

Ocena polityki kursu walutowego wybranych krajów Europy Środkowo-Wschodniej w aspekcie optymalizacji strategii przyjęcia euro

Katarzyna Twarowska*

Streszczenie: *Cel* – Celem artykułu jest ocena polityki kursu walutowego krajów Europy Środkowo-Wschodniej (EŚW), jej efektów, a także zbadanie, czy kraje te spełniają warunki funkcjonowania w ramach unii walutowej.

Metodologia badania – Badania zostały oparte na przeglądzie analiz teoretycznych i empirycznych dotyczących roli kursu walutowego jako instrumentu oddziaływania na gospodarkę, a także analizie danych statystycznych.

Wynik – Z przeprowadzonych analiz wynika, że: 1) kraje EŚW skutecznie realizowały politykę kursu walutowego w okresie transformacji, co pozwoliło im na osiągnięcie równowagi wewnętrznej (obniżenie inflacji przy relatywnie wysokim wzroście gospodarczym) oraz równowagi zewnętrznej (obniżenie deficytów handlowych); 2) kraje stosujące płynne kursy walutowe osiągały większą stabilność gospodarczą; 3) analizowane kraje EŚW objęte derogacją nie spełniają jeszcze warunków osiągnięcia korzyści z funkcjonowania w ramach strefy euro.

Słowa kluczowe: kraje EŚW, polityka kursu walutowego, strefa euro, kurs walutowy jako instrument stabilizacji makroekonomicznej

Wprowadzenie

W latach 90. XX wieku naukowcy i politycy prowadzili liczne debaty dotyczące zalet alternatywnych reżimów kursowych dla gospodarek rozwijających się. Posługując się teoriami opartymi na wiarygodności, autorzy dowodzili, że gospodarki rozwijające się i rynki wschodzące (*emerging markets*) powinny przyjmować reżimy stałych kursów walutowych, przede wszystkim system izby walutowej bądź dolaryzację (Edwards, 2006, s. 1). Jedną z przesłanek przyjęcia systemu stałych kursów walutowych był fakt, iż gospodarki rozwijające się doświadczały zjawiska *fear of floatig* (Calvo, 1999; Calvo, Reinhart, 2002, s. 379–408).

Po serii kryzysów walutowych w latach 90. i na początku XXI wieku, duża liczba gospodarek rozwijających się porzucała system sztywnych kursów walutowych na rzecz różnych wersji kursów elastycznych i przyjmowała cel inflacyjny w polityce pieniężnej (Edwards, 2006, s. 1). W związku z tą zmianą zaczęły pojawiać się nowe pytania dotyczące

* mgr Katarzyna Twarowska, Uniwersytet Marii Curie-Skłodowskiej w Lublinie, e-mail: k.twarowska@umcs.pl.

kursów walutowych i ich powiązań z różnymi sferami gospodarki. W przypadku krajów z regionu Europy Środkowo-Wschodniej (EŚW), które należą do Unii Europejskiej, zagadnieniem szczególnie ważnym w zakresie polityki pieniężnej i walutowej są kwestie związane z uczestnictwem w unii walutowej.

Celem niniejszej pracy jest ocena polityki kursu walutowego krajów Europy Środkowo-Wschodniej. W części teoretycznej poszukiwana jest odpowiedź na pytanie, co decyduje o wyborze reżimu kursowego oraz jaki rodzaj kursu walutowego zapewnia stabilność gospodarczą. Analiza empiryczna ma na celu dokonanie oceny efektów polityki kursu walutowego w krajach EŚW, a także zbadanie, czy kraje te spełniają warunki funkcjonowania w ramach unii walutowej. Ponadto, podjęta została próba określenia, w jakich warunkach makroekonomicznych rośnie prawdopodobieństwo utrzymania stabilnego kursu waluty wobec euro oraz wskazanie szans i zagrożeń wynikających z przystąpienia do strefy euro.

1. Teoretyczne podstawy wyboru reżimu kursu walutowego

Kraje wybierają taki system kursu walutowego, który ma służyć realizacji ich celów gospodarczych, zapewniać stabilność i minimalizować koszty z nim związane. Nie ma jednak jednego systemu, który w sposób uniwersalny spełniałby te warunki we wszystkich gospodarkach, gdyż to, jaki system kursu walutowego jest optymalny dla poszczególnych krajów, zależy przede wszystkim od cech tych gospodarek.

Wybór odpowiedniego rozwiązania kursowego jest zatem jedną z najistotniejszych decyzji, jaką muszą podjąć władze gospodarcze kraju. Przyjęty reżim kursowy powinien być dostosowany do charakterystycznych uwarunkowań danego państwa, szczególnie tych związanych z rozmiarami jego gospodarki, poziomem rozwoju, otwartością gospodarki oraz celami polityki monetarnej. Szczegółowe kryteria wyboru reżimu kursu walutowego zostały zaprezentowane w tabelach 1 i 2.

R.A. Mundell (1961, s. 657–664) i kontynuatorzy jego koncepcji optymalnego obszaru walutowego dążyli do ustalenia, czy w pewnych warunkach strukturalnych można zrezygnować z wykorzystywania nominalnego kursu walutowego do niwelowania następstw asymetrycznego wstrząsu gospodarczego. W tym celu identyfikowali własności, które mogą sprzyjać tworzeniu obszaru walutowego i ograniczaniu zmienności bilateralnych kursów walut państw tworzących taki obszar. Wnioski z ich badań zostały w sposób syntetyczny przedstawione w tabeli 2.

Kryteria optymalnych obszarów walutowych (OOW) poddawane były krytyce, między innymi ze względu na niejasność, czy państwa powinny tworzyć wspólny obszar walutowy, jeśli spełniają tylko niektóre kryteria, a spełnienie wszystkich równocześnie jest niemożliwe, gdyż pewne kryteria wzajemnie się wykluczają, przy czym nie rozstrzygnięto, które z nich mają większe znaczenie (Tavlas, 1994). Udowodniano również, że identyfikowane przy formułowaniu kryteriów OOW alternatywne mechanizmy dostosowawcze nie mogą w pełni zastąpić kursu walutowego (Ishiyama, 1975).

Tabela 1

Przesłanki wyboru reżimu kursu walutowego

Przesłanki	Implikacje dla wyboru reżimu kursu walutowego
Kryteria ekonomiczne, finansowe i polityczne wyboru reżimu kursu walutowego	
Długookresowy wzrost gospodarczy	w warunkach niskiego długookresowego wzrostu gospodarczego przyjęcie kursu sztywnego generuje korzyści z posiadania kotwicy nominalnej.
Poziom rozwoju gospodarczego	wyższy poziom rozwoju gospodarczego zwiększa prawdopodobieństwo przyjęcia systemu kursu płynnego, ze względu na lepsze możliwości wykorzystania kursu walutowego jako narzędzia polityki gospodarczej.
Wielkość gospodarki	im większa gospodarka, tym większe prawdopodobieństwo przyjęcia kursu płynnego.
Poziom rozwoju rynków finansowych	warunkiem prawidłowego funkcjonowania kursu płynnego jest dostateczny stopień rozwoju rynków finansowych zapewniający większe możliwości zabezpieczenia się przed ryzykiem kursowym oraz bezinflacyjnego finansowania deficytów budżetowych.
Liberalizacja przepływów kapitału i mobilność kapitału	wysoki poziom mobilności kapitału i liberalizacja przepływów kapitału zwiększają trudności w utrzymaniu kursu sztywnego.
Zadłużenie w walutach obcych	wysoki poziom zadłużenia w walutach obcych zwiększa prawdopodobieństwo przyjęcia systemu kursu sztywnego.
Wielkość rezerw walutowych	niski poziom rezerw walutowych ogranicza możliwości interwencji na rynku walutowym, które są warunkiem utrzymania sztywnego kursu walutowego.
Wiarygodność władz	niska wiarygodność antyinflacyjna władz zwiększa atrakcyjność sztywnego kursu walutowego jako kotwicy nominalnej.
Jakość polityki fiskalnej	im mniej odpowiedzialna polityka fiskalna, tym bardziej niebezpieczne staje się utrzymywanie sztywnego kursu walutowego; jednak z drugiej strony, sztywny kurs walutowy może stanowić element dyscyplinujący politykę fiskalną.
Stabilność polityczna	niska stabilność polityczna zwiększa prawdopodobieństwo przyjęcia kursu płynnego.
Podatność na szoki a wybór reżimu kursu walutowego	
Zewnętrzny szok nominalny	wysoka podatność gospodarki na zewnętrzne szoki nominalne zwiększa korzyści ze stosowania kursu elastycznego (płynnego).
Wewnętrzne szoki nominalne	wysoka podatność gospodarki na wewnętrzne szoki nominalne zwiększa korzyści ze stosowania kursu sztywnego.
Zewnętrzny lub wewnętrzny szok realny	wysoka podatność gospodarki na szoki realne (pochodzące zarówno z wewnątrz jak i z zewnątrz) zwiększa korzyści ze stosowania kursu płynnego.

Źródło: opracowanie własne na podstawie Poirson (2001), s. 13–22; Rogoff, Husain, Mody, Brooks, Oomes, (2003), s. 59–63; Wójcik (2005), s. 79–80.

Tabela 2

Przesłanki wyboru reżimu kursu walutowego według teorii optymalnych obszarów walutowych

Przesłanki	Implikacje dla wyboru reżimu kursu walutowego
Elastyczność cen i płac Friedman (1953)	Zmiany nominalnych cen i płac mogą powodować podobne korekty <i>terms of trade</i> jak zmiany kursu walutowego, łagodząc tym samym skutki wstrząsów asymetrycznych. W takich warunkach spada znaczenie kursu walutowego jako instrumentu polityki gospodarczej, a im większa elastyczność cen i płac, tym mniejsze koszty kursu sztywnego.
Mobilność środków produkcji Mundell (1961)	Przepływy środków produkcji (przede wszystkim siły roboczej) z krajów dotkniętych negatywnymi skutkami wstrząsu asymetrycznego do krajów, w których zaburzenie przynosi pozytywne skutki, łagodzi koszty dostosowań.
Integracja rynków finansowych Ingram (1962)	Wysoki stopień integracji rynków finansowych krajów stwarza warunki do przepływów kapitału. Strumienie z krajów nadwyżkowych do krajów deficytowych łagodzą skutki asymetrycznych wstrząsów. Przy zachowaniu stałego kursu walutowego nawet niewielkie zmiany stóp procentowych wywołują przepływy kapitału, prowadząc do jego efektywnej alokacji.
Otwartość gospodarki McKinnon (1963)	Otwartość gospodarki sprawia, że zmiany cen na rynkach światowych szybko wpływają na koszty utrzymania w danym kraju, a deprecjacja kursu waluty wywołuje wzrost stopy inflacji, nie powoduje zaś wzrostu produkcji. W takich warunkach rezygnacja z posługiwania się kursem walutowym jako narzędziem polityki gospodarczej nie generuje dużych kosztów, a im większa otwartość gospodarki, tym bardziej atrakcyjny jest kurs sztywny i mniejsza efektywność zmian kursu walutowego w przywracaniu równowagi zewnętrznej i wewnętrznej.
Dywersyfikacja produkcji, konsumpcji, eksportu i importu Kenen (1969)	Im bardziej zdywersyfikowana struktura produkcji, eksportu, konsumpcji i importu, tym mniejsze koszty przyjęcia kursu sztywnego w przypadku nieoczekiwanych szoków (jeżeli kraj o takich cechach dotknie szok asymetryczny, to wywoła on negatywne skutki jedynie w jakimś sektorze, a nie w całej gospodarce).
Integracja fiskalna Kenen (1969)	Integracja fiskalna i posiadanie scentralizowanego budżetu w ramach grupy krajów, z którego finansowana jest pomoc dla regionów dotkniętych negatywnymi skutkami zaburzenia, łagodzi negatywne skutki wstrząsów asymetrycznych.
Integracja polityczna Willett, Tower (1970)	Integracja polityczna sprzyja ujednoczeniu preferencji krajów dotyczących kombinacji inflacji i bezrobocia, co ułatwia koordynację polityki pieniężnej i fiskalnej. W takich warunkach łatwiej niwelować zewnętrzne wstrząsy asymetryczne bez wykorzystywania kursu jako narzędzia dostosowawczego.
Podobieństwo stóp inflacji Fleming (1971)	W warunkach dużej zbieżności stóp inflacji nie ma potrzeby wykorzystywania zmian kursu walutowego jako instrumentu polityki gospodarczej.
Niska zmienność realnego kursu walutowego Vaubeł (1976)	Stabilność realnego kursu walutowego w przeszłości wskazuje, że kraj nie był narażony na szoki asymetryczne, a więc zmiany kursu walutowego nie były wykorzystywane jako bufor zabezpieczający przed zaburzeniami. Daje to podstawy do wnioskowania, że takiej potrzeby nie będzie również w przyszłości.
Podobieństwo zaburzeń gospodarczych Masson, Taylor (1993)	Podobieństwo wstrząsów gospodarczych oraz czasu potrzebnego na złagodzenia ich skutków sprawia, że niskie jest prawdopodobieństwo wystąpienia asymetrycznego wstrząsu.

Źródło: opracowanie własne na podstawie Jurek (2013), s. 222–225; Mucha-Leszko (2012), s. 15–42.

Naukowcy zgodni są natomiast co do faktu, że rola kursu walutowego jako instrumentu oddziaływania na gospodarkę zależy od licznych cech danej gospodarki, jak również od realizowanej polityki ekonomicznej, w tym przyjętego celu i strategii polityki pieniężnej, a więc tego, czy przedmiotem zainteresowania tej polityki jest przede wszystkim stopa inflacji, podaż pieniądza czy docelowy poziom produkcji. W sytuacji, gdy jako cel polityki pieniężnej została wybrana stabilizacja poziomu produkcji, wdrożenie systemu kursu stałego może przenosić szoki zewnętrzne do gospodarki krajowej, a obrona założonego kursu utrudnia władzom monetarnym oddziaływanie na poziom produkcji we właściwym kierunku (Bleaney, Fielding, 2002, s. 233–245). Ponadto stały kurs walutowy w warunkach swobodnego przepływu kapitału eliminuje autonomię w określaniu podaży pieniądza (*the impossible trinity*, Frankel, 1999, s. 7–8), zatem wdrożenie kursu stałego w przypadku wyboru kontroli podaży pieniądza jako celu polityki pieniężnej oraz w warunkach liberalizacji przepływów kapitału, może narazić walutę krajową na ataki spekulacyjne. Z kolei stały kurs walutowy może skutecznie wspomagać politykę ukierunkowaną na obniżanie inflacji (por. Romer, 1993, s. 869–903; Ghosh i in., 1996; Bleaney, Francisco, 2005, s. 1453–1471; Bleaney, Francisco, 2007).

W gospodarkach rozwijających się, a przede wszystkim w krajach przechodzących proces transformacji, spośród przesłanek wyboru systemu kursu walutowego szczególne znaczenie mają kryteria związane z zapewnianiem stabilności gospodarczej. W tej grupie krajów banki centralne zwykle nie są w stanie w pełni przewidzieć wpływu zmian stóp procentowych na kurs walutowy. Pogarszająca się koniunktura w gospodarce światowej, powodująca wzrost niepewności na rynkach finansowych, prowadzi do odpływu kapitału z gospodarek wschodzących i silnego osłabienia ich walut. W warunkach wysokiego ryzyka na rynkach finansowych wysokość stóp procentowych ma dla inwestorów mniejsze znaczenie. Opisana sytuacja jest przyczyną niechęci niektórych banków centralnych do systemu w pełni płynnych kursów walutowych (*free float*), w których nie ma możliwości przeprowadzania interwencji na rynku walutowym. Władze monetarne obawiają się, że gwałtowna deprecjacja waluty może wywołać wysoką inflację. Zjawisko to określane jest jako *fear of floating* (Calvo, Reinhart, 2002).

Podsumowując, warto podkreślić, że zaufanie do władz monetarnych i odpowiedzialna polityka walutowa, w tym przestrzeganie zasad przyjętego reżimu kursowego, przyczyniają się do większej stabilności kursu walutowego i zarazem pozwalają na lepsze zabezpieczenie przed ryzykiem wystąpienia kryzysu walutowego.

2. Ewolucja polityki kursowej krajów EŚW w okresie od lat 90. XX wieku do 2015 roku

Przykładem gospodarek, które wykorzystywały zalety różnych systemów kursowych, są kraje Europy Środkowo-Wschodniej. Na początku lat 90., kiedy rozpoczynały proces transformacji i stabilizowania gospodarek, aktywnie wykorzystywały politykę walutową,

co stwarzało możliwość skutecznego przeprowadzania reform. Jednak ewolucja systemów kursowych w tych krajach była zróżnicowana. W pierwszych latach transformacji wspólną cechą działań podejmowanych przez kraje EŚW była początkowa dewaluacja pieniądza krajowego, a następnie ustalenie stałego kursu walutowego jako kotwicy nominalnej, mającej na celu obniżenie tempa wzrostu cen do poziomu inflacji w krajach, których waluty stanowiły odniesienie dla przyjętego parytetu kursu walutowego.

Tabela 3

Ewolucja systemów kursowych w krajach Europy Środkowo-Wschodniej w latach 1990–2015

Kraj/system kursowy	Euro (kurs całkowicie płynny)	Izba walutowa	Umowny kurs stały	System stabilizowanego kursu walutowego	Pełzający kurs walutowy i system kursu zbliżony do pełzającego	Kurs stały w przedziale wahań	Kurs płynny	Kurs całkowicie płynny
Polska			1990		1991			2000
Węgry			1990	2001		1995		2008
Czechy			1990			1996	1997, 2002	2001, 2008
Rumunia		1990				2001, 2003	1991, 2002, 2005	
Bułgaria		1997	1990					1991
Słowenia	2007			2004		2003	1992	
Słowacja	2009		1990		2006		1996, 1998	
Estonia	2011	1992						
Łotwa	2014		1994					1992
Litwa	2015	1994						1992

Uwaga: daty w tabeli oznaczają początek roku, w którym dany system kursowy zaczął obowiązywać. Przyjęto klasyfikację kursów walutowych wg IMF z 2009 r.

Źródło: opracowanie własne na podstawie: IMF (2015), s. 12–14; Tymoczko (2013), s. 49.

Jak wskazywały doświadczenia krajów Ameryki Łacińskiej, antyinflacyjna polityka kursowa (nominalna kotwica w postaci stałego kursu walutowego) może być skuteczna, ale pod warunkiem, że po przezwyciężeniu hiperinflacji nastąpi relatywnie szybkie przejście do systemu kursu płynnego (Della Paolera, Taylor, 2003). Niektóre państwa, w tym Polska, Czechy, Słowacja i Rumunia, właśnie taką strategię zastosowały i sukcesywnie rozluźniały

rygory dotyczące kursu, dążąc do tego, by kurs waluty kształtował się pod wpływem popytu i podaży na rynku walutowym. Na płynny kurs walutowy decydowały się również kraje, które nie posiadały wystarczających rezerw walutowych dla utrzymania kursu stałego. Inne kraje nadal stosowały stały kurs walutowy. Ewolucja systemów kursu walutowego została zaprezentowana w tabeli 3.

Od połowy lat 90. ważnym celem krajów regionu była akcesja do Unii Europejskiej. Kraje przystępując do ugrupowania zobowiązały się w traktatach do przystąpienia do trzeciego etapu Unii Gospodarczej i Walutowej, a więc, po spełnieniu kryteriów konwergencji, do przyjęcia wspólnej waluty euro i rezygnacji z waluty narodowej oraz z prowadzenia autonomicznej polityki pieniężnej i kursowej. Część krajów skutecznie ten cel realizowała i już w 2007 roku członkiem strefy euro została Słowenia, dwa lata później Słowacja, a następnie trzy kraje bałtyckie (por. tab. 3 i 5). Przykład krajów EŚW i ewolucja ich systemów kursowych wskazuje, że do strefy euro, a wcześniej do ERM II, włączano waluty tych krajów, które stosowały jakąś odmianę systemu kursu stałego. Z kolei kraje z systemem kursu płynnego nie włączały swojej waluty do tego mechanizmu (wyjątek stanowi Słowacja).

3. Ocena skuteczności realizowanej polityki kursowej w krajach EŚW

Polityka kursu walutowego wykorzystywana jest jako narzędzie realizacji celów gospodarczych przede wszystkim w dwóch obszarach: stabilności cen oraz sytuacji w handlu zagranicznym. W mniejszym stopniu służy jako instrument stabilizacji koniunktury gospodarczej oraz wpływu na rynek pracy. W przypadku krajów EŚW daje się zauważyć pewną prawidłowość, która polega na tym, że w początkowym okresie transformacji kurs walutowy wykorzystywany był głównie jako instrument stabilizacji cen (walka z hiperinflacją). Następnie, w połowie lat 90., coraz większe znaczenie zyskiwała poprawa sytuacji w handlu zagranicznym, a od początku XXI wieku ponownie głównym celem, jaki kraje próbują osiągać przy pomocy kursu walutowego, jest stabilność cen (Stefański, 2007, s. 108).

Spośród analizowanych krajów płynny kurs walutowy mają Polska (od 2000 r.), Rumunia (od 1991 roku, jednak dwukrotnie okresowo wprowadzała system kursu stałego w przedziale wahań) i Węgry (od 2008 roku), a w latach 1997–2013 również Czechy. Polsce i Czechom, po upłynięciu kursów walutowych, udało się osiągnąć równowagę w dwóch głównych obszarach oddziaływania polityki kursu walutowego: stabilność pieniądza na rynku krajowym oraz równowagę gospodarczą z zagranicą (saldo bilansu handlowego w stosunku do PKB są na akceptowalnym poziomie, biorąc pod uwagę ogólną sytuację gospodarczą oraz szybszy wzrost gospodarczy niż w krajach wysoko rozwiniętych, por. tab. 4). Zdecydowanie gorzej prezentuje się sytuacja w Rumunii, gdzie inflacja jeszcze w 2004 roku wynosiła 11,9%, przy czym została istotnie obniżona z poziomu 155% w 1997 roku, co świadczy o skutecznej polityce antyinflacyjnej. Niekorzystnie kształtowała się sytuacja w bilansie handlowym z zagranicą (średnio w latach 2005–2007 deficyt wynosił 16%). Węgry przez cały okres transformacji utrzymywały stały kurs walutowy, ale oceny skuteczności polityki

kursu walutowego w tym kraju są podzielone. Z jednej strony gospodarka osiągnęła równowagę wewnętrzną i zewnętrzną, jednak trudno mówić o poprawie sytuacji w kolejnych latach. Liczne opinie wskazują, że gdyby Węgry przyjęły system kursu płynnego wcześniej, to cele w zakresie stabilizacji pieniądza i równowagi zewnętrznej zostałyby osiągnięte w większym stopniu (Barlow, 2005).

Oprócz czterech wyżej przedstawionych krajów wykorzystujących płynny kurs walutowy, do strefy euro nie przystąpiła również Bułgaria, która przyjęła system izby walutowej w 1997 roku po kryzysie finansowym, jaki miał miejsce na przełomie lat 1996/1997, i bardzo wysokiej inflacji, sięgającej w niektórych miesiącach nawet 1000% (Ponsot, 2001). Przejście od płynnego do silnie stabilizowanego systemu kursowego przyczyniło się do odbudowy zaufania rynków do władz monetarnych, szybkiego ograniczenia inflacji oraz zdynamizowania przemian gospodarczych. Trudno jednak pozytywnie ocenić wyniki uzyskiwane przez gospodarkę bułgarską, gdyż od 2000 roku utrzymuje się wysoki deficyt w handlu zagranicznym, a inflacja do wybuchu kryzysu w 2008 roku również kształtowała się na wysokim poziomie.

Obecnie w strefie euro funkcjonuje pięć z 10 analizowanych krajów z Europy Środkowo-Wschodniej, jednak ich droga do integracji walutowej różniła się i przed przyjęciem euro kraje te stosowały odmienne systemy kursu walutowego. Jako pierwsza przystąpiła Słowenia (w 2007 r.). Zanim jednak to się dokonało, Słowenia do 2003 roku stosowała kurs płynny. Można uznać, że w okresie transformacji polityka walutowa w tym kraju była skuteczna, gdyż w długim okresie Słowenia osiągnęła niską inflację i relatywnie niewielki deficyt w handlu zagranicznym przy wysokim wzroście gospodarczym. Sytuacja uległa jednak pogorszeniu w warunkach kryzysu finansowo-gospodarczego, co czasowo zbiegło się z akcesją do strefy euro.

Drugim krajem EŚW, który przystąpił do strefy euro, jest Słowacja (2009). Kraj ten w 1998 roku zrezygnował z systemu kursu stałego i od tego czasu skutecznie wykorzystywał system kursu płynnego¹, sukcesywnie zmniejszając deficyt handlowy (od 2009 r. osiągając nadwyżkę). Problem stanowiła jednak relatywnie wysoka inflacja, która w 2000 roku przekroczyła 12%. W kolejnych latach wzrost cen był ograniczany, ale zmienność poziomu inflacji pozostała relatywnie wysoka.

Niekorzystne następstwa wyboru płynnego kursu walutowego na początku okresu transformacji skłoniły Łotwę, Litwę, a w ślad za nimi Estonię, do zmiany systemu walutowego i od 1994 roku kraje bałtyckie utrzymywały sztywny kurs walutowy, jednak realizowana polityka kursowa była tam nieskuteczna. Problemem w tych krajach był zarówno wysoki deficyt w handlu zagranicznym, jak i wysoka inflacja, której nie były w stanie opanować narzędziami polityki pieniężnej. Taka sytuacja w warunkach utrzymywania sztywnego kursu walutowego (izba walutowa w Estonii i na Litwie i umowny kurs stały na Łotwie) stwarzały zagrożenie kryzysem walutowym. Częściowo nierównowagę krajów bałtyckich

¹ W 2006 r. słowacka korona została włączona do systemu ERM II – systemu stabilizowanego kursu walutowego.

Tabela 4

Wskaźniki charakteryzujące efekty polityki kursu walutowego w wybranych krajach EŚW oraz w strefie euro w okresie 1997–2015 (inflacja, saldo BH i dynamika realnego PKB)

Wskaźniki	1997*	1997– 2000	2000	2001– 2004	2004	2005– 2007	2007	2008– 2012	2012	2013– 2015	2015**
Polska											
Inflacja HICP (%)	15,0	11,0	10,1	2,9	3,6	2,0	2,6	3,7	3,7	0,1	-0,7
Saldo BH (% PKB)	-6,2	-7,5	-7,2	-3,2	-2,4	-4,9	-6,0	-3,8	-1,8	0,0	-0,2
Zmiany PKB (%)	6,5	5,1	4,6	3,0	5,1	5,6	7,2	3,4	1,6	2,7	3,6
Węgry											
Inflacja HICP (%)	18,5	13,2	10,0	6,5	6,8	5,1	7,9	4,9	5,7	0,6	0,1
Saldo BH (% PKB)	-4,2	-5,0	-6,3	-3,7	-3,5	-1,6	-0,4	2,1	3,0	3,1	2,6
Zmiany PKB (%)	3,4	3,8	4,2	4,3	4,9	2,9	0,4	-1,0	-1,7	2,8	2,9
Czechy											
Inflacja HICP (%)	8,0	5,9	3,9	2,1	2,6	2,2	2,9	2,8	3,5	0,7	0,3
Saldo BH (% PKB)	-8,3	-5,2	-5,3	-2,7	-0,5	0,5	0,2	1,5	3,1	4,9	5,6
Zmiany PKB (%)	-0,7	1,2	4,3	3,3	4,9	6,3	5,5	0,3	-0,9	0,8	2,0
Rumunia											
Inflacja HICP (%)	155,0	76,4	45,7	21,1	11,9	6,9	4,9	5,8	3,4	1,4	-0,4
Saldo BH (% PKB)	-5,6	-5,0	-4,6	-7,3	-8,7	-16,0	-16,0	-8,5	-6,7	-3,7	-3,6
Zmiany PKB (%)	-4,8	-1,2	2,4	6,2	8,4	6,4	6,9	0,5	0,6	3,4	3,7
Bułgaria											
Inflacja HICP (%)	18,7	10,5	10,3	5,4	6,1	7,0	7,6	4,7	2,4	-0,8	-1,1
Saldo BH (% PKB)	3,8	-4,1	-9,1	-12,0	-15,0	-21,0	-24,0	-11,0	-8,5	-7,6	-8,2
Zmiany PKB (%)	-1,1	0,4	5,0	5,5	6,6	7,2	7,7	0,7	0,2	1,9	3,0
Słowacja											
Inflacja HICP (%)	6,0	8,8	12,2	6,7	7,5	3,0	1,9	2,7	3,7	0,4	-0,3
Saldo BH (% PKB)	-9,7	-7,5	-4,4	-6,1	-3,7	-3,5	-1,2	1,6	5,0	4,5	4,5
Zmiany PKB (%)	4,0	1,7	1,2	4,6	5,3	8,6	10,8	1,9	1,5	2,5	3,6
Słowenia											
Inflacja HICP (%)	8,3	7,8	8,9	6,4	3,7	2,9	3,8	2,7	2,8	0,5	-0,8
Saldo BH (% PKB)	-3,8	-4,7	-5,6	-2,5	-3,7	-3,2	-3,6	-2,3	-0,1	2,8	3,5
Zmiany PKB (%)	5,1	4,5	4,2	3,5	4,4	5,5	6,9	-1,1	-2,7	1,6	2,9
Estonia											
Inflacja HICP (%)	9,3	6,3	3,9	3,4	3,0	5,1	6,7	4,6	4,2	1,3	0,1
Saldo BH (% PKB)	-22,0	-18,0	-14,0	-15,0	-16,0	-16,0	-16,0	-5,9	-6,7	-5,1	-5,2
Zmiany PKB (%)	11,8	6,4	10,6	6,5	6,3	9,1	7,7	-1,0	5,2	1,9	1,1
Lotwa											
Inflacja HICP (%)	8,1	4,3	2,6	3,4	6,2	7,9	10,1	4,8	2,3	0,3	0,2
Saldo BH (% PKB)	-14,0	-14,0	-14,0	-18,0	-20,0	-22,0	-23,0	-11,0	-12,0	-10,0	-10,0
Zmiany PKB (%)	9,0	5,9	5,4	7,6	8,3	10,9	10,0	-2,3	4,0	2,7	2,7
Litwa											
Inflacja HICP (%)	10,3	4,6	1,1	0,5	1,2	4,1	5,8	4,8	3,2	0,2	-0,7
Saldo BH (% PKB)	-11,0	-12,0	-9,7	-9,5	-11,0	-13,0	-15,0	-6,7	-3,3	-3,4	-4,2
Zmiany PKB (%)	8,3	4,6	3,8	7,6	6,6	8,7	11,1	-0,2	3,8	2,7	1,6
Strefa euro											
Inflacja HICP (%)	1,6	1,5	2,1	2,2	2,1	2,2	2,1	2,1	2,5	0,6	0,0
Saldo BH (% PKB)	2,1	1,5	0,7	1,7	1,6	0,9	0,9	0,9	1,8	2,8	3,1
Zmiany PKB (%)	2,6	3,1	3,8	1,5	2,2	2,6	3,0	-0,2	-0,9	0,7	1,6

* Bułgaria – inflacja w 1998 r.; Słowacja – zmiany PKB w 1998 r.

** Saldo bilansu handlowego w 2014 r.; Czechy – zmiany PKB w 2014 r.

Źródło: opracowanie własne na podstawie: inflacja, PKB (Eurostat Database, 2015) oraz saldo BH (UNCTAD-stat, 2015).

w zakresie poziomu cen i handlu zagranicznego można wytłumaczyć szybkim tempem wzrostu gospodarczego, który jednak napędzany był przede wszystkim konsumpcją krajową finansowaną kredytami, co w warunkach kryzysu w latach 2008–2012 doprowadziło do gwałtownego załamania się popytu w tych krajach i spadku PKB. Kraje bałtyckie po wejściu do Unii Europejskiej miały wyraźnie wyznaczoną strategię w kierunku przyjęcia euro. Barierą było niespełnianie kryteriów konwergencji. Ostatni kryzys wywołujący wzrost zagrożeń dla stabilności gospodarczej tych krajów jeszcze bardziej nasświetlił potrzebę integracji walutowej oraz zmotywował rząd i władze monetarne do podjęcia działań umożliwiających przystąpienie do strefy euro. W efekcie w 2011 roku do strefy euro została przyjęta Estonia, w 2014 roku Łotwa, a w 2015 roku Litwa.

Kraje Europy Środkowo-Wschodniej, które przystąpiły do strefy euro lub utrzymują stabilny kurs waluty wobec euro, mają na ogół wyższy deficyt bilansu obrotów bieżących w porównaniu z innymi krajami regionu, w których nie stabilizuje się kursu walutowego. Można to wytłumaczyć realną aprecjacją (rys. 2), która w warunkach sztywności kursu nominalnego powstaje w wyniku różnic stóp inflacji w kraju i za granicą. Zjawisko to, poprzez pogorszenie konkurencyjności eksportu, przyczynia się do wzrostu deficytu bilansu handlowego. W przypadku małych gospodarek wiąże się z tym jeszcze jedno istotne zagrożenie. Otóż nierównowaga w handlu zagranicznym tworzy warunki dla spekulacji walutowych, które mogą stanowić presję na dewaluację waluty. Ponieważ władze monetarne małych krajów muszą brać pod uwagę parytet stóp procentowych, to przeciwdziałanie tej presji wymaga utrzymywania na wysokim poziomie stop referencyjnych. Oznacza to, że ciężar szoków gospodarczych przerzucony zostaje na sferę realną, a to z kolei może stanowić przyczynę długotrwałych i nawracających recesji (Jurek, 2013, s. 241–242).

4. Ocena dostosowania polityki kursu walutowego w aspekcie przystąpienia do strefy euro

Mimo różnic w podejściu do określania znaczenia i sposobu wykorzystywania kursu walutowego w polityce pieniężnej, wszystkie kraje Europy Środkowo-Wschodniej zobowiązały się w swych traktatach akcesyjnych do pełnego uczestnictwa w Unii Gospodarczej i Walutowej, a tym samym do przyjęcia wspólnej waluty euro. Aby jednak to osiągnąć, kraje muszą wypełnić traktatowe kryteria konwergencji. Jednym z nich jest stabilizacja kursu walutowego, czyli ustalenie kursu centralnego w stosunku do euro i przestrzeganie zasad mechanizmu kursowego ERM II w okresie dwóch lat.

Przed kryzysem, który rozpoczął się w 2009 roku, uczestnictwo w strefie euro było celem tych krajów. Wskazywano na liczne korzyści wynikające z uczestnictwa w strefie euro, z których najistotniejsze to: 1) przyspieszenie realnej konwergencji i synchronizacja cykli koniunkturalnych; 2) zwiększenie stabilności cen oraz 3) poprawa salda budżetowego i kondycji finansów publicznych. Jednak wprowadzenie wspólnej waluty w kraju z niższym PKB *per capita*, niższą wydajnością pracy i konkurencyjnością wiąże się z pewnymi ryzykami.

Z drugiej strony wzrost stabilności makroekonomicznej, w szczególności w warunkach kryzysu, wahania kursów walutowych i ryzyko ataków spekulacyjnych może przeważać te ograniczenia (Mucha-Leszko, Kąkol, 2009, s. 17). Ten obszar korzyści z uczestnictwa we wspólnym obszarze walutowym zachęcił niektóre kraje regionu (Estonia, Łotwa, Litwa), do przystąpienia do strefy euro.

Z kolei kraje, które pozostawały poza wspólnym obszarem walutowym doświadczały dużych wahań kursów walut narodowych. Szczególnie duża zmienność kursu walutowego w okresie 2008–2010 (patrz tab. 5) świadczy, że gospodarki nie są jeszcze dostosowane do funkcjonowania w unii walutowej, a kryzys gospodarczy, który miał miejsce w tym okresie udowodnił, że reakcja gospodarek na wstrząsy kryzysowe różni się od krajów strefy euro (Bilski, Janicka, 2011, s. 178–180). Wysoka zmienność kursów walut narodowych Polski, Rumunii, Węgier i Czech uniemożliwia wprowadzenie tych walut do systemu ERM II, gdyż koszty związane ze stabilizowaniem kursów walutowych mogłyby okazać się zbyt wysokie.

Tabela 5

Zmiany kursów walutowych w stosunku do euro* (średnioroczne zmiany procentowe) w okresie 2006–2014

Kraj	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014**
Polska	3,2	2,9	7,2	-23,2	7,7	-3,2	-1,6	-0,3	0,3
Węgry	-6,5	4,9	-0,1	-11,5	1,7	-1,4	-3,5	-2,6	-3,6
Czechy	4,8	2,8	10,2	-6	4,4	2,7	-2,3	-3,3	-5,6
Rumunia	2,6	5,4	-10,4	-15,1	0,7	-0,6	-5,2	0,9	-1,5
Bułgaria	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Litwa (od 1.01.2015 w SE)	ERM II	ERM II	ERM II	ERM II	ERM II	ERM II	ERM II	ERM II	ERM II
Łotwa (od 1.01.2014 w SE)	0,0	-0,5	-0,4	-0,4	-0,4	0,3	1,1	bd.	SE
Estonia (od 1.01.2011 w SE)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	SE	SE	SE	SE
Słowacja (od 1.01.2009 w SE)	3,5	9,3	2,5	SE	SE	SE	SE	SE	SE
Słowenia (od 1.01.2007 w SE)	0,0	SE	SE	SE	SE	SE	SE	SE	SE

* Wartość dodatnia oznacza aprecjację waluty wobec euro, wartość ujemna – jej deprecjację.

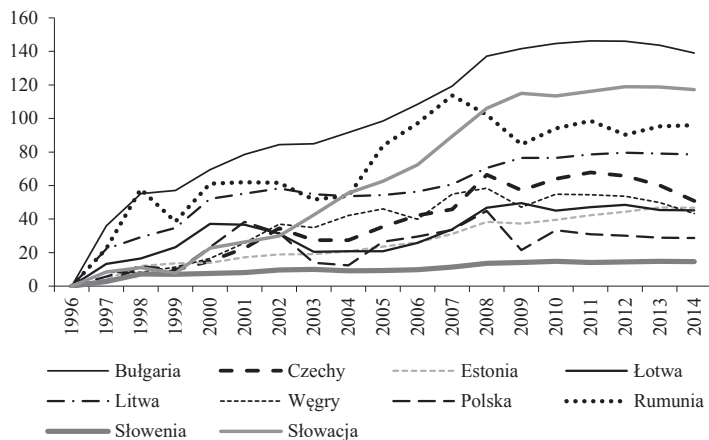
** Wskaźniki za 2014 r. obliczone zostały jako zmiana procentowa średniej za okres od 1 stycznia do 15 maja 2014 r. w porównaniu ze średnią za 2013 r.

Źródło: opracowanie własne na podstawie European Central Bank (2008), s. 30; (2010), s. 33; (2012), s. 37; (2014), s. 40.

Opisana sytuacja dotyczyła również Polski, która w okresie ostatnich dziesięciu lat cechowała się dużymi wahaniami kursu walutowego, utrzymującym się deficytem bilansu handlowego oraz wysoką zmiennością poziomu cen, przede wszystkim w okresie kryzysu. Analizy przeprowadzone przez J. Bilskiego (2010, s. 27–41) wskazują, że kurs walutowy oraz ceny odgrywają w Polsce ważną rolę jako mechanizm dostosowawczy, co może

świadczyć o wysokich potencjalnych kosztach związanych z przystąpieniem kraju do unii walutowej.

Kluczową kwestią z punktu widzenia efektywnego funkcjonowania w ramach unii walutowej jest osiągnięcie przez gospodarki krajowe synchronizacji cyklu koniunkturalnego. Odnosi się to głównie do skutków jednolitej polityki pieniężnej i zagrożeń efektami procyklicznymi dla poszczególnych gospodarek krajowych (Mucha-Leszko, Kąkol, 2009, s. 23). Do oceny, czy kraje chcące tworzyć obszar walutowy narażone są na występowanie szoków asymetrycznych, w literaturze zaproponowano tzw. metakryteria. Takim kompleksowym wskaźnikiem jest realny kurs walutowy (Vaubel, 1976), którego niska zmienność wskazuje, że państwa chcące utworzyć obszar walutowy spełniają kryteria optymalnego obszaru walutowego. Na tej podstawie można sądzić, że w gospodarkach tych nie występują zjawiska, które będą zmuszały kraje do wykorzystywania kursu walutowego jako narzędzia zabezpieczającego przed szokami asymetrycznymi. Natomiast w warunkach, gdy nie ma pełnej realnej konwergencji gospodarek, istnieje zagrożenie, że po usztywnieniu kursu walutowego różnice w poziomie inflacji, jak również różnice w kosztach pracy, będą powodowały zmiany realnych kursów walutowych, które wpływają na zewnętrzną konkurencyjność eksportu tych krajów.



Rysunek 1. Zmiany realnego efektywnego kursu walutowego (REER) w stosunku do partnerów handlowych 18 krajów strefy euro (w % w stosunku do 1996 roku; deflator: CPI)

Źródło: opracowanie własne na podstawie Eurostat Database (2015).

Jak wskazują dane na rysunku 1, we wszystkich krajach EŚW w okresie 1996–2015 nastąpiła aprecjacja realnego efektywnego kursu walutowego, co pogarszało konkurencyjność eksportu tych krajów. Skala aprecjacji była jednak zróżnicowana w zależności od kraju, najsilniejsza w Bułgarii, Słowacji i Rumunii, a najniższa w Słowenii, Polsce i na Węgrzech. Wyróżnić można ponadto okresy, kiedy w przypadku niektórych krajów następowała

deprecjacja. Taka sytuacja miała miejsce przede wszystkim w latach kryzysów w krajach stosujących płynne kursy walutowe (por. rys. 1): w 1999 roku w Rumunii, Polsce, Słowacji i Czechach, w 2002 roku w Polsce i na Łotwie (system kursu stałego), w 2003 roku w Polsce, na Łotwie (system kursu stałego), w Rumunii, Czechach, na Litwie (izba walutowa) i na Węgrzech (system stabilizowanego kursu walutowego), w 2006 roku na Węgrzech (system stabilizowanego kursu walutowego), w 2008 roku w Rumunii, w 2009 roku w Polsce, Rumunii, na Węgrzech, w Czechach i Estonii (izba walutowa), a w okresie 2011–2014 w Czechach (od 2013 roku system stabilizowanego kursu walutowego), na Węgrzech, w Bułgarii (izba walutowa), Polsce, Rumunii i na Łotwie (kurs stały, od 2014 roku w strefie euro).

Uwagi końcowe

W krajach Europy Środkowo-Wschodniej w początkowym okresie transformacji dominował system kursu stałego. Wraz z upływem czasu polityka kursowa była uelastyczniana, z wyjątkiem krajów bałtyckich i Bułgarii. Odchodzenie od systemów kursów stałych miało dwie przesłanki: zwiększenie skuteczności polityki monetarnej bądź ograniczenie kosztów stabilizowania kursu walutowego w warunkach zbyt niskich rezerw walutowych.

Na podstawie przeprowadzonej analizy można stwierdzić, że kraje stosujące płynne kursy walutowe osiągały większą stabilność gospodarczą, zarówno wewnętrzną (stabilność cen), jak i zewnętrzną (równowaga bilansu handlowego). Najlepsze rezultaty pod tym względem osiągnęły Polska oraz Czechy. Najgorsze wyniki gospodarcze spośród analizowanej grupy krajów miały kraje bałtyckie, które przed przystąpieniem do strefy euro utrzymywały stałe kursy swoich walut. Narastające nierównowagi w ich gospodarkach groziły wystąpieniem kryzysu, a kraje te widziały w uczestnictwie w unii walutowej szansę na poprawę stabilności makroekonomicznej.

Aby osiągać korzyści z uczestnictwa w unii walutowej, kraje muszą być na to gotowe, a więc powinny spełniać kryteria optymalnego obszaru walutowego. Jak wskazuje przeprowadzona analiza, kraje EŚW pozostające poza strefą euro cechuje duża zmienność zarówno nominalnych, jak i realnych efektywnych kursów walutowych. Wykorzystując tzw. meta-kryterium w postaci zmian REER, oceniającego w sposób całościowy gotowość do przystąpienia do unii walutowej, można stwierdzić, że gospodarki poddanych analizie krajów nie spełniają jeszcze warunków osiągnięcia korzyści z funkcjonowania w ramach strefy euro. Ponadto kraje, które do strefy euro przystąpiły, w warunkach kryzysu doświadczyły aprecjacji realnego kursu walutowego i pogorszenia konkurencyjności eksportu, a więc poniosły wysokie koszty wynikające z niedostatecznej konwergencji ich gospodarek z krajami tzw. rdzenia strefy euro.

Literatura

- Barlow, D. (2005). The Hungarian Exchange Rate and Inflation Over the Transition, *Economic systems*, 29 (1).
- Bilski, J. (2010). The Role of Exchange Rate in Poland's Economy. The Empirical Verification of the Dornbusch Model During the Period of 2007 to 2009. *Acta Universitatis Lodzianensis. Folia Oeconomica*, 239.
- Bilski, J., Janicka, M. (2011). Ewolucja reżimu kursowego w perspektywie przystąpienia Polski do strefy euro. W: I. Bukowski, J. Misala (red.), *Wzrost gospodarczy i finanse międzynarodowe*, s. 178–180. Warszawa: CeDeWu.
- Bleaney, M., Fielding, D. (2002). Exchange Rate Regimes, Inflation and Output Volatility in Developing Countries. *Journal of Development Economics*, 68.
- Bleaney, M., Francisco M. (2005). Exchange Rate Regimes and Inflation: Only Hard Pegs Make a Difference. *Canadian Journal of Economics*, 38 (4).
- Bleaney, M., Francisco M. (2007). Exchange Rate Regimes, Inflation and Growth in Developing Countries – An Assessment. *The B.E. Journal of Macroeconomics*, 7 (1).
- Calvo, G.A. (1999). *Fixed versus Flexible Exchange Rates. Preliminaries of a Turn-of-Millennium Rematch*. University of Maryland.
- Calvo, G.A., Reinhart, C. (2002). Fear of Floating. *Quarterly Journal of Economics*, 117 (2).
- Della Paolera, G., Taylor, A.M. (2003). *New Economic History of Argentina*. Cambridge University Press.
- Edwards, S. (2006). The Relationship between Exchange Rates and Inflation Targeting Revisited. *NBER Working Paper Series*, 12163.
- Frankel, J.A. (1999). No Single Currency Regime is Right for all Countries or at all Times. *NBER Working Paper Series*, 7338.
- Ghosh, A.R., Gulde, A.M., Ostry, J.D., Holger, C.W. (1996). Does the Exchange Rate Regime Matter for Inflation and Growth? *IMF Working Paper*.
- IMF (2015). *Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions 2015. Appendix II Financial Operations and Transactions*. Washington D.C.
- Ishiyama, Y. (1975). The Theory of Optimum Currency Areas: A Survey. *IMF Staff Papers*, 22 (2).
- Jurek, M. (2013). Systemy kursów walutowych krajów Europy Środkowo-Wschodniej oraz zmienność kursów ich walut względem euro. *Ekonomista*, 2.
- Mucha-Leszko, B. (2005). Rozwój powiązań w gospodarce światowej – etapy globalizacji i regionalizacja procesów gospodarczych. W: B. Mucha-Leszko (red.), *Współczesna gospodarka światowa. Główne centra gospodarcze*. Lublin: Wydawnictwo UMCS.
- Mucha-Leszko, B. (2012). Korzyści międzynarodowej integracji gospodarczej a osiągnięcia i problemy Unii Europejskiej. W: W. Bieńkowski, S.I. Bukowski, G. Olszewska (red.), *Przyszłość integracji europejskiej – konkurencyjność i rynki*, s. 15–42. Warszawa: CeDeWu.
- Mucha-Leszko, B., Kąkol, M. (2009). Will the Financial Economic Crisis of 2008–2009 Accelerate Monetary Integration in the EU? W: L. Soproni, A. Santagostino, E. Molnar (red.), *Europe and its economic frontier*. University of Oradea, University of Debrecen.
- Mundell, R.A. (1961). A Theory of Optimum Currency Areas. *American Economic Review*, 51 (4).
- Poirson, H. (2001). How do Countries Choose Their Exchange rate Regime. *IMF Working Paper*, 01/46.
- Ponsot, J-F. (2001). *The European Experiences of Currency Boards. Estonia, Lithuania, Bulgaria and Bosnia & Herzegovina*. Conference Paper: Monetary and Financial Integration. Michigan, May.
- Rogoff, K.S., Husain, A.M., Mody, A., Brooks, R., Oomes N. (2003). Evolution and Performance of Exchange Rate Regimes. *IMF Working Paper*, 03/243.
- Romer, D. (1993). Openness and Inflation: Theory and Evidence. *Quarterly Journal of Economics*, 108 (4).
- Stefański, R. (2007). Polityka kursu walutowego w krajach Europy Środkowo-Wschodniej. W: D. Kopycińska (red.), *Polityka gospodarcza państwa*, 103–113. Szczecin: Katedra Mikroekonomii Uniwersytetu Szczecińskiego.
- Tavlas, G.S. (1994). The Theory of Monetary Integration. *Open Economy Review*, 2.
- Tymoczko, I.D. (2013). Analiza porównawcza systemów kursu walutowego. *Materiały i Studia (NBP)*, 287.
- Vaubel, R. (1976). Real Exchange Rate Changes in the European Community: The Empirical Evidence and Its Implications for European Currency Unification. *Review of World Economics*, 3.
- Wójcik, C. (2005). *Przesłanki wyboru systemów kursowych*. Warszawa: Szkoła Główna Handlowa w Warszawie.

ASSESSMENT OF EXCHANGE RATE POLICY IN SELECTED CENTRAL AND EASTERN EUROPEAN COUNTRIES IN TERMS OF OPTIMISING THE STRATEGY OF EURO ADOPTION

Abstract: *Purpose* – The aim of the paper is an assessment of exchange rate policy in Central and Eastern European countries, its effects and to investigate whether these countries meet the conditions for functioning in the monetary union. Moreover, the author made the attempt to determine under which macroeconomic conditions the likelihood of maintaining a stable exchange rate against the euro increases and to identify threats and opportunities connected with the accession to the euro area.

Design/methodology/approach – The research is based on the review of theoretical and empirical studies concerning the role of the exchange rate as the economic policy instrument, as well as statistical data analysis.

Findings – The research results are as follows: 1) CEE countries successfully implemented exchange rate policy during the transformation period, which allowed them to achieve internal balance (reduction of inflation in conditions of relatively high economic growth) and external balance (reduction of trade deficits); 2) countries, that chosen floating exchange rates have achieved greater economic stability; 3) CEE countries with a derogation have not met the conditions for obtaining benefits from functioning in euro area.

Keywords: CEE countries, exchange rate policy, euro area, exchange rate as an instrument of macroeconomic stabilization

Cytowanie

Twarowska, K. (2016). Ocena polityki kursu walutowego wybranych krajów Europy Środkowo-Wschodniej w aspekcie optymalizacji strategii przyjęcia euro. *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 3 (81), 237–251. DOI: 10.18276/frfu.2016.81-21.