

Małgorzata Madrak-Grochowska

Trójkąt niespójnych rozwiązań systemowych a możliwe modyfikacje reżimu kursowego Polski w okresie przygotowywania się do przyjęcia euro*

Słowa kluczowe: *trójkąt niespójnych rozwiązań systemowych, kurs walutowy, reżim kursowy, izba walutowa, system kursu płynnego kierowanego, reżim kursu płynnego czystego, system kursu stałego z pasmem wahań, polityka pieniężna, mechanizm ERM II.*

Abstrakt: Głównym celem niniejszego artykułu jest próba odpowiedzi na pytanie, czy i w jakim zakresie polski reżim kursowy powinien zostać zmodyfikowany przed włączeniem złotego do mechanizmu ERM II, tak by kurs centralny waluty narodowej wobec euro był bliski optymalnemu pod względem wiarygodności i szeroko pojętej ekonomii. Możliwe rozwiązania (tj. ustanowienie izby walutowej, utrzymanie systemu kursu płynnego kierowanego lub pełne upłynnienie kursu złotego oraz wprowadzenie reżimu kursu stałego z pasmem wahań) przedstawiono w kontekście koncepcji tzw. niemożliwego do zaistnienia magicznego trójkąta Frankela (ang. *triangle of impossibility*). Dopelnieniem tej analizy jest tabelaryczne zestawienie dodatkowych przesłanek wyboru systemu kursowego.

WPROWADZENIE

O wyborze reżimu kursowego i zakresie zmienności kursu walutowego w dużym stopniu decydują władze monetarne danego państwa. Jest to jedno z najważniejszych zadań stojących przed polityką pieniężną kraju (a zwłaszcza jego polityką kursową), gdyż, jak to trafnie ujął J. A. Frankel: „nie ma jedynego systemu kursowego odpowiedniego dla wszystkich, w tym samym

* Artykuł został zaprezentowany na IV ogólnopolskiej konferencji z cyklu „Współczesne zjawiska w gospodarce” w dniach 21–22 listopada 2008 roku na Wydziale Nauk Ekonomicznych i Zarządzania Uniwersytetu Mikołaja Kopernika w Toruniu.

czasie”¹. W związku z tym konieczny staje się wybór takiego reżimu kursowego, który w najlepszy sposób wspierałby osiąganie optymalnych dla danego państwa celów polityki ekonomicznej.

Przy podejmowaniu tej fundamentalnej decyzji władze monetarne muszą zdawać sobie sprawę z ograniczenia istniejącego w gospodarce otwartej na swobodny przepływ kapitału, tj. polityka pieniężna (nawet prowadzona bezbłędnie) nie może jednocześnie skutecznie regulować podaży pieniądza i poziomu kursu walutowego. Ograniczenie to było przedstawiane i analizowane w wielu modelach makroekonomicznych, w tym w modelu Mundella-Fleminga, zwanym też modelem niemożliwej trójcy (ang. *impossible trinity*, *inconsistent trinity*, *unholy trinity*) lub w skrócie modelem IS-LM-BP². Wersję graficzną opisanego problemu obrazuje zaś niemożliwy do zaistnienia magiczny trójkąt Frankela³.

TRÓJKĄT NIESPÓJNYCH ROZWIĄZAŃ SYSTEMOWYCH

Z magicznego trójkąta Frankela (rys. 1) jasno wynika, że niezależnie od przyjętego mechanizmu kursowego, nigdy nie uda się osiągnąć jednocześnie trzech celów: autonomii polityki monetarnej (oznaczającej swobodę kształtowania agregatów pieniężnych i płynności w gospodarce), stabilności kursu walutowego oraz liberalizacji obrotów kapitałowych⁴. Innymi słowy, władze monetarne nie są w stanie sprawić, by gospodarka danego kraju była

¹ J. A. Frankel, *No Single Currency Regime Is Right for All Countries or at All Times*, „Essays in International Finance” 215/1999, s. 7.

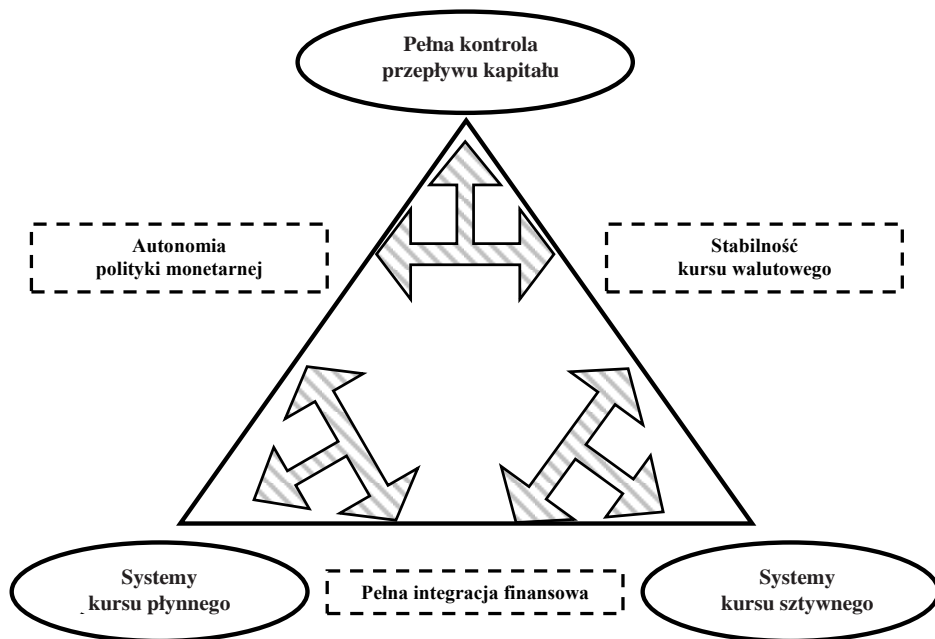
² Szerzej na temat modelu Mundella-Fleminga A. Adamczyk, R. W. Włodarczyk, *Analiza gospodarki otwartej: model IS-LM-BP*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej, Kraków 2006, s. 7–25.

³ W literaturze przedmiotu niemożliwy do zaistnienia magiczny trójkąt Frankela nazywany jest także trójkątem niespójnych rozwiązań systemowych lub po prostu trójkątem Frankela. W dalszej części niniejszego artykułu określenia te będą stosowane zamiennie.

⁴ Historia gospodarcza ostatniego stulecia empirycznie potwierdza niemożność jednoczesnej realizacji przez politykę makroekonomiczną trzech powyżej wymienionych celów. Koniec XIX i początek XX wieku charakteryzowały się z jednej strony swobodą przepływów kapitałowych, a z drugiej dominacją stabilnych walut, opartych na złotym parytecie i związanym z tym automatyzmem pieniężnym. W systemie z Bretton Woods starano się osiągnąć złoty środek – względną stabilizację kursów walutowych przy jednoczesnym prowadzeniu dyskrecjonalnej polityki monetarnej. Rozwiązanie to było jednak możliwe tylko dzięki drastycznym ograniczeniom przepływów kapitałowych i wyraźnemu protekcjonizmowi handlowemu. Z kolei stagflacja lat siedemdziesiątych i początek lat osiemdziesiątych wymusiły stopniowy powrót do zasad gospodarki wolnorynkowej. Liberalizacja handlu i rynków finansowych stała się możliwa dzięki wprowadzeniu w życie rozwiązania przeciwnego do systemu waluty złotej – tj. upłynnieniu kursów walutowych w zamian za prowadzenie niezależnej polityki monetarnej. Na podstawie M. Dąbrowski, *Czy w warunkach globalizacji jest miejsce na narodową politykę pieniężną?*, „Bank i Kredyt” 7–8/2000, s. 30; R. Dornbusch, *A Century of Unrivalled Prosperity*, MIT, April 1999, s. 7–11.

jednocześnie elastyczna, wiarygodna i w pełni zintegrowana z międzynarodowym rynkiem finansowym. Z czegoś trzeba zrezygnować.

Rysunek 1. Niemożliwy do zaistnienia magiczny trójkąt Frankela



Źródło: opracowanie własne na podstawie J. A. Frankel, *No Single Currency Regime Is Right for All Countries or at All Times*, „Essays in International Finance” 215/1999, s. 6.

Harmonia równobocznego magicznego trójkąta ukazuje, że każde z trzech teoretycznych rozwiązań może być równie dobre (bądź równie złe). Rzeczywistość jest jednak bardziej skomplikowana niż idealny trójkąt Frankela i dlatego w praktyce jeden z wariantów może być optymalny (choć nie doskonały) dla gospodarki danego kraju, a drugi prawdopodobnie doprowadziłby do katastrofy ekonomicznej. Co więcej, żadna opcja proponowana przez trójkąt niespójnych rozwiązań systemowych nie jest dana raz na zawsze i może się zmieniać wraz ze zmianą warunków i upływem czasu.

Doskonałym przykładem jest tutaj Polska, której polityka kursowa była najpierw kształtowana odchodzeniem od systemów typu *fixed rate* i stopniowym upłynnianiem kursu złotego, a obecnie stoi przed wyzwaniem przejścia z najbardziej płynnego reżimu *pure floating* do skrajnie sztywnego mechanizmu kursowego, jakim jest unia walutowa. Kwestią sporną dla polityków i ekonomistów jest zatem odpowiedź na pytanie, czy i w jakim zakresie polski reżim kursowy powinien zostać zmodyfikowany przed włączeniem złotego do mechanizmu ERM II tak, by kurs centralny waluty narodowej wobec

euro był bliski optymalnemu pod względem wiarygodności i szeroko pojętej ekonomii. Możliwe rozwiązania (wraz z ich zaletami i wadami) przedstawia wspomniany trójkąt Frankela.

USTANOWIENIE W POLSCE IZBY WALUTOWEJ

Pierwsze rozwiązanie proponowane przez magiczny trójkąt Frankela polegałoby na przyjęciu systemu kursu sztywnego, co pozwoliłoby na jednoczesną liberalizację obrotów kapitałowych oraz na zachowanie stabilnego kursu walutowego. Dla Polski oznaczałoby to konieczność ustanowienia izby walutowej (ang. *currency board*)⁵ i „zobowiązanie banku centralnego do wymiany waluty krajowej na zagraniczną walutę rezerwową po określonym stałym kursie [...], przy czym wielkość bazy monetarnej musiałaby znajdować całkowite pokrycie w aktywach rezerwowych kraju”⁶. Wspomniany kurs z jednej strony wykorzystywany byłby jako kotwica antyinflacyjna powstrzymująca powstawanie zewnętrznych impulsów inflacyjnych, z drugiej zaś przyczyniałby się do znacznej obniżki kosztów transakcyjnych, ograniczał do minimum ryzyko kursowe i powodował ogólny wzrost wiarygodności polskiej gospodarki.

Oczywiście wariant ten wiązałby się z rezygnacją z autonomicznej polityki monetarnej, która w tej sytuacji stałaby się przede wszystkim wynikiem polityk pieniężnych głównych partnerów gospodarczych. Stałoby się tak, gdyż stabilizowanie kursu walutowego wymagałoby dostosowywania się do zagranicznych stóp procentowych i przyrostu agregatów pieniężnych⁷. Jednak rezygnacja z niezależnej polityki monetarnej, która przedstawiana jest w tym rozwiązaniu jako koszt, paradoksalnie mogłaby stać się korzyścią poprzez doprowadzenie do znacznej stabilności tej polityki i trwałej jej wiarygodności. Dodatkowo przyjęcie kursu centralnego i obowiązek jego obrony mogłyby w znacznym stopniu zdyscyplinować polskie finanse publiczne, co w konsekwencji pomogłoby w spełnieniu fiskalnych kryteriów konwergencji⁸. Ponadto warto w tym miejscu przytoczyć opinię R. Dornbuscha, który stwierdził, że: „pieniądz to zbyt poważna sprawa, aby pozostawić go

⁵ Inne odmiany systemu kursu sztywnego są bowiem niemożliwe – jednostronna euroizacja (ang. *euroization*) ze względu na swą niezgodność z prawem wspólnotowym, a unia walutowa (ang. *monetary union*), gdyż jest celem ostatecznym, wymagającym spełnienia wszystkich kryteriów konwergencji, w tym kryterium zbieżności kursowej.

⁶ P. Sotomska-Krzysztofik, *Utworzenie i upadek izby walutowej w Argentynie*, „Bank i Kredyt” 2/2003, s. 48.

⁷ Na podstawie H. Poirson, *How Do Countries Choose Their Exchange Rate Regime?*, „IMF Working Paper” 46/2001, s. 26.

⁸ Por. M. Dąbrowski, op. cit., s. 27–29.

w rękach polityków: w tej dziedzinie nie istnieją odpowiedzialni politycy, pieniądź demokratyczny jest złym pieniądzem”⁹.

Jak już wspomniano powyżej, wariant ten zakładałby również liberalizację obrotów kapitałowych, która wspomagałaby rozwój handlu międzynarodowego i inwestycji zagranicznych, przyczyniała się do pogłębiania krajowego rynku finansowego i jego integracji z rynkiem światowym oraz poprawiała alokację zasobów w gospodarce¹⁰. Należy jednak pamiętać o tym, że szybka liberalizacja obrotów kapitałowych w realiach izby walutowej mogłaby narazić Polskę na niespodziewane szoki zewnętrzne, czyniąc ją tym samym ofiarą spontanicznych i zmiennych reakcji inwestorów na kryzysy walutowe w innych krajach (tzw. efekt zarazy, ang. *contagion effect*)¹¹.

UTRZYMANIE W POLSCE SYSTEMU KURSU PŁYNNEGO KIEROWANEGO LUB PEŁNE UPŁYNNIENIE KURSU ŻŁOTEGO

W gospodarkach otwartych na przepływy kapitału sposobem zabezpieczenia się (choć nie całkowitego) przed kryzysami walutowymi i zmniejszenia ryzyka wystąpienia ataków spekulacyjnych jest drugi wariant prezentowany w trójkącie Frankela, tj. przyjęcie systemu kursu płynnego i zachowanie niezależnej polityki monetarnej, co daje dużą swobodę działania i pozwala na szybką reakcję na pojawiające się w gospodarce zakłócenia¹². Zgodnie z tym rozwiązaniem NBP mógłby dalej utrzymywać w Polsce reżim kursu płynnego kierowanego (ang. *managed floating, dirty floating*)¹³ i nadal rościć sobie prawo ewentualnych interwencji na rynku walutowym oraz modyfikacji rynkowego kursu, gdyby wymagała tego sytuacja makroekonomiczna. Rozważany wariant trójkąta Frankela umożliwia także pełne upłynnienie kursu złotego, tj. wprowadzenie systemu kursu płynnego czystego (ang. *pure floating, free floating*) i tym samym rezygnację banku centralnego z jakiegokol-

⁹ R. Dornbusch, op. cit., s. 11.

¹⁰ Na podstawie S. Fischer, *Capital-Account Liberalization and the Role of the IMF*, [w:] *Should the IMF Pursue Capital-Account Convertibility?*, „Essays in International Finance” 207/1998, May, Princeton University, s. 2–3.

¹¹ Por. D. Rodrik, *Who Needs Capital-Account Convertibility?*, [w:] *Should the IMF...*, s. 56–61.

¹² W praktyce niebezpieczeństwo kryzysu walutowego jest równie prawdopodobne w systemie kursu sztywnego i płynnego, zwłaszcza w krajach rozwijających się i przechodzących transformację, a także w krajach z płytkimi rynkami finansowymi. Por. F. Caramazza, J. Aziz, *Fixed or Flexible? Getting the Exchange Rate Right in the 1990s*, „IMF Economic Issues” 13/1998, s. 11–14.

¹³ Formalnie reżim wprowadzony w Polsce 12 kwietnia 2000 roku określono mianem systemu kursu płynnego kierowanego. Jednak ze względu na fakt, iż NBP od tego czasu ani razu nie interweniował na rynku walutowym, przypomina on raczej reżim *pure floating* i tak też jest klasyfikowany przez MFW.

wiek obecności na rynku dewizowym, dzięki czemu kurs waluty narodowej kształtowałby się zupełnie swobodnie.

Należy jednak pamiętać, iż rozwiązania te łączyłyby się z dalszymi permanentnymi fluktuacjami kursu walutowego i co za tym idzie, powodowałyby istotne zmiany rozmiarów i struktury importu oraz eksportu, a także wywoływałyby gwałtowne przyprływy lub odpływy kapitału krótkoterminowego. W takich warunkach bardzo trudno byłoby znaleźć dobry punkt odniesienia dla wyznaczenia centralnego kursu złotego w stosunku do euro. Już teraz rynkowy kurs polskiej waluty wobec pieniądza unijnego charakteryzuje się bardzo dużą zmiennością, a dalsze utrzymywanie systemu *dirty floating* lub wprowadzenie reżimu *pure floating* nie ułatwiłoby osiągnięcia stabilności w tej sferze i nie zapewniło spójności z mechanizmem ERM II¹⁴. Podważa to opinię członków Rady Polityki Pieniężnej, zgodnie z którą dla Polski najwłaściwsze byłoby „poprzedzenie usztywnienia kursu złotego do euro w ramach tego systemu [czyli ERM II] kilkuletnim okresem jego w pełni płynnego kształtowania się, co pozwoli trafniej określić kurs równowagi i uniknąć kosztownych dla gospodarki błędów”¹⁵.

USTANOWIENIE W POLSCE SYSTEMU KURSU STAŁEGO Z PASMEM WAHAŃ

Ostatnią, najbardziej dyskusyjną kombinacją proponowaną przez trójkąt niespójnych rozwiązań systemowych jest zastosowanie pełnej kontroli przepływu kapitału, która pozwala na względną stabilizację kursu walutowego i w miarę aktywną politykę monetarną, co u wielu autorów rodzi skojarzenia z systemem kursu stałego¹⁶. Rozwiązanie to budzi jednak wiele kontrowersji, i w związku z tym wśród teoretyków i praktyków ekonomii wytworzyły się dwa opozycyjne nurty.

¹⁴ Por. M. Jurek, *Dostosowanie polskiego systemu kursowego do zasad mechanizmu kursowego ERM II*, „Bank i Kredyt” 5/2007, s. 26–28.

¹⁵ *Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej w 2000 roku*, Narodowy Bank Polski, Warszawa 2001, s. 23.

¹⁶ J. Bilski uważa wręcz, że zamiana w magicznym trójkącie Frankela „pełnej kontroli przepływów kapitału na kursy stałe z marżami wahań w niewielkim stopniu zmienia istotę wyводу J. A. Frankela w sprawie osiągnięcia niezależności monetarnej, stabilności kursów walutowych i pełnej integracji finansowej”. Autor przyznaje, że w tak rozpatrywanym trójkącie może pojawić się pewien kłopot z niezależnością polityki monetarnej, gdyż system kursu stałego nakłada na nią pewne ograniczenia. J. Bilski tłumaczy jednak, że w dużych gospodarkach ograniczenia te znacznie słabną, a „szerokie marże wahań stwarzają krajowej polityce monetarnej warunki działania zbliżone do kursu płynnego”. Por. J. Bilski, *Międzynarodowy system walutowy: kierunki ewolucji*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2006, s. 234.

Pierwszy skupia się na zdecydowanej obronie pośrednich systemów kursowych. Szczególne miejsce zajmuje tu J. Williamson, zdaniem którego reżimy kursu stałego zapewniają doskonały kompromis pomiędzy wiarygodnością, elastycznością a obroną przed kryzysami walutowymi. Ponadto podkreśla, że jest to optymalny wariant dla gospodarek wschodzących, dla których rozwiązania skrajne utrudniałyby lub wręcz uniemożliwiały utrzymanie odpowiedniej konkurencyjności kursu walutowego i wysokiego tempa wzrostu gospodarczego w długim okresie¹⁷.

Przeciwnicy tego podejścia twierdzą, że nie ma czegoś takiego jak „pół stabilizacji” albo „pół niezależności” i że taka kompromisowa (a raczej wewnętrznie sprzeczna) polityka pieniężna prowadzi do spadku wiarygodności publicznej i braku przejrzystości. Dodatkowo, jako potwierdzenie słabości tego rozwiązania, przytaczają ostatnią serię kryzysów w krajach rozwijających się i postkomunistycznych. Skrajni oponenti dowodzą zaś, że powszechna globalizacja i postępująca integracja międzynarodowego rynku finansowego są nieuniknione i w związku z tym, choćby z przyczyn czysto technicznych, w dłuższym okresie nie można zastosować modelu opartego na kontroli przepływów kapitałowych¹⁸.

Gdzieś pośrodku można umiejscowić poglądy J. A. Frankela, który z jednej strony podkreśla, że „rozwiązania pośrednie w określonych sytuacjach bywają bardziej odpowiednie niż rozwiązania skrajne”¹⁹, z drugiej zaś jest zdania, że są one tworem sztucznym, krótkookresowym i dalece odbiegającym od liberalnych zasad, coraz wyraźniej rządzących współczesną ekonomią.

Trzymając się tego ostatniego stanowiska, można stwierdzić, że wprowadzenie w Polsce reżimu kursu stałego z pasmem wahań (ang. *adjustable peg*) – jako rozwiązania przejściowego – mogłoby być dobrym narzędziem transformacji systemu kursowego. Wariant ten umożliwiłby NBP względne stabilizowanie kursu złotego i sukcesywne dochodzenie do takiego jego poziomu, który można by uznać za kurs centralny w mechanizmie ERM II. Dodatkowo, pewna elastyczność tego reżimu pozwalałaby na łagodzenie wpływu ewentualnych szoków o charakterze monetarnym i ataków spekulacyjnych. Należy jednak pamiętać, że rozwiązanie to jest możliwe jedynie wówczas, gdy dążenie do włączenia złotego do mechanizmu ERM II stanie się rzeczywistym celem polskiej polityki pieniężnej i gdy cel ten będzie wzmacniany przez wzajemną koordynację polityki monetarnej i fiskalnej. W przeciwnym przypadku wprowadzenie w Polsce systemu *adjustable peg*

¹⁷ Szerzej na ten temat J. Williamson, *Exchange Rate Regime for Emerging Markets: Reviving the Intermediate Option*, Institute for International Economics, Washington 2000.

¹⁸ Szerzej na ten temat B. Eichengreen, R. Hausmann, *Exchange Rates and Financial Fragility*, „NBER Working Paper” 7418/1998, November.

¹⁹ J. A. Frankel, op. cit., s. 7.

doprowadziłyby do destabilizacyjnej spekulacji walutowej i pogorszenia sytuacji finansów publicznych Polski²⁰.

DODATKOWE PRZESŁANKI WYBORU SYSTEMU KURSOWEGO

Powyżej przedstawiona analiza, prowadzona w kontekście koncepcji magicznego trójkąta Frankela, skupia się przede wszystkim na osiąganiu zbieżności kursowej i tylko pośrednio odnosi się do pozostałych kryteriów konwergencji. Ponadto bazuje ona na aktualnej sytuacji makroekonomicznej kraju,

Tabela. Dodatkowe przesłanki wyboru systemu kursu walutowego

Kryterium	Typy systemów kursowych			
	Kurs płynny czysty	Kurs płynny kierowany	Kurs stały z pasmem wahań	Izba walutowa
Wysoka inflacja	✓	✓		
Niska inflacja	✓	✓	✓	✓
Wysoki poziom rezerw walutowych	✓	✓	✓	✓
Niski poziom rezerw walutowych	✓	✓		
Wysoki poziom liberalizacji obrotów kapitałowych	✓	✓		✓
Niski poziom liberalizacji obrotów kapitałowych	✓	✓	✓	✓
Wysoki poziom otwartości rynku i integracji handlu zagranicznego			✓	✓
Niski poziom otwartości rynku i integracji handlu zagranicznego	✓	✓		
Realne szoki	✓	✓		
Nominalne szoki			✓	✓
Wysoka elastyczność i wiarygodność polityki fiskalnej	✓	✓	✓	✓
Niska elastyczność i wiarygodność polityki fiskalnej	✓	✓		
Wysoka mobilność siły roboczej	✓	✓	✓	✓
Niska mobilność siły roboczej	✓	✓	✓	

Źródło: opracowanie własne na podstawie O. Szczepańska, P. Sotomska-Krzysztofik, *Reżim kursowy a kryzysy walutowe – czy możliwy jest kryzys walutowy w warunkach kursu płynnego?*, „Bank i Kredyt” 9/2003, s. 12.

²⁰ Por. M. Jurek, op. cit., s. 29–31; S. Kawalec, M. Krzak, *Exchange Rate Policy and Economic Growth*, European Association for Comparative Studies 2002, s. 6.

abstrahując od problemu zmieniających się w czasie specyficznych cech polskiej gospodarki. Niemniej jednak, przy wyborze właściwego reżimu kursowego przed włączeniem złotego do mechanizmu ERM II, władze monetarne Polski będą musiały wziąć pod uwagę również te dodatkowe przesłanki. Tabela wskazuje główne warunki, które (obok tych przedstawionych we wcześniejszej części artykułu) będą sugerowały wybór danego rozwiązania kursowego (pola zaznaczone „ptaszkiem”).

Z powyższej tabeli wynika, że wysoka inflacja będzie determinowała wybór odmian systemu kursu płynnego, natomiast niski jej poziom da możliwość zastosowania każdego z rozważanych reżimów kursowych²¹. Przeciwnie jest w przypadku rezerw dewizowych – ich wysoki poziom nie determinuje wyboru systemu kursowego, przy niskim poziomie można zaś zastosować jedynie najbardziej elastyczne odmiany kursów. Liberalizacja obrotów kapitałowych wyklucza zastosowanie reżimu *adjustable peg*, podczas gdy systemy typu *floating* nie są wskazane przy wysokim poziomie otwartości rynku i integracji handlu zagranicznego. Tabela 1 wskazuje także na konieczność rozpatrzenia warunków sfery realnej (np. mobilność siły roboczej), cech polityki fiskalnej²² i rodzajów szoków, na które narażony będzie nasz kraj przed włączeniem złotego do mechanizmu ERM II²³.

ZAKOŃCZENIE

Powyższe rozważania nie pozostawiają wątpliwości co do konieczności zmodyfikowania polskiego systemu kursowego tak, by stało się możliwe włączenie złotego do mechanizmu ERM II po optymalnym (lub bliskim optymalnemu) kursie. Kontrowersje wzbudza natomiast sposób, w jaki miałyby się to dokonać. Przeprowadzona w kontekście niemożliwego do zaistnienia trójkąta Frankela analiza skłania jednak do stwierdzenia, że najlepszym rozwiązaniem (w obecnych warunkach makroekonomicznych) byłoby przejściowe wprowadzenie w Polsce systemu kursu stałego z pasmem wahań, co pozwoliłoby na stopniowe uzyskiwanie spójności zasad polskiego reżimu kursowego z zasadami ERM II, a jednocześnie umożliwiłoby przeprowadzenie ewentualnej dewaluacji lub rewaluacji, gdyby rynkowy kurs złotego podlegał długotrwałej aprecjacji lub deprecjacji. Aby jednak system *adjustable peg* działał sprawnie i z sukcesem włączył walutę narodową do mechanizmu ERM II, konieczna jest współpraca władz monetarnych i rządu

²¹ W tym miejscu trzeba jednak zauważyć, że tylko niski poziom inflacji (tj. pozwalający na spełnienie kryterium inflacyjnego z Maastricht) umożliwi Polsce wejście do strefy euro.

²² W tym również konieczność spełnienia dwóch kryteriów fiskalnych z Maastricht.

²³ Na podstawie O. Szczepańska, P. Sotomska-Krzysztofik, *Reżim kursowy a kryzysy walutowe – czy możliwy jest kryzys walutowy w warunkach kursu płynnego?*, „Bank i Kredyt” 9/2003, s. 12–13.

oraz ich oficjalne zobowiązanie się do prowadzenia polityki nakierowanej na wprowadzenie w Polsce euro. Wydaje się bowiem, że utrzymywanie w polityce kursowej *status quo* (tj. dalsze stosowanie systemu *dirty floating*), jak również ustanowienie izby walutowej lub wprowadzenie reżimu kursu płynnego czystego niosą dla wprowadzenia euro w Polsce zbyt dużo zagrożeń.

Literatura

- Adamczyk A., Włodarczyk R. W., *Analiza gospodarki otwartej: model IS-LM-BP*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej, Kraków 2006.
- Bilski J., *Międzynarodowy system walutowy: kierunki ewolucji*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2006.
- Caramazza F., Aziz J., *Fixed or Flexible? Getting the Exchange Rate Right in the 1990s*, „IMF Economic Issues” 13/1998.
- Dąbrowski M., *Czy w warunkach globalizacji jest miejsce na narodową politykę pieniężną?*, „Bank i Kredyt” 7–8/2000.
- Dornbusch R., *A Century of Unrivalled Prosperity*, MIT, April 1999.
- Eichengreen B., Hausmann R., *Exchange Rates and Financial Fragility*, „NBER Working Paper” 7418/1999.
- Fischer S., *Capital-Account Liberalization and the Role of the IMF*, [w:] *Should the IMF Pursue Capital-Account Convertibility?*, May, Princeton University, „Essays in International Finance” 207/1998.
- Frankel J. A., *No Single Currency Regime Is Right for All Countries or at All Times*, „Essays in International Finance” 215/1999.
- Jurek M., *Dostosowanie polskiego systemu kursowego do zasad mechanizmu kursowego ERM II*, „Bank i Kredyt” 5/2007.
- Kawalec S., Krzak M., *Exchange Rate Policy and Economic Growth*, European Association for Comparative Studies 2002.
- Poirson H., *How Do Countries Choose Their Exchange Rate Regime?*, „IMF Working Paper” 46/2001.
- Rodrik D., *Who Needs Capital-Account Convertibility?*, [w:] *Should the IMF Pursue Capital-Account Convertibility?*, „Essays in International Finance” 207/1998, May.
- Sotomska-Krzysztofik P., *Utworzenie i upadek izby walutowej w Argentynie*, „Bank i Kredyt” 2/2003.
- Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej w 2000 roku*, Narodowy Bank Polski, Warszawa 2001.
- Szczepeńska O., Sotomska-Krzysztofik P., *Reżim kursowy a kryzysy walutowe – czy możliwy jest kryzys walutowy w warunkach kursu płynnego?*, „Bank i Kredyt” 9/2003.
- Williamson J., *Exchange Rate Regime for Emerging Markets: Reviving the Intermediate Option*, Institute for International Economics, Washington 2000.

The Triangle of Impossibility Versus Possible Modifications of the Polish Exchange Rate Regime During the Preparations for the Euro Currency's Adoption**Summary**

The main objective of this paper is to analyze whether and how the Polish exchange rate regime should be modified before Złoty's adoption to European Rate Mechanism II (ERM II). Possible solutions (it means: currency board, managed floating and adjustable peg) are presented as different nodes of the triangle of impossibility. The conducted research leads to the conclusion that neither currency board nor dirty floating can provide appropriate base for the calculation of the Złoty/Euro central rate. It seems the temporary introduction of adjustable peg, which allows to adjust Polish exchange rate regime to the rules of ERM II in gradual way would be the best solution. Moreover, this option provides The National Bank of Poland with the ability to intervene with the currency market in order to achieve economic stabilization. However, adjustable peg is a good solution for our country as long as both monetary and fiscal authorities cooperate and unify their policy regarding entering the ERM II. Only then can Poland meet all of the convergence criteria.

