

Krzysztof Biegun

Akademia Ekonomiczna we Wrocławiu

POLITYKA KURSU WALUTOWEGO W POLSCE W OKRESIE TRANSFORMACJI SYSTEMOWEJ W ŚWIETLE ASPIRACJI DO CZŁONKOSTWA W STREFIE EURO

1. Wstęp

Wybór właściwego mechanizmu kursu walutowego determinowany jest przez czynniki natury ekonomicznej, m.in. takie jak: poziom inflacji, saldo bilansu handlowego, udział wymiany międzynarodowej w PKB, struktura gospodarki itd. Na to nakładają się czynniki pozaekonomiczne, do których należą m.in. sytuacja polityczna, oczekiwania społeczne i zobowiązania międzynarodowe. W krajach Europy Środkowej i Wschodniej kurs walutowy był też jednym z istotnych elementów procesu transformacji gospodarczej. Nie tylko stanowił instrument realizacji aktualnych zadań polityki gospodarczej, ale też często był etapem procesu integracji z Europejską Unią Gospodarczą i Walutową.

Celem niniejszego opracowania jest przedstawienie polityki kursowej Polski w okresie transformacji, w świetle aspiracji do członkostwa w strefie euro.

2. Warianty polityki kursowej

Literatura dotycząca polityki kursu walutowego jest obszerna. Można w niej odnaleźć różnorodne opinie na temat celów i instrumentów tej polityki, a także liczne klasyfikacje mechanizmów kursu walutowego. Na potrzeby niniejszego opracowania przyjęto jedną z najczęściej przytaczanych [Małecki 2002]:

1. **Czysty kurs płynny** – bilateralne kursy walutowe wynikają tylko i wyłącznie z popytu i podaży na rynkach walutowych. Władze monetarne nie ustalają pożądanego systemu kursu ani nie próbują na niego wpływać.

2. **Kierowany kurs płynny**. Kurs ustalany jest przez grę popytu i podaży, niemniej jednak władze, kiedy uznają to za konieczne, ingerują w kształtowanie się poziomu kursu swojej waluty. Robią to poprzez interwencję walutową i/lub zmiany poziomu stóp procentowych.

3. Różne **odmiany stałego kursu walutowego**. Władze ustalają kurs centralny swojej waluty. Określony zostaje również pewien przedział dopuszczalnych wahań wokół tego kursu. Władze zobowiązują się do „utrzymywania, za pomocą interwencji walutowych i zmian stóp procentowych” kursu w tym zakresie. Poszczególne typy kursu stałego mogą różnić się między sobą m.in.:

- punktem odniesienia, w stosunku do którego ustala się kurs centralny. Może to być któraś z głównych walut światowych (obecnie najczęściej dolar lub euro) lub koszyk walutowy (jednostka syntetyczna, na którą w różnych proporcjach składa się kilka walut);
- sposobem wprowadzenia kursu stałego. Może to być decyzja jednostronna danego kraju lub efekt umowy multilateralnej (tak było np. w przypadku Europejskiego Systemu Walutowego);
- sposobem ustalenia kursu walutowego. W każdym przypadku określa się poziom kursu waluty, który ma (przynajmniej przez jakiś czas) pozostać stały. Czasem jednak ustala się zasady, zgodnie z którymi ten centralny kurs będzie zmieniany. Może to być stopniowa zmiana co jakiś czas (np. codzienna dewaluacja) o określoną wartość lub okresowa korekcja (np. na podstawie różnic w stopach inflacji krajowej i zagranicznej w poprzednim miesiącu);
- poszczególnymi rozwiązaniami, które różnią się zazwyczaj rozpiętością i kształtem przedziału dopuszczalnych wahań.

4. **Sztywny kurs walutowy**. W sztywnym systemie walutowym także obowiązuje ustalony przez władze monetarne kurs centralny w stosunku do jakiegoś punktu odniesienia (najczęściej waluty innego kraju). Władze zobowiązują się do zakupu i sprzedaży po tym kursie każdej ilości waluty odniesienia. Współcześnie kursy sztywne występują najczęściej w systemie izby walutowej, który zostanie szerzej omówiony w dalszej części pracy.

5. **Zmiana waluty krajowej na inną walutę**. Może być wynikiem jednostronnej decyzji kraju, który przyjmuje walutę innego kraju (najczęściej ważnego partnera handlowego), lub umowy wielu krajów, które wprowadzają nową wspólną walutę w miejsce dotychczasowej.

Od wielu lat wśród teoretyków i praktyków ekonomii trwa dyskusja na temat tego, który z wymienionych systemów jest najbardziej korzystny dla gospodarki. Argumentem merytorycznym towarzyszą również podejścia ideowe. Każde z rozwiązań ma swoich zagorzałych zwolenników i przeciwników.

Upraszczając, można stwierdzić, iż decyzja dotycząca wyboru polityki kursowej sprowadza się do wyboru pomiędzy korzyściami płynącymi z samodzielnej polityki pieniężnej i kursowej a kosztami transakcyjnymi, jakie opcja ta niesie ze sobą dla gospodarki (konieczność ponoszenia przez podmioty rynku ryzyka kursowego, kosztów wymiany walut, kosztów związanych z ograniczoną przejrzystością cen itd.) Niemniej jednak oszacowanie korzyści i kosztów, jakie danej gospodarce przyniesie konkretny system kursowy, nie jest łatwe.

Ogólnie przyjmuje się, iż punktem wyjścia do oceny możliwych wariantów polityki kursu walutowego powinna być analiza, czy dana gospodarka spełnia kryteria tzw. optymalnego obszaru walutowego w stosunku do najważniejszych partnerów handlowych. Klasyczna już dziś koncepcja R. Mundella zakłada, iż dany teren stanowi optymalny obszar walutowy (OCA), jeżeli poszczególne kraje regionu charakteryzuje niski stopień asymetryczności szoków makroekonomicznych oraz znaczna elastyczność rynków czynników produkcji (szczególnie siły roboczej). Inne opracowania dodają do tego warunek znacznego udziału wzajemnej wymiany handlowej w PKB oraz dywersyfikacji eksportu i importu (w celu zabezpieczenia przed skutkami negatywnych szoków popytowych i podażowych). Ważne jest również, aby rynki finansowe obu krajów były jak najbardziej zintegrowane. Jednak za najważniejsze kryterium powszechnie uznaje się wysoki stopień zbieżności cykli koniunkturalnych. Jeżeli bowiem dwa kraje znajdują się w podobnej fazie cyklu koniunkturalnego, to wysoce prawdopodobne jest, że nawet prowadząc autonomiczne polityki pieniężne, będą w ich ramach podejmowały podobne działania [Hausmann 2001, s. 4-5] (zakładając, że władze obu krajów wykazują podobne preferencje co do dopuszczalnego poziomu inflacji i bezrobocia). Jeżeli jednak cykl koniunkturalny dwóch państw nie wykazuje znaczącej zbieżności lub istnieje wysokie ryzyko występowania asymetrycznych zakłóceń, to nie powinny one wybierać sztywnego mechanizmu kursu walutowego, ponieważ w warunkach braku możliwości wykorzystania instrumentów polityki pieniężnej lub zmiany bilateralnego kursu walutowego proces dostosowawczy będzie się odbywał poprzez zmiany w sferze realnej (czyli np. ograniczenie produkcji, zatrudnienia i dochodu w kraju dotkniętym negatywnym zakłóceniem). Jedynym chyba przypadkiem, kiedy kraj, który nie spełnia kryteriów OCA ze względu na brak dostatecznej symetrii przebiegu zakłóceń, może skorzystać na rezygnacji z niezależnej polityki pieniężnej, jest sytuacja, kiedy to właśnie działania jego władz monetarnych były źródłem tychże zakłóceń [Wojnicka 2002].

Nieco inne podejście proponuje R. Hausmann [Hausmann 2001, s. 4-5]. Zakłada on, iż gospodarki podlegają szokom realnym w świecie, w którym dostosowanie można sobie ułatwić, wykorzystując elastyczność kursów walutowych i kontrolę nad stopą procentową. W takim przypadku pożądane będą autonomia pieniężna i elastyczność kursu walutowego. Gospodarki jednak narażone są również na gwałtowne wahania popytu na swój pieniądź, czyli na tzw. szoki nominalne. Wahania elastycznego kursu powodują zmiany cen względnych. Zamiast tego banki mogłyby po prostu dostarczyć dodatkowego pieniądza, którego chce rynek (w sposób naturalny stałoby się tak przy sztywnym

kursie walutowym). Jeżeli więc szoki, których doznaje dana gospodarka, mają głównie charakter realny, to najlepszym rozwiązaniem będzie kurs płynny. Jeżeli jednak problemem są szoki nominalne, to bilateralny kurs powinien być sztywny. Jak łatwo zauważyć, jeżeli dane kraje stanowią część optymalnego obszaru walutowego, to będą doznawały wspólnych szoków realnych, więc usztywnienie waluty pozwoli im uniknąć negatywnego wpływu szoków nominalnych.

W toku dyskusji nad wyborem kursu walutowego pojawiały się również argumenty nie związane bezpośrednio z teorią OCA. Niektórzy ekonomiści twierdzą, że kurs walutowy jest zbyt ważną ceną, by pozostawiać ją rynkowi – mechanizm rynkowy mógłby ustalić ją na poziomie daleko odległym od poziomu uzasadnionego fundamentalnymi czynnikami makroekonomicznymi [Krugman 1989]. Wskazują oni na to, iż znaczną część transakcji na międzynarodowych rynkach walutowych stanowią transakcje spekulacyjne. Są one najczęściej przeprowadzane na podstawie krótkookresowych analiz technicznych, a nie długookresowych analiz makroekonomicznych. Przewidywanie sposobu kształtowania się kursów w przyszłości na podstawie analizy zachowań inwestorów w ostatnim okresie może prowadzić do powstawania, w pewnych okresach, znacznej nierównowagi między siłami popytu i podaży, wywołującymi znaczne wahania poziomu kursu walutowego, nie mającymi odniesienia do rzeczywistej kondycji makroekonomicznej danego kraju. Zdaniem T. Lubańskiego, stwierdzenie, iż rynek pozostawiony sam sobie nie zapewni ukształtowania się kursu walutowego na uzasadnionym analizą fundamentalną poziomie, znajduje swe źródło w następujących faktach [Lubański 2000]:

- rynek często nie wykorzystuje efektywnie wszystkich dostępnych informacji,
- rynek może reagować pod wpływem błędnych informacji lub informacji ubocznych, które nie powinny mieć wpływu na kształtowanie się kursu danej waluty,
- uczestnicy rynku są pod wpływem czynników psychologicznych, stąd zależnie od nastroju, mogą się zachowywać skrajnie optymistycznie lub pesymistycznie.

Konsekwencją wpływu tych czynników może być nawet długotrwałe niedopasowanie kursu walutowego, co może skutkować nieefektywną alokacją czynników wytwórczych, a więc i niepożądanymi zmianami w strukturze gospodarki. Niemniej jednak nie sprawdziły się założenia, jakoby wprowadzenie mechanizmu płynnego kursu walutowego mogło przyczynić się do ograniczenia przepływu kapitału spekulacyjnego. Niejednokrotnie zdarzało się nawet, iż znaczny poziom zmienności płynnego kursu danej waluty zwiększał zainteresowanie kapitału spekulacyjnego, co mogło prowadzić do dalszego zwiększania się zmienności lub do długookresowego utrwalenia się kursu dalekiego od poziomu „równowagi fundamentalnej” [Acocella 2002, s. 439].

Eksperci często wskazują nie tylko na systemy sztywnego kursu z wąskim przedziałem dopuszczalnych wahań, ale również na nie do końca wiarygodne systemy kursu sztywnego jako przyczynę występowania wielu kryzysów walutowych. Dzieje się tak z kilku powodów [Małecki 2002]:

- Znaczna stabilność kursu walutowego stwarza dogodne warunki do napływu kapitału zagranicznego. Jest to zjawisko pozytywne, dopóki ten napływ nie przekracza możliwości absorpcyjnych kraju przyjmującego. Ze względu na wysoki udział kapi-

tału spekulacyjnego, kierunek przepływu może się praktycznie w każdej chwili odwrócić, co doprowadza czasem do destabilizacji gospodarki i finansów kraju przyjmującego.

- Omawiane systemy są szczególnie narażone na ataki spekulacyjne. Następują one, kiedy kurs waluty wyda się uczestnikom rynku przewartościowany lub kiedy uważają oni, że bank centralny nie będzie w stanie obronić kursu na ustalonym poziomie. Speculanci mogą wybrać dogodny dla siebie moment ataku. Tymczasem władze monetarne muszą w każdej chwili bronić kursu, tracąc przy tym rezerwy walutowe.
- Stabilność kursu może zachęcać krajowe przedsiębiorstwa do zadłużania się za granicą (szczególnie, jeżeli utrzymują się tam niższe stopy procentowe lub wewnętrzny rynek finansowy jest niewystarczająco rozwinięty). Ogranicza to swobodę władz monetarnych – gdyby były zmuszone, np. w wyniku silnego ataku, do dewaluacji waluty, miałyby to druzgocące skutki dla zadłużonych za granicą podmiotów.

3. Polityka kursowa w Polsce w okresie transformacji systemowej

Na wybór polityki kursu walutowego w Polsce miały wpływ, poza wspomnianymi założeniami, wynikającymi z teorii ekonomii i obserwacji światowych rynków walutowych, także pewne specyficzne czynniki, takie jak:

- szybki wzrost gospodarczy, który był jedną z przyczyn wysokiego deficytu na rachunku obrotów bieżących,
- znaczny poziom zadłużenia zagranicznego, pogłębiany jeszcze przez deficyt na rachunku obrotów bieżących,
- znaczny wolumen depozytów w walutach obcych,
- bardzo wysoka inflacja,
- dążenie do integracji gospodarczej z krajami Unii Europejskiej.

Jednym z najpilniejszych problemów na początku okresu transformacji systemowej w Polsce była walka z inflacją. Dlatego kurs walutowy wykorzystano jako kotwicę antyinflacyjną, podejmując w styczniu 1990 r. decyzję o usztywnieniu wartości złotego wobec dolara amerykańskiego w relacji 1 USD = 9500 zł. Miało to ograniczyć presję dewaluacji złotego na ceny dóbr importowanych. Jednocześnie podjęto decyzję o wprowadzeniu tzw. wewnętrznej wymienialności, co miało na celu otwarcie gospodarki na wymianę międzynarodową. Relatywnie niski kurs złotego umożliwił osiągnięcie w 1990 r. korzystnego salda w handlu zagranicznym. Jednak już na początku 1991 r. dolar doznał znaczącej aprecjacji w relacji do walut państw zachodnioeuropejskich, które były głównymi partnerami Polski w wymianie międzynarodowej. Oznaczało to pogorszenie konkurencyjności polskiego eksportu. Reakcją władz była dokonana w maju 1991 r. zmiana waluty odniesienia – dolar amerykański został zastąpiony przez koszyk pięciu walut wymienialnych. Już w październiku tego roku konieczne okazało się wprowadzenie systemu pełzającej dewaluacji, zakładającego comiesięczną dewaluację wartości

złotego o 1,8% (wskaźnik dewaluacji w kolejnych latach był stopniowo zmniejszany). Konieczne także okazały się dwie skokowe dewaluacje – w lutym 1992 r. (o 12%) i w sierpniu 1993 r. (o 8%).

Tabela 1. Polityka kursu walutowego w Polsce

Data	Zmiana
1.01.1990	Wprowadzenie sztywnego kursu w stosunku do dolara amerykańskiego 1USD = 9500 PLN
17.05.1991	Zastąpienie parytetu dolara koszykiem 5 walut
14.10.1991	Wprowadzenie systemu pełzającej dewaluacji (<i>crawling peg</i>)
26.02.1992	Skokowa dewaluacja złotego o 12%
27.08.1993	Skokowa dewaluacja złotego o 8%
16.05.1995	Wprowadzenie systemu „pełzającego pasma” (<i>crawling band</i>) z zakresem wahań $\pm 7\%$
12.1995	Apresiasi centralnego parytetu złotego o 6% w wyniku zrównania kursu centralnego z kursem z fixingu
26.02.1998	Rozszerzenie pasma wahań do $\pm 10\%$
28.10.1998	Rozszerzenie pasma wahań do $\pm 12,5\%$
1.01.1999	Zmiana koszyka walut (55% z euro i w 45% z dolara amerykańskiego)
25.03.1999	Rozszerzenie pasma wahań do $\pm 15\%$
11.04.2000	Uplynnienie kursu

Źródło: [Urbańska 2002, s. 24].

W późniejszych latach konieczne okazało się, w związku z napływem kapitału portfelowego (w tym spekulacyjnego, zachęconego znacznymi zyskami uzyskiwanymi w wyniku wysokiej inflacji nominalnej i danego tempa dewaluacji) zwiększenie wpływu czynników rynkowych na kurs złotego. Dokonano tego poprzez zmianę (05.1995 r.) systemu kursowego na tzw. pełzające pasmo (*crawling band*). Od tej pory kurs złotego miał być wynikiem gry popytu i podaży, jednak tylko w granicach dopuszczalnego pasma (początkowo dopuszczalne odchylenia wynosiły $\pm 7\%$, później pasmo było kilkakrotnie poszerzane). Od kwietnia 2000 r. kurs złotego jest kursem płynnym. W ciągu okresu transformacji stopniowo znoszono kolejne ograniczenia wymienialności złotego. Od 1995 r. złoty uznano za walutę wymianialną w świetle wymagań Międzynarodowego Funduszu Włutowego. Następne kroki w liberalizacji rynku walutowego wiązały się z kolejnymi nowelizacjami ustawy Prawo dewizowe – aż do uchwalenia nowej ustawy, która weszła w życie od stycznia 1999 r. (szerzej na ten temat zob. [Kozłowski 2003, s. 56-57]). Nadal jednak obowiązują pewne ograniczenia, szczególnie dotyczące krajów nie należących do UE.

4. Polityka kursu walutowego w Polsce a problem wypełnienia tzw. kursowego kryterium konwergencji nominalnej

Od kilku lat najważniejszym celem polityki kursowej Polski jest przygotowanie gospodarki do przystąpienia do strefy euro. Wcześniej jednak Polska będzie musiała wypełnić tzw. kryteria konwergencji nominalnej. W tym miejscu warto przyrzeć się bliżej tzw. kryterium kursowemu. Od kraju chcącego przystąpić do strefy euro wymaga się przestrzegania normalnych granic wahań kursów, określonych mechanizmem kursów walut Europejskiego Systemu Walutowego, przez co najmniej dwa lata, przy braku dewaluacji w stosunku do waluty jakiegokolwiek innego państwa członkowskiego¹. W myśl dołączonego do Traktatu protokołu oznacza to, że państwo członkowskie stosowało normalne granice wahań, przewidziane w mechanizmie kursów walut Europejskiego Systemu Walutowego, bez poważnych napięć przynajmniej przez dwa lata przed badaniem. W szczególności państwo członkowskie nie zdewaluowało dwustronnego kursu swojej waluty wobec żadnej innej waluty państwa członkowskiego z własnej inicjatywy przez ten sam okres.

Spełnienie kryterium kursu walutowego oznacza, że kraj osiągnął rzeczywistą stabilność waluty dzięki skutecznej, antyinflacyjnej polityce pieniężnej i zdyscyplinowanej polityce budżetowej oraz uzyskał wysoką wiarygodność wśród uczestników międzynarodowych rynków finansowych [Oręziak 1999]. Wynika to z założenia, iż jeżeli kurs waluty danego kraju przez okres dwóch lat utrzymuje się na stałym poziomie względem euro z wąskim przedziałem dopuszczalnych wahań², to jego gospodarka osiągnęła stan trwałej zbieżności z pozostałymi krajami tworzącymi strefę euro, a usztywnienie kursu tejże waluty w stosunku do euro będzie jedynie formalnym dopełnieniem procesu konwergencji, który w praktyce już się dokonał. W zapisach powołujących do życia mechanizm ERM II nie sprecyzowano, jaki mechanizm kursowy powinien być stosowany przez kraje kandydackie w trakcie uczestnictwa w systemie. Jednak Rada (ECOFIN) uznała, że nie wszystkie systemy walutowe dadzą się pogodzić z zasadami funkcjonowania systemu. Za niezgodne uznano zatem systemy kursu płynnego bez wskazanego kursu centralnego, kurs pełzający (*crawling peg*) i kurs sztywny z walutą inną niż euro [Bielecki 2005, s. 274-275]. Oznacza to, że przed przystąpieniem Polski do systemu ERM II konieczna będzie korekta mechanizmu kursowego.

W przypadku naszego kraju pojawiają się dodatkowe zastrzeżenia co do słuszności wyceny złotego przez „niewidzialną rękę rynku”. W jednym z opracowań Komisji Europejskiej [Wójcik 2003, s. 142] zebrano wyniki badań nad kursami równowagi. Większość z nich wskazywała, iż kurs złotego wykazuje stosunkowo silną skłonność do przewartościowania w długich okresach. Co więcej, badania przeprowadzone przez polskich badaczy [Wójcik 2003, s. 142] udowodniły, iż istotny wpływ na kurs złotego ma

¹ Zob. art. 121 TWE.

² Dopuszczalne pasmo wahań w stosunku do partytetu centralnego w systemie ERM II to $\pm 15\%$, choć pojawiają się głosy, iż w przypadku Polski i innych krajów wykorzystane zostanie pasmo asymetryczne $+15/-2,25\%$.

pojawianie się tzw. racjonalnych baniek spekulacyjnych. W efekcie nie ma żadnych gwarancji, iż kurs złotego w momencie ustalania parytetu nie będzie przewartościowany. Efektami tego byłyby nie tylko ryzyko ataków spekulacyjnych, ale także wysokie koszty procesów dostosowawczych w sferze realnej (spadek produkcji, wzrost bezrobocia itd.) w warunkach braku możliwości dokonania dewaluacji. W obliczu groźby wystąpienia takiej sytuacji może pojawić się pokusa ustalenia parytetu na poziomie niższym od rynkowego. Mogłoby się to odbyć (tak jak w przypadku Grecji) w drodze dewaluacji przeprowadzonej tuż przed przystąpieniem do mechanizmu kursowego. Takie działanie byłoby jednak sprzeczne z dotychczasową filozofią NBP, polegającą na konsekwentnym budowaniu wizerunku instytucji wiarygodnej, dbającej o stabilność polityki pieniężnej. Dewaluacja przeprowadzona tuż przed przystąpieniem do ERM II byłaby negacją dotychczasowej polityki, spowodowałaby napływ kapitału spekulacyjnego, stwarzałaby także silną presję inflacyjną (nadmierny wzrost inflacji zagrażałby wypełnieniu kryterium inflacyjnego, wymuszał prowadzenie restrykcyjnej polityki pieniężnej, podniesienie stóp procentowych, co z kolei umacniałoby tendencje aprecjacyjne).

5. Podsumowanie

Wybór polityki kursu walutowego był jedną z trudniejszych decyzji okresu transformacji. Opierając się na osiągnięciach teoretycznych, doświadczeniach praktycznych oraz biorąc pod uwagę specyficzne uwarunkowania, różne kraje Europy Środkowej i Wschodniej dokonały odmiennych wyborów reżimu kursowego. Niektóre z nich, takie jak Litwa, Estonia czy Łotwa, wybrały mechanizmy kursu sztywnego. Zupełnie odmienna była polityka kursowa Polski, która w drodze powolnej ewolucji systemu walutowego przeszła od kursu sztywnego (1990 r. do października 1991 r.) do kursu całkowicie płynnego (od 2000 r.). Równie trudną decyzją będzie wybór strategii wejścia do systemu ERM II. Konkurencyjność polskiej gospodarki może w znacznym stopniu zależeć od tego, w którym momencie zdecydujemy się przystąpić do systemu, przy jakim kursie centralnym (co jest przedmiotem negocjacji), a także czasu pozostawania w systemie (tylko wymagane dwa lata czy może dłużej). Ze względu na długookresową konkurencyjność i stabilność gospodarki wydaje się, że najważniejszym i zarazem najtrudniejszym etapem integracji walutowej Polski ze strefą euro będzie wybór parytetu centralnego.

Literatura

- Acocella N., *Zasady polityki gospodarczej*, PWN, Warszawa 2002.
 Bielecki S., *Konstrukcja i funkcjonowanie mechanizmu kursowego ERM 2 a polska strategia wejścia do strefy euro*, [w:] *Polityka i rozwój gospodarczy Polski w UE, ocena i perspektywy*, red. S. Pangcy-Kania, G. Szczodrowski, Fundacja Rozwoju Uniwersytetu Gdańskiego, Gdańsk 2005.

- Hausmann R., *Polska droga do euro. Ameryka Łacińska patrzy z zazdrością*, „Bank i Kredyt” 2001 nr 11-12.
- Kozłowski T., *Regulacje rynku walutowego, wymienialności i kursu złotego w latach 1990-2002*, „Bank i Kredyt” 2003 nr 6.
- Krugman P., *Exchange Rate Instability*, MIT Press, London, 1989.
- Lubański T., *Interwencje walutowe*, Materiały i Studia NBP 2000 z. 114.
- Małecki W., *Warianty polityki walutowej w Polsce w najbliższych latach*, „Ekonomista” 2002 nr 5.
- Oręziak L., *Euro – nowy pieniądz*, PWN, Warszawa 1999.
- Urbańska A., *Polityka monetarna: współczesna teoria i analiza empiryczna dla Polski*, Materiały i Studia NBP 2002 z. 148.
- Wojnicka E., *Innowacyjność wybranych regionów Unii Europejskiej*, [w:] *Zarządzanie jakością: aspekty rozwoju regionalnego, przedsiębiorczości, integracji oraz Internetu*, red. J. Bagiński, Oficyna Wydawnicza Politechniki Warszawskiej, Warszawa 2002.
- Wójcik C., *Polityka kursowa a wejście Polski do EMK II*, [w:] *Gospodarka Polski przed wejściem do Unii Europejskiej*, red. J. Lipiński, A. Sławiński, 2003.

EXCHANGE RATE POLICY IN POLAND IN THE TRANSITION PERIOD IN THE BACKGROUND OF EMU MEMBERSHIP ASPIRATIONS

Summary

The first part of this article includes a review of modern exchange rate mechanisms with their short characteristics and presents theoretical introduction to the problem. The second part presents exchange rate policy in Poland in the transition period in the context of pursuance to course convergence criterion fulfillment.