

# Dostosowanie polskiego systemu kursowego do zasad mechanizmu kursowego ERM II

## Adjustment of the Polish Exchange Rate Regime to the ERM II

*Michał Jurek\**

pierwsza wersja: 1 marca 2007 r., ostateczna wersja: 22 czerwca 2007 r., akceptacja: 3 lipca 2007 r.

### Streszczenie

W artykule podjęto próbę analizy, czy i w jakim stopniu polski system kursowy jest dostosowany do zasad uczestnictwa w ERM II. Chodziło o zbadanie, czy stosowany przez NBP system kursowy jest podstawą do ustalenia centralnego kursu złotego w stosunku do euro. By to zbadać, poddano analizie porównawczej systemy kursowe Polski i 14 krajów UE spoza obszaru euro. Zbadano też zmienność kursów walut tych państw w stosunku do euro w latach 1999–2006, wykorzystując miernik *ERV*. Przeprowadzone badania pozwoliły stwierdzić, że kurs złotego w stosunku do euro cechuje najwyższa zmienność spośród kursów walut wszystkich krajów UE spoza obszaru euro, a stosowany przez NBP system niezależnego kursu płynnego nie daje podstaw do ustalenia centralnego kursu złotego w stosunku do euro. Można więc sądzić, że warunkiem włączenia złotego do ERM II jest wcześniejsza modyfikacja polskiego systemu kursowego.

**Słowa kluczowe:** ERM II, kursy walutowe, polityka pieniężna, system kursowy

### Summary

The main target of this paper is to analyze two problems: namely, whether the Polish exchange rate system is adjusted to the rules of ERM II and whether an exchange rate system that has been used in Poland since April 2000 constitutes appropriate foundation for the evaluation of the zloty/euro central rate. The paper underlines the rules and features of the exchange rate systems in countries that have been members of EU since May 2004. It presents also the results of research conducted in order to analyze the variability of exchange rates of these countries' currencies expressed in terms of the euro. In order to analyze this variability, the *ERV* measure was used. Conducted research leads to the conclusion that a free float exchange rate system cannot provide a base for the calculation of the zloty/euro central rate. Hence a modification of the Polish exchange rate system has to be introduced before entering the ERM II.

**Keywords:** ERM II, exchange rate regime, monetary policy

**JEL:** E42, E52, E58

## 1. Wprowadzenie

Od początku lat dziewięćdziesiątych ubiegłego wieku polski system kursowy był stopniowo modyfikowany. Obserwacja dokonanych zmian pozwala stwierdzić, że chodziło zawsze o jego dostosowanie do zmieniających się warunków gospodarczych. Znamienne jest, że już wtedy, gdy w 1990 r. wprowadzono system kursu sztywnego, można było ustanowić wymiennalność wewnętrzną złotego, a tym samym usprawnić funkcjonowanie rynku. Można więc uznać, że dalsze modyfikacje powinny iść w kierunku umożliwiającym włączenie złotego do systemu walutowego obszaru euro.

Jak na ogół wiadomo, warunkiem przyjęcia euro jest realizacja tzw. kryteriów konwergencji. Aby móc je wypełnić, Polska musi powiązać narodowy system walutowy z systemem walutowym obszaru euro. Wyrazem tego powiązania będzie ustalenie kursu centralnego waluty krajowej w stosunku do euro i przestrzeganie zasad mechanizmu kursowego Exchange Rate Mechanism (dalej: ERM II) w ciągu dwóch lat. W tym czasie trzeba będzie stabilizować rynkowy kurs złotego w stosunku do euro. Nie będzie można przeprowadzić dewaluacji polskiej waluty.

Celem opracowania jest przedstawienie, czy i w jakim stopniu polski system kursowy jest dostosowany do zasad ERM II. Chodzi o zbadanie, czy stosowany przez Narodowy Bank Polski system kursowy daje już podstawę do ustalenia centralnego kursu złotego w stosunku do euro. Dążąc do realizacji tego celu, poddano analizie porównawczej systemy kursowe Polski i pozostałych 14 krajów UE spoza obszaru euro. Zbadano również kształtowanie się kursów walut tych państw w stosunku do euro w latach 1999–2006.

Zachętą do podjęcia tych badań była publiczna debata dotycząca przystąpienia Polski do obszaru eu-

ro. Charakterystyczne jest, że kładzie się w niej nacisk na opracowanie harmonogramu włączenia złotego do ERM II i wprowadzenia euro w Polsce. Stosunkowo niewiele uwagi poświęca się spójności dotychczas stosowanego systemu kursowego z mechanizmem ERM II. Pomiędzy zagadnienie dostosowań, jakie trzeba będzie przeprowadzić w polskim systemie kursowym, by w ogóle móc włączyć złotego do ERM II. Przeprowadzone dociekania mają na celu rozpatrzenie tych zagadnień.

Realizacji problemu badawczego podporządkowano układ artykułu. W drugiej części zarysowano zasady działania mechanizmu kursowego ERM II. Część trzecia zawiera charakterystykę systemów kursowych stosowanych przez Polskę i pozostałe kraje UE spoza obszaru euro. W części czwartej przedstawiono rezultaty badań nad zmiennością kursów walut tych krajów w stosunku do euro. Część piątą poświęcono przybliżeniu problemów systemu kursowego stosowanego dziś w Polsce. Biorąc pod uwagę przeprowadzone rozważania i uzyskane wyniki, w części szóstej zaproponowano taką modyfikację polskiego systemu kursowego, która ułatwiłaby osiągnięcie jego spójności z mechanizmem ERM II. Część siódma stanowi podsumowanie.

## 2. Zasady i swoiste cechy mechanizmu ERM II

ERM II powstał w wyniku przekształcenia mechanizmu kursowego ERM I, będącego zwornikiem Europejskiego Systemu Walutowego. Projekt tego mechanizmu opracował Europejski Instytut Walutowy w 1996 r. Opracowanie to było podstawą rezolucji przyjętej 16 czerwca 1997 r. przez Radę Europejską. Określono w niej konstrukcję, cele i zasady ERM II<sup>1</sup>. Przepisy te uściślono

<sup>1</sup> Resolution of the European Council on the establishment of an exchange rate mechanism in the third stage of economic and monetary union, Amsterdam, 16 June 1997.

Tabela 1. Zasady mechanizmu kursowego ERM II

Lp.	Zasada
1	Euro pełni funkcję miernika porównawczego narodowych jednostek pieniężnych, włączonych do ERM II.
2	Jednostka pieniężna każdego kraju ma ustalony kurs centralny w stosunku do euro.
3	Kurs rynkowy jednostki pieniężnej może się odchylać od kursu centralnego w granicach tzw. normalnego pasma dopuszczalnych odchyleń. Pasma to może zostać zawężone na wniosek kraju stosującego ERM II.
4	Na podstawie kursu centralnego i pasma dopuszczalnych odchyleń wyznacza się tzw. kursy interwencyjne.
5	Obowiązuje przeprowadzenie interwencji walutowej wtedy, gdy kurs rynkowy zbliża się do kursu interwencyjnego. Możliwe jest także stosowanie interwencji w celu dodatkowego stabilizowania kursu waluty wewnątrz pasma dopuszczalnych odchyleń. Interwencje tego typu są dobrowolne. Przeprowadza się je w euro i w walutach krajów UE spoza obszaru euro. Możliwe jest zawieszenie interwencji w sytuacji, gdyby ich prowadzenie zagrażało utrzymaniu stabilnego poziomu cen.
6	Możliwe jest zaciągnięcie krótkoterminowego kredytu, na cele stabilizacji kursu, w innym narodowym banku centralnym należącym do ESBC. Przed zaciągnięciem takiego kredytu trzeba jednak wykorzystać własne oficjalne rezerwy walutowe.
7	Zmiana kursu centralnego wymaga uzgodnienia z ministrami finansów państw obszaru euro i przedstawicielami EBC. Przeprowadza się ją wtedy, gdy nie udaje się ustabilizować kursu mimo stosowania interwencji walutowych. Ministrowie finansów państw obszaru euro i przedstawiciele EBC, jak też ministrowie finansów oraz prezesi banków centralnych krajów stosujących mechanizm kursowy są przy tym uprawnieni do zainicjowania poufnej procedury mającej na celu zmianę kursów centralnych, tak by nastąpiła ona w odpowiednim czasie.
8	Dwuletnie przestrzeganie zasad ERM II bez przeprowadzania dewaluacji waluty jest obligatoryjne dla tych krajów UE, które dążą do uczestnictwa w unii walutowej.

Źródło: opracowanie własne.

w porozumieniu zawartym 1 września 1998 r. przez przedstawicieli Europejskiego Banku Centralnego i narodowych banków centralnych krajów spoza obszaru euro, a mianowicie Danii, Grecji, Szwecji i Wielkiej Brytanii<sup>2</sup>. ERM II obowiązuje od 1 stycznia 1999 r. kraje, które zamierzają wejść do obszaru euro. Pełni funkcję przedpola systemu walutowego obszaru euro, będąc stabilizatorem kursów<sup>3</sup>. Zasady ERM II przedstawia tabela 1.

Mechanizm ERM II różni się od mechanizmu kursowego stosowanego w Europejskim Systemie Walutowym. Cechuje go asymetria. Chodzi o powiązanie narodowych jednostek pieniężnych krajów spoza obszaru euro ze wspólnym pieniądzem, którego emisja jest regulowana w taki sposób, by sprzyjać utrzymaniu stabilnego poziomu cen. Uznano, że nałożenie obowiązku włączenia się do ERM II ułatwi osiągnięcie wysokiego stopnia konwergencji gospodarczej przez kraje kandydujące do uczestnictwa w systemie walutowym obszaru euro. To zaś wpłynie dodatnio na stabilizację kursów walut tych państw (Deutsche Bundesbank 2004). Uniemożliwi przy tym przeprowadzanie konkurencyjnych dewaluacji tak, by zyskać przewagę konkurencyjną nad członkami unii walutowej (Buitter 1997).

W ERM II nie ma siatki kursów bilateralnych. Jednostką porównawczą walut jest euro, stąd stabilność każdej waluty zależy wyłącznie od jej relacji z euro. Nie wpływa na nią kształtowanie się kursów innych walut objętych mechanizmem (Deutsche Bundesbank 1998). Takie rozwiązanie przyjęto, by usprawnić funkcjonowanie systemu walutowego obszaru euro. Obawiano się, że kraje spoza obszaru euro będą konkurować kursami i uprawiać dumping walutowy.

Tworząc zasady ERM II przyjęto, że kurs centralny jednostki pieniężnej kraju uczestniczącego w tym mechanizmie zostanie ustalony w taki sposób, by nie naruszyć interesów żadnego kraju UE. Wprowadzono przy tym obowiązek stabilizowania kursu rynkowego wewnątrz pasma normalnych dopuszczalnych odchyień bez poważniejszych napięć w okresie dwuletnim (ECB 2000). Charakterystyczne jest jednak, że formułując kryterium stabilności kursowej, nie zdefiniowano, co znaczy „normalne” pasmo dopuszczalnych odchyień<sup>4</sup>. W oficjalnych komentarzach uznano, że odnosi się ono do pasma o szerokości  $\pm 15\%$  (Barber 1994; Wolf 1994). Sprawa nie została jednak jednoznacznie rozstrzygnię-

ta. Zdaniem S. Bieleckiego (2005), Komisja Europejska uznawała dotąd kryterium stabilności kursu walutowego za spełnione wtedy, gdy w ciągu dwóch lat rynkowy kurs waluty badanego kraju umacniał się w stosunku do kursu centralnego maksymalnie o 15% i słabł maksymalnie o 2,25%. Podobny pogląd prezentują analitycy NBP (Borowski et al. 2003).

Trzeba dodać, że w praktyce dokonano swoistej interpretacji kryterium stabilności kursowej. W *Raporcie o konwergencji* z 2004 r. stwierdzono, że oceniając stabilność kursu walutowego w stosunku do euro, EBC „skupia się na tym, czy rynkowy kurs walutowy pozostawał blisko kursu centralnego przyjętego w ERM II, bierze również pod uwagę czynniki, które mogły spowodować aprecjację – co jest zgodne z podejściem stosowanym w przeszłości. (...) Szerokość pasma dopuszczalnych odchyień przyjętego w mechanizmie ERM II nie wywiera negatywnego wpływu na ocenę kryterium stabilności kursu walutowego” (ECB 2004a, s. 12). Pogląd ten podtrzymano w *Raporcie o konwergencji* z 2006 r. (ECB 2006a, s. 12).

Każdy kraj przestrzegający zasad ERM II musi interweniować już wtedy, gdy kurs rynkowy jego waluty zbliża się do poziomu kursu interwencyjnego. Kurs interwencyjny wyznaczają dopuszczalne odchylenia. Kraj może także stosować interwencje dobrowolne, zwane intramarginalnymi, by stabilizować kurs swojej waluty w węższym przedziale. Podstawowym celem tych interwencji jest wzmocnienie oddziaływania pozostałych instrumentów polityki gospodarczej, w tym stopy procentowej, która powinna być podstawowym narzędziem stabilizowania kursów.

Przyjmując takie zasady, podkreślono, że interwencje nie są panaceum na wahania kursów walutowych. Podkreślono przy tym, że nadrzędnym celem zarówno krajów obszaru euro, jak i państw spoza niego, jest utrzymanie stabilnego poziomu cen. Dopuszczono więc możliwość odstąpienia od prowadzenia interwencji walutowych, gdyby zagrażało to realizacji tego celu.

Wszystkie państwa spoza obszaru euro nazywa się „państwami objętymi derogacją”. Są one zobowiązane dokonywać wszelkich działań zmierzających do przyjęcia wspólnej waluty. Mają też obowiązek traktować swoją politykę kursową jako sprawę wspólnego zainteresowania (*matter of common interest*) wszystkich krajów UE<sup>5</sup>. Z mocy przepisów kraje te mają swobodę wyboru daty włączenia swojej waluty do ERM II. EBC musi jednak zaakceptować wnioski w tej sprawie. Udzielenie takiej zgody następuje dopiero wtedy, gdy dany kraj stosuje przepisy prawne odpowiadające zasadom wspólnego rynku, gwarantuje wymiennalność swojej waluty oraz prowadzi zdyscyplinowaną politykę pieniężną i fiskalną (Tietmeyer 1998)

Podobnie jak w Europejskim Systemie Walutowym obowiązuje dwuletnie przestrzeganie zasad ERM II.

<sup>2</sup> *Agreement of 1 September 1998 between the European Central Bank and the national central banks of the member states outside the euro area*, OJ C 345.

<sup>3</sup> Problematykę zasad i konstrukcji mechanizmu ERM II szerzej przedstawiono w: Jurek (2006c).

<sup>4</sup> *Protocol on the convergence criteria referred to in Article 109j of the treaty establishing European Community* (1992). W Traktacie z Maastricht pojęcie to rozumiano pasmo stosowane w ERM I. Jednak w okresie, który upłynął między przyjęciem Traktatu (7 lutego 1992 r.) i jego ratyfikacją przez wszystkie kraje Wspólnoty Europejskiej (1 listopada 1993 r.), nastąpiła ważna zmiana. Mianowicie, 2 sierpnia 1993 r. w wyniku ostrego kryzysu funkcjonowania Europejskiego Systemu Walutowego zmodyfikowano mechanizm kursowy ERM I, rozszerzając pasmo dopuszczalnych odchyień z  $\pm 2,25\%$  do  $\pm 15\%$ . Szerzej na ten temat zob.: Jurek (2006a).

<sup>5</sup> *Traktat ustanawiający Wspólnotę Europejską (tekst skonsolidowany uwzględniający zmiany wprowadzone Traktatem z Nicei)* (2003).

Tabela 2. Kursy centralne i kursy interwencyjne w stosunku do euro wyznaczone dla walut państw będących członkami UE i stosujących ERM II

Jednostka pieniężna	Kurs centralny w stosunku do euro przed ERM II	Okres stosowania ERM II	Kurs centralny w stosunku do euro w ERM II	Dołny poziom kursu interwencyjnego	Górny poziom kursu interwencyjnego
korona duńska	7,460380	od 1.01.1999	7,460380	7,292520	7,628240
drachma grecka	357,000000	1.01.1999–16.01.2000	353,109000	300,143000	406,075000
		17.01.2000–1.01.2001	340,750000	289,637500	391,862500
korona estońska	15,646600	od 27.06.2004	15,646600	13,299600	17,993600
lit litewski	3,452800	od 27.06.2004	3,452800	2,934880	3,970720
tolar słoweński	brak	27.06.2004–1.01.2007	239,640000	203,694000	275,586000
funt cypryjski	0,585274	od 29.04.2005	0,585274	0,497483	0,673065
łạt lotewski	0,702804	od 29.04.2005	0,702804	0,597383	0,808225
lira maltańska	brak	od 29.04.2005	0,429300	0,364905	0,493695
korona słowacka	brak	od 25.11.2005	38,455000	32,686800	44,223300

Źródło: opracowanie własne na podstawie: ECB (1998, 2000, 2004b, 2005a, 2005c, 2006a, 2006b, 2007).

Jest to obowiązkowy okres stabilizowania kursu waluty w stosunku do euro. W tym czasie nie może dojść do dewaluacji. Uznano przy tym, że wprowadzenie wspólnego pieniądza musi się odbywać z poszanowaniem zasady równego traktowania. Kraje spoza obszaru euro muszą więc spełnić te same warunki, jakie obowiązywały pierwszych członków unii walutowej (ECB 2003a; Trichet 2004).

ERM II zaczął funkcjonować 1 stycznia 1999 r. Włączono do niego koronę duńską i drachmę grecką. Przyjęto, że dla drachmy greckiej będzie obowiązywać pasmo dopuszczalnych odchyień wynoszące  $\pm 15\%$ . Dla korony duńskiej przyjęto natomiast węższe pasmo. Jego rozpiętość wyniosła  $\pm 2,25\%$  (ECOFIN Council 1998). Grecja zaprzestała stosowania tego mechanizmu z chwilą zastąpienia drachmy przez euro. Nastąpiło to 1 stycznia 2001 r. W tym dniu z ERM II wyłączono drachmę grecką. Przedstawia to tabela 2.

1 maja 2004 r. 10 państw uzyskało status członków UE spoza obszaru euro i trzeba było je objąć przepisami Porozumienia Banków Centralnych<sup>6</sup>. Umożliwiło to włączenie ich walut do ERM II. Charakterystyczne jest, że jeszcze przed przyjęciem do UE wszystkie te kraje publicznie deklarowały chęć stabilizowania kursów swoich walut w tym mechanizmie (Backé et al. 2004). Siedem z nich – Litwa, Łotwa, Estonia, Malta, Cypr, Słowenia i Słowacja – wywiązało się z tych deklaracji. Słowenia zaprzestała stosowania ERM II 1 stycznia 2007 r., wprowadzając jednolity pieniądz – euro. Trzy kraje przyjęte do UE w 2004 r. – Czechy, Polska i Węgry – nie stosują jeszcze ERM II (tabela 2). Mechanizmu kursowego ERM II nie stosują także najmłodszy stażem członkowie UE, a mianowicie Bułgaria i Rumunia.

<sup>6</sup> Agreement of 29 April 2004 between the European Central Bank and the national central banks of the Member States outside the euro area on 1 May 2004 amending the Agreement of 1 September 1998 laying down the operating procedures for an exchange rate mechanism in stage three of economic and monetary union (2004), OJ C 135.

Z wyjątkiem Danii wszystkie kraje przyjęły dopuszczalne pasmo odchyień o szerokości  $\pm 15\%$  (ECB 2004c; 2004d; 2004e; 2005b; 2005d; 2005e; 2005f). W praktyce jednak zasady, na których opierają się systemy kursowe stosowane przez większość krajów utrzymujących swoje waluty w ERM II, są surowsze niż zasady ERM II.

### 3. Systemy kursowe krajów UE spoza obszaru euro w latach 1999–2006 według klasyfikacji Międzynarodowego Funduszu Walutowego

W badanym okresie Międzynarodowy Fundusz Walutowy (dalej: MFW) wyróżniał 8 systemów kursu walutowego. Ich zasady przedstawia tabela 3. Sporządzając ją, wykorzystano klasyfikację *de facto* systemów kursowych, opracowywaną przez MFW co roku od 30 kwietnia 1999 r. Dokonując takiej klasyfikacji, wykorzystuje się zróżnicowane dane, np. kształtowanie się nominalnego kursu walutowego, zmiany poziomu oficjalnych rezerw walutowych lub podstawowych wskaźników makroekonomicznych. Uwzględnia się również informacje udostępniane przez poszczególne kraje (Levy-Yeyati, Sturzenegger 2001).

Kraje UE spoza obszaru euro stosowały w latach 1999–2006 zróżnicowane systemy kursowe. Ich zasady syntetycznie prezentuje tabela 4. Wynika z niej, że na początku badanego okresu dziewięć krajów stosowało jakąś odmianę systemu kursu stałego, cztery państwa przyjęły jako odpowiednie zasady systemu kierowanego kursu płynnego, a pozostałe dwa kraje wprowadziły system niezależnego kursu płynnego. Niektóre z analizowanych krajów kilkakrotnie zmieniały stosowany system kursowy, zastępując go innym, lepiej dopasowanym do warunków gospodarczych. W dniu 30 kwietnia 2006 r. dziesięć państw stosowało systemy kursu stałego, dwa państwa – systemy kierowanego kursu płynnego, a w trzech krajach obowiązywały zasady systemu niezależnego kursu płynnego.

W całym badanym okresie Estonia, Litwa i Bułgaria stosowały system *currency board*. Estonia i Bułgaria po-

Tabela 3. Systemy kursowe stosowane przez kraje MFW

Lp.	Rodzaj systemu	Zasady systemu
1	System kursu stałego oparty na umowie ustanawiającej określoną jednostkę pieniężną jako prawny środek płatniczy ( <i>Exchange Arrangement with no Separate Legal Tender</i> ) <sup>a</sup>	Prawną jednostką pieniężną danego kraju jest jednostka pieniężna kraju trzeciego. Kraje stosujące ten system całkowicie tracą autonomię polityki pieniężnej. Zależy ona od polityki pieniężnej prowadzonej przez kraj, którego jednostkę pieniężną ustanowiono jako prawny środek płatniczy.
		Kraje należące do unii walutowej mają, na mocy umowy, wspólną jednostkę pieniężną, która jest powiązana sztywnym kursem z jednostką pieniężną kraju trzeciego. Kraje stosujące ten system całkowicie tracą autonomię polityki pieniężnej. Zależy ona od polityki pieniężnej prowadzonej przez kraj, z którego jednostką pieniężną powiązano wspólny pieniądź. Elastyczność zależy od stopnia surowości ustanowionych reguł.
		Kraje należące do unii walutowej mają, na mocy umowy, jednolitą jednostkę pieniężną. Ratyfikując tę umowę, władze monetarne kraju członkowskiego prowadzą politykę pieniężną zgodnie z wytycznymi instytucji ponadnarodowej.
2	System kursu w warunkach sztywnej regulowanej emisji ( <i>Currency Board Arrangement</i> )	Z mocy ustawy istnieje w danym kraju obowiązek wymiany krajowej waluty na określoną obcą walutę, zgodnie ze sztywnym kursem. Władza emisyjna jest zobowiązana, pod rygorem sankcji, zrealizować to zobowiązanie. Emisja pieniądza następuje tylko poprzez wymianę waluty obcej na krajową. Suma emisji jest więc w pełni pokryta aktywami zagranicznymi (dewizami). Zgodnie z przepisami bank centralny nie pełni swoich tradycyjnych funkcji. Stopień elastyczności zależy od surowości ustanowionych reguł.
3	System konwencjonalnego stałego kursu centralnego ( <i>Fixed Peg Arrangement</i> )	Istnieje możliwość wyboru jednego z trzech punktów odniesienia przy ustalaniu kursu centralnego jednostki pieniężnej danego kraju. Można go ustalić w stosunku do: wybranej jednostki innego kraju; do zbiorowej jednostki, której wartość zewnętrzną określa koszyk złożony z walut krajów mających duży udział w wymianie międzynarodowej; do innej jednostki zbiorowej. Nie ma obowiązku utrzymywania bezwzględnej stałości kursu. Kurs może się wahać, ale tylko w wąskich granicach $\pm 1\%$ . Dążąc do utrzymania stałości kursu, władze monetarne stosują bezpośrednie i pośrednie interwencje. Pierwsze z nich polegają na kupnie lub sprzedaży walut obcych, a drugie na prowadzeniu aktywnej polityki stopy procentowej. Władze monetarne mogą korygować poziom kursu. Czynią to jednak rzadko.
4	System kursu stałego o określonym poziomie wahań ( <i>Pegged Exchange Rate with Horizontal Bands</i> )	Jednostka pieniężna danego kraju ma określony kurs centralny (tak jak w punkcie 3). Stabilność wartości pieniądza powinna być utrzymywana w granicach nie większych niż $\pm 1\%$ . W tym systemie stopień uznaniowości w polityce pieniężnej zależy od szerokości przyjętego pasma wahań. Do końca 1998 r. do tej grupy Międzynarodowy Fundusz Walutowy zaliczał kraje, które należały do Europejskiego Systemu Walutowego. Stosowały one mechanizm kursowy – ERM I. Od 1 stycznia 1999 r. mechanizm ten przekształcono w ERM II.
5	System kursu korygowany w zależności od zmian podstawowych wskaźników makroekonomicznych ( <i>Crawling Peg</i> )	Kurs walutowy jest okresowo korygowany o małą część stałego kursu lub zależnie od zmian wybranych wskaźników makroekonomicznych. Aby utrzymać wiarygodność tak ustalonego kursu, trzeba stosować interwencje walutowe i politykę pieniężną podobnie jak w systemie konwencjonalnego stałego kursu centralnego.
6	System kursu stałego stopniowo korygowany w obrębie pasma wahań ( <i>Exchange Rate with Crawling Bands</i> )	Dąży się do utrzymywania stabilnego kursu wokół kursu centralnego. Kurs ten jest okresowo korygowany o część stałego kursu lub w zależności od zmian wybranego wskaźnika makroekonomicznego. Stopień elastyczności kursu zależy od szerokości pasma. Można zastosować symetryczne pasmo wahań wokół kursu centralnego lub asymetryczne, poprzez stopniowe podnoszenie górnej granicy pasma i utrzymywanie niezmięnionej dolnej granicy pasma. Obowiązek utrzymania kursu w paśmie wahań ogranicza stopień niezależności polityki pieniężnej. Zależy ona od szerokości pasma.
7	System kursu płynnego bez określonej z góry docelowej wysokości kursu ( <i>Managed Floating with no Predetermined Path for the Exchange Rate</i> )	Władze monetarne wpływają na kształtowanie kursu poprzez aktywne interwencje bezpośrednie i pośrednie mające na celu utrzymanie długoterminowego trendu kursu. Stopień i zakres interwencji zależy od sytuacji w bilansie płatniczym i międzynarodowej pozycji rezerwowej. Interwencje mogą przybierać formę ostrego monitoringu lub doraźnego działania.
8	System niezależnego kursu płynnego ( <i>Independently Floating</i> )	Kurs walutowy kształtuje się na rynku. Nie ma żadnych działań interwencyjnych. W tym systemie polityka pieniężna jest zasadniczo niezależna.

<sup>a</sup> MFW wyróżnia trzy odmiany systemu kursu stałego opartego na umowie ustanawiającej określoną jednostkę pieniężną jako prawny środek płatniczy.  
 Źródło: opracowanie własne na podstawie: IMF (1999, 2000, 2001, 2002, 2003, 2004, 2005, 2006).

wiązały swoje waluty sztywnym kursem z marką niemiecką, a później z euro (Backé et al. 2004; ECB 2003b). Litwa początkowo powiązała litę z amerykańskim dolarem. Zmiana nastąpiła w lutym 2002 r. Odtąd lit ma ustalony sztywny kurs w stosunku do euro (Backé et al. 2004).

Sztywne kursy litewskiego lita i estońskiej korony stanowiły punkt odniesienia podczas ustalania kursów centralnych tych walut w stosunku do euro, gdy włączano je do mechanizmu ERM II (tabela 2). Warto podkreślić, że mimo przyjęcia dopuszczalnych odchyleń od kursów centralnych w wysokości  $\pm 15,0\%$  (tabela 2), władze Estonii i Litwy jednostronnie zobowiązały się do dalszego utrzymywania systemu *currency board*. W ofi-

cialnych dokumentach Komisji Europejskiej podkreśla się, że Litwa i Estonia stosują go niejako „wewnątrz” ERM II (Commission of the European Communities 2004; 2006).

Mniej surowe zasady przyjęto w badanych latach na Łotwie i Malcie. Oba te kraje stosowały system konwencjonalnego stałego kursu centralnego. Oficjalny kurs łotewskiego lita ustalano początkowo w stosunku do SDR, a od 1 stycznia 2005 r. – w stosunku do euro. Kurs centralny liry maltańskiej wyznaczano, odnosząc go do koszyka walut, w którego skład wchodziły dolar amerykański, euro i funt szterling. Charakterystyczne jest, że Malta stabilizowała kurs rynkowy liry na poziomie odpowiadającym kursowi centralnemu. Nie by-

Tabela 4. Systemy kursowe stosowane przez kraje UE spoza obszaru euro w okresie od 30 kwietnia 1999 r. do 30 kwietnia 2006 r.

Kraj	Stosowany system kursowy według stanu w dniu							
	30.04.1999	31.12.1999	31.3.2001	31.12.2001	30.4.2003	30.4.2004	30.4.2004	30.4.2006
Bulgaria	system kursu stałego w warunkach sztywno regulowanej emisji (2)							
Cypr	system kursu stałego z wyznaczonymi granicami wahań (4)							
Czechy	system kierowanego kursu płynnego bez określonej z góry docelowej wysokości kursu (7)		system niezależnego kursu płynnego (8)		system kierowanego kursu płynnego bez określonej z góry docelowej wysokości kursu (7)			
Dania	system kursu stałego z wyznaczonymi granicami wahań (4)							
Estonia	system kursu stałego w warunkach sztywno regulowanej emisji (2)							
Litwa	system kursu stałego w warunkach sztywno regulowanej emisji (2)							
Łotwa	system konwencjonalnego stałego kursu centralnego (3)							
Malta	system konwencjonalnego stałego kursu centralnego (3)							
Polska	system kursu stałego stopniowo korygowany w obrębie pasma wahań (6)		system niezależnego kursu płynnego (8)					
Rumunia	system kierowanego kursu płynnego bez określonej z góry docelowej wysokości kursu (7)		system kursu stałego stopniowo korygowany w obrębie pasma wahań (6)			system kierowanego kursu płynnego bez określonej z góry docelowej wysokości kursu (7)		
Słowacja	system kierowanego kursu płynnego bez określonej z góry docelowej wysokości kursu (7)						system kursu stałego z wyznaczonymi granicami wahań (4)	
Słowenia	system kierowanego kursu płynnego bez określonej z góry docelowej wysokości kursu (7)				system kursu stałego stopniowo korygowany w obrębie pasma wahań (6)		system kursu stałego z wyznaczonymi granicami wahań (4)	
Szwecja	system niezależnego kursu płynnego (8)							
Węgry	system kursu stałego stopniowo korygowany w obrębie pasma wahań (6)		system kursu stałego z wyznaczonymi granicami wahań (4)					
Wielka Brytania	system niezależnego kursu płynnego (8)							

\* Numerację systemów kursowych przyjęto tak, jak w tabeli 3.

Źródło: opracowanie własne na podstawie: IMF (1999, 2000, 2001, 2002, 2003, 2004, 2005, 2006).

ło więc potrzeby określania pasma dopuszczalnych odchyleń (ECB 2005g; Hochreiter, Sitz 2004). Takie pasmo istniało natomiast na Łotwie. Zgodnie z nim rynkowy kurs łata mógł się odchylić od kursu centralnego maksymalnie o  $\pm 1\%$ . Obowiązywały interwencje walutowe (Backé et al. 2004).

Zmiany w systemach kursowych obu tych krajów przeprowadzono 29 kwietnia 2005 r., z chwilą włączenia ich walut do mechanizmu ERM II (tab. 2). Odtąd obowiązuje kurs centralny łata i liry w stosunku do euro. Dla łata ustalono go, biorąc za punkt odniesienia stosowany już wcześniej kurs centralny (tabela 2), natomiast dla liry przyjęto kurs centralny odpowiadający rynkowemu kursowi tej waluty w stosunku do euro (ECB 2006a).

Oficjalnie dopuszczalne odchylenia od tak ustalonych kursów centralnych wynoszą  $\pm 15,0\%$ . Władze Łotwy zobowiązały się jednak do jednostronnego stabilizowania rynkowego kursu łata w węższym, dwuprocentowym paśmie. Władze Malty przyjęły natomiast zobowiązanie do utrzymywania rynkowego kursu liry w stosunku do euro na poziomie odpowiadającym kursowi centralnemu przyjętemu w ERM II (Commission of the European Communities 2006).

Szersze pasmo dopuszczalnych odchyleń od kursu centralnego obowiązywało w badanym okresie w Danii,

na Cyprze i na Węgrzech. Wszystkie te kraje stosowały bowiem systemy kursu stałego z wyznaczonymi granicami wahań. Kursy centralne korony duńskiej, węgierskiego forinta i cypryjskiego funta wyznaczano w stosunku do euro. Dania przyjęła pasmo dopuszczalnych odchyleń stosowane jeszcze w mechanizmie ERM I<sup>7</sup>. Zgodnie z nim rynkowy kurs korony mógł się odchylić o  $\pm 2,25\%$  od kursu centralnego.

Takie samo pasmo obowiązywało cypryjskiego funta do końca 2000 r.<sup>8</sup> W dniu 1 stycznia 2001 r. rozszerzono je. Odtąd kurs rynkowy cypryjskiego funta mógł się wahać o  $\pm 15\%$  w stosunku do kursu centralnego. To szerokie pasmo utrzymano również po włączeniu cypryjskiego funta do mechanizmu ERM II (tabela 2). Charakterystyczne jest jednak, że wahania rynkowego kursu funta w stosunku do euro w praktyce nigdy nie przekroczyły granic określonych przez stare, węższe pasmo (Commission of the European Communities 2006).

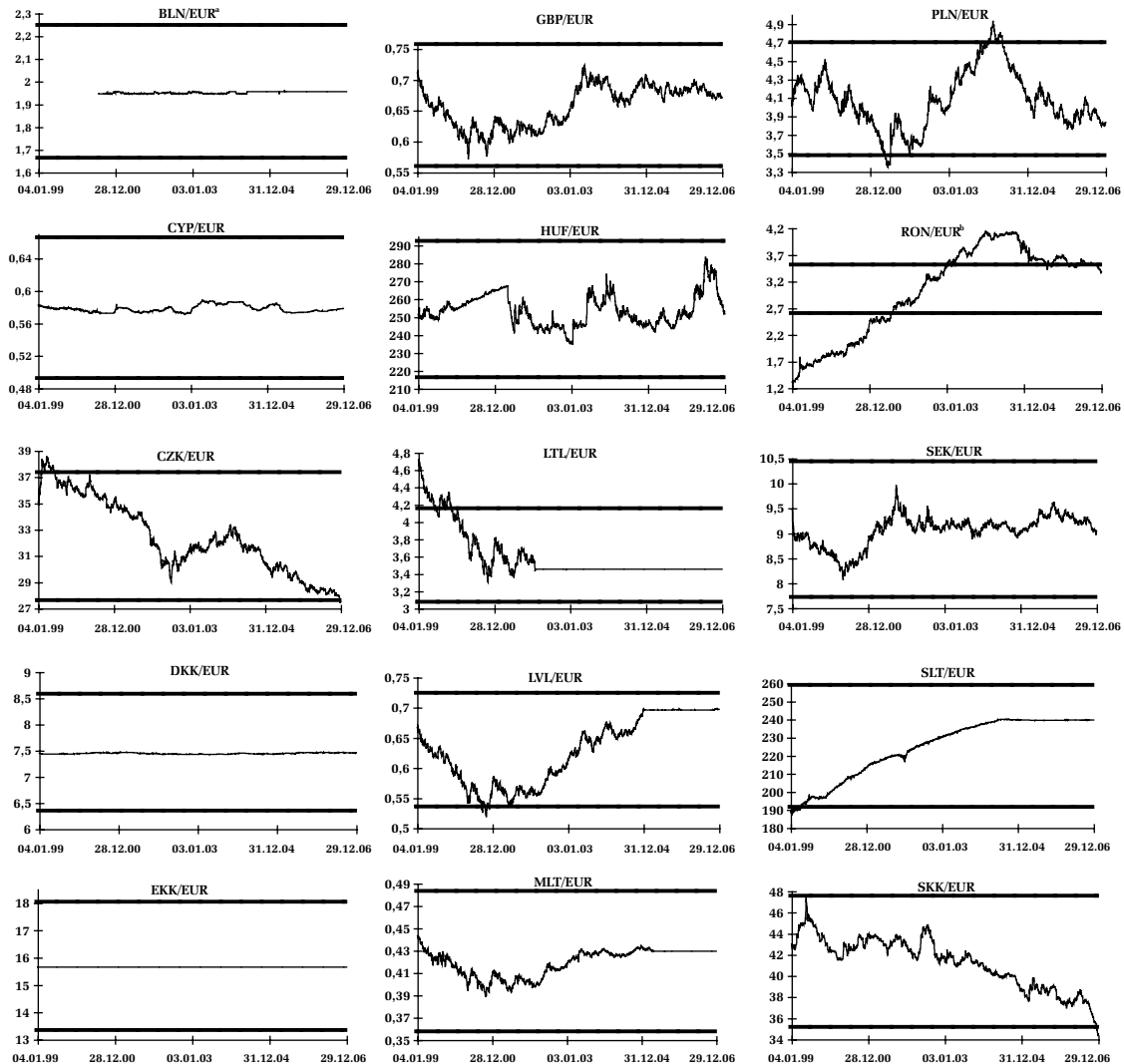
Inaczej funkcjonował system kursowy na Węgrzech. Do końca kwietnia 2001 r. przeprowadzano bowiem sys-

<sup>7</sup> Szerzej problematykę tę przedstawiono w: Jurek (2006a).

<sup>8</sup> Węższe pasmo utrzymywano jeszcze przez dwa i pół miesiąca, by ustabilizować oczekiwania podmiotów gospodarujących. Ostatecznie zniesiono je 13 kwietnia 2001 r. (Backé et al. 2004).



Wykres 1. *Kształtowanie się dziennych kursów walut krajów UE spoza obszaru euro w stosunku do euro z uwzględnieniem dopuszczalnych odchyleń w wysokości  $\pm 15\%$  od średniego poziomu kursu w latach 1999-2006*



<sup>a</sup> Dane dotyczące kursu bułgarskiego lewa w stosunku do euro przed 19 lipca 2000 r. są niedostępne.

<sup>b</sup> W dniu 1 lipca 2005 r. Rumunia przeprowadziła denominację swojej jednostki pieniężnej w stosunku 10 000 starych lejów za 1 nowego leja. Zarówno nowe, jak i stare leje były w obiegu do końca 2006 r.

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych EBC, strona internetowa [www.ecb.int](http://www.ecb.int).

ro. Aby zrealizować ten cel, przeprowadzono analizę porównawczą kształtowania się kursu złotego oraz kursów walut pozostałych krajów UE spoza obszaru euro w stosunku do euro.

W badanym okresie zmienność badanych kursów była bardzo zróżnicowana. Przedstawia to wykres 1. Niewątpliwie wpływały na nią systemy kursowe stosowane przez poszczególne kraje.

Już wstępna obserwacja wykresu 1 pozwala stwierdzić, że bardzo stabilne były kursy duńskiej korony (DKK), cypryjskiego funta (CYP) i estońskiej korony (EKK). W ostatnich latach badanego okresu udało się też ustabilizować kursy litewskiego lita (LTL), łotewskiego łata (LVL), słoweńskiego tolara (SLT), maltańskiej li-

ry (MTL). Dodatni wpływ na to zjawisko wywarło włączenie tych walut do ERM II (tabela 2). Nie udało się jedynie ograniczyć zmienności kursu słowackiej korony (SKK), mimo jej stabilizowania w tym mechanizmie.

Większą zmiennością odznaczały się kursy walut, które pozostawały poza ERM II. Jedynie kurs bułgarskiego lewa (BLN) w stosunku do euro był bardzo stabilny. Kursy pozostałych walut – szwedzkiej korony (SEK), węgierskiego forinta (HUF), brytyjskiego funta (GBP), czeskiej korony (CZK), rumuńskiego leja (RON) i polskiego złotego (PLN) – cechowała duża zmienność. Charakterystyczne jest przy tym, że najsilniejszym wahaniom, i to zarówno o charakterze aprecjacyjnym, jak i deprecjacyjnym, podlegał kurs polskiego złotego.



Tabela 5. *Rozpiętość wahań dziennego kursu walut krajów UE spoza obszaru euro w stosunku do euro w latach 2000–2006*

Wyszczególnienie	1.01.2000– 31.12.2001	1.01.2001– 31.12.2002	1.01.2002– 31.12.2003	1.01.2003– 31.12.2004	1.01.2004– 31.12.2005	1.01.2005– 31.12.2006
1	2	3	4	5	6	7
<b>Dania</b>						
kurs odniesienia <sup>a</sup>	7,4403	7,4580	7,4431	7,4264	7,4419	7,4338
maksymalne ujemne odchylenie od kursu odniesienia (w %) <sup>b</sup>	-0,35	-0,11	nie wystąpiły	-0,34	-0,28	-0,43
maksymalne dodatnie odchylenie od kursu odniesienia (w %) <sup>b</sup>	+0,07	+0,44	+0,25	+0,03	+0,17	nie wystąpiły
<b>Wielka Brytania</b>						
kurs odniesienia <sup>a</sup>	0,6265	0,6134	0,6201	0,6422	0,7020	0,6950
maksymalne. ujemne odchylenie od kursu odniesienia (w %) <sup>b</sup>	-1,84	-5,31	-15,89	-11,91	-0,50	-1,50
maksymalne dodatnie odchylenie od kursu odniesienia (w %) <sup>b</sup>	+7,32	+1,84	+1,59	nie wystąpiły	+5,83	+4,28
<b>Szwecja</b>						
kurs odniesienia <sup>a</sup>	8,5865	8,6622	9,4359	9,0961	9,0228	8,9819
maksymalne ujemne odchylenie od kursu odniesienia (w %) <sup>b</sup>	<b>-14,45</b>	<b>-13,45</b>	-0,11	-1,74	<b>-6,29</b>	-6,77
maksymalne dodatnie odchylenie od kursu odniesienia (w %) <sup>b</sup>	+5,10	nie wystąpiły	+5,02	+1,84	+1,04	nie wystąpiły
<b>Litwa</b>						
kurs odniesienia <sup>a</sup>	4,0468	3,5889	3,5687	3,4523	3,4525	3,4528
maksymalne ujemne odchylenie od kursu odniesienia (w %) <sup>b</sup>	-1,60	-5,64	-0,27	-0,03	-0,03	nie wystąpiły
maksymalne dodatnie odchylenie od kursu odniesienia (w %) <sup>b</sup>	+17,02	+5,46	+3,32	nie wystąpiły	+0,01	nie wystąpiły
<b>Łotwa</b>						
kurs odniesienia <sup>a</sup>	0,5922	0,5597	0,5592	0,6049	0,6631	0,6900
maksymalne ujemne odchylenie od kursu odniesienia (w %) <sup>b</sup>	-1,45	-8,68	-19,34	-14,64	-5,12	-1,17
maksymalne dodatnie odchylenie od kursu odniesienia (w %) <sup>b</sup>	+11,26	+3,66	+0,72	nie wystąpiły	+2,15	nie wystąpiły
<b>Estonia</b>						
kurs odniesienia <sup>a</sup>	15,6466	15,6466	15,6466	15,6466	15,6466	15,6466
maksymalne ujemne odchylenie od kursu odniesienia (w %) <sup>b</sup>	nie wystąpiły	nie wystąpiły	nie wystąpiły	nie wystąpiły	nie wystąpiły	nie wystąpiły
maksymalne dodatnie odchylenie od kursu odniesienia (w %) <sup>b</sup>	nie wystąpiły	nie wystąpiły	nie wystąpiły	nie wystąpiły	nie wystąpiły	nie wystąpiły
<b>Cypr</b>						
kurs odniesienia <sup>a</sup>	0,5770	0,5727	0,5749	0,5730	0,5846	0,5791
maksymalne ujemne odchylenie od kursu odniesienia (w %) <sup>b</sup>	-0,43	-1,32	-2,30	-2,64	-0,36	-0,90
maksymalne dodatnie odchylenie od kursu odniesienia (w %) <sup>b</sup>	+0,79	+0,22	+0,59	+0,00	+2,00	+1,07
<b>Malta</b>						
kurs odniesienia <sup>a</sup>	0,4160	0,4020	0,4025	0,4160	0,4304	0,4325
maksymalne ujemne odchylenie od kursu odniesienia (w %) <sup>b</sup>	-0,38	-3,80	-7,09	-4,20	-0,83	-0,33
maksymalne dodatnie odchylenie od kursu odniesienia (w %) <sup>b</sup>	+6,25	+1,88	+1,13	nie wystąpiły	+1,30	+0,76
<b>Słowenia</b>						
kurs odniesienia <sup>a</sup>	198,1957	213,0077	219,4587	230,0165	236,6662	239,7987
maksymalne ujemne odchylenie od kursu odniesienia (w %) <sup>b</sup>	-11,16	-8,02	-7,90	-4,34	-1,41	nie wystąpiły
maksymalne dodatnie odchylenie od kursu odniesienia (w %) <sup>b</sup>	nie wystąpiły	nie wystąpiły	+0,54	nie wystąpiły	nie wystąpiły	+0,15
<b>Słowacja</b>						
kurs odniesienia <sup>a</sup>	42,5231	43,5514	43,0897	41,7452	41,1321	38,8722
maksymalne ujemne odchylenie od kursu odniesienia (w %) <sup>b</sup>	-3,19	-2,61	-3,71	-0,82	-0,06	-1,99
maksymalne dodatnie odchylenie od kursu odniesienia (w %) <sup>b</sup>	+2,32	+5,04	+4,97	<b>+7,24</b>	+8,23	<b>+10,88</b>

Wyszczególnienie	1.01.2000– 31.12.2001	1.01.2001– 31.12.2002	1.01.2002– 31.12.2003	1.01.2003– 31.12.2004	1.01.2004– 31.12.2005	1.01.2005– 31.12.2006
1	2	3	4	5	6	7
<b>Czechy</b>						
kurs odniesienia <sup>a</sup>	36,0477	34,8341	32,5317	31,1942	32,3294	30,6360
maksymalne ujemne odchylenie od kursu odniesienia (w %) <sup>b</sup>	-2,16	-1,30	-0,58	-6,52	-2,77	nie wystąpiły
maksymalne dodatnie odchylenie od kursu odniesienia (w %) <sup>b</sup>	+10,70	<b>+16,01</b>	<b>+10,06</b>	+2,22	+10,48	+9,85
<b>Węgry</b>						
kurs odniesienia <sup>a</sup>	254,3655	264,9463	247,3078	236,0705	264,7438	245,8017
maksymalne ujemne odchylenie od kursu odniesienia (w %) <sup>b</sup>	-5,04	-0,85	-8,13	-13,28	-0,59	<b>-14,41</b>
maksymalne dodatnie odchylenie od kursu odniesienia (w %) <sup>b</sup>	+4,52	+11,07	+4,93	+0,40	+8,59	+1,55
<b>Rumunia</b>						
kurs odniesienia <sup>a</sup>	3,6510	3,6875	3,7239	3,7605	3,7970	3,8337
maksymalne ujemne odchylenie od kursu odniesienia (w %) <sup>b</sup>	-2,01	-2,00	-1,98	-1,97	-1,47	-0,49
maksymalne dodatnie odchylenie od kursu odniesienia (w %) <sup>b</sup>	nie wystąpiły	nie wystąpiły	nie wystąpiły	nie wystąpiły	+8,96	+11,39
<b>Bułgaria</b>						
kurs odniesienia <sup>a</sup>	b. d.	1,9520	1,9465	1,9521	1,9533	1,9559
maksymalne ujemne odchylenie od kursu odniesienia (w %) <sup>b</sup>	b. d.	-0,19	-0,47	-0,19	-0,16	-0,03
maksymalne dodatnie odchylenie od kursu odniesienia (w %) <sup>b</sup>	b. d.	+0,30	+0,02	+0,31	+0,37	+0,06
<b>Polska</b>						
kurs odniesienia <sup>a</sup>	4,216036	3,874416	3,588128	3,98576	4,659481	4,135370
maksymalne ujemne odchylenie od kursu odniesienia (w %) <sup>b</sup>	nie wystąpiły	-6,79	<b>-30,02</b>	<b>-22,60</b>	-4,87	-2,07
maksymalne dodatnie odchylenie od kursu odniesienia (w %) <sup>b</sup>	<b>+19,93</b>	+12,87	+1,66	nie wystąpiły	<b>+17,56</b>	+8,61

<sup>a</sup> Kurs będący punktem odniesienia jest średnim dziennym kursem waluty w stosunku do euro z miesiąca bezpośrednio poprzedzającego okres badania.

<sup>b</sup> Odchylenia wyznaczone, mierząc względne różnice między kursem będącym punktem odniesienia oraz maksymalną i minimalną wartością dziesięciodniowej średniej ruchomej dziennego kursu waluty w stosunku do euro.

Wytłuszczonym drukiem wyróżniono najwyższe ujemne i dodatnie odchylenia obserwowane w grupie badanych krajów we wszystkich dwuletnich okresach.

Źródło: opracowanie i obliczenia własne na podstawie danych EBC; strona internetowa [www.ecb.int](http://www.ecb.int).

Wyniki badań porównawczych nad zmiennością kursu złotego i walut pozostałych krajów UE w stosunku do euro zawiera tabela 5. Biorąc pod uwagę, że spełnienie kursowego kryterium konwergencji wymaga stabilizowania waluty w okresie dwuletnim, w latach 1999–2006 wyodrębniono sześć dwuletnich okresów. Następnie przeprowadzono badania rozpiętości wahań dziennego kursu walut krajów UE spoza obszaru euro w stosunku do euro w każdym z tych okresów. Jako kurs odniesienia przyjmowano średni dzienny kurs waluty w stosunku do euro według notowań w miesiącu bezpośrednio poprzedzającym badany dwuletni okres. Od tak wyznaczonych kursów odniesienia obliczano następnie względne odchylenia dziesięciodniowej średniej ruchomej rynkowego kursu waluty w stosunku do euro<sup>11</sup>.

Z tabeli 5 wynika, że w badanych okresach dwuletnich najsilniejszym wahaniom ulegałyienne kur-

sy szwedzkiej korony, czeskiej korony, słowackiej korony i polskiego złotego. W latach 2000–2001, 2001–2002 i 2004–2005 największymi odchyleniami *in minus* cechował się słabnący dzienny kurs szwedzkiej korony. Przeciwnie zjawisko zaobserwowano, badającienne kursy walut Czech i Słowacji w stosunku do euro. W latach 2001–2002 i 2002–2003 dzienny kurs korony czeskiej umocnił się w stosunku do euro bardziej niż pozostałych walut krajów UE spoza obszaru euro. Odchylenia *in plus* od kursów odniesienia wyniosły odpowiednio +16,01% i +10,06%. W równie silnym stopniu umacniał się dzienny kurs korony słowackiej. W latach 2003–2004 i 2005–2006 wystąpiły odchylenia *in plus* tego kursu od kursów odniesienia, wynoszące +7,24% i +10,88%.

W odróżnieniu od szwedzkiej korony, czeskiej korony i słowackiej korony polski złoty silnie słabł i umacniał się w porównaniu z kursami odniesienia. Wysokie odchylenia *in plus* od kursu odniesienia zaobserwowano w latach 2000–2001 i 2004–2005. Wyniosły one +19,93% i +17,56%, będąc świadectwem umocnienia się złotego. W latach 2002–2003 i 2003–2004 zaobserwowano natomiast wysokie odchylenia *in minus* od

<sup>11</sup> Jest to modyfikacja metody stosowanej przez EBC do oceny stabilności kursów krajów UE spoza obszaru euro. W *Raporcie o konwergencji 2004* przyjęto za kurs odniesienia średni dzienny kurs złotego w stosunku do euro w miesiącu poprzedzającym badany dwuletni, czyli w październiku 2002 r. Od tego kursu odniesienia wyznaczone względne odchylenia dziesięciodniowej średniej ruchomej rynkowego kursu złotego w stosunku do euro (por.: EBC 2004, s. 46).

Tabela 6. Zmienność dziennego kursu walut krajów UE spoza obszaru euro w stosunku do euro w latach 1999–2006, mierzona miarą ERV (w%)

Rok	DEK	GBP	SEK	LTŁ	LVL	EKK	CYP	MLT	SLT	SKK	CZK	HUF	RON	BLN	PLN	
1999	I	0,16	7,20	7,04	9,14	7,24	0,00	0,52	5,48	6,43	6,16	10,08	7,86	28,58	b. d.	15,53
	II	0,18	6,67	5,06	8,12	6,11	0,00	1,05	6,71	5,93	6,58	4,40	4,00	12,71	b. d.	5,87
	III	0,21	8,45	4,73	11,12	7,54	0,00	0,90	11,83	1,68	3,75	4,93	3,90	11,92	b. d.	10,70
	IV	0,41	5,83	4,98	8,68	6,29	0,00	1,17	5,28	2,33	4,61	5,61	3,19	10,97	b. d.	10,20
2000	I	0,37	9,57	6,02	12,14	9,37	0,00	1,29	5,66	1,15	2,10	3,94	1,80	13,01	b. d.	9,63
	II	0,24	13,20	6,83	12,99	9,35	0,00	0,78	7,06	1,01	5,23	4,56	1,75	13,31	b. d.	16,96
	III	0,22	10,31	5,28	15,21	12,00	0,00	0,88	7,04	2,97	4,94	3,53	0,73	14,96	b. d.	11,78
	IV	0,31	10,43	6,03	13,96	10,12	0,00	0,18	5,55	1,45	5,18	5,44	1,56	14,53	1,22	10,56
2001	I	0,36	8,14	5,94	12,39	9,00	0,00	2,21	4,60	1,09	2,72	4,66	0,61	12,29	0,82	8,00
	II	0,26	8,64	7,49	11,89	8,59	0,00	0,42	4,65	1,10	3,01	3,79	4,86	12,57	0,42	10,67
	III	0,27	7,19	8,05	11,70	9,29	0,00	0,82	4,49	0,92	3,79	3,59	13,10	11,23	0,51	18,49
	IV	0,18	5,49	8,19	8,40	5,37	0,00	0,74	3,21	1,76	3,83	5,66	6,57	8,54	0,36	9,73
2002	I	0,19	5,02	5,12	2,98	5,82	0,00	0,83	3,00	4,00	3,55	5,77	4,36	9,40	0,54	9,30
	II	0,25	4,69	6,36	0,16	5,56	0,00	0,89	3,31	1,17	5,28	8,65	5,11	8,82	0,89	9,08
	III	0,12	5,48	8,93	0,15	6,21	0,00	0,82	3,37	1,78	5,88	8,92	6,21	10,42	0,53	11,75
	IV	0,29	5,11	4,43	0,13	4,48	0,00	0,49	1,91	1,04	4,38	6,03	3,95	8,00	0,66	6,50
2003	I	0,26	6,91	4,42	0,12	6,10	0,00	0,69	3,05	0,70	5,60	5,85	8,59	8,19	0,58	11,29
	II	0,14	7,34	3,99	0,16	6,12	0,00	0,96	3,94	1,11	3,82	3,94	9,22	4,70	0,24	9,32
	III	0,21	7,06	5,94	0,13	6,21	0,00	0,75	2,08	0,43	3,66	5,77	6,20	5,51	0,19	6,59
	IV	0,20	6,33	4,37	0,14	5,10	0,00	0,54	1,80	0,40	2,48	5,25	11,72	4,74	0,64	7,64
2004	I	0,24	5,94	4,55	0,15	5,67	0,00	0,31	1,58	0,45	3,19	5,38	8,37	5,35	0,39	7,29
	II	0,21	7,61	4,07	0,15	5,63	0,00	0,35	2,01	0,38	2,87	6,33	7,59	3,60	0,70	5,95
	III	0,29	4,89	2,30	0,01	4,30	0,00	0,66	1,46	0,24	2,44	4,05	5,16	4,19	0,04	7,09
	IV	0,28	5,39	4,30	0,00	3,62	0,00	0,55	1,35	0,20	2,11	3,48	4,16	11,20	0,03	6,30
2005	I	0,25	4,88	2,89	0,01	0,34	0,00	0,58	1,48	0,11	5,67	5,87	5,09	18,61	0,04	11,11
	II	0,22	5,76	3,77	0,00	0,37	0,00	0,80	0,47	0,20	6,04	5,25	5,77	2,91	1,65	8,83
	III	0,20	5,14	4,57	0,00	0,25	0,00	0,18	0,04	0,12	5,47	4,98	3,69	8,28	0,21	7,32
	IV	0,13	5,12	5,20	0,00	0,68	0,00	0,21	0,00	0,12	4,44	3,77	6,68	5,19	0,26	8,64
2006	I	0,21	5,01	4,12	0,00	0,21	0,00	0,18	0,00	0,14	4,55	4,49	6,91	4,89	0,04	9,54
	II	0,23	4,24	3,76	0,00	0,20	0,00	0,35	0,00	0,12	4,70	3,88	10,70	7,01	0,00	9,49
	III	0,16	4,15	3,63	0,00	0,21	0,00	0,20	0,00	0,09	4,76	3,25	9,87	4,85	0,00	7,18
	IV	0,18	3,29	3,38	0,00	0,54	0,00	0,22	0,00	0,21	4,22	4,08	6,79	4,72	0,00	4,84
<b>Średnia</b>	<b>0,21</b>	<b>6,58</b>	<b>5,18</b>	<b>4,38</b>	<b>5,25</b>	<b>0,00</b>	<b>0,67</b>	<b>3,20</b>	<b>1,28</b>	<b>4,28</b>	<b>5,16</b>	<b>5,81</b>	<b>9,54</b>	<b>0,44</b>	<b>9,47</b>	

Źródło: opracowanie i obliczenia własne na podstawie danych EBC; strona internetowa [www.ecb.int](http://www.ecb.int).

kursu odniesienia – wyniosły one odpowiednio -30,02% i -22,60%. Oznacza to osłabienie się złotego.

Obserwacja tabeli 5 pozwala twierdzić, że w pierwszych 5 dwuletnich okresach występowały nadmierne wahania dziennego kursu złotego w stosunku do euro. Były one wyższe niż te, które określa asymetryczne pasmo dopuszczalnych odchyień (zob. pkt 1). Inaczej było w latach 2005–2006. Nasuwa się wniosek, że przystąpienie Polski do UE korzystnie wpłynęło na stabilizację kursu złotego w stosunku do euro.

Dążąc do rozstrzygnięcia postawionego problemu badawczego, podjęto badanie porównawcze obejmujące Polskę i pozostałe kraje UE spoza obszaru euro. W tym celu wykorzystano miarę zmienności kursu walutowego *Exchange Rate Volatility* (dalej: *ERV*), stosowaną przez Europejski Bank Centralny (2004).

*ERV* jest odchyleniem standardowym rocznej stopy zmian kursu, wyznaczonej *ex ante* w momencie *t* przy założeniu, że zmiany kursu będą analogiczne w najbliższych dwunastu miesiącach. Jeśli  $X_t$  jest nominalnym kursem walutowym w dniu *t*, to  $Y_t = \ln(X_t/X_{t-1})$  jest dzienną stopą zmian kursu, mierzoną za pomocą logarytmu naturalnego z indeksu

łańcuchowego dziennego kursu danej waluty w stosunku do euro. Przyjmując, że liczba dni roboczych w roku wynosi 256 oraz że dzienne stopy zmian we wszystkich tych dniach począwszy od *t* są niezależne i jednakowo rozłożone, roczna stopa zmian kursu *ex ante* w dniu *t* wynosi:

$$R_t = \sum_{s=t}^{t+256} Y_s = 256Y_t,$$

a *ERV* w dniu *t* wynosi:

$$ERV_t = \sqrt{VAR(R_t)} = \sqrt{VAR(256Y_t)} = 16S(Y_t).$$

Odchylenie standardowe  $S(Y_t)$  estymuje się na podstawie stóp zmian kursu w ostatnich dwudziestu dniach poprzedzających *t*. *ERV* dla poszczególnych kwartałów jest wyznaczana jako średnia arytmetyczna z ostatnich dni trzech miesięcy wchodzących w skład kwartału<sup>12</sup>.

<sup>12</sup> Wypada podkreślić, że konstrukcja *ERV* ma wady. Zmiany kursu zachodzące w pierwszych dniach kalendarzowych każdego miesiąca nie są uwzględniane przy obliczaniu kwartalnej wartości tej miary. Nie informuje więc ona o zmienności kursu w sytuacji, gdy wahania występują tylko na początku miesiąca, a potem następuje jego stabilizacja (NBP 2004).

Z tabeli 6 wynika, że w badanym okresie najniższą zmiennością w stosunku do euro cechował się kurs bułgarskiego lewa, duńskiej korony i estońskiej korony. Średnia wartość *ERV* w latach 1999–2006 dla tych walut nie przekroczyła 0,5%. Zmienność kursu walut udało się także zmniejszyć Cypru i Słowenii. Trzeba podkreślić, że przed włączeniem cypryjskiego funta i słoweńskiego tolara do ERM II, zmienność kursów funta i tolara w stosunku do euro była już mała. Wartości *ERV* w kwartałach poprzedzających włączenie do ERM II wyniosły dla funta cypryjskiego 0,58% i dla słoweńskiego tolara 0,45%.

Najwyższą zmiennością kursu w stosunku do euro odznaczał się w badanym okresie polski złoty. Średnia wartość *ERV* dla tej waluty była najwyższa i wyniosła aż 9,47%. Należy jednak podkreślić, że w IV kwartale 2006 r. zmienność dziennego kursu złotego w stosunku do euro znacznie się zmniejszyła. Wartość *ERV* dla złotego spadła z 7,18% w trzecim kwartale do 4,84% w czwartym kwartale 2006 r.

Mimo tego spadku zmienność kursu złotego w stosunku do euro jest ciągle bardzo duża. Nie będzie można do niej dopuścić, stosując ERM II. Utrudnia ona wstępne określenie kursu centralnego złotego w stosunku do euro, mogącego służyć jako punkt odniesienia w negocjacjach z przedstawicielami EBC i Komisji Europejskiej.

## 5. Problemy polskiego systemu kursowego

Jak już sygnalizowano, w Polsce obowiązuje dziś system niezależnego kursu płynnego. Była to wspólna decyzja rządu i Rady Polityki Pieniężnej. Uchwały RPP sankcjonujące powyższe zmiany i wprowadzające w Polsce nowy system kursowy weszły w życie 12 kwietnia 2000 r.<sup>13</sup> Oznaczało to likwidację kursu centralnego złotego i mechanizmu pełzającej dewaluacji wobec koszyka walut oraz pasma dopuszczalnych wahań rynkowego kursu złotego wokół kursu centralnego<sup>14</sup>. Warto podkreślić, że przyjętym uchwałąm sprzeciwiła się – jako jedyna – ówczesna prezes NBP, H. Gronkiewicz-Waltz<sup>15</sup>.

Formalnie nowy system określono mianem kierowanego. NBP nie interweniuje jednak w celu kształtowania kursu złotego<sup>16</sup>. Stosowany system jest bliższy

systemowi niezależnego kursu płynnego. Tak też klasyfikuje go MFW (por. tabele 3–4).

W opracowaniach NBP podkreślono, że upłynienie kursu złotego stanowiło ostatni etap stopniowego uelastyczniania systemu kursowego (RPP 2001b). Chodziło bowiem o dostosowanie systemu kursu do strategii bezpośredniego celu inflacyjnego (BCI), realizowanej przez NBP od 1999 r.<sup>17</sup> Uznano, że skuteczne uprawianie strategii BCI ułatwi upłynienie kursu złotego, zapewniając spójność polityki pieniężnej (RPP 2000a). Ówczesni członkowie Rady Polityki Pieniężnej podkreślali, że płynny kurs złotego chroni kraj przed kryzysem walutowym i tworzy warunki do autonomicznego prowadzenia polityki pieniężnej (Grabowski 2000).

Jednym z argumentów za upłynieniem złotego było tworzenie warunków do łatwiejszego objęcia złotego mechanizmem ERM II. Szczególnie dobitnie formułowała ten pogląd Rada Polityki Pieniężnej, stwierdzając, że stosowanie systemu stałego kursu mogłoby oddalić perspektywę włączenia złotego do ERM II. Członkowie RPP (RPP 1999, s. 9 i 15) uznali, że stosowanie systemu niezależnego kursu płynnego „pozwoli trafniej zbliżyć kurs rynkowy do kursu równowagi przed jego ponownym usztywnieniem w ramach ERM II”. Stwierdzili, że „poprzedzenie usztywnienia kursu złotego do euro w ramach tego systemu [czyli ERM II – M. J.] kilkuletnim okresem jego w pełni płynnego kształtowania się pozwoli trafniej określić kurs równowagi i uniknąć kosztownych dla gospodarki błędów” (RPP 2001b, s. 23).

Swoje stanowisko Rada podtrzymała w następnych latach. Jego wyrazem było stwierdzenie w *Średniookresowej strategii polityki pieniężnej po 2003 roku*, że aż do momentu wejścia do ERM II polski bank centralny będzie stosować system niezależnego kursu płynnego (RPP 2003b, s. 11). Rada oficjalnie ogłosiła przy tym, że będzie uprawiać politykę pieniężną w taki sposób, by umożliwić jak najszybsze przystąpienie Polski do obszaru euro (RPP 2003c). Deklaracje te padają nieprzerwanie od 2003 r.<sup>18</sup> Stanowisko Rady może budzić kontrowersje. Nie jest bowiem spójne. Szybkie objęcie złotego mechanizmem ERM II nie będzie bowiem możliwe w warunkach płynnego złotego.

Stosując system niezależnego kursu płynnego, bardzo trudno będzie określić, jaki poziom kursu będzie dobrym punktem odniesienia, służącym do ustalenia kursu centralnego złotego w stosunku do euro. Budzi wątpliwości, czy stosowanie takiego systemu może doprowadzić do zmniejszenia wahań i ukształtowania się tzw. obiektywnego poziomu kursu złotego.

<sup>13</sup> Były to dwie uchwały: uchylająca uchwałę w sprawie tempa kroczonej dewaluacji i uchylająca uchwałę w sprawie dopuszczalnego przedziału wahań kursów walut obcych i wartości dewizowych wyrażonych w złotych (RPP 2001a).

<sup>14</sup> Charakterystyczne jest, że Rada Polityki Pieniężnej już w maju 1999 r. wystąpiła do Rady Ministrów z propozycją pełnego uwolnienia kursu złotego. Rada Ministrów, zdając sobie sprawę z możliwych perturbacji wywołanych uwolnieniem, dość długo zwlekała jednak z podjęciem odpowiedniej decyzji (Lutkowski 2000; Rosati 2000).

<sup>15</sup> Świadczy o tym przebieg głosowania (RPP 2001a).

<sup>16</sup> Warto jednak podkreślić, że RPP zmieniła w ostatnich dwóch latach ton oficjalnych wypowiedzi na temat interwencji walutowych. W *Założeniach polityki pieniężnej* na rok 2006 i 2007 poinformowano, że „instrumentem polityki pieniężnej, który może zostać wykorzystany przez NBP są interwencje na rynku walutowym. W gospodarce polskiej zmiany kursu walutowego wywierają istotny wpływ na inflację. Mogą tym samym zaistnieć okoliczności, w których NBP zadecyduje, że dążenie do stabilizowania inflacji wymaga dokonania interwencji na rynku walutowym” (RPP 2006b; 2005b).

<sup>17</sup> Stosując taką strategię, nie uwzględnia się celów pośrednich. Bierze się jednak pod uwagę każdą informację o czynnikach zagrażających wykonaniu przyjętego w danym okresie celu inflacyjnego. Realizując ten cel, bank centralny dyskrecyjnie wykorzystuje wszelkie dostępne instrumenty polityki pieniężnej. Dzięki temu zwiększa się elastyczność uprawianej polityki (Kokoszyczyński 2004; Polański 1998; Szpunar 1998).

<sup>18</sup> W *Średniookresowej strategii polityki pieniężnej po 2003 roku* stwierdzono nawet, że „najbardziej korzystne dla Polski byłoby przyjęcie strategii gospodarczej nastawionej na stworzenie warunków zapewniających wprowadzenie euro w 2007 r., a więc w najbliższym możliwym terminie” (RPP 2003a, s. 11).

Tabela 7. Zaburzenia deprecjacyjne na polskim rynku walutowym w latach 1999–2006

Miesiąc i rok	Przyczyna
styczeń 1999	kryzys w Brazylii i wybuch wojny w Kosowie
wrzesień 1999	wzrost deficytu w bilansie obrotów bieżących; trudna sytuacja sektora finansów publicznych, zahamowanie prywatyzacji
kwiecień 2000	wzrost deficytu w bilansie obrotów bieżących; wzrost wahań indeksów na światowych rynkach kapitałowych, silna deprecjacja euro w stosunku do dolara
lipiec 2001	kryzysy w Argentynie, Brazylii i Turcji; pogarszająca się sytuacja w sektorze finansów publicznych
lipiec 2002	ataki polityków na RPP, zmierzające do ograniczenia niezależności banku centralnego, dymisja wicepremiera Belki, niepewny wynik referendum w Irlandii w sprawie akceptacji Traktatu Nicejskiego
styczeń 2003	zaburzenia na węgierskim rynku walutowym
wrzesień 2003	niepewność dotycząca przyszłego nastawienia polityki fiskalnej
marzec 2005	propozycje obniżenia budżetu Unii Europejskiej w latach 2007–2013; decyzja Rady Europejskiej o przejściowym tylko uwzględnieniu kosztów reformy emerytalnej w obniżeniu deficytu sektora finansów publicznych w Polsce
maj 2006	wzrost stóp procentowych w USA i w strefie euro, wzrost ryzyka politycznego w krajach Europy Środkowej i Wschodniej

Źródło: opracowanie własne na podstawie: NBP (2004); RPP (2000b, 2001a, 2002, 2003a, 2004a, 2005a, 2006a).

Stosując system niezależnego kursu płynnego, dąży się do zachowania autonomii polityki pieniężnej. Władze monetarne nie prowadzą kontroli i monitoringu zmian kursu, nie przeprowadzają zarówno interwencji walutowych, jak i zmian stopy procentowej w celu jego stabilizowania (Bird 2002; Bordo 2003; Bubula, Otker-Robe 2004; Tavlas 2003). Stosowanie takiego systemu zmniejsza prawdopodobieństwo wystąpienia kryzysu walutowego (Frankel 2003)<sup>19</sup>. Płynny kurs może bowiem pełnić funkcję stabilizatora zmian w bilansie płatniczym, absorbując zachodzące zmiany poprzez deprecjację lub aprecjację.

Immanentną cechą tego systemu kursowego jest więc zmienność kursu. Jego wahania mogą powodować bardzo poważne zmiany rozmiarów i struktury eksportu oraz importu, wywołując w konsekwencji zmiany w całej gospodarce (Calvo, Mishkin 2003). Mogą też przyczyniać się do dużych i częstych przepływów kapitału krótkoterminowego, co zaburza równowagę w bilansie płatniczym (Kenen 2000). Na kurs w dużym stopniu wpływają oczekiwania inwestorów, formułujące się pod wpływem zarówno zjawisk ekonomicznych, jak i politycznych. W takich warunkach zmiany kursu walutowego mogą przez długi czas nie odzwierciedlać oczekiwań dotyczących kształtowania się sytuacji w gospodarce i bilansie płatniczym danego kraju. Zamiast tego mogą być efektem irracjonalnych, stadnych zachowań inwestorów krótkoterminowych (Sławiński, Małecki 2001).

Takie właśnie zjawiska można obserwować w Polsce od chwili upłynięcia złotego. Kurs złotego cechował się dotąd wyjątkowo dużą zmiennością oraz występowaniem długich okresów zarówno niedowartościowania złotego, jak i jego przewartościowania. W ba-

danych latach można wyróżnić okresy aprecjacji złotego w stosunku do euro, przerywane krótkotrwałymi, lecz głębokimi wahaniami o charakterze deprecjacyjnym.

Na występowanie tendencji aprecjacyjnej wpływała przede wszystkim możliwość realizacji wyższych stóp zwrotu z inwestycji w Polsce niż w krajach Europy Zachodniej, co przy relatywnie niskim poziomie oszczędności krajowych stwarzało warunki do napływu kapitału zagranicznego. Ponadto perspektywy ustabilizowania kursu walutowego złotego w stosunku do euro, wyrównywania poziomu stóp procentowych w Polsce i strefie euro, dużych prywatyzacji i wprowadzenia euro, dodatkowo nasiliły napływ tego kapitału (Koronowski, Rozkrut 2003; Szpunar 2000). Na umacnianie się złotego wpływała również naturalna presja aprecjacyjna związana z efektem Balassy-Samuelsona (NBP 2004).

Charakterystyczne jest, że im dłuższy był proces aprecjacji złotego, tym dotkliwsze było załamanie jego kursu w stosunku do euro. Zdaniem O. Szczepańskiej i P. Sotomskiej-Krzysztofik (2003) można wręcz mówić o występowaniu w Polsce minikryzysów walutowych. Przedstawiono je syntetycznie w tabeli 7.

Z tabeli 7 wynika, że w większości przypadków zaburzenia na polskim rynku walutowym były następstwem tzw. efektu zarażania, kiedy na skutek powstania ogniska kryzysowego na rynkach wschodzących kapitał odpływał również z Polski. Nie bez znaczenia były również oczekiwania inwestorów dotyczące kształtowania się stóp procentowych w innych krajach. Jak bowiem podkreślono w aktualizacji *Programu konwergencji* (Rada Ministrów RP 2006, s. 11), kurs złotego kształtuje się „głównie pod wpływem zmian w nastawieniu inwestorów zagranicznych do naszego regionu, będących pochodną fluktuacji oczekiwań na podwyżki stóp procentowych przez Fed i EBC”. Kurs złotego zarówno w stosunku do euro, jak i do innych walut w małym stopniu zależy od fundamentów polskiej gospodarki. Na jego poziom w większym stopniu wpływają czynniki zewnętrzne, sprzężone zazwyczaj z destabilizacją sytuacji politycznej w Polsce (tabela 7).

<sup>19</sup> Jeszcze na początku lat 90. ubiegłego wieku uznawano, że wystąpienie kryzysu walutowego w systemie niezależnego kursu płynnego nie jest możliwe. Modele kryzysów walutowych zarówno pierwszej, jak i drugiej generacji opierały się na założeniu, że przesłanką wystąpienia kryzysu jest stosowanie systemu kursu stałego. Założenie to uchylono dopiero konstruując tzw. modele ekletyczne, w których kładzie się nacisk nie na system kursu, ale na słabości strukturalne gospodarki danego kraju. Niemniej w literaturze dominuje pogląd, że prawdopodobieństwo wystąpienia kryzysu walutowego w krajach stosujących system niezależnego kursu płynnego jest mniejsze niż w stosujących jakąś odmianę systemu kursu stałego (Sławiński 2001).

W niektórych publikacjach podkreśla się, że mimo wysokiej krótkookresowej zmienności złotego w długim okresie kurs rynkowy jest zbliżony do kursu długookresowej równowagi. Można więc utrzymać dotychczasowy system kursowy aż do momentu włączenia złotego do ERM II i ustalić kurs centralny złotego w stosunku do euro na poziomie odpowiadającym kursowi rynkowemu, obserwowanemu w okresie poprzedzającym włączenie złotego do tego mechanizmu. Taka strategia może być jednak ryzykowna, i to z dwóch względów.

Po pierwsze, wyniki badań nad kursem długookresowej równowagi, osiągnięte przy wykorzystaniu różnych modeli, są bardzo rozbieżne<sup>20</sup>. Przykładowo, nadwartościowość kursu złotego w stosunku do kursu długookresowej równowagi szacowana w pierwszym kwartale 2002 r. na podstawie dwóch różnych modeli wyniosła odpowiednio 2,6% i 20% (Borowski et al. 2005). Świadczy to o dużym wpływie przyjętych założeń na osiągnięte wyniki.

Po drugie, warto skorzystać z doświadczeń tych państw, które włączyły swoje waluty do ERM II, nie mając wcześniej określonego kursu centralnego w stosunku do euro. Były to mianowicie Słowacja, Słowenia i Malta (tabela 2). Charakterystyczne jest, że kursy rynkowe słoweńskiego tolara i maltańskiej liry w stosunku do euro były stabilne jeszcze przed objęciem ich tym mechanizmem (tabela 6). Niewątpliwie wpłynęło to dodatnio na oczekiwania inwestorów, zmniejszając ryzyko spekulacji walutowych i ułatwiając dalsze stabilizowanie tych walut. Kurs słowackiej korony w stosunku do euro był natomiast niestabilny. Mimo to jako kurs centralny tej waluty w stosunku do euro przyjęto średni poziom kursu rynkowego obserwowany w ciągu kilkunastu dni poprzedzających wejście do ERM II. Przyjęcie takiego rozwiązania spowodowało, że krótkookresowa zmienność kursu po objęciu korony mechanizmem ERM II jeszcze wzrosła (tabele 5–6).

Podobny scenariusz mógłby się zrealizować także w Polsce. Inwestorzy mogliby bowiem ocenić kurs centralny, przyjęty na poziomie odpowiadającym kursowi rynkowemu, jako niewiarygodny. To zaś stworzyłoby warunki do spekulacji i gwałtownych ruchów krótkoterminowego kapitału, narażając Polskę na przeprowadzanie systematycznych, kosztownych, interwencji walutowych i – być może – także na devaluację złotego.

Nie ulega wątpliwości, że rynkowy kurs złotego w stosunku do euro nie jest stabilny. Stosowany system kursowy nie ułatwia osiągnięcia tej stabilności i nie zapewnia spójności z mechanizmem ERM II, choć zdarzają się takie poglądy<sup>21</sup>.

Pogarsza również i tak już napięte relacje banku centralnego z rządem<sup>22</sup>.

Złoty nie może być na razie objęty mechanizmem ERM II. By móc to uczynić, trzeba będzie zmodyfikować system kursowy. Konieczne jest wprowadzenie takich zmian, które umożliwią wyznaczenie centralnego kursu złotego w stosunku do euro jeszcze przed włączeniem naszej waluty do ERM II. Do tego niezbędne wydaje się odejście od strategii bezpośredniego celu inflacyjnego. Nie sprzyja ona bowiem realizacji kursowego kryterium konwergencji (Orłowski 2005).

## 6. Propozycje modyfikacji polskiego systemu kursowego i jego dostosowania do ERM II

Przeprowadzone badania dowodzą, że w latach 1999–2006 kurs złotego w stosunku do euro cechowała największa zmienność spośród walut wszystkich krajów UE spoza obszaru euro. Nie udało się zmniejszyć jego wahań. Brakuje punktu odniesienia do wyznaczenia kursu centralnego złotego w stosunku do euro.

Nie ulega wątpliwości, że ustalenie tego kursu jest dziś jedną z najważniejszych decyzji w procesie dochodzenia do euro. Podkreślono to wyraźnie w dokumencie pt. *Integracja Polski ze strefą euro. Uwarunkowania członkostwa i strategia zarządzania procesem* (Ministerstwo Finansów 2005). Ustalenie kursu centralnego na niewłaściwym poziomie niesie ryzyko presji rynku na jego zmianę i w konsekwencji zagrożenie niewypełnienia przez Polskę kursowego kryterium konwergencji. Wyznaczenie zbyt wysokiego kursu centralnego może (m.in. poprzez presję inflacyjną) doprowadzić do opóźnień nominalnej konwergencji. Z kolei ustalenie go na zbyt niskim poziomie może prowadzić do utraty konkurencyjności gospodarki i spowolnienia wzrostu gospodarczego (NBP 2004; Wieczorkiewicz et al. 2005)

Poziom kursu centralnego złotego w stosunku do euro musi być postrzegany przez rynek finansowy jako wiarygodny i możliwy do utrzymania (NBP 2004). Wymaga to odpowiedniego ukształtowania oczekiwań uczestników tego rynku. Wielu ekonomistów uznaje, że cel ten łatwiej osiągnąć, przekształcając polski system kursowy. Można przy tym wyróżnić dwie grupy poglądów.

Część ekonomistów uznaje, że w Polsce powinno się stosować system kierowanego kursu płynnego lub system kursu stałego korygowanego w obrębie pasma dopuszczalnych odchyłeń. Umożliwiłyby to NBP stabilizowanie złotego i stopniowe dochodzenie do takiego po-

<sup>20</sup> Przegląd wyników tych badań można znaleźć m.in. w pracach: Borowski et al. (2003; 2005).

<sup>21</sup> Przykładowo, zdaniem Z. Polańskiego (2004, s. 284), „ewolucja polskiego systemu kursowego doprowadziła do powstania sprawnie działającego systemu, który bez żadnych wątpliwości jest kompatybilny z kursowym kryterium konwergencji”.

<sup>22</sup> Stosowany w Polsce system niezależnego kursu płynnego wielokrotnie był przedmiotem sporu między rządem a RPP. Przykładowo, w grudniu 2004 r. premier M. Belka zwrócił się do NBP z propozycją spotkania przedstawicieli rządu z Radą Polityki Pieniężnej. Konieczność odbycia takiego spotkania uzasadniano bardzo silną aprecjacją złotego, która przyczyniła się do zwiększenia i tak dużej restrykcyjności polityki pieniężnej (Stanisławski 2005). Mimo nacisków Rada podtrzymała swoje stanowisko w sprawie polskiego systemu kursowego.

ziomu kursu, który można by przyjąć za kurs centralny w ERM II (Kawalec, Krzak 2001; Lutkowski 1998; 2003a; 2003b; 2004; Małecki 2002; Sławiński, Małecki 2001).

Ekonomiści reprezentujący poglądy drugiej grupy proponują natomiast wprowadzenie w Polsce odmiany systemu kursu stałego opartego na umowie, ustanawiającej euro prawnym środkiem płatniczym. System ten opierałby się na tzw. jednostronnej euroizacji. Ich zdaniem wymianę złotego na euro można by przeprowadzić w ściśle ustalonym dniu po kursie rynkowym złotego w stosunku do euro (Bratkowski, Rostowski 1999a; 1999b; 1999c; 2001).

Nie komentując szerzej tej ostatniej propozycji, trzeba podkreślić, że nie ma warunków do jej realizacji. Zarówno przedstawiciele EBC, jak i Komisji Europejskiej oraz Rady UE wykluczyli możliwość jednostronnej euroizacji w krajach ubiegających się o członkostwo w unii walutowej. Podkreślono, że jest to niezgodne z prawem wspólnotowym i logiką procesu przystępowania do obszaru euro; mogłoby też *podważyć „przesłanki ekonomiczne, na których opiera się Traktat z Maastricht”* (Winkler et al. 2004, s. 5). Stanowisko to jest jasne. Prawidłowy przebieg procesu integracji walutowej polega na uprzednim osiągnięciu konwergencji warunków gospodarczych. Tylko w sytuacji konwergencji warunków gospodarczych i celów polityki gospodarczej możliwe jest stabilizowanie kursów walut krajów, stanowiących ugrupowanie integracyjne. Stabilne kursy są zaś niezbędnym warunkiem wprowadzenia wspólnego pieniądza<sup>23</sup>.

Jedyną realną opcją pozostaje więc przekształcenie polskiego systemu kursowego w system kierowanego kursu płynnego lub system kursu stałego korygowanego w obrębie pasma dopuszczalnych odchyłeń. Celowość takiego rozwiązania potwierdza również przeprowadzona analiza porównawcza. Mianowicie, kraje UE spoza obszaru euro, które włączyły swoje waluty do mechanizmu ERM II, stosowały wcześniej jakąś odmianę systemu kursu stałego lub system kierowanego kursu płynnego. Stabilizacja kursu rynkowego w stosunku do euro następowała jednostronnie. Dzięki temu kraje te uzyskiwały spójność narodowych systemów kursowych z mechanizmem ERM II. Przyjęcie zasad tego mechanizmu nie wymagało więc zmiany obowiązujących już zasad systemowych.

Podstawową zmianą polskiego systemu kursowego powinno więc być określenie poziomu centralnego kursu złotego w stosunku do euro. Musiałby on zyskać rangę celu polityki pieniężnej albo przynajmniej rangę ważnej zmiennej wskaźnikowej<sup>24</sup>. Niezbędna byłaby więc zmiana realizowanej dotychczas strategii tej polityki.

Możliwe są dwa rozwiązania. Wzorem słoweńskie-go banku centralnego NBP mógłby nie podawać kursu centralnego do publicznej wiadomości i – za pomocą doraźnych interwencji walutowych – dążyć do stabilizowania rynkowego kursu w stosunku do euro wokół przyjętego poziomu odniesienia, w granicach przyjętego (również nieoficjalnie) pasma dopuszczalnych odchyłeń.

Polski bank centralny może również skorzystać z węgierskiej ścieżki dochodzenia do euro. Wymagałoby to oficjalnego przyjęcia centralnego kursu złotego w stosunku do euro, a następnie stabilizacji kursu rynkowego w szerokim paśmie dopuszczalnych odchyłeń o rozpiętości  $\pm 15,0\%$ . Warto podkreślić, że byłby to powrót do szerokiego pasma stosowanego już w Polsce w latach 1999–2000. Jak wynika z badań A. Sławińskiego (1999) i P. Gieraltowskiego (2004), pasmo to wzbudzało samospełniającą się spekulację walutową, stabilizującą kurs złotego. Gdy bowiem kurs złotego zbliżał się do górnej granicy pasma, posiadacze sald złotówkowych sprzedawali polską walutę. Liczyli się bowiem z tym, że w wyniku interwencji NBP złoty nie umocni się powyżej dopuszczalnej granicy. Z tego samego powodu zwiększano salda złotówkowe, gdy kurs złotego słabł, zbliżając się do dolnej granicy pasma. Wystarczyło więc wiarygodne zobowiązanie się polskiego banku centralnego do stabilizacji kursu złotego w szerokim paśmie, by *de facto* przenieść ciężar interwencji na uczestników rynku walutowego.

Nasuwa się pytanie, czy modyfikacja polskiego systemu kursowego da się pogodzić z realizacją pozostałych kryteriów konwergencji. W literaturze często podkreśla się, że przyjęcie kursu centralnego i jego obrona mogą pogorszyć sytuację finansów publicznych. Istnieje tu swoiste błędne koło. Jeżeli rząd nie będzie prowadzić polityki nakierowanej na redukcję deficytu budżetowego i obniżanie kosztów pracy, wówczas wiarygodność systemu kursowego będzie zależeć wyłącznie od stopnia restrykcyjności polityki pieniężnej. Obrona słabnącego kursu i utrzymanie wiarygodności systemu kursowego mogą więc wymagać utrzymywania wysokich stóp procentowych. Wysokie stopy procentowe wywierają jednak negatywny wpływ na stan finansów publicznych: rosną koszty obsługi długu publicznego i wzrasta deficyt budżetowy. To zaś wpływa na nasilenie spekulacyjnych ataków na dewaluację kursu centralnego, uderzając jak bumerang w podstawy wiarygodności systemu kursowego (Acocella 2002).

W Polsce niebezpieczeństwo takiego rozwoju sytuacji jest wysokie. Polityka fiskalna nie jest zdyscyplinowana, utrudniając obniżanie inflacji i wypełnienie kryterium stabilności poziomu cen. Istnieje całkiem realne niebezpieczeństwo, że inwestorzy (zwłaszcza zagraniczni) negatywnie ocenią sposób realizacji polityki fiskalnej, uznając, że nie umożliwi ona realizacji fiskalnych kryteriów konwergencji i opóźnia datę wej-

<sup>23</sup> W tym kontekście może dziwić pogląd M. Dąbrowskiego (2006, s. 214), zgod- nie z którym „EBC sprzeciwia się euroizacji, odwołując się do bardzo niejasnych gospodarczych i prawnych argumentów”.

<sup>24</sup> Taką propozycję sformułował L.T. Orłowski (2005).

Tabela 8. *Oficjalne terminy wypełnienia kryteriów z Maastricht, włączenia narodowych jednostek pieniężnych do ERM II i wprowadzenia euro deklarowane przez Polskę, Czechy i Węgry*

Kraj	Deklarowana data wypełnienia kryteriów z Maastricht	Deklarowana data włączenia jednostki pieniężnej do ERM II	Deklarowana data przyjęcia euro
Czechy	2008	II połowa 2007 r.	2010
Polska	2008	brak	brak
Węgry	2008	brak	2010

Źródło: opracowanie własne na podstawie Krzak (2006), Pietras (2006).

ścia do obszaru euro. Wzrosnąć wówczas premia za ryzyko, spadnie zaufanie do złotego, a część kapitału zagranicznego odpłynie. Gdyby bank centralny chciał stabilizować złotego w takich warunkach, musiałby prowadzić restrykcyjną politykę pieniężną. Mogłoby to prowadzić do trwałego ukształtowania się kombinacji luźnej polityki fiskalnej i restrykcyjnej polityki pieniężnej. W takich warunkach stabilizacja kursu złotego mogłaby wydrenować polskie oficjalne rezerwy walutowe i zmusić NBP do drastycznej podwyżki stopy procentowej, powodując zaburzenia na rynku walutowym, pogorszenie sytuacji sektora finansów publicznych a w konsekwencji – trudności z utrzymaniem inflacji w ryzach.

Z drugiej jednak strony przyjęcie kursu centralnego i obowiązek jego obrony mogą być instrumentem dyscyplinującym władze fiskalne. Nie jest bowiem przypadkiem, że kraje, które stosują system niezależnego kursu płynnego, mają skłonność do prowadzenia luźniejszej polityki fiskalnej niż kraje stosujące systemy stałego kursu (Szczurek 2006, s. 100). Obowiązek stabilizacji kursu może więc niejako zdopingować polskie władze do uprawiania bardziej restrykcyjnej polityki fiskalnej. Politykę tę trzeba będzie zaostrzyć tak czy inaczej, choćby po to, by móc spełnić fiskalne kryteria konwergencji. Opóźnianie tych działań (co jest częstym argumentem za odsunięciem terminu wejścia Polski do obszaru euro) spowoduje, że niezbędne dostosowania będą bardziej drastyczne i bolesne (Dąbrowski 2005).

Nie ulega wątpliwości, że przyjęcie kursu centralnego złotego w stosunku do euro powinno być jedynie elementem szerszej strategii wprowadzenia euro w Polsce. Jednym z jej filarów powinno stać się uporządkowanie sytuacji finansów publicznych, a w szczególności – zmniejszenie deficytu strukturalnego finansów publicznych oraz długu publicznego. Stabilizacja kursu musi stać się niejako wspólnym zadaniem banku centralnego i rządu.

Aby zwiększyć wiarygodność nowego systemu kursowego, niezbędne jest przyjęcie wspólnego zobowiązania rządu i banku centralnego w sprawie terminu realizacji kryteriów konwergencji i przewidywanej daty wejścia do obszaru euro. Przyjęcie tego harmonogramu powinno się dokonać w drodze wspólnych negocjacji, a ich wynikiem powinno być opracowanie strategii przystąpienia Polski do obszaru euro oraz planu wprowadzenia

euro w Polsce. Jako wzór podobnego dokumentu mógłby posłużyć *Wspólny program słoweńskiego rządu i Banku Słowenii na rzecz wejścia do ERM II i przyjęcia euro*. Opracowanie to zawierało szczegółowy harmonogram wprowadzenia euro, strategię polityki pieniężnej i fiskalnej, które miały być realizowane podczas stabilizowania tolara w ERM II, a także wysokość kursu centralnego tolara w stosunku do euro (Kozamernik 2004).

Te warunki na razie nie są spełnione. Polska nie ma strategii przyjęcia euro z jasno sprecyzowanym harmonogramem działań (Polański 2004). Można też dostrzec milczącą zgodę przedstawicieli banku centralnego i rządu w sprawie stosowania systemu niezależnego i odsuwania w bliżej nieokreśloną przyszłość problemów związanych z określeniem elementów takiej strategii. Nie dziwi więc, że Polska, jako jedyna spośród tych krajów, które przyjęto do UE w 2004 r., a które nie włączyły swoich walut do ERM II, nie określiła oficjalnej daty przyjęcia euro (Pietras 2006; Pruski 2006). Podano jedynie datę wypełnienia kryteriów z Maastricht, określając ją na 2008 r.<sup>25</sup> Przedstawia to tabela 8.

Podsumowując, zmiana polskiego systemu kursowego i jednostronne przyjęcie centralnego kursu złotego w stosunku do euro mogłyby przysporzyć Polsce korzyści. Po pierwsze, byłyby wyrazem rzeczywistego dążenia do włączenia złotego do ERM II i do przyjęcia jednolitego pieniądza – euro. Po drugie, umożliwiłyby uzyskanie spójności zasad polskiego systemu kursowego z zasadami ERM II. Po trzecie, zapewniłyby możliwość zmiany kursu centralnego poprzez dewaluację lub rewaluację, gdyby wystąpiły długotrwałe tendencje do aprecjacji lub deprecjacji rynkowego kursu złotego w stosunku do euro. Po czwarte, tworzyłyby warunki do stopniowego stabilizowania kursu złotego w stosunku do euro na poziomie, który można by przyjąć za kurs centralny w mechanizmie ERM II.

Aby jednak tak zmodyfikowany polski system kursowy działał sprawnie, konieczne jest spełnienie dwóch warunków. Pierwszym z nich jest poprawa koordynacji polityki pieniężnej i fiskalnej, skutkująca ukształtowaniem korzystniejszego *policy-mix*, w którym nastawienie polityki pieniężnej będzie umiarkowane restrykcyjne lub neutralne, a polityki fiskalnej – restrykcyjne. W tym celu niezbędne jest zwiększenie wiarygodności

<sup>25</sup> Realizacja tych zamierzeń jest wysoce wątpliwa, zważywszy na konieczność co najmniej dwuletniego stabilizowania złotego w mechanizmie ERM II.



tej ostatniej polityki. Jest ona dziś postrzegana jako niewiarygodna, i to zarówno przez rynki finansowe, jak i przez bank centralny<sup>26</sup>. Drugim warunkiem jest wola polityczna i determinacja wprowadzenia euro w Polsce. Jej wyrazem musi być zdefiniowanie działań umożliwiających wprowadzenie wspólnej waluty w Polsce oraz jednoznaczne określenie terminów, w których mają być one realizowane.

## 7. Podsumowanie

Przeprowadzone badania nie pozostawiają wątpliwości, że polski system kursowy wymaga przebudowy. Przeprowadzona zmiana powinna być jednak logicznie uzasadnionym etapem w harmonogramie działań zmierzających do włączenia złotego do ERM II, a później do wprowadzenia euro w Polsce.

Systematycznie powtarzana przez RPP (2006b; 2005b; 2004b; 2003c) deklaracja o utrzymywaniu *status quo* w sprawach kursu i dalszym stosowaniu systemu niezależnego kursu płynnego w praktyce odsuwa w nieokreśloną przyszłość datę włączenia złotego do ERM II, a tym samym także i przyjęcia euro przez Polskę. Potwierdzają to wnioski nasuwające się w trakcie prowadzonych badań, stanowiących kanwę artykułu. Nie ma

<sup>26</sup> Zdaniem P. Marszałka (2006, s. 160), znajduje to wyraz w znacznych wahanach kursu złotego, wywołanymi niepokojem inwestorów o przyszły kształt polityki fiskalnej oraz ostrożnością w podejmowaniu przez RPP decyzji o rozluźnieniu polityki pieniężnej.

na razie podstaw do wyznaczenia centralnego kursu złotego w stosunku do euro. Trudno też sądzić, że zmieni się to w przyszłości. To zaś oznacza, że brak punktu wyjścia do negocjacji między rządem a NBP oraz przedstawicielami Komisji Europejskiej i EBC w sprawie przystąpienia Polski do ERM II. Niezbędna jest zmiana polskiego systemu kursowego. Musi się ona dokonać jeszcze przed objęciem złotego mechanizmem ERM II.

Szczególnie trudnym i ważnym zadaniem będzie wyznaczenie właściwego poziomu centralnego kursu złotego w stosunku do euro. Ustalenie go na poziomie nadwartościowym lub podwartościowym może nie tylko ujemnie wpłynąć na sytuację gospodarczą, ale także utrudnić późniejszą stabilizację kursu rynkowego w granicach asymetrycznego pasma dopuszczalnych odchyleń przyjętego w ERM II.

Przyjęcie i obrona kursu centralnego złotego w stosunku do euro nie będą możliwe bez wsparcia polityki pieniężnej zdyscyplinowaną polityką fiskalną. To właśnie sytuacja finansów publicznych jest dziś głównym źródłem zaburzeń na rynku walutowym, budzącym obawy inwestorów. Jest więc pewnym paradoksem, że sprawne przeprowadzenie zmian w polskim systemie kursowym, a więc także szybkie wejście Polski do obszaru euro, w bardzo dużym stopniu zależy od czynników pozamonetarnych. Najważniejszymi z nich są dziś: uporządkowanie sytuacji finansów publicznych i rzeczywista (a nie tylko werbalna) wola polityczna do wprowadzenia euro w Polsce.

## Bibliografia

- Acocella N. (2002), *Zasady polityki gospodarczej. Wartości i metody analizy*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Backé P., Thimann, Ch., Arratibel, O., Calvo-Gonzalez, O., Mehl, A., Nerlich, C. (2004), *The Acceding Countries' Strategies Towards ERM II and the Adoption of the Euro: An Analytical Review*, "Occasional Paper", No. 10, EBC, Frankfurt.
- Barber L. (1994), *EU in grip of new monetary realism*, "Auszüge aus Presseartikeln", No. 24, Deutsche Bundesbank, Frankfurt.
- Bielecki S. (2005), *Konstrukcja i funkcjonowanie Mechanizmu Kursowego ERM2 a Polska strategia wejścia do strefy euro*, w: E. Małuszyńska (red.), *Studia Europejskie*, „Zeszyty Naukowe”, nr 59, Akademia Ekonomiczna w Poznaniu.
- Bird G. (2002), *Where Do We Stand on Choosing Exchange Rate Regimes in Developing and Emerging Market Economies?* "The World Economics", No. 3, s. 145–167.
- Bordo M. (2003), *Exchange Rate Regime Choice in Historical Perspective*, "Working Paper", No. 9654, NBER, Cambridge.
- Borowski J., Czogała A., Czyżewski A. (2005), *Looking Forward Towards the ERM II Central Parity: The Case of Poland*, „Économie internationale”, No. 102, s. 9–31.
- Borowski J., Brzoza-Brzezina M., Szpunar P. (2003), *Exchange rate regimes and Poland's participation in ERM II*, „Bank i Kredyt”, nr 1, s. 18–27.
- Bratkowski A.S., Rostowski J. (1999a), *Zlikwidować złotego*, w: BRE, CASE, *Kiedy koniec złotego*, „Zeszyty BRE Bank-CASE”, nr 44, CASE, Warszawa.
- Bratkowski A.S., Rostowski J. (1999b), *Wierzymy w euro*, w: BRE, CASE, *Kiedy koniec złotego*, „Zeszyty BRE Bank-CASE”, nr 44, CASE, Warszawa.
- Bratkowski A.S., Rostowski J. (1999c), *Suwerenność czy unia walutowa?*, w: BRE, CASE, *Kiedy koniec złotego*, „Zeszyty BRE Bank-CASE”, nr 44, Centrum Analiz Społeczno-Ekonomicznych, Warszawa.
- Bratkowski A.S., Rostowski J. (2001), *Dlaczego jednostronna euroizacja ma sens w przypadku Polski i (niektórych) innych krajów kandydujących*, artykuł przygotowany na konferencję „Polska droga do Euro”, NBP, Warszawa.
- Bubula A., Otker-Robe I. (2004), *The Continuing Bipolar Conundrum*, "Finance & Development", March, IMF, Washington.
- Buiter W. H. (1997), *The Economic case for Monetary Union in the European Union*, "Review of International Economics", Vol. 5, No. 4, Special Supplement, s. 10–35.
- Calvo G.A., Mishkin F.S. (2003), *The Mirage of Exchange Rate Regimes for Emerging Countries*, "Working Paper", No. 9808, NBER, Cambridge.
- Commission of the European Communities (2004), *Report from the Commission Convergence Report 2004 (prepared in accordance with Article 122(2) of the Treaty)*, Brussels.
- Commission of the European Communities (2006), *Report from the Commission Convergence Report 2006 (prepared in accordance with Article 122(2) of the Treaty)*, Brussels.
- Dąbrowski M. (2005), *Polityka monetarna w drodze do strefy euro*, w: BRE, CASE, *Zmiany w systemie polityki monetarnej na drodze do euro*, „Zeszyty BRE Bank-CASE”, nr 77, Centrum Analiz Społeczno-Ekonomicznych, Warszawa.
- Dąbrowski M. (2006), *A Strategy for EMU Enlargement*, w: M. Dąbrowski, J. Rostowski (red.), *The Eastern Enlargement of the Eurozone*, Springer, Dordrecht.
- Deutsche Bundesbank (1998), *Operational features of the new European exchange-rate mechanism*, w: Deutsche Bundesbank, *Monthly Report*, Frankfurt.
- Deutsche Bundesbank (2004), *European economic and monetary union*, Frankfurt.
- EBC (2004), *Raport o konwergencji 2004. Wprowadzenie i streszczenie*, Frankfurt.
- ECB (1998), *Press Release: 31 December 1998 – Euro central rates and intervention rates in ERM II*, [www.ecb.int/press/pr/date/1998/html/pr981231\\_3.en.html](http://www.ecb.int/press/pr/date/1998/html/pr981231_3.en.html)
- ECB (2000), *Convergence Report 2000*, Frankfurt.
- ECB (2002), *Convergence Report 2002*, Frankfurt.
- ECB (2003a), *Press Release: 18 December 2003 – Policy position of the Governing Council of the European Central Bank on exchange rate issues relating to the acceding countries*, [www.ecb.int/press/pr/date/2003/html/pr031218.en.html](http://www.ecb.int/press/pr/date/2003/html/pr031218.en.html)
- ECB (2003b), *Review of the International Role of the Euro 2003*, Frankfurt.
- ECB (2004a), *Convergence Report 2004*, Frankfurt.
- ECB (2004b), *Press Release: 28 June 2004 – Euro Central Rates and Compulsory Intervention Rates in ERM II*, [www.ecb.int/press/pr/date/2004/html/pr040628.en.html](http://www.ecb.int/press/pr/date/2004/html/pr040628.en.html)

- ECB (2004c), *Press release: 27 June 2004 – Estonian kroon included in the Exchange Rate Mechanism II*, [www.ecb.int/press/pr/date/2004/html/pr040627\\_2.en.html](http://www.ecb.int/press/pr/date/2004/html/pr040627_2.en.html)
- ECB (2004d), *Press release: 27 June 2004 – Lithuanian litas included in the Exchange Rate Mechanism II*, [www.ecb.int/press/pr/date/2004/html/pr040627\\_1.en.html](http://www.ecb.int/press/pr/date/2004/html/pr040627_1.en.html)
- ECB (2004e), *Press release: 27 June 2004 – Slovenian tolar included in the Exchange Rate Mechanism II*, [www.ecb.int/press/pr/date/2004/html/pr040627.en.html](http://www.ecb.int/press/pr/date/2004/html/pr040627.en.html)
- ECB (2005a), *Press Release: 28 November 2005 – Euro Central Rates and Compulsory Intervention Rates in ERM II*, [www.ecb.int/press/pr/date/2005/html/pr051128.en.html](http://www.ecb.int/press/pr/date/2005/html/pr051128.en.html)
- ECB (2005b), *Press release: 25 November 2005 – Slovak koruna included in the Exchange Rate Mechanism II (ERM II)*, [www.ecb.int/press/pr/date/2005/html/pr051125\\_2.en.html](http://www.ecb.int/press/pr/date/2005/html/pr051125_2.en.html)
- ECB (2005c), *Press Release: 2 May 2005 – Euro Central Rates and Compulsory Intervention Rates in ERM II*, [www.ecb.int/press/pr/date/2005/html/pr050502.en.html](http://www.ecb.int/press/pr/date/2005/html/pr050502.en.html)
- ECB (2005d), *Press release: 29 April 2005 – Cyprus pound included in the Exchange Rate Mechanism II*, [www.ecb.int/press/pr/date/2005/html/pr050429\\_1.en.html](http://www.ecb.int/press/pr/date/2005/html/pr050429_1.en.html)
- ECB (2005e), *Press release: 29 April 2005 – Latvian lats included in the Exchange Rate Mechanism II*, [www.ecb.int/press/pr/date/2005/html/pr050429.en.html](http://www.ecb.int/press/pr/date/2005/html/pr050429.en.html)
- ECB (2005f), *Press release: 29 April 2005 – Maltese lira included in the Exchange Rate Mechanism II*, [www.ecb.int/press/pr/date/2005/html/pr050429\\_2.en.html](http://www.ecb.int/press/pr/date/2005/html/pr050429_2.en.html)
- ECB (2005g), *Review of the International Role of the Euro 2005*, Frankfurt.
- ECB (2006a), *Convergence Report, December 2006*, Frankfurt.
- ECB (2006b), *Convergence Report, May 2006*, Frankfurt.
- ECB (2007), *Press Release: 2 January 2007 – Slovenia joins the euro area*, [www.ecb.int/press/pr/date/2007/html/pr070102.en.html](http://www.ecb.int/press/pr/date/2007/html/pr070102.en.html)
- ECOFIN Council (1998), *Communiqué: Danish and Greek participation in the new exchange rate mechanism (ERM II), Vienna, September 26, 1998*, w: Danmarks Nationalbank, *Monetary Review – 4th Quarter 1998*, Copenhagen.
- Frankel J. A. (2003), *Experience of and Lessons from Exchange Rate Regimes in Emerging Economies*, “Working Paper”, No. 10032, NBER, Cambridge.
- Gieraltowski P. (2004), *Stabilizujące efekty pasma dopuszczalnych wahań kursu walutowego. Doświadczenia Polski z lat 1995–2000*, „Ekonomia”, nr 13, s. 3-23.
- Grabowski B. (2000), *Fundamentalne problemy polityki pieniężnej NBP*, „Bank i Kredyt”, nr 7–8, s. 20–27.
- Hochreiter E., Sitz A. (2004), *Monetary Policy and EMU Enlargement: The Adoption of the Euro*, “Atlantic Economic Journal”, Vol. 32, No. 4, s. 263–267.
- IMF (1999), *Annual Report*, Washington.
- IMF (2000), *Annual Report*, Washington.
- IMF (2001), *Annual Report*, Washington.
- IMF (2002), *Annual Report*, Washington.
- IMF (2003), *Annual Report*, Washington.
- IMF (2004), *Annual Report*, Washington.
- IMF (2005), *Annual Report*, Washington.
- IMF (2006), *Annual Report*, Washington.
- Jurek M. (2006a), *Europejski System Walutowy jako przedpole systemu walutowego obszaru euro*, w: Z. Knakiewicz (red.), *Współczesny pieniądz w teorii i praktyce*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu.
- Jurek M. (2006b), *Próba oceny gotowości Polski do uczestnictwa w systemie walutowym obszaru euro*, w: Z. Knakiewicz (red.), *Współczesny pieniądz w teorii i praktyce*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu.
- Jurek M. (2006c), *Zasady i właściwości wielonarodowego systemu walutowego obszaru euro*, w: Z. Knakiewicz (red.), *Współczesny pieniądz w teorii i praktyce*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu.
- Kawalec S., Krzak, M. (2001), *Polityka kursowa i wzrost gospodarczy*, „Gospodarka Narodowa”, nr 9, s. 48–71.
- Kenen P. B. (2000), *Fixed Versus Floating Exchange Rates*, “Cato Journal”, vol. 20, No. 1, s. 109–113.
- Kokoszcyński R. (2004), *Współczesna polityka pieniężna w Polsce*, PWE, Warszawa.
- Koronowski A., Rozkrut, M. (2003), *Towards the euro-zone through the ERM II – Countering Fallacies*, „Bank i Kredyt”, nr 11–12, s. 14–28.
- Kozamernik D. (2004), *The ERM II Issues: An Interpretation of the Slovenian Approach*, “Atlantic Economic Journal”, Vol. 32, No. 4, s. 268–279.
- Krzak M. (2006), *Oddzielnie do euro*, w: BRE, CASE, *Perspektywy wejścia Polski do strefy euro*, „Zeszyty BRE Bank-CA-SE”, nr 85, Centrum Analiz Społeczno-Ekonomicznych, Warszawa.

- Levy-Yeyati E., Sturzenegger F. (2001), *Exchange Rate Regimes and Economic Performance*, "Staff Papers Special Issue", nr 47, IMF, Washington.
- Lutkowski K. (1998), *Euro a złoty*, „Bank i Kredyt”, nr 12, s. 17–23.
- Lutkowski K. (2000), *Płynny złoty*, „Nowe Życie Gospodarcze”, nr 17, s. 20
- Lutkowski K. (2003a), *Polska polityka monetarna dotychczas i w przyszłości*, „Ekonomista”, nr 4, s. 425–455.
- Lutkowski K. (2003b), *Problemy polityki kursowej w drodze Polski do członkostwa w Unii Europejskiej i europejskiej Unii Gospodarczej i Walutowej*, w: NBP, *Euro od A do Z*, Warszawa.
- Lutkowski K. (2004), *Od złotego do euro. Źródła obaw i nadziei*, Twigger, Warszawa.
- Malaga K. (2004), *Konwergencja gospodarcza w krajach OECD w świetle zagregowanych modeli wzrostu*, „Prace habilitacyjne”, nr 10, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu.
- Małecki W. (2002), *Warianty polityki walutowej w Polsce w najbliższych latach*, „Ekonomista”, nr 5, s. 667–691.
- Marszałek P. (2006), *Wybrane przesłanki koordynacji polityki pieniężnej i fiskalnej w Polsce*, w: A. Pomorska (red.), *Finanse publiczne. Zjazd katedr finansowych. Instytucje, instrumenty i strategie finansowe w dobie integracji gospodarczej*, Wydawnictwo Uniwersytetu Marii Curie-Skłodowskiej, Lublin.
- Ministerstwo Finansów (2005), *Integracja Polski ze strefą euro. Uwarunkowania członkostwa i strategia zarządzania procesem*, Warszawa.
- NBP (2002), *Narodowy Bank Polski*, Warszawa.
- NBP (2004), *Raport na temat korzyści i kosztów przystąpienia Polski do strefy euro*, Warszawa.
- Orłowski L. T. (2005), *Zmiany w systemie polityki monetarnej na ostatnim etapie drogi do strefy euro*, w: BRE, CASE, *Zmiany w systemie polityki monetarnej na drodze do euro*, „Zeszyty BRE Bank-CASE”, nr 77, Centrum Analiz Społeczno-Ekonomicznych, Warszawa.
- Pietras J. (2006), *Perspektywy wejścia Polski do strefy euro*, w: BRE, CASE, *Perspektywy wejścia Polski do strefy euro*, „Zeszyty BRE Bank-CASE”, nr 85, Centrum Analiz Społeczno-Ekonomicznych, Warszawa.
- Polański Z. (1998), *Wiarygodność banku centralnego a cele polityki pieniężnej*, „Bank i Kredyt”, nr 6, s. 48–60.
- Polański Z. (2004), *Poland and the Euro Zone Enlargement: Monetary Policy, ERM II, and Other Issues*, „Atlantic Economic Journal”, Vol. 32, No. 4, s. 280–292.
- Rada Ministrów RP (2006), *Program Konwergencji. Aktualizacja 2006*, listopad, Warszawa.
- Pruski J. (2006), *Droga Polski do euro*, w: BRE, CASE, *Perspektywy wejścia Polski do strefy euro*, „Zeszyty BRE Bank-CASE”, nr 85, Centrum Analiz Społeczno-Ekonomicznych, Warszawa.
- Rawdanowicz L. W. (2006), *The Choice of Euro Conversion Rates*, w: M. Dąbrowski, J. Rostowski (red.), *The Eastern Enlargement of the Eurozone*, Springer, Dordrecht.
- Rosati D. (2000), *Płynny kurs walutowy jest niezbędny z punktu widzenia naszych planów integracyjnych*, 2000, [www.rosati.pl/index.php?option=com\\_content&task=view&id=89&Itemid=63](http://www.rosati.pl/index.php?option=com_content&task=view&id=89&Itemid=63)
- RPP (1999), *Średniookresowa strategia polityki pieniężnej na lata 1999-2003*, NBP, Warszawa.
- RPP (2000a), *Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej w 1999 roku*, NBP, Warszawa.
- RPP (2000b), *Raport o inflacji w 1999 roku*, NBP, Warszawa
- RPP (2001a), *Raport o inflacji w 2000 roku*, NBP, Warszawa.
- RPP (2001b), *Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej w 2000 roku*, NBP, Warszawa.
- RPP (2002), *Raport o inflacji w 2001 roku*, NBP, Warszawa.
- RPP (2003a), *Raport o inflacji w 2002 roku*, NBP, Warszawa.
- RPP (2003b), *Średniookresowa strategia polityki pieniężnej po 2003 roku*, NBP, Warszawa.
- RPP (2003c), *Założenia polityki pieniężnej na 2004 r.*, NBP, Warszawa.
- RPP (2004a) *Raport o inflacji w 2003 roku*, NBP, Warszawa.
- RPP (2004b), *Założenia polityki pieniężnej na 2005 r.*, NBP, Warszawa.
- RPP (2005a), *Raport o inflacji. Maj 2005*, NBP, Warszawa.
- RPP (2005b), *Założenia polityki pieniężnej na 2006 r.*, NBP, Warszawa.
- RPP (2006a), *Raport o inflacji. Lipiec 2006*, NBP, Warszawa.
- RPP (2006b), *Założenia polityki pieniężnej na 2007 r.*, NBP, Warszawa.
- Sławiński A. (1999), *Ewolucja mechanizmu kursowego w Polsce*, „Gospodarka Narodowa”, nr 7–8, s. 15–27.
- Sławiński A. (2001), *Przyczyny i następstwa kryzysu walutowego*, w: W. Małecki, A. Sławiński, R. Piasecki, U. Żuławska, *Kryzysy walutowe*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Sławiński A., Małecki W. (2001), *Wnioski dla Polski*, w: W. Małecki, A. Sławiński, R. Piasecki, U. Żuławska, *Kryzysy walutowe*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Stanisławski G. (2005), *Informacja w związku z oświadczeniem senatora Józefa Sztorca, złożonym na 79. posiedzeniu Senatu, z 26 kwietnia 2005*, [www.senat.gov.pl/k5/dok/sten/oswiad/sztorc/7902o.htm](http://www.senat.gov.pl/k5/dok/sten/oswiad/sztorc/7902o.htm)

- Szczepańska O., Sotomska-Krzysztofik P. (2003), *Reżim kursowy a kryzysy walutowe – czy możliwy jest kryzys walutowy w warunkach kursu płynnego?* „Bank i Kredyt”, nr 9, s. 4–18.
- Szczurek M. (2006), *Exchange rate regimes and nominal convergence*, w: M. Dąbrowski, J. Rostowski (red.), *The Eastern Enlargement of the Eurozone*, Springer, Dordrecht.
- Szpunar P. (1998), *Cele polityki pieniężnej a jej skuteczność*, „Bank i Kredyt”, nr 6, s. 69–83.
- Szpunar P. (2000), *Polityka pieniężna. Cele i warunki skuteczności*, PWE, Warszawa.
- Tavlas G. S. (2003), *The Economics of the Exchange Rate Regimes: A Review Essay*, “The World Economy”, nr 2, s. 1215-1256.
- Tietmeyer H. (1998), *The challenge of the euro for Europe for Europe*, “Auszüge aus Presseartikeln”, No. 11, Deutsche Bundesbank, Frankfurt.
- Trichet J.-C. (2004), *Paris seminar on the EU accession process (concluding remarks)*, “BIS Review”, No. 15.
- Wieczorkiewicz A., Dąbrowska K., Gruszczyński M. (2005), *Integracja walutowa Polski w ramach Europejskiego Systemu Walutowego na tle doświadczeń unijnych*, „Studia Europejskie”, nr 1, s. 107–124.
- Winkler A., Mazzaferro F., Nerlich C., Thimann C. (2004), *Official Dollarisation/Euroisation: Motives, Features and Policy Implications of Current Cases*, “Occasional Paper”, No. 11, ECB, Frankfurt.
- Wolf J. (1994), *EU Ministers Avoid Talk of Narrower Currency Bands*, “Auszüge aus Presseartikeln”, No. 24, Deutsche Bundesbank, Frankfurt.