące kursów określone przez rynek są tak samo istotne dla stworzenia algorytmu klasyfikacji.

⁸ Po pierwsze R-R użyli dostępnej chronologii historycznej, aby wyodrębnić zachowanie państw ze względu na podwójny bądź wielopoziomowy kurs oraz ze względu na podobne rynki. Następnie, jeżeli nie istnieje podwójny lub podobny rynek to sprawdzali czy państwo podało informację o tym, jaki kurs stosuje. Jeśli taka informacja została podana to następowała weryfikacja tego kursu. Jeśli udało się zweryfikować reżim (kurs jest zgodny z gloszoną polityką) był on klasyfikowany do odpowiedniej kategorii: jako stały, krocząca dewaluacja, itd.. Jeśli deklarowanego reżimu nie udało się zweryfikować (co było najczęstszym rezultatem) wtedy następowała analiza de facto klasyfikacji. Po trzecie, jeśli nie istniała z góry określona ścieżka dla kursu lub nie był on określony, to reżim nie mógł być zweryfikowany na podstawie danych oraz jeśli dwunastomiesięczna inflacja kształtowała się na poziomie poniżej 40%, to reżim był klasyfikowany na podstawie aktualnego zachowania. Kolejnym krokiem w analizie, w porównaniu do wcześniejszych badań było wyodrębnienie osobnej kategorii reżimu dla państw, które przez okres dwunastu miesięcy utrzymują inflację powyżej 40%. Kategoria ta nazywana została *freely falling*. Natomiast dla państw, których inflacja kształtuje się na poziomie hiper z kategorii *freely falling* wyodrębniono podkategorię *hyperfloat* (hiperpłynny). I na końcu R-R zajęli się reżimami, które do tego etapu analizy nie zostały sklasyfikowane. Stały się one kandydatami do grupy reżimów płynnych kierowanych lub całkowicie płynnych. W celu rozróżnienia tych kursów zastosowali prostą analizę, która pozwoliła określić czy, kurs walutowy zmienia się w obrębie pasma wahań i jaka jest wartość tych zmian.

Tabela 2. Klasyfikacja R-R

Kategorie reżimów	Przypisane numery w ujęciu R-R	Przypisane numery w ujęciu MFW
Kurs bez waluty krajowej	1	1
Kurs stały lub izba walutowa z góry określona	2	1
Kurs w obrębie określonego pasma wahań, który jest węższy lub równy +/- 2%	3	1
Kurs stały – de facto	4	1
Krocząca dewaluacja	5	2
Krocząca dewaluacja przedziału wahań, która jest węższa lub równa +/-2%	6	2
Krocząca dewaluacja – de facto	7	2
Krocząca dewaluacja przedziału wahań (de facto), która jest węższa lub równa +/-2%	8	2
Krocząca dewaluacja przedziału wahań, która jest szersza lub równa +/-2%	9	2
Krocząca dewaluacja przedziału wahań (de facto), która jest węższa lub równa +/-5%	10	3
Pasmo wahań, które jest węższe lub równe +/-2 (dopuszczalna jest zarówno aprecjacja jak i deprecjacja przez cały czas)	11	3
Kurs kierowany	12	3
Kurs płynny	13	4
Kurs swobodnie spadający	14	5

Źródło: C. M. Reinhart, K. S. Rogoff, *The modern history of exchange rate arrangements: a reinterpretation*, s. 2.

1.3. Klasyfikacja Levy-Yeyati i Sturzenegger (LYS)

Eduardo Levy-Yeyati i Federico Sturzenegger podobnie jak R-R poruszyli kwestię prawidłowego zakwalifikowania państw ze względu na stosowany przez nie reżim. Zwrócili uwagę, że większość badań dotyczących reżimów opiera się na klasyfikacji określonej przez MFW. Zaobserwowane rozbieżności pomiędzy deklarowanymi a faktycznie stosowanymi reżimami stały się dla LYS impulsem do stworzenia nowej klasyfikacji, która opiera się na aktualnej a niezapowiedzianej polityce. Dokładniej rzecz ujmując zdefiniowali reżim walutowy w stosunku do zachowania trzech zmiennych, którymi są: (1) zmiany nominalnego kursu walutowego, (2) niestabilność i częstość tych zmian oraz (3) niesta-

bilność rezerw walutowych⁹. Zmienne te zostały zdefiniowane w następujący sposób: zmiany nominalnego kursu walutowego mierzone jako średnia wszystkich miesięcznych zmian kursu walutowego przez okres roku kalendarzowego; niestabilność i częstość zmian kursu walutowego wyliczona jako odchylenie standardowe miesięcznych procentowych zmian w kursie walutowym; niestabilność rezerw zdefiniowali jako średnia wszystkich miesięcznych zmian związanych z miesięcznymi interwencjami na rynku walutowym¹⁰. LYS uznali, że kombinacja zachowań trzech zmiennych powinna dać odpowiedź na pytanie, jaki reżim, w jakim czasie powinno się zastosować. Na podstawie wybranych zmiennych zdefiniowali kursy walutowe. Kurs stały powiązany jest z wysoką niestabilnością rezerw walutowych i stałością kursu walutowego. Krocząca devaluacja (*a crawling peg*) ma miejsce, gdy zmiany nominalnego kursu walutowego charakteryzują się stabilnym przyrostem, podczas, gdy aktywna polityka monetarna (interwencje na rynku) pozwalają utrzymać kurs walutowy na określonej ścieżce. "Brudny kurs" (*a dirty float*) związany jest z sytuacją, gdy niestabilność wszystkich trzech zmiennych jest wysoka, a interwencje jedynie częściowo uspokajają wahania kursu walutowego. Kurs płynny charakteryzuje się niewielkimi interwencjami na rynku walutowym oraz wysoką niestabilnością kursu walutowego i stabilnością rezerw¹¹.

LYS przy konstrukcji klasyfikacji zastosowali analizę grupowania (*cluster analysis*)¹². Zastosowana procedura pozwoliła sklasyfikować

⁹ E. Levy-Yeyati, F. Sturzenegger, *Classifying exchange rate regimes: deeds vs. words*, Business School, Universidad Torcuato Di Tella 2002, s. 2

¹⁰ Ibidem, s. 6,7

¹¹ Ibidem, s 5

¹² Analiza grupowania polega na łączeniu homogenicznych elementów w grupę. Grupy konstruowane są na zasadzie podobieństw (odległości) pomiędzy elementami próbki. Hierarchiczna analiza grupowania (HC) ma najczęściej zastosowanie dla małych próbek. We wszystkich przypadkach rozpoczyna się od macierzy, gdzie łączy się w grupę dwa najbliższe sobie położone elementy. Różnica wynika ze sposobu oszacowania dystansu pomiędzy grupami. Jednym ze sposobu określania połączeń w analizie jest metoda najbliższego sąsiada. Polega ona na tym, że łączy się elementy, których odległość jest najmniejsza. Odległość pomiędzy utworzoną grupą a innym indywidualnym elementem, wyliczana jest jako minimalna odległość pomiędzy pojedynczym elementem a elementem w grupie. Każdy następny krok odbywa się na takiej samej zasadzie: odległość między dwoma grupami mierzona jest odległością pomiędzy ich najbliższymi elementami, i tak aż do wykazania wszystkich połączeń. Inną odmianą analizy grupowania jest analiza K (KHC), która oparta jest na zasadzie sortowania najbliższych środków. Element przypisany jest do grupy ze względu na najmniejszą odległość pomiędzy nim a

większość państw od roku 1974. W dodatku LYS zdecydowali się włączyć do klasyfikacji państwa, dla których zmienne potrzebne do analizy były niedostępne, ale mogły być zidentyfikowane w inny sposób, albo takie, które nie posiadają własnej waluty bądź, dlatego, że klasyfikacja de jure jest wiarygodna.

LYS zgrupowali państwa w trzy kategorie, ze względu na stosowany przez nie reżim. Są to państwa, które stosują kursy stałe, przejściowe lub płynne. Osobną kategorią są państwa, dla których określenie reżimu stało się niemożliwe.

Tabela 3. Klasyfikacja LYS

Reżim walutowy	Zmiany nominalnego kursu walutowego	Niestabilność i częstość tych zmian	Niestabilność rezerw walutowych
Nieokreślony	niska	niska	niska
Kurs płynny	wysoka	wysoka	niska
Kurs kierowany	wysoka	wysoka	wysoka
Krocząca dewaluacja	wysoka	niska	wysoka
Kurs stały	niska	niska	wysoka

Źródło: E. Levy-Yeyati, F. Sturzenegger, *Classifying exchange rate regimes: deeds vs. words*, s. 8.

Jednym z rezultatów zastosowania przez LYS analizy grupowania jest stwierdzenie, że około połowa państw bez zweryfikowanego reżimu, które nie posiadały niestabilności rezerw lub danych dotyczących rezerw, zaklasyfikowane zostały „ad hoc”¹³ i umieszczone w kategorii kurs „nie-rozstrzygnięty”.

1.4. Klasyfikacja Bubula i Ötker-Robe

Klasyfikacja stworzona przez Andree Bubula i İnci Ötker-Robe została oparta całkowicie na zachowaniu kursów walutowych i limitów rezerw walutowych. Pierwszym źródłem identyfikacji faktycznej polityki kursowej są informacje uzyskane poprzez konsultacje z państwami członkowskimi oraz regularne kontakty z ekonomistami MFW. Wszystkie te informacje zostały uzupełnione przez dane pochodzące z innych źródeł, włą-

środkiem grupy. Liczba grup określana jest ex-ante przez użytkowników, a środki grup szacowane z danych. Zdefiniowanie liczby grup odbywa się za pomocą algorytmu. I taki algorytm dla potrzeb swojej analizy stworzyli LYS.

¹³ M. W. Klein, J. C. Shombaugh, *The nature of exchange rate regimes*, NBER 2006, no. 12729, December, s. 39.

czając raporty prasowe, nowe artykuły a także inne podobne opracowania poparte przez analizę kursów i rezerw walutowych, aby osiągnąć ostateczne spojrzenie na reżimy kursowe.

Ocena, co kraje rzeczywiście robią ze swoim kursem walutowym jest bardzo trudnym zadaniem, z wyjątkiem spraw dotyczących sztywno zaczeponych stałych kursów, gdzie władza jest zmuszona do wprowadzenia zobowiązań wynikających z porozumień. Dotyczy to np. unii walutowej bądź formalnej dolaryzacji. Natomiast w przypadku, gdy kraje stosują reżimy płynne (całkowite lub kierowane) z systematycznym kierowaniem nimi poprzez sprzedaż lub zakup zagranicznej waluty przez bank centralny / rząd lub z niekierowanymi interwencjami takimi jak regulacja zagranicznej waluty, to sprawa wygląda inaczej. Dlatego autorki nowej klasyfikacji postanowiły zidentyfikować tę sprawę i dodać do klasyfikacji dane oparte na dowodach pochodzących z różnych dokumentów, pozwalających określić czy władza dążyła lub nie do nieformalnych celów. Mechanizm przydzielania kraju do odpowiedniej kategorii¹⁴ użyty przez Bubula i Ötker-Robe przedstawia się następująco:

- stabilność kursu walutowego nie była wystarczająca do zaklasyfikowania kursu jako stałego chyba, że dokumenty pochodzące z różnych źródeł dostarczały dowodów o tym, że władza formalnie lub nieformalnie ubiega się o utrzymanie stabilnego kursu poprzez powiązanie go z jedną walutą lub koszykiem walut. Jeżeli dostępne dane potwierdzały, że celem władzy jest utrzymanie stabilności kursowej i wahania kursu walutowego nie przekraczały 2% z ostatnich czterech miesięcy w powiązaniu z jedną walutą, to reżim został zakwalifikowany do zwykłych kursów stałych;
- koszyk walutowy był trudniejszy do zweryfikowania, zwłaszcza wtedy, gdy kompozycja i / lub wagi walut pozostawały nieujawnione. Wyjątek stanowią te sytuacje, w których jednoznacznie władza ogłasza, że waluta pozostaje stała wobec innej waluty. W takich przypadkach de jure (wcześniejsza) klasyfikacja pozostawała utrzymana;
- krocząca dewaluacja z/lub bez pasma wahań została przypisana tym krajom, które posiadały ogłoszone dowody (poparte nominalnym i realnym kursem walutowym), bądź nie-

¹⁴ A. Bubula, I. Ötker-Robe, op. cit., s. 11-12.

formalnie dążyły w polityce do łagodniejszej deprecjacji waluty z/lub bez formalnego korytarza wahań kursu. Stworzono rozróżnienie pomiędzy *forward-* i *backward-looking*, w celu określenia różnic pomiędzy stopniem zobowiązań wynikających ze ścieżki kursowej;

- do kursów stałych lub do kroczącej dewaluacji były przypisane także te kraje, które stosowały pasmo wahań, ale ruchy kursu walutowego były ograniczone poprzez wewnętrzne interwencje;
- reżim był zakwalifikowany jako kurs płynny kierowany wtedy, gdy oficjalnie stosowanym reżimem był kurs stały, ale stosowana była częsta dewaluacja w bardzo krótkim okresie czasu lub wtedy, gdy w kraju utrzymywany był kurs zróżnicowany dla różnych transakcji. Jeżeli kraje utrzymywały zróżnicowany kurs, to klasyfikacja reżimu była oparta na kursie walutowym odpowiadającym większości transakcji;
- przy wyborze pomiędzy kursem płynnym kierowanym lub całkowicie płynnym decydującym czynnikiem były dowody na stosowanie kierowanej lub niekierowanej interwencji, w celu uniknięcia niestabilności kursowej i jej konsekwencji w długim okresie. W przypadku kursu płynnego całkowicie kierowanego władza monitorowała i kierowała kurs walutowy w taki sposób, aby nie mógł być on zaliczony do którejś z grup kursów stałych, pasma wahań lub kroczącej dewaluacji.

Dane zaczerpnięte do tej klasyfikacji obejmują okres od stycznia 1990 do grudnia 2001. W celu przejrzystego obrazu reżimy zostały sklasyfikowane w trzy podstawowe grupy jako:

- sztywne kursy stałe (1-3),
- kursy przejściowe (4-11),
- kursy płynne (12-13).

1. Formalna dolaryzacja (*formal dollarization*) jest to system, w którym waluta innego kraju, np. dolar lub euro zostaje przyjęta i znajduje się w obiegu jako jedyny prawny środek płatniczy. W efekcie rząd danego kraju traci dochody z emisji pieniądza, kraj musi zrzec się autonomicznej polityki pieniężnej i kursowej, a bank centralny nie może

wspierać swojego systemu bankowego, oddziałując na jego płynność¹⁵. Jest to najbardziej sztywna forma kursu stałego.

2. Unia walutowa (*currency union*) występuje, gdy waluty krajów – członków unii – zostają zastąpione przez jedną wspólną walutę. Władze monetarne poszczególnych krajów nie mają żadnej możliwości prowadzenia niezależnej polityki monetarnej. Przyjęcie takiego systemu jest formą ostatecznego poddania kontroli podaży pieniądza, kraj taki rezygnuje z samodzielnego tworzenia pieniądza rezerwowego. Bank centralny traci swoją rolę jako pożyczkodawca ostatecznej instancji¹⁶.

3. Izba walutowa (*currency board arrangement*) określana także mianem „zarząd walutą”. Na system izby walutowej składają się cztery podstawowe elementy:

- sztywny kurs krajowej waluty względem waluty zagranicznej (pełniące funkcję tzw. zaczepu, kotwicy), bez możliwości zmiany parytetu,
- prawo i pełna swoboda wymiany krajowej waluty na walutę zagraniczną po ustalonym sztywnym kursie,
- zakaz kreacji pieniądza przez bank centralny danego kraju – wielkość emisji pieniądza krajowego przez władze monetarne może tylko w pełni odpowiadać wielkości napływu walut zagranicznych (rezerwom walutowym banku centralnego),
- długoterminowe zobowiązanie się do utrzymania tego systemu zapisane bezpośrednio w ustawie o banku centralnym (a czasem nawet w konstytucji)¹⁷.

4. 5. Zwykle kursy stałe powiązane z jedną walutą bądź z koszykiem walut (*conventional fixed pegs vis a vis a single currency or vis a vis a basket*). Kurs waluty krajowej jest sztywny w stosunku do innej waluty bądź do koszyka walut, który powstaje z walut państw będących najważniejszymi partnerami finansowymi i handlowymi, natomiast wagi walut odzwierciedlają geograficzny rozkład celów, usług lub przepływów kapitału. Waluta może być także standaryzowana jak SDR (specjalne prawa ciągnięcia). Należy przy tym dodać, że nie ma obowiązku utrzymywać raz obranego koszyka. Kurs walutowy może wahać się w obrębie wąskiego przedziału, ale nie węższego niż $\pm 1\%$ wokół kursu

¹⁵ *Polityka pieniężna. Cele, strategie i instrumenty*, red. W. Przybylska-Kapuścińska, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, Poznań 2002, s. 131.

¹⁶ *Ibidem*.

¹⁷ *Ibidem*, s. 130-131.

centralnego, bądź maksymalna i minimalna wartość kursu walutowego musi pozostać w obrębie $\pm 2\%$ przez ostatnie 3 miesiące. Władza monetarna musi być przygotowana na utrzymanie odpowiedniego parytetu. W tym celu zobowiązana jest do sprzedaży lub nabycia takiej ilości waluty, która pozwoli na utrzymanie parytetu¹⁸. Przy tym typie reżimu elastyczność polityki walutowej, choć ograniczona to jednak istnieje. Jest ona większa niż w przypadku sztywnych kursów stałych. Tradycyjna rola banku centralnego jest możliwa, a władza monetarna może, choć stosunkowo rzadko, korygować poziom kursu walutowego.

6. Stały kurs walutowy w obrębie pasma wahań (*horizontal bands*). Waluta ma możliwość wahań w obrębie pasma nie węższego niż $\pm 1\%$ wokół kursu centralnego. Władza monetarna musi dbać o przestrzeganie granicy wahań poprzez interwencję, tak by utrzymywać kurs walutowy w obrębie dopuszczalnych granic¹⁹.

7. 8. Krocząca dewaluacja – spojrzenie *forward* i *backward* (*crawling pegs: Forward and Backward Looking*) polega na stopniowej i systematycznej zmianie kursu sztywnego centralnego parytetu – np. 1% co miesiąc czy 5% kwartalnie – względem jednej waluty lub koszyka walut. Dokonano rozróżnienia pomiędzy *backward* i *forward looking* dewaluacją. Ze spojrzeniem *backward* mamy do czynienia wtedy, gdy dewaluacja oparta jest na dotychczasowym trendzie i kiedy wykorzystywana jest w celu skorygowania inflacji poprzez zmiany walutowe np. w sytuacji, gdy inflacja była poniżej realnego kursu walutowego i należy to skorygować w teraźniejszości. Natomiast spojrzenie *forward looking* stosowane jest wtedy, gdy kurs walutowy skorygowany jest poprzez nieogłoszony kurs stały i/lub umiejscowiony jest poniżej prognozowanej inflacji najczęściej wtedy, gdy kurs walutowy spełnia rolę kotwicy inflacyjnej. Utrzymywanie wiarygodnej dewaluacji nakłada na politykę monetarną podobne wymagania jak w przypadku systemu kursu stałego. Istotne jest to zwłaszcza w przypadku *forward*, gdyż wtedy oczekuje się od władzy takiej interwencji, która pozwoli na zmniejszenie tempa dewaluacji. Natomiast stopień interwencji w przypadku *backward* jest mniejszy, gdyż spojrzenie to nie jest wykorzystywane dla celu kotwicy inflacyjnej i deprecjacji ścieżki²⁰.

9. 10. Krocząca dewaluacja przedziału wahań – spojrzenie *forward* i *backward* (*crawling bands: Forward and Backward Looking*)

¹⁸ A. Bubula, I. Ötker-Robe, op. cit., s. 15.

¹⁹ Ibidem.

²⁰ Ibidem.

oznacza utrzymanie kursu walutowego wewnątrz określonego pasma wahań. Środek pasma jest kursem sztywnym względem jednej waluty lub koszyka walut. Szerokość pasma może być różna, ale nie węższa niż $\pm 1\%$ wokół centralnego parytetu. Kurs centralny (parytet) jest dostosowywany okresowo wg sztywno określonego tempa (np. 1% miesięcznie) lub w odpowiedzi na zmiany wybranych wskaźników ilościowych²¹. W tej kategorii dokonano także podobnego rozróżnienia na spojrzenie *forward* i *backward*.

11. 12. Kurs płynny całkowicie planowany i inne kursy kierowane z nieokreśloną wcześniej ścieżką kursową (*Tightly or Managed Floating with No Predetermined Path for the Exchange Rate*). Kurs płynny kierowany występuje, gdy poziom kursu poddany jedynie siłom rynkowym od czasu do czasu modyfikowany jest poprzez interwencję władzy monetarnej na rynku walutowym, bez wcześniejszego zobowiązania się lub określenia ścieżki dla kursu, czy też parytetu. Interwencje te mają na celu przede wszystkim wygładzenie krótkookresowych zmian kursu spowodowanych nadmiernym popytem lub nadmierną podażą zgłaszanych przez uczestników rynku, natomiast nie chodzi w nich o zmianę trendu kształtowania kursu walutowego. Uczestnicy rynku walutowego nie wiedzą z góry, kiedy i jakie interwencje nastąpią²². Wśród kursów płynnych kierowanych wyróżniono w sposób szczególny kurs całkowicie kierowany, w przypadku, którego interwencje władzy monetarnej przybierają formę monitoringu w celu osiągnięcia stabilności kursu walutowego bez udziału parytetu.

13. Kurs całkowicie płynny (*Independently Floating*) jest całkowicie kształtowany przez mechanizm rynkowy – jego poziom uzależniony jest od podaży i popytu na waluty obce na danym rynku. W tym reżimie polityka finansowa jest zgodnie z zasadą niezależna od polityki kursowej. Stąd też bank centralny nie dokonuje żadnych interwencji na rynku walutowym mających na celu minimalizowanie jego fluktuacji²³.

Klasyfikacja BOR jest odzwierciedleniem mechanizmu kursowego stosowanego w Polsce w latach 1990-2000. W roku 1990 przyjęto kurs sztywny wobec dolara amerykańskiego, a w 1991 roku wobec koszyka walut (USD, DM, GBR, FRF, CHF). Kursy te w klasyfikacji BOR nazwane zostały zwykłymi kursami stałymi. Od października 1991 roku zastosowana została krocząca dewaluacja z miesięcznym tempem dewa-

²¹ W. Przybylska-Kapuścińska, op. cit., s. 129.

²² Ibidem.

²³ Ibidem.; A. Bubula, I. Ötker-Robe, op. cit., s. 15.

luacji, początkowo o 1,8%, a w roku 1995 o 1,2%. W maju 1995 roku wprowadzono kroczącą dewaluację z przedziałem wahań, najpierw o $\pm 7\%$, a w końcu o $\pm 15\%$. 12 kwietnia 2000 roku nastąpiło całkowite uwolnienie kursu złotego i przyjęcie kursu płynnego. Każda z form kursu walutowego stosowana w Polsce w latach 1990-2000 jest zdefiniowana w klasyfikacji BOR.

2. Kryteria wyboru kursu walutowego

Stale czy zmienne kursy walutowe? Z dyskusji na ten temat wypływa podstawowy wniosek: nie istnieje najlepszy system, a optymalne rozwiązanie znajduje się gdzieś pośrodku. Próbując wybrać najlepszy reżim dla danego kraju, należy przeanalizować zalety stałych i płynnych kursów. W dalszej kolejności odpowiedzieć na pytanie, jaka jest sytuacja ekonomiczna kraju i w związku z tym, jakie są podstawowe cele do zrealizowania.

Analizując zalety kursów stałych można wskazać na cztery podstawowe korzyści: pozwalają wprowadzić kotwicę inflacyjną, sprzyjają rozwojowi handlu i inwestycji, zapobiegają spadkowi konkurencyjności i pozwalają uniknąć gwałtownego wzrostu cen. Z drugiej strony mamy do czynienia z korzyściami wynikającymi z wprowadzenia kursów płynnych. Należą do nich: zachowanie niezależnej polityki monetarnej, działanie automatycznych mechanizmów korygujących szoki na rynku, unikanie gwałtownych ataków, stabilizację systemu bankowego²⁴.

Wielu ekonomistów uważa, że głównym zadaniem kursów stałych jest walka z inflacją²⁵. Bank centralny zwalczając wysoką inflację uwiarygodnia kurs walutowy lub czasami rezygnuje ze swojej waluty, jeśli uzna, że takie rozwiązanie jest korzystne. W takiej sytuacji przedsiębiorcy dostrzegają, że oczekiwana inflacja powinna być niższa i ustalają swoje ceny i koszty na właściwym, realnym poziomie²⁶. W niektórych krajach bank centralny ma wyraźnie określony cel in-

²⁴ J. A. Frankel, *Experience and lessons from exchange rate regimes in emerging economies*, NBER 2003, no. 10032, October, s. 9

²⁵ M. Obstfeld, K. Rogoff, *The mirage of fixed exchange rates*, Journal of Economic Perspectives, 1995, Vol 9 s. 76.

²⁶ Ibidem, s. 9.

flacyjny i poparcie społeczne, co pozwoli na stabilizację cen w długim okresie²⁷ i uniknięcie gwałtownych wzrostów cen.

Trzecim argumentem za kursami stałymi jest fakt, iż ułatwiają handel i sprzyjają inwestycjom. Dzieje się tak, ponieważ sąsiadujące ze sobą kraje decydują się na usztywnienie kursu walutowego wobec waluty kraju będącego najważniejszym partnerem gospodarczym. Pozwala to skutecznie eliminować ryzyko kursowe oraz zwiększa integrację ekonomiczną. Zdarza się, że kraj pójdzie krok dalej i zdecyduje się na przyjęcie waluty partnera, co pozwoli na wyeliminowanie kosztów transakcyjnych, a handel i inwestycje staną się jeszcze ściślejsze.

Kolejną korzyścią kursów stałych jest unikanie przez państwa gwałtownych spadków konkurencyjności w handlu. Spadek konkurencyjności może być postrzegany, jako sytuacja, kiedy każde państwo

na próżno próbuje osiągnąć korzyści z handlu ze swoimi sąsiadami. Doprowadzić to może do licznych bankructw przedsiębiorstw. W takiej sytuacji kursy stałe mogą być efektywne w tworzeniu rozwiązań zadowalających wszystkie strony²⁸.

Główną zaletą płynnych kursów walutowych jest utrzymanie niezależnej polityki monetarnej. Kiedy dochodzi do zachwiania w gospodarce, np. zmniejszenie produkcji dóbr, rząd może szybko zareagować na to zjawisko unikając recesji. W sytuacji, kiedy nie udało się zapobiec recesji (spadek produkcji, zwiększenie bezrobocia) płynny kurs walutowy umożliwia zastosowanie automatycznych stabilizatorów rynku. Kraj odpowiada na recesję za pomocą ekspansji finansowej i deprecjacji waluty. Stymuluje to produkcję dóbr krajowych i umożliwia wyjście gospodarki z szoku szybciej, niż przy stosowaniu kursu stałego²⁹.

Kurs płynny umożliwia realizację niezależnej polityki banku centralnego w zakresie tworzenia pieniądza rezerwowego i stabilizacji systemu bankowego³⁰. Jako pożyczkodawca ostatniej instancji, bank centralny tak stymuluje podaż pieniądza, aby banki komercyjne rozwiązały swoje problemy związane z płynnością.

²⁷ G. A. Calvo, F. S. Mishkin, *The mirage of exchange rate regimes for emerging market countries*, NBER 2002, no. 9808, June, s. 17.

²⁸ J. A. Frankel, *Experience and lessons...*, op. cit., s. 10.

²⁹ Ibidem, s. 11.

³⁰ G. A. Calvo, F. S. Mishkin, op. cit., s. 23.

Ostatnim argumentem przemawiającym za kursami płynnymi jest ich umiejętność unikania gwałtownych ataków. Większa elastyczność ułatwia redukcje szoków, dzięki czemu nie są one tak bardzo odczuwalne. Kursy płynne łagodzą realne szoki w zakresie tworzenia PKB, zarówno na rynkach wschodzących jak i rozwiniętych.. Kursy walutowe są bardzo podatne na występowanie szoków i w większości przypadków skutki ich wystąpienia mają charakter negatywny³¹.

Wiedząc, jakie korzyści daje stosowanie stałych bądź płynnych kursów walutowych, należy w dalszej kolejności rozpatrzeć kryteria ekonomiczne determinujące wybór reżimu walutowego. Tabela 4 przedstawia podstawowe warunki, które decydują o wyborze kursu (poła zaznaczone krzyżykiem). Każde kryterium traktowane jest oddzielnie – tabela ma charakter ilustracyjny i uproszczony. Przedstawia przekrój reżimów kursowych od kursu w pełni płynnego do skrajnych odmian kursu sztywnego, tj. izby walutowej i unii walutowej.

Z tabeli 4 wynika, że utrzymujący się wysoki poziom inflacji może być spójny z kursem płynnym, szerokim pasmem wahań bądź z kroczącą dewaluacją. Natomiast niski poziom inflacji pozwala na wybór niemalże wszystkich rodzajów kursów walutowych – nieuzasadnione jest tylko stosowanie pełzającej dewaluacji.

W przypadku poziomu rezerw dewizowych, wysoki ich poziom nie determinuje wyboru kursu, kraj może swobodnie stosować każdy kurs, w zależności od prowadzonej przez siebie polityki i sytuacji ekonomicznej. Natomiast niski poziom rezerw dewizowych jest spójny jedynie z różnymi rodzajami kursu płynnego oraz z unią walutową. Jeżeli kraj nie posiada odpowiedniego poziomu rezerw dewizowych, nie może pozwolić sobie na swobodny wybór reżimu kursowego. Liberalizacja przepływów w zasadzie wyklucza stosowanie tzw. „miękkich” lub słabo zaczepionych odmian kursu stałego, ale dopuszcza stosowanie kursów płynnych oraz izby walutowej i unii walutowej. Kraj zamknięty na przepływy kapitału zgodnie z teorią ma swobodę wyboru kursu.

³¹ S. Edwards, E. Levy-Yeyati, *Flexible exchange rates as shock absorbers*, NBER 2003, no. 9867, July, s. 17.

Tabela 4. Kryteria wyboru reżimu walutowego

	Kurs płynny		Pasma wahań		Kurs stały		Izba walutowa	Unia walutowa
	Swobodny	kierowany	szerokie	wąskie	pełzający	szttywny		
Inflacja								
Wysoka	X	X	X		X			
Niska	X	X	X	X		X	X	X
Poziom rezerw dewizowych								
Wysoki	X	X	X	X	X	X	X	X
Niski	X	X	X					X
Liberalizacja przepływów kapitałowych								
Wysoka	X	X	X				X	X
Niska	X	X	X	X	X	X	X	X
Mobilność siły nabywczej								
Wysoka	X	X	X	X	X	X	X	X
Niska	X	X	X	X				
Dywersyfikacja produkcji i eksportu								
Wysoka	X	X	X	X	X	X	X	X
Niska	X	X						
Elastyczność i wiarygodność polityki fiskalnej								
Wysoka	X	X	X	X	X	X	X	X
Niska	X	X	X					
Otwartość rynku i integracja handlu zagranicznego								
Wysoka			X	X	X	X	X	X
Niska	X	X						
Przewaga występujących szoków (zakłóceń równowagi)								
Symetryczne	X	X	X	X	X	X	X	X
Asymetryczne	X	X	X					
Typy szoków (zakłóceń równowagi)								
Realne	X	X						
Nominalne			X	X	X	X	X	X

Źródło : B. Eichengreen, P. Masson, *Exit strategies policy options for countries seeking greater exchange rate flexibility* IMF Occasional Paper No 168, 1998.

Tabela 4 odnosi się także do sfery realnej. Jeżeli istnieje wysoka mobilność siły roboczej, to kraj posiada pełną swobodę wyboru, nato-

miast, gdy istnieje niska mobilność siły roboczej to najwłaściwsze będą kursy płynne oraz kursy z pasmem wahań. Niskie zróżnicowanie produkcji i eksportu determinuje wybór kursów płynnych. Wysoka dywersyfikacja pozostawia pełną swobodę. Podobnie wygląda sytuacja w przypadku gospodarek narażonych na szoki zewnętrzne. Gdy mają one charakter symetryczny, wówczas reżim kursowy może być dowolny, jednak w przypadku szoków asymetrycznych preferowane powinny być kursy płynne. Typy szoków także determinują określony typ kursów. Jeżeli mają one charakter realny to należy wybrać kursy płynne, jeśli są nominalne to jeden z pozostałych kursów³².

Wybierając reżim walutowy kraj powinien pamiętać, że żaden reżim nie jest panaceum na wszystkie trudności i w odpowiednim czasie należy przeprowadzić strategię wyjścia. Spowodowane jest to zmieniającą się sytuacją ekonomiczną kraju i dlatego należy dostosować reżim do nowych warunków.

3. Ewolucja reżimów walutowych

Analizując zmiany w strukturze reżimów walutowych, nie można nie zauważyć charakterystycznej tendencji. Badania przeprowadzone przez ekonomistów, w tym przez B. Eichengreen wraz z R. Razo-Garcia oraz przez A. Bubula i İ. Ötker-Robe³³, pokazują, że następuje polaryzacja reżimów walutowych. B. Eichengreen i R. Razo-Garcia badając ewolucję reżimów walutowych dokonali rozgraniczenia na trzy grupy państw: rozwinięte, rynki wschodzące oraz rozwijające się, tak, aby dokładniej przedstawić zmiany zachodzące w strukturze kursów walutowych. W swych badaniach posłużyli się klasyfikacją R-R³⁴. Analiza obejmuje lata 1990 – 2004³⁵. Wyniki tych badań przedstawia tabela 5.

³² O. Szczepańska, P. Sotomska-Krzysztofik: *Reżim kursowy a kryzysy walutowe – czy możliwy jest kryzys walutowy w warunkach kursu płynnego?*, Bank i Kredyt 2003, wrzesień, s. 12-13.

³³ B. Eichengreen, R. Razo-Garcia, *The evolution of exchange rate regimes*, Economic Policy, 2006 July; A. Bubula, İ. Ötker-Robe, *The evolution of exchange rate regimes since 1990: evidence from de facto policies*, IMF Working Paper 2002, September.

³⁴ Dla porównania swoich wyników użyli także klasyfikacji (BOR).

³⁵ B. Eichengreen, R. Razo-Garcia, op. cit, s. 421.

Tabela 5. Ewolucja reżimów walutowych w latach 1997-2004

Kursy walutowe	Lata		
	1990	1997	2004
Wszystkie kraje			
kursy stałe	22,50	24,46	34,06
kursy pośrednie	45,83	51,08	32,61
kursy płynne	15,83	13,67	31,88
freely falling	15,84	10,79	1,45
wszystkie	100,00	100,00	100,00
liczba państw	120	139	138
Kraje rozwinięte			
kursy stałe	4,35	0,00	52,17
kursy pośrednie	73,91	65,22	13,04
kursy płynne	21,74	34,78	34,79
freely falling	0,00	0,00	0,00
wszystkie	100,00	100,00	100,00
liczba państw	23	23	23
Rynki wschodzące			
kursy stałe	10,00	12,50	16,12
kursy pośrednie	60,00	55,13	41,94
kursy płynne	10,00	18,74	41,94
freely falling	20,00	13,63	0,00
wszystkie	100,00	100,00	100,00
liczba państw	30	32	31
Kraje rozwijające			
kursy stałe	34,33	35,71	35,71
kursy pośrednie	29,83	46,43	34,52
kursy płynne	16,44	5,96	27,38
freely falling	19,40	11,90	2,39
wszystkie	100,00	100,00	100,00
liczba państw	67	84	84

Źródło: B. Eichengreen, R. Razo-Garcia, *The evolution of exchange rate regimes*, Economic Policy, 2006 July.

Z tabeli 5 można wyczytać, że zwiększa się liczba państw stosujących kursy stałe i płynne, a zmniejsza się liczba tych, które przyjęły kursy przejściowe, bez względu na grupę państw. Do podobnych wniosków doszły A. Bubula i I. Otker-Robe. Swoją analizę przeprowadziły na latach 1990-2001. Jeżeli spojrzymy na grupy krajów, to odejście od kursów przejściowych jest bardziej wyraźne wśród krajów rozwiniętych niż

na rynkach wschodzących. Tabela 6 przedstawia dane dotyczące ewolucji reżimów walutowych w obrębie poszczególnych grup krajów w procentach liczby członków w każdej kategorii.

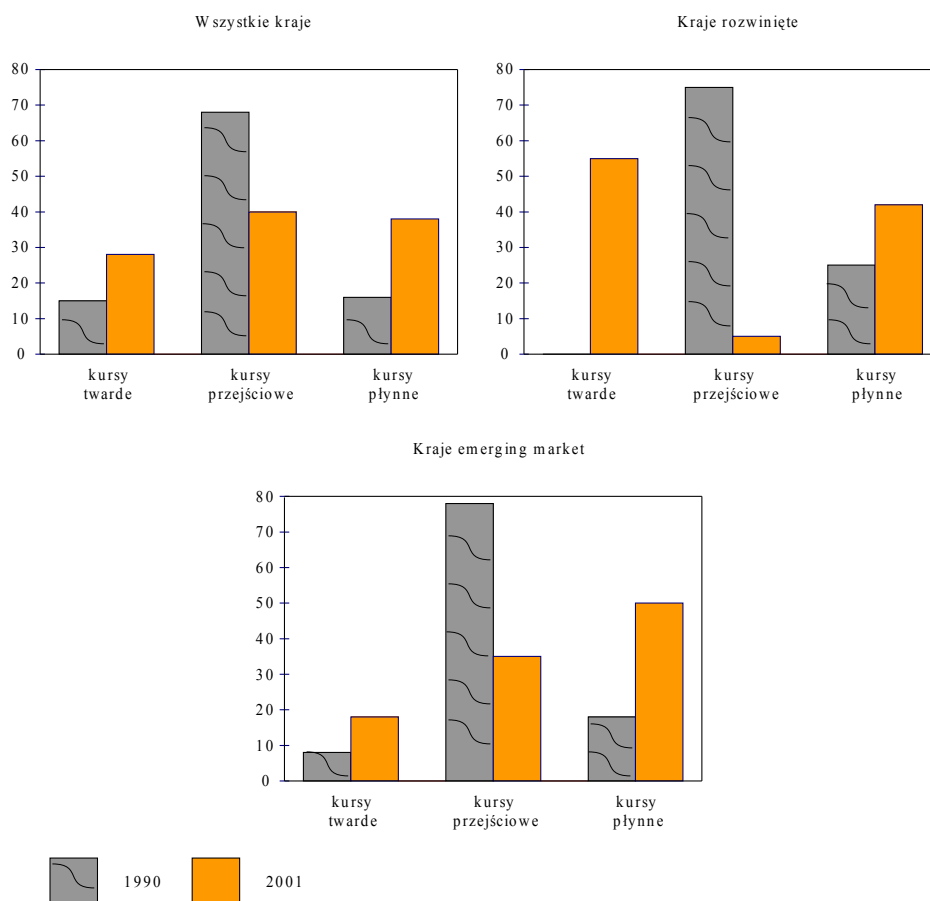
Tabela 6. Ewolucja reżimów walutowych w latach 1990–2001

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Wszystkie kraje												
kursy stałe	15,7	16,1	19,4	15,9	16,2	16,2	16,2	18,3	18,3	24,2	24,7	25,8
kursy przejściowe	69,2	66,5	56,1	58,8	56,8	58,9	58,4	53,2	48,9	40,9	41,4	38,7
kursy płynne	15,1	17,4	24,5	25,3	27,0	24,9	25,4	28,5	32,8	34,9	33,9	35,5
razem	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Kraje rozwinięte												
kursy stałe	0,0	0,0	4,2	4,2	4,2	4,2	4,2	4,2	4,2	50,0	50,0	54,2
kursy przejściowe	73,9	73,9	50,0	54,2	54,2	54,2	62,5	58,3	58,3	12,5	12,5	4,2
kursy płynne	26,1	26,1	45,8	41,6	41,6	41,6	33,3	37,5	37,5	37,5	37,5	41,6
razem	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Rynki wschodzące												
kursy stałe	6,7	10,0	9,7	9,4	9,4	9,4	9,4	12,5	12,5	12,5	15,6	15,6
kursy przejściowe	76,7	66,7	64,5	75,0	68,8	81,3	78,1	56,3	53,1	40,6	37,5	34,4
kursy płynne	16,6	23,3	25,8	15,6	21,8	9,3	12,5	31,2	34,4	46,9	46,9	50,0
razem	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Zródło: A. Bubula, I. Ötker-Robe, *The evolution of exchange rate regimes since 1990: evidence from de facto policies*, IMF Working Paper 2002, September, s. 16.

Dane z tabeli 6 potwierdzają tendencję w kierunku polaryzacji reżimów walutowych. Kraje rozwinięte obecnie prawie nie stosują kursów przejściowych. Spowodowane jest to zastąpieniem Europejskiego Mechanizmu Kursowego przez unię monetarną. Zaledwie, bowiem trzy kraje Unii Europejskiej zachowały swoje waluty narodowe, natomiast pozostałe wprowadziły euro. Nastąpiło to poprzez usztywnienie walut narodowych w stosunku do euro, czyli przejście najpierw do form sztywnych kursu stałego a następnie płynnego euro.

Rysunek 1. Polaryzacja reżimów kursowych (w %)



Źródło: A. Bubula, I. Ötker-Robe, *The evolution of exchange rate regimes since 1990: evidence from de facto policies*, IMF Working Paper 2002, September, s. 22.

Na rynkach wschodzących nastąpiła znacząca zmiana w kierunku kursów płynnych. Zmiana ta wynikała z dwóch powodów. Po pierwsze w latach 90-tych nastąpiła ostra zmiana w napływach kapitałów i państwa zdecydowały się na rynkowe kształtowanie się kursu walutowego. Drugim powodem był zdecydowany wybór takiego reżimu, w celu wzmocnienia polityki monetarnej w zakresie przepływów kapitału. Kierunek do lepszej elastyczności odzwierciedla pragnienie ograniczenia przepływów kapitału o charakterze spekulacyjnym, które pobudzane są przez reżimy kursów stałych lub kursu płynnego całkowicie kierowane-

go. Jednak kilka rynków wschodzących zdecydowało się na adaptację bardziej rygorystycznych reżimów kursowych (Argentyna, Bułgaria, Ekwador). Dokonano ostrej redukcji lub całkowicie zrezygnowano z autonomii monetarnej w nadziei, że narzucenie tak dużej dyscypliny przez wybór reżimu, wzmocni wiarygodność polityki i sprawi, że waluty będą mniej narażone na presję spekulacyjną³⁶.

Analizując wyniki przeprowadzonych badań kraje zmuszane są do wyboru pomiędzy płynnością a stabilnością kursu walutowego. Jakie jest logiczne wytłumaczenie tego zjawiska? I co sprawia, że hipoteza o zanikaniu kursów przejściowych ma rację bytu. *Bipolar view* wydaje się być następstwem zasady „niemożliwego trójkąta”³⁷. Zasada ta mówi, że jedynie dwa z trzech celów tj.: stabilność kursu walutowego, niezależna polityka monetarna i integracja rynku finansowego, mogą być osiągnięte jednocześnie. Dlatego kraj musi zrezygnować z jednego celu na rzecz pozostałych dwóch. Jeśli do tego doda się fakt, że rynek finansowy staje się coraz bardziej zintegrowany, to można przewidzieć, że kraje będą rezygnowały albo ze stabilności kursu walutowego, albo z niezależnej polityki monetarnej. I co istotne nie można osiągnąć tych celów połowicznie tzn. zdecydować się na pół stabilności kursu i pół niezależności polityki monetarnej³⁸. Rysunek 2 jest prostym przedstawieniem zasady „niemożliwego trójkąta”.

Kraj może znajdować się na wierzchołku trójkąta i wtedy posiada stabilny kurs walutowy oraz niezależną politykę monetarną pod warunkiem pełnej kontroli kapitału. Jeśli znajduje się w prawym rogu trójkąta to posiada stabilność kursu i pełną integrację finansową, ale wtedy znajduje się w unii monetarnej. Jeżeli natomiast chce zachować całkowitą płynność, to powinien dążyć do pełnej integracji finansowej i niezależnej polityki monetarnej.

Istniejący obecnie trend dotyczący finansowej integracji pcha większość państw w kierunku niższej części trójkąta. Jeśli kraj znajduje się właśnie w tej części trójkąta, to jego wybór zawęża się do dwóch kierunków: płynność lub stałość kursów walutowych. Stąd coraz większa liczba państw stosujących odmiany płynnych i stałych reżimów³⁹. Wybór kursów stałych jest najbardziej sensowny dla mało otwartych państw, albo dla tych, które są zdesperowane i muszą sprowadzić monetarną i fi-

³⁶ A. Bubula, I. Ötger-Robe, op. cit., s. 23.

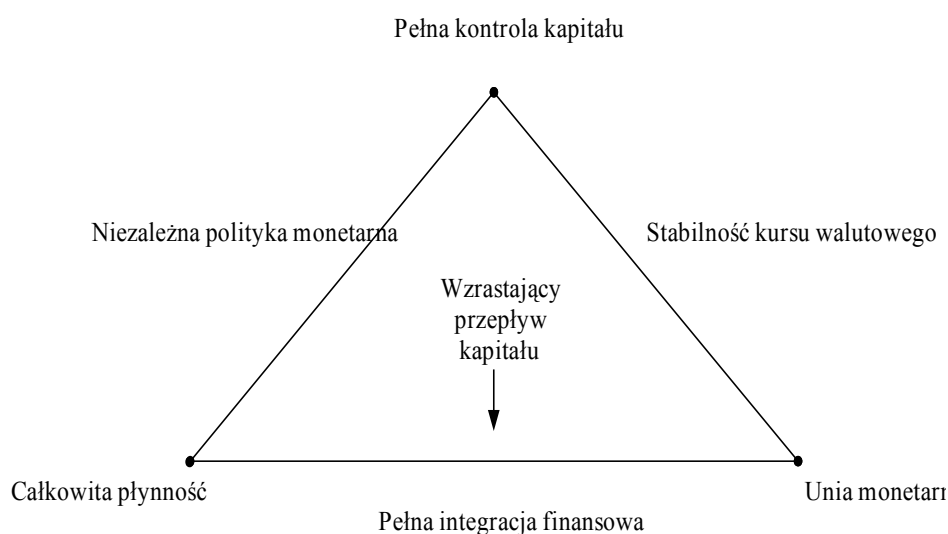
³⁷ J. A. Frankel, *Experience and lessons...*, op. cit, s. 7.

³⁸ J. A. Frankel, *The international financial architecture*, Policy Brief 51, 1994, July s. 4.

³⁹ J. A. Frankel, *The international financial...*, op. cit., s. 7.

nansową stabilizację. Kraje, które są w trakcie otwierania się na rynki międzynarodowe powinny nadal przyjmować reżimy przejściowe.

Rysunek 2. Niemożliwy trójkąt



Źródło: J. A. Frankel: *The international financial architecture*, s. 4.

Istniejący obecnie trend dotyczący finansowej integracji pcha większość państw w kierunku niższej części trójkąta. Jeśli kraj znajduje się właśnie w tej części trójkąta, to jego wybór zawęża się do dwóch kierunków: płynność lub stałość kursów walutowych. Stąd coraz większa liczba państw stosujących odmiany płynnych i stałych reżimów⁴⁰. Wybór kursów stałych jest najbardziej sensowny dla mało otwartych państw, albo dla tych, które są zdesperowane i muszą sprowadzić monetarną i finansową stabilizację. Kraje, które są w trakcie otwierania się na rynki międzynarodowe powinny nadal przyjmować reżimy przejściowe.

W opozycji do hipotezy o zanikaniu kursów przejściowych jest teoria, którą G. A. Calvo i C. M. Reinhart nazwali *fear of floating*. Zwrócili oni uwagę na fakt, iż w ostatnich latach wiele krajów⁴¹ przechodziło przez silne kryzysy finansowe prowadzące do poważnych konsekwencji gospodarczych danego kraju, zwłaszcza tych z grupy rynków wschodzą-

⁴⁰ J. A. Frankel, *The international financial...*, op. cit., s. 7.

⁴¹ Meksyk (1994), Tajlandia, Korea Południowa, Indonezja (1997), Rosja (1998), Brazylia (1999), Argentyna, Turcja (2001).

cych. Jedni winili za to kursy stałe, dlatego zwolennicy tego poglądu zdecydowali się na ruch w kierunku płynności. Calvo i Reinhart zanalizowali zachowanie kursu walutowego, rezerw walutowych, agregatów pieniężnych, stopy procentowej oraz cen artykułów spożywczych dla 154 przypadków stosowania kursu walutowego. Analiza ta miała na celu sprawdzenie czy oficjalne informacje dotyczące reżimów są adekwatne z aktualną polityką kraju. Przeprowadzając swoje badania stwierdzili, że państwa, które deklarowały swobodne dostosowywanie kursu do zmian na rynku, w rzeczywistości na to nie pozwalały, potwierdzając tym samym teorię *fear of floating*. Również w krajach, które deklarowały stosowanie kursów płynnych lub kursów płynnych kierowanych, najczęściej ich kurs przypominał kroczącą dewaluację⁴². Pomimo tego, iż kraje deklarują stosowanie różnych odmian kursów płynnych, to nadal starają się wpływać na poziom kursu. B. Eichengreen i R. Razo-Garcia w swoich badaniach pokazują, że *fear of floating* nie jest fenomenem ostatnich lat⁴³, ale początki swoje ma w latach 70-tych. Z drugiej strony B. Eichengreen i R. Razo-Garcia zwrócili uwagę na sytuację odwrotną, tzn. taką, kiedy pomimo faktu, iż praktycznie stosowane kursy przypominają kursy stałe, to oficjalnie kraje nie chcą się do tego przyznać. Zachowanie takie nazwali *fear of pegging*, które może być powiązane z sytuacją, kiedy wzrost mobilności kapitału, przy zastosowanym kursie stałym, jest bardziej podatny na ataki, co doprowadza do kryzysu walutowego⁴⁴.

Zarówno *fear of floating*, jak i *fear of pegging* są w opozycji do hipotezy o zanikaniu kursów przejściowych. Kraje owszem decydują się na przesunięcie swojego kursu w kierunku kursów stałych lub płynnych, jednak pozostawiają sobie możliwość dokonywania interwencji na rynku walutowym. Możliwość takich interwencji dostarcza stosowanie różnych form kursów przejściowych (krocząca dewaluacja przedziału wahań lub kurs płynny całkowicie kierowany). Stąd też wypływa wniosek, że kursy pośrednie, pomimo utraty swojego znaczenia, nadal będą alternatywą dla całkowicie sztywnych i płynnych form kursów walutowych.

Podsumowanie

⁴² G. A. Calvo, C. M. Reinhart, op. cit., s. 1, 2.

⁴³ B. Eichengreen, R. Razo-Garcia, op. cit, s. 13, 29, 34.

⁴⁴ Ibidem, s. 12.

Kurs walutowy jest jedną z najpoważniejszych cen w gospodarce międzynarodowej. Wpływa na konkurencyjność handlu zagranicznego, pobudza inwestycje, pozwala utrzymać inflację na odpowiednim poziomie. Dlatego dokonując wyboru reżimu walutowego należy mieć na uwadze cele, przed jakimi stoi gospodarka danego kraju. Decydując się na stałe, przejściowe lub płynne kursy walutowe państwo wraz z nimi otrzymuje określone korzyści. Należy pamiętać o tym, że otrzymując jedne korzyści, trzeba zrezygnować z drugich.

Analizując zmiany, jakie w ostatnich latach zachodzą w strukturze reżimów walutowych, nie sposób oprzeć się wrażeniu, że nie istnieje jednoznaczna odpowiedź na pytanie, jakie znaczenie będą miały poszczególne rodzaje kursów. Hipoteza o całkowitym zniknięciu reżimów pośrednich ma odzwierciedlenie w coraz mniejszej liczbie państw je stosujących. Ale jak pokazują badania, kraje pod pozorem stosowania stałych lub płynnych kursów walutowych, nadal chętnie po nie sięgają. Dzięki tym reżimom mogą osiągać konkretne cele, których nie mogłyby zrealizować w innym reżimie. Spowodowane jest to również przez *fear of floating*. Obawa przed płynnością dotyka coraz więcej krajów, zwłaszcza rynki wschodzące, które stanowią najliczniejszą grupę wśród państw stosujących reżimy przejściowe. Prawdą jest, że świat w szybkim tempie zmierza ku płynnym lub stałym kursom, ale droga w jednym bądź drugim kierunku zmierza przez reżimy pośrednie. Stąd wniosek, że reżimy te nadal będą odgrywać swoją rolę, a ogłoszenie ich zniknięcia w niedalekiej przyszłości jest przedwczesne.

Classification, criteria for selecting and evolution of exchange rate regimes since 1990 to 2004

Summary

This paper, entitled, attempts review studies concerning choice of optimal exchange rate regimes. The first part of the paper appears five different classification of exchange rate regimes. There are IMF's classification, Reinhart-Rogoff's, Levy-Yeyati-Sturzenegger's and Bubula-Otker-Robe's classification.

The second part of the paper gives advantages of fixed and flexible exchange rates. The two bid advantages of fixing the exchange rate for any country, are: (1) to reduce transactions costs and exchange rate risk which can discourage trade and investment, and (2) to provide a credible nominal anchor for monetary policy. The most important advantage of a floating exchange rate is the ability to pursue an independent monetary policy.

The last part of the paper shows the evolution of exchange rate regimes since 1990 to 2004. The last two decades the structure of the international monetary system have changed. This situation is consequence of the bipolar view on the one hand, and fear of floating on the other hand. Choosing the exchange rate regimes countries try to achieve the most important targets of domestic and international monetary policy.

Bibliografia

Bubula A, Ötker-Robe I., *The evolution of exchange rate regimes since 1990: evidence from de facto policies*, IMF Working Paper, September 2002.

Calvo G. A., Mishkin F. S., *The mirage of exchange rate regimes for emerging market countries*, NBER, No 9808, June 2002.

Edwards S., Levy-Yeyati E., *Flexible exchange rates as shock absorbers*, NBER, No 9867/2003.

Eichengreen B., Masson P., *Exit strategies policy options for countries seeking greater exchange rate flexibility*, IMF Occasional Paper No 168/ 1998.

Eichengreen B., Razo-Garcia R., *The evolution of exchange rate regimes*, Economic Policy, July 2006.

Frankel J. A., *No single currency regime is right for all countries or at all times*, NBER Working Paper Series, no. 7338, September 1999.

Frankel J. A., *Experience and lessons from exchange rate regimes in emerging economies*, NBER, No 10032, October 2003.

Frankel J. A., *The international financial architecture*, Policy Brief 51, July 1994.

Klein M. W., Shombaugh J. C., *The nature of exchange rate regimes*, NBER, No 12729, December 2006.

Levy-Yeyati E., Sturzenegger F., *Classifying exchange rate regimes: deeds vs. words*, Business School, Universidad Torcuato Di Tella 2002.

Obstfeld M., Rogoff K., *The mirage of fixed exchange rates*, Journal of Economic Perspectives, Vol 9/1995.

Reinhart C. M., Rogoff, K. S., *The modern history of exchange rate arrangements: a reinterpretation*, NBER Working Paper Series, no 8963, June 2002.

Przybylska-Kapuścińska W., *Polityka pieniężna: Cele, strategie i instrumenty*. Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, Poznań 2002.

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.