

EURO

A INTEGRACJA EUROPEJSKICH RYNKÓW FINANSOWYCH

WYDANIE III ZMIENIONE

IRENEUSZ PSZCZÓŁKA



CeDeWu.pl
Wydawnictwa Fachowe

© Copyright do wydania polskiego CeDeWu Sp. z o.o.
Wszelkie prawa zastrzeżone.

Zabronione jest kopiowanie, przetwarzanie i rozpowszechnianie w jakimkolwiek celu oraz postaci bez pisemnej zgody autora i wydawcy.

Wydawnictwo CeDeWu oraz autor dołożyli wszelkich starań, aby treści zawarte w niniejszej publikacji były kompletne i rzetelne. Nie biorą jednak odpowiedzialności za ich wykorzystanie ani za związane z tym ewentualne naruszenie praw autorskich oraz za skutki działań wynikłe z wykorzystania informacji zawartych w książce.

Zdjęcie (grafika) udostępniona dzięki iStockPhoto.com

Projekt okładki: Agnieszka Natalia Bury

Opracowanie redakcyjne i DTP: CeDeWu Sp. z o.o.

Wydanie papierowe III zmienione, Warszawa 2010
ISBN 978-83-7556-305-4
EAN 9788375563054

Wydanie I elektroniczne, Warszawa 2014
ISBN 978-83-7941-135-1

Wydawca: CeDeWu Sp. z o.o.

00-680 Warszawa, ul. Żurawia 47/49

e-mail: cedewu@cedewu.pl

Redakcja wydawnictwa: (4822) 374 90 20 lub 22

Faks: (4822) 827 38 89

Księgarnia Ekonomiczna

00-680 Warszawa, ul. Żurawia 47

Tel.: (4822) 396 15 00...01

Faks: (4822) 827 38 89

Ekonomiczna Księgarnia Internetowa

www.cedewu.pl

www.4books.pl

Made in Poland

[Kup książkę](#)

Spis treści

Wprowadzenie	7
--------------------	---

Rozdział 1

Koncepcja integracji monetarnej	13
1.1. Pojęcie integracji monetarnej	13
1.2. Teoretyczne przesłanki unii monetarnych	17
1.2.1. Teoria optymalnego obszaru walutowego	17
1.2.1.1. Mobilność czynników produkcji	18
1.2.1.2. Stopień otwartości gospodarki	22
1.2.1.3. Dywersyfikacja produkcji	26
1.2.1.4. Integracja rynku finansowego	28
1.2.1.5. Wnioski z porównania kryteriów optymalnego obszaru walutowego	28
1.2.2 Koncepcja kosztów i korzyści (<i>cost and benefits approach</i>)	33
1.2.3 Teoria endogeniczności kryteriów optymalnego obszaru walutowego	48
1.3. Unia Europejska jako optymalny obszar walutowy	49
1.4. Znaczenie integracji rynków finansowych w unii monetarnej	52
1.5. Korzyści i koszty utworzenia unii monetarnej	53

Rozdział 2

Integracja monetarna w ramach wspólnot europejskich	57
2.1. Pierwsze idee wspólnego pieniądza w Europie	58
2.2. Zarys historii walut międzynarodowych	60
2.2.1. Funkcje pieniądza międzynarodowego	68
2.2.2. Czynniki wpływające na międzynarodową rolę euro	70
2.3. Etapy integracji monetarnej w Europie	75
2.3.1. Okres 1950-1972	77

2.3.2. Okres 1973-1978	82
2.3.3. Okres 1978-1987	84
2.3.3.1. Powstanie ECU	85
2.3.3.2. ERM od 1979 do 1987	86
2.3.3.3. Jednolity Akt Europejski	88
2.3.4. Okres 1988-1997	89
2.3.4.1. Traktat z Maastricht	90
2.3.4.2. ERM od 1988 do 1998	91
2.3.5. Okres 1998-2010	92
2.3.6. Liberalizacja przepływów kapitału we Wspólnocie Europejskiej w latach 1957-1998	95
2.3.7. Instytucje oraz instrumenty prawne regulujące funkcjonowanie wspólnego rynku finansowego w ramach UGW	98
2.4. Warunki przystąpienia do Unii Gospodarczej i Walutowej	100
2.4.1. Kryteria konwergencji i ich znaczenie	100
2.4.2. Wypełnienie kryteriów zbieżności przez kraje strefy euro	104
2.4.3. Pakt Stabilności i Wzrostu	107
2.5. Rola euro w międzynarodowym sektorze prywatnym i publicznym	108
2.5.1. Zastosowanie euro w sektorze prywatnym	110
2.5.2. Zastosowanie euro w sektorze publicznym	114

Rozdział 3

Europejski rynek pieniężny jako efekt integracji monetarnej	121
3.1. Europejski System Banków Centralnych jako emitent wspólnej waluty	122
3.1.1. Euro a jednolita polityka monetarna	126
3.1.1.1. Cele polityki monetarnej	126
3.1.1.2. Strategie polityki monetarnej	127
3.1.1.3. Stopy procentowe Europejskiego Banku Centralnego	131
3.1.1.4. Instrumenty polityki monetarnej	133
3.1.2. Kapitał akcyjny Europejskiego Banku Centralnego	140
3.1.3. Niezależność Europejskiego Banku Centralnego	141
3.1.4. Uczestnicy rynku pieniężnego i walutowego	144
3.1.5. Instrumenty rynku pieniężnego	145
3.2. Rynek międzybankowy	146
3.2.1. Rynek depozytów i lokat międzybankowych	149
3.2.2. Operacje Repurchase Agreement – Repo i Reverse Repurchase Agreement Reverse Repo	153

3.2.3. Rynek swapów stóp procentowych	159
3.2.4. Stopy referencyjne dla strefy euro	161
3.2.5. Międzynarodowe systemy prowadzenia dużych płatności w czasie rzeczywistym – TARGET i TARGET2	164
3.2.6. Międzybankowy system transferu płatności – EURO1	168
3.2.7. Model korespondencyjnej bankowości centralnej	169
3.3. Rynek papierów dłużnych	170
3.4. Rynek walutowy	180
3.4.1. Referencyjne kursy euro dla rynku walutowego.	183
3.4.2. Rynek kasowy	183
3.4.3. Rynek terminowy.	186
3.4.4. Rynek operacji swapów walutowych	190
3.4.5. Kształtowanie się kursu walutowego euro	194

Rozdział 4

Euro a procesy alokacji kapitału w Unii Europejskiej	201
4.1. Proces integracji europejskiego rynku kapitałowego	205
4.2. Uczestnicy europejskiego rynku kapitałowego.	210
4.2.1. Inwestorzy i pośrednicy na rynku kapitałowym.	210
4.2.2. Emitenci papierów wartościowych	211
4.2.3. Instytucje regulujące rynek kapitałowy i obrót papierami wartościowymi.	212
4.3. Instrumenty rynku papierów wartościowych.	215
4.4. Rynek akcji	218
4.5. Rynek obligacji	231
4.5.1. Obligacje sektora publicznego	237
4.5.2. Obligacje sektora prywatnego	247
4.6. Mobilność kapitału w ramach Unii Europejskiej i Unii Gospodarczej i Walutowej.	253

Rozdział 5

Polski rynek finansowy i strategię integracji Polski

z Unią Gospodarczą i Walutową	257
5.1. Przesłanki pozostania poza Unią Gospodarczą i Walutową.	258
5.2. Problem przystąpienia do Unii Gospodarczej i Walutowej. Strategię przyjęcia euro przez Polskę.	264
5.2.1. Polska jako element europejskiego optymalnego obszaru walutowego.	265

5.2.1.1. Endogeniczność kryteriów optymalnego obszaru walutowego a kraje przystępujące	272
5.2.2. Scenariusze przyjęcia euro przez Polskę	272
5.2.3. Perspektywa spełnienia przez Polskę kryteriów zbieżności	281
5.2.4. Niebezpieczeństwa ostatniego etapu zbieżności	284
5.3. Liberalizacja przepływów kapitału w Polsce i liberalizacja polskiego ryнку finansowego	286
5.4. Polski rynek finansowy przed przystąpieniem Polski do strefy euro	289
5.4.1. Rynek pieniężny w Polsce	291
5.4.1.1. Przystąpienie Polski do europejskiego systemu płatności TARGET i TARGET2	296
5.4.2. Rynek kapitałowy w Polsce	296
5.4.3. Mobilność polskiego kapitału	302
5.4.4. Korzyści i zagrożenia wynikające z integracji rynków finansowych Polski i strefy euro	303
5.5. Polityka integracji Polski z Unią Gospodarczą i Walutową	304
Podsumowanie i wnioski	307
Aneks I. Przykłady	317
Aneks II. Tabele statystyczne	321
Spis skrótów	353
Bibliografia	355

Wprowadzenie

Idea integracji monetarnej w Europie narodziła się już w XIX w. Sam proces integracji rozpoczął się jednak dopiero po II wojnie światowej. W początkowej fazie obejmował jedynie kraje Europy Zachodniej. Działania integracyjne doprowadziły do utworzenia Unii Europejskiej (UE), a następnie Unii Gospodarczej i Walutowej (UGW).

Powstanie Unii Gospodarczej i Walutowej w Europie, czyli zastąpienie walut narodowych dwunastu krajów członkowskich Unii Europejskiej przez euro, wywołało dyskusje na temat wpływu tego wydarzenia na efektywność gospodarek i rynków finansowych.

W wyniku wprowadzania euro, powstał drugi co do wielkości obszar gospodarczy na świecie, obejmujący ponad 300 mln ludności z tendencją do dalszego rozszerzania. Pojawienie się wspólnej waluty europejskiej rozpoczęło zatem nowy etap współzawodnictwa Europy ze Stanami Zjednoczonymi o supremację w światowej gospodarce.

Ważną tendencją w Unii Gospodarczej i Walutowej jest systematyczna unifikacja rynków finansowych państw członkowskich poprzez eliminację walut narodowych. Wspólna waluta ułatwia porównywanie cen, eliminuje koszty wymiany walut, ryzyko walutowe i zmniejsza bariery wpływające na segmentację rynków finansowych.

Euro stało się podstawowym czynnikiem umożliwiającym integrację oraz zwiększenie efektywności europejskich rynków finansowych. Bez wspólnej waluty praktycznie niemożliwe byłoby zacieśnianie relacji pomiędzy narodowymi rynkami finansowymi krajów Unii Gospodarczej i Walutowej. Stabilność kursów walutowych, niska inflacja i jednakowe stopy procentowe Europejskiego Banku Centralnego w strefie euro spowodowały, że największe korzyści z wprowadzenia wspólnej waluty odniosły takie kraje, jak: Włochy, Hiszpania czy Grecja, które przed jej wprowadzeniem zmuszone były oferować znacznie wyższe oprocentowanie obligacji skarbowych, aby przyciągnąć inwestorów.

Powstanie Unii Gospodarczej i Walutowej jest również ważnym wydarzeniem z punktu widzenia Polski. Zgodnie z prawem Unii Europejskiej, której członkiem Polska stała się 1 maja 2004 roku, kolejnym etapem zacieśniania integracji gospodarczej jest członkostwo w Unii Gospodarczej i Walutowej. Przyjęcie wspólnej waluty związane jest nie tylko z koniecznością wypełnienia kryteriów konwergencji, ale również rezygnacji z prowadzenia autonomicznej polityki pieniężnej przez Narodowy Bank Polski. Z drugiej strony, zastąpienie złotego przez euro niesie ze sobą stabilizację waluty, niski poziom stóp procentowych i przynależność do jednego z największych obszarów gospodarczych.

Miarą praktycznego sukcesu euro jest wspieranie rozwoju rynków finansowych w Europie oraz zmian instytucjonalno-prawnych, które mogą kreować wartość dodaną dla rynków narodowych. Ocenia się to poprzez określenie stopnia, w jakim nowy wspólny rynek finansowy jest większy i efektywniejszy, niż suma rynków narodowych.

Celem pracy była analiza przebiegu procesu powstawania Unii Gospodarczej i Walutowej w Europie w powiązaniu z analizą europejskiego rynku finansowego po wprowadzeniu euro. Szczególną uwagę zwrócono na rynki finansowe krajów należących do strefy euro oraz rynek Polski, jako przykład rynku finansowego kraju przygotowującego się do członkostwa w UGW. Badania przeprowadzono pod kątem wpływu wprowadzenia wspólnej waluty europejskiej na integrację tych rynków. Ze względu na rozmiar rynku finansowego państw strefy euro oraz ilość danych statystycznych niezbędnych dla przeprowadzenia badań główny nacisk położono na okres po 1999 roku, z zastosowaniem licznych odwołań do wcześniejszego okresu.

Wzrost sprawności, płynności i homogeniczności rynków finansowych państw strefy euro jest efektem wprowadzenia wspólnej waluty oraz jednolitej polityki pieniężnej Europejskiego Systemu Banków Centralnych. Eliminacja ryzyka kursowego i transparentność cen aktywów finansowych wpływają na zmniejszenie ryzyka inwestycji i zwiększenie efektywności alokacji kapitału w ramach strefy euro. Wprowadzenie euro jest także impulsem dla zmian struktury instytucjonalno-prawnej wspólnego rynku finansowego. Stąd można wnioskować, że przystąpienie przez Polskę do strefy euro wpłynie na wzrost efektywności polskiego rynku finansowego.

Istnienie wspólnej waluty europejskiej wpływa na przyspieszenie tempa przekształcania obszarów Unii Gospodarczej i Walutowej w rzeczywiście wspólny, jednolity rynek towarów, usług, siły roboczej i kapitałów. Euro, będąc istotnym elementem integracji gospodarczej, wpływa również na proces integracji rynków finansowych państw tej strefy. Z drugiej strony, integracja rynków finansowych stała się katalizatorem integracji gospodarczej krajów tworzących optymalny obszar walutowy w Europie

Funkcjonowanie wspólnej waluty umożliwia również wykształcenie mechanizmów dostosowawczych, absorbujących skutki asymetrycznych szoków ekonomicznych. Mechanizmy te, jako substytut niedostępnej polityki kursowej, związane są z pogłębianiem się integracji rynków finansowych. Wolny przepływ kapitału i jego wysoka mobilność między krajami Unii Gospodarczej i Walutowej oraz łatwość porównywania stóp zwrotu z instrumentów finansowych sprawiają, że nawet niewielkie zmiany relacji tych stóp mogą spowodować stabilizujące przepływy czynników produkcji pomiędzy tymi krajami.

Przedstawione rozumowanie znajduje swój wyraz w strukturze pracy.

W pierwszym rozdziale zaprezentowano teoretyczne podejścia do procesu tworzenia unii walutowych od koncepcji optymalnego obszaru walutowego, poprzez analizę kosztów

i korzyści towarzyszących integracji monetarnej, do teorii endogeniczności kryteriów optymalnego obszaru walutowego. Najważniejszymi twórcami teorii optymalnych obszarów walutowych są: R.A. Mundell, R.I. McKinnon i P.B. Kenen. Mundell definiuje optymalny obszar walutowy jako region, którego granice określa mobilność czynników produkcji. Według R.I. McKinnona, podstawowym czynnikiem jest stopień otwartości gospodarki, natomiast P.B. Kenen uznał, że najważniejszym czynnikiem jest dywersyfikacja produkcji. Teorie optymalnych obszarów walutowych nie pozwalają na pełną ocenę efektów integracji monetarnej, dlatego też alternatywnym rozwiązaniem może być zastosowanie analizy kosztów i korzyści promowanej, m.in., przez H.G. Grubela, P.R. Krugmana, M. Obstfelda, i P. De Grauwe. Odmienne podejście do problemu kryteriów optymalnego obszaru walutowego prezentują J.A. Frankel i A.K. Rose. Uważają oni, że kryteria te mogą zostać wypełnione także *ex post*.

Rozdział drugi dotyczy genezy integracji walutowej w Europie. Ukazane są pierwsze próby integracji monetarnej z przełomu XIX i XX w., natomiast bardziej szczegółową analizą objęty jest okres od deklaracji R. Schumana z maja 1950 roku, poprzez powstanie Europejskiego Systemu Walutowego w 1979 roku, aż do momentu wprowadzenia euro w formie bezgotówkowej w 1999 roku i w formie gotówkowej w 2002 roku. Ważnym elementem procesu integracji finansowej jest liberalizacja przepływu kapitału we Wspólnocie Europejskiej. W rozdziale tym zaprezentowane są również kryteria konwergencji, których wypełnienie stanowi warunek przystąpienia do Unii Gospodarczej i Walutowej: stabilność cen, trwałość osiągniętej konwergencji w sferze polityki gospodarczej wyrażonej odpowiednim poziomem długoterminowej stopy procentowej, deficyt budżetowy poniżej poziomu 3% PKB, dług publiczny nie wyższy niż 60% PKB oraz stabilność kursu walutowego. Końcowe partie rozdziału są prezentacją roli wspólnej waluty europejskiej w sektorze prywatnym jako waluty rezerwowej, interwencyjnej oraz waluty odniesienia i w sektorze publicznym jako waluty inwestycyjnej, transakcyjnej oraz fakturowania.

Trzeci rozdział poświęcony jest integracji rynku pieniężnego krajów należących do Unii Gospodarczej i Walutowej. Przedstawiono tu sposób funkcjonowania Europejskiego Systemu Banków Centralnych i Europejskiego Banku Centralnego oraz zasady jednolitej polityki pieniężnej, która stanowi podstawę tej integracji. Wskazano również instrumenty polityki pieniężnej stosowane przez Europejski Bank Centralny, operacje otwartego rynku, stopę rezerwy obowiązkowej i operacje kredytowo-depozytowe.

Analizy zawarte w rozdziale dotyczą głównie rynku depozytów i lokat międzybankowych, rynku swapów stóp procentowych, rynku transakcji repo i reverse repo, wspieranego przez model korespondencyjnej bankowości centralnej, oraz rynku krótkoterminowych papierów dłużnych. Równie istotnym elementem wspierającym proces integracji rynku pieniężnego jest powstanie pierwszego na świecie międzynarodowego systemu prowadze-

nia rozliczeń dużych płatności wyłącznie w euro w czasie rzeczywistym – TARGET. Efektem wprowadzenia euro oraz prowadzenia wspólnej polityki monetarnej są jednolite dla całego obszaru stopy procentowe Europejskiego Banku Centralnego, tj. krańcowa stopa pożyczkowa, stopa depozytowa i stopa repo podstawowych operacji refinansowych oraz stopy rynkowe dla euro: EONIA, EURIBOR i sponsorowana przez banki londyńskie Euro LIBOR. W rozdziale tym wskazano także zmiany zachodzące na rynku walutowym unii monetarnej wraz z analizą kształtowania się kursu wspólnej waluty w stosunku do dolara amerykańskiego i przyczyn jego spadku w pierwszych latach funkcjonowania euro.

W rozdziale czwartym poddano analizie zmiany zachodzące po wprowadzeniu euro na rynkach kapitałowych krajów członkowskich UGW. Intensywność procesu integrowania się narodowych rynków kapitałowych państw członkowskich UE uzależniona była w dużej mierze od działań legislacyjnych Parlamentu Europejskiego i Rady Unii Europejskiej. Pierwsze działanie w zakresie integracji rynku kapitałowego to powołanie Komitetu Giovanniniego w 1996 roku. Następnym ważnym krokiem było wprowadzenie Planu Rozwoju Usług Finansowych w maju 1999 roku i powołanie do życia w 2000 roku Komitetu „Mędrców” (The Committee of Wise Men).

Zakres analizy przeprowadzonej w tym rozdziale obejmował głównie dwa segmenty rynku kapitałowego: rynek akcji i rynek obligacji sektora publicznego i prywatnego. Ukazano zmiany wielkości tych rynków, ze szczególnym uwzględnieniem zmian zachodzących po 1999 roku. Zaprezentowano także wyniki analizy procesu integracji rynków akcji państw należących do strefy euro przeprowadzonej przez M. Fratzschera, przy wykorzystaniu modelu GARCH. Rozdział zamyka analiza mobilności kapitału wewnątrz strefy euro.

W piątym rozdziale zaprezentowano strategię integracji Polski z Unią Gospodarczą i Walutową. Na wstępie przeanalizowano sytuację krajów członkowskich Unii Europejskiej, które skorzystały z możliwości nieprzyjmowania euro, tj.: Wielkiej Brytanii, Szwecji i Danii. Przedstawiono perspektywy ich ewentualnego przystąpienia do strefy euro. Ze względu na fakt, iż Polska nie ma takiej alternatywy, przesłanki pozostawania poza Unią Gospodarczą i Walutową mogą posłużyć jedynie do ewentualnego odroczenia zastąpienia polskiej waluty przez euro.

Następnie, na przykładzie Polski, ukazano trzy alternatywne sposoby zastąpienia waluty krajowej przez euro. Strategia podstawowa zakłada przystąpienie do ERM2 (Exchange Rate Mechanism 2) i jest jedyną praktycznie rozważaną przez rząd oraz Narodowy Bank Polski. Strategie alternatywne, rozważane jedynie teoretycznie, to możliwość usztywnienia kursu złotego do euro, czyli wprowadzenie tzw. izby walutowej lub jednostronne zastąpienie złotego przez euro (jednostronna euroizacja).

W rozdziale tym zaprezentowano również proces liberalizacji przepływów kapitałów w Polsce oraz ogólny stan polskiego rynku finansowego z punktu widzenia jego dostosowania do funkcjonowania w ramach jednolitego rynku europejskiego oraz korzyści i zagrożenia wynikające z integracji z tym rynkiem.

W pracy dokonano analizy światowej i krajowej literatury problemu z zakresu ekonomii, finansów, bankowości oraz międzynarodowych stosunków gospodarczych. Równie ważną bazą źródłową były materiały publikowane w wydawnictwach banków centralnych państw strefy euro, Europejskiego Banku Centralnego, Narodowego Banku Polskiego, Międzynarodowego Funduszu Walutowego i Banku Rozrachunków Międzynarodowych.

Podstawowymi źródłami danych statystycznych były zestawienia publikowane przez Europejski Bank Centralny, Bank Rozrachunków Międzynarodowych, Światową Federację Giełd Papierów Wartościowych oraz dane Eurostatu i Głównego Urzędu Statystycznego. Dane te dotyczyły głównie zmian wielkości poszczególnych elementów rynku pieniężnego, walutowego i kapitałowego oraz transakcji transgranicznych pomiędzy państwami strefy euro.

Rozdział 1

Koncepcja integracji monetarnej

Od wieków w różnych regionach świata tworzone są strefy walutowe. Dążenia takie miały miejsce w gospodarkach kapitalistycznych, jak i socjalistycznych. Przyczyny ich powstawania były jednak diametralnie różne. W epoce kolonializmu powstawały w drodze przymusu, a obecnie powstają w wyniku suwerennych decyzji niezależnych państw. Praktyczne dążenie do tworzenia obszarów walutowych, dających szansę na poprawienie poziomu dobrobytu ludności zamieszkującej te strefy, wzbudziło silne zainteresowanie tym zjawiskiem teoretyków ekonomii. Efektem tego jest opracowanie teoretycznych przesłanek tworzenia unii monetarnych.

1.1. Pojęcie integracji monetarnej

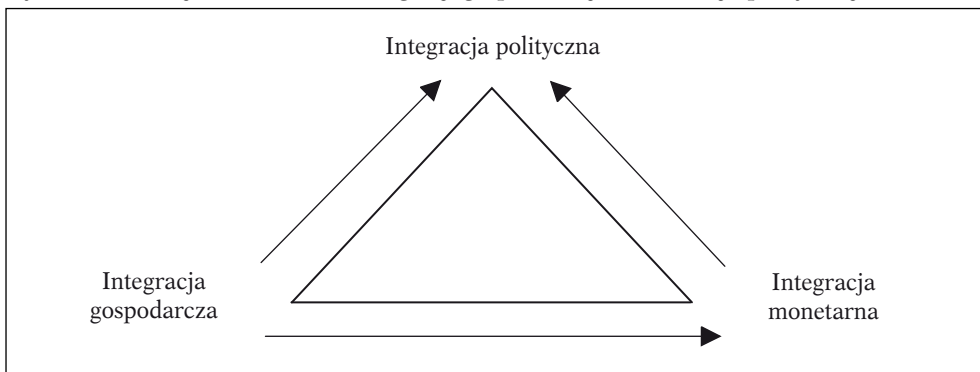
Dla pełnego zrozumienia terminu integracji monetarnej konieczne jest zdefiniowanie samego pojęcia integracji. Integracja to proces scalania grupy elementów, który ma miejsce w ramach poszczególnych gałęzi gospodarki, regionów, jak również całych gospodarek narodowych oraz ich grup¹. W wyniku tego łączenia osiągany jest efekt synergiczny. Nowy organizm staje się efektywniejszy niż wynikałoby to ze zwykłej sumy poszczególnych części składowych.

Jak pokazuje rysunek 1.1 integracja monetarna jest nierozzerwalnie związana z pojęciem integracji gospodarczej i integracji politycznej². Punktem wyjściowym jest inte-

¹ Misala J., *Zarys teoretycznych podstaw międzynarodowej integracji gospodarczej*, [w:] *Proces integracji gospodarczej Polski z krajami członkowskimi Unii Europejskiej w świetle teorii*, (red. Misala J.), Politechnika Radomska, 2001, s. 19.

² Issing O., *Economic and Monetary Union in Europe: political priority versus economic integration?* Paper for the Conference 2001 of the European Society for the History of Economic Thought, February 2001, za Mongelli F.P., „New” views on the optimum currency area theory: what is EMU telling us? ECB Working Papers no. 138, April 2002.

Rysunek 1.1 Wzajemna zależność integracji gospodarczej, monetarnej i politycznej



Źródło: Mongelli F.P., „New” views on the optimum currency area theory: what is EMU telling us? ECB Working Papers no. 138, April 2002 s. 10.

gracja gospodarcza. Przeważa pogląd, że jest ona niekończącym się procesem, a wynika to bezpośrednio z nieprzerwanych zmian zachodzących w otoczeniu³.

W teorii integracji gospodarczej wyróżnia się tradycyjne i współczesne podejście do problemu. Tradycyjne podejście do integracji gospodarczej opiera się przede wszystkim na założeniach klasycznej i neoklasycznej teorii handlu zagranicznego⁴. Jako pierwszy pojęcie międzynarodowej integracji gospodarczej w ujęciu tradycyjnym definiuje W. Röpke⁵. Uważa on, że podstawą integracji gospodarczej powinna być liberalizacja handlu międzynarodowego. Mechanizm wolnej konkurencji i handlu uznawany jest za najbardziej efektywny w procesie integracji obszarów gospodarczych. W podobny sposób pojęcie integracji gospodarczej definiuje B. Balassa. Podstawą tego procesu jest znoszenie barier w handlu pomiędzy zainteresowanymi państwami⁶. Według B. Balassy integracja gospodarcza w państwach o gospodarce rynkowej składa się z pięciu etapów. Są to:

- 1) strefa wolnego handlu – istotą tej strefy jest całkowite zniesienie ciał oraz innych ograniczeń w handlu pomiędzy państwami należącymi do strefy;
- 2) unia celna – w ramach unii celnej kraje współpracujące ze sobą ujednolicają cła we współpracy z państwami trzecimi;
- 3) wspólny rynek – pełna swoboda przepływu towaru, usług, kapitału i siły roboczej;

³ Bożyk P., Misala J., *Integracja ekonomiczna*, PWE, Warszawa 2003, s. 15.

⁴ Zob. Bożyk P., Misala J., *Integracja ekonomiczna*, op. cit., s. 17-18.

⁵ Röpke W., *Gemeinsamer Markt und Freihandelszone*, ORDO, Jahrbuch für die Ordnung von Wirtschaft und Gesellschaft, vol. 10, 1958.

⁶ Balassa B., *The theory of economic integration*, George Allen and Unwin, London 1973.

- 4) unia walutowa i gospodarcza – zawiera wszystkie elementy wykształcone w trakcie wcześniejszych etapów oraz pełną koordynację pozostałych dziedzin polityki ekonomicznej m.in. polityki pieniężnej, fiskalnej, rolnej, energetycznej, itd.;
- 5) unia polityczna – ostateczny element dopełniający proces integracji pomiędzy państwami zaangażowanymi⁷.

Podstawą współczesnego podejścia do integracji gospodarczej jest założenie międzynarodowej mobilności czynników produkcji. Wynika to bezpośrednio ze zmian zachodzących w teorii handlu zagranicznego. Zmiany te wpłynęły również na definicję integracji gospodarczej. Współcześnie integracja ta wymaga nie tylko liberalizacji handlu, ale także swobody w przepływie kapitału, siły roboczej i technologii⁸.

Podstawą integracji gospodarczej jest swobodny przepływ towarów, siły roboczej oraz kapitału. Spełnienie tych warunków jest niemożliwe bez odpowiedniego systemu międzynarodowych płatności, pozwalającego na dokonywanie transakcji dewizowych bez żadnych ograniczeń. Według F. Machlupa, to właśnie środki ułatwiające prowadzenie zagranicznych transakcji pieniężnych są podstawą integracji monetarnej⁹.

Pojęcie integracji monetarnej przez znawców problemu nie jest jednak definiowane w sposób jednoznaczny.

Według F. Machlupa integracja monetarna może być rozumiana jako proces, bądź stan rzeczy osiągnięty w tym procesie. Uważa on, że integracja ta jest nierozzerwalną częścią pełnej integracji gospodarczej określanej jako pełne przenikanie się i współzależność wszystkich sektorów gospodarki, przemysłów, branż i wszelakich rodzajów działalności gospodarczej¹⁰.

O. Coffey i J.R. Presley określili integrację walutową jako proces oznaczający najpierw pełną wymienialność między walutami krajów członkowskich oraz osiągnięcie harmonizacji systemów fiskalnych i koordynacji polityki gospodarczej, a następnie zastąpienie walut narodowych wspólną walutą. Procesowi temu towarzyszy przekazywanie przez państwa należące do integrującej się wspólnoty ich narodowych uprawnień na szczebel organów wspólnotowych¹¹.

⁷ Balassa B., *The theory of economic integration*, George Allen and Unwin, London 1964, za Misala J., *Zarys teoretycznych podstaw międzynarodowej integracji gospodarczej*, op. cit., s. 27-28 oraz Apel E., *European Monetary Integration 1958-2002*, Routledge, 1998, s. 13.

⁸ Bożyk P., Misala J., *Integracja ekonomiczna*, op. cit., s. 19-20, zob. także Misala J., *Współczesne teorie wymiany międzynarodowej i zagranicznej polityki ekonomicznej*, SGH, Warszawa 2003.

⁹ Oręziak L., *Integracja walutowa w ramach Europejskiej Wspólnoty Gospodarczej*, Monografie i Opracowania nr 330, SGH, Warszawa 1991, s. 12.

¹⁰ Machlup F., *Integracja gospodarcza – narodziny i rozwój idei*, PWN, Warszawa 1986, rozdział 1.

¹¹ Coffey O., Presley J.R., *European Monetary Integration*, Macmillan Press, London 1973, s. 24.

Według W.M. Cordena, integracja walutowa składa się z unii kursowej oraz zintegrowanego rynku kapitałowego. Unia kursowa oznacza trwałe usztywnienie kursów walut między krajami unii, przy czym kursy te mogą się zmieniać wobec krajów spoza unii. Definicja W.M. Cordena zawiera w sobie nie tylko pojęcie integracji walutowej, ale i część składową integracji finansowej, jaką stanowi zintegrowany rynek kapitałowy. Rynek ten charakteryzuje się brakiem ograniczeń dewizowych przy transakcjach kapitałowych, jak również jednolitością podatków oraz przepisów prawnych¹².

Definicja pojęcia integracji walutowej podana przez A.M. El-Agraa bliska jest podejściu W.M. Cordena. Uważa on, że integracja walutowa występuje wtedy, kiedy unii walutowej towarzyszy integracja rynku kapitałowego. Samo pojęcie unii walutowej definiowane jest przez niego jako sytuacja, w której państwa do niej należące stosują system walutowy, równoznaczny z funkcjonowaniem wspólnej waluty na całym jej obszarze. A.M. El-Agraa uważa również, że integracja walutowa może zaistnieć dopiero po spełnieniu określonych warunków. Jak zostało już wspomniane, musi istnieć unia walutowa i zintegrowany rynek kapitałowy, a wraz z tym koordynacja polityki pieniężnej, połączenie rezerw dewizowych krajów członkowskich oraz wspólny bank centralny¹³.

L. Oręziak postrzega integrację walutową nie tylko jako proces ekonomiczny, ale również polityczny. Polityka pieniężna jest elementem suwerennej władzy państwowej, a w przypadku procesu integracyjnego uprawnienia do jej prowadzenia przesuwane są na szczebel ponadnarodowy. Dlatego też, proces integracji monetarnej nie może dokonywać się w sposób samoczynny, ale musi być prowadzony świadomie, podejmowane decyzje powinny być uwarunkowane potrzebami samego procesu, jak również koniecznością pozyskania akceptacji ze strony społeczeństw oraz władz narodowych państw członkowskich¹⁴.

Różnice występują również w samej terminologii gdzie używa się pojęć: unia monetarna, unia walutowa, współpraca walutowa czy unifikacja walutowa¹⁵. Kontrowersje budzi głównie posługiwanie się wymiennie pojęciami unii walutowej i unii monetarnej. Zwraca na to uwagę A. Wojtyna, który pisze: „w języku polskim zamieszanie wynika stąd, że *monetary union* jest tłumaczone czasem jako unia walutowa, a czasem jako unia monetarna. Źródło niejasności tkwi częściowo w sposobie rozumienia relacji między polity-

¹² Corden W.M., *The Adjustment Problem*, [w:] *European Monetary Unification and its Meaning for the United States* (red. Krause L.B., Salant W.S.), The Brooking Institution, Washington D.C., 1973, s. 159-176.

¹³ El-Agraa A.M., *European Monetary Integration*, [w:] *The Economics of the European Community*, (red. El-Agraa A.M.), Philip Allan Publishers, London 1985, s. 94-96.

¹⁴ Oręziak L., *Integracja walutowa w ramach Europejskiej Wspólnoty Gospodarczej*, op. cit., s. 17.

¹⁵ Oręziak L., *Integracja walutowa w ramach Europejskiej Wspólnoty Gospodarczej*, op. cit., s. 11.

ką pieniężną (monetarną) i polityką kursu walutowego (kursową); (...) znaczne zamieszanie terminologiczne występuje również na gruncie samej teorii”¹⁶. W pracy pojęcia unia walutowa, unia monetarna i unia gospodarcza i walutowa używane są zamiennie.

1.2. Teoretyczne przesłanki unii monetarnych

Przejdźmy do omówienia alternatywnych ujęć teoretycznych procesu integracji monetarnej: wariantu tradycyjnego podejścia „jednokryterialnego”, bazującego na koncepcji optymalnego obszaru walutowego (*optimum currency area*), za twórców którego uznaje się przede wszystkim R.A. Mundella, R.I. McKinnona i P.B. Kenena; koncepcji analizy kosztów i korzyści towarzyszącej integracji monetarnej (*costs and benefits approach*) promowanej m.in. przez H.G. Grubela, P.R. Krugmana i P. De Grauwe oraz koncepcji endogeniczności kryteriów optymalnego obszaru walutowego prezentowanej przez J.A. Frankela i A.K. Rose.

Należy zwrócić uwagę na fakt, iż w literaturze problemu pojęcia unii monetarnej i optymalnego obszaru walutowego nie są tożsame. W przypadku optymalnego obszaru kursy walutowe państw członkowskich są w stosunku do siebie wzajemnie usztywnione i nie występuje konieczność wprowadzenia wspólnej waluty, co jest cechą charakterystyczną unii monetarnej. Większość twórców teorii optymalnego obszaru walutowego podkreśla jednakże wspólne ich cechy, co pozwala na przyjęcie, na potrzeby niniejszego opracowania, przesłanek teoretycznych powstawania optymalnego obszaru walutowego za obowiązujące również w odniesieniu do unii monetarnych¹⁷.

1.2.1. Teoria optymalnego obszaru walutowego

Podstawowym celem teorii optymalnego obszaru walutowego jest znalezienie najodpowiedniejszego dla danego regionu lub państwa systemu walutowego. Ma ona być wskazówką pozwalającą na poprawny wybór pomiędzy stałym a zmiennym kursem walutowym¹⁸. Twórcy teorii uważają, że obszar walutowy posiadający wspólną walutę

¹⁶ Wojtyna A., *Teoretyczne kontrowersje wokół Unii Gospodarczej i Walutowej*, [w:] Gospodarka Narodowa, numer specjalny, 1998, s. 9-10.

¹⁷ Więcej na temat dyskusji o kwestiach terminologicznych związanych z integracją monetarną zob. w: Wojtyna A., *Teoretyczne kontrowersje wokół Unii Gospodarczej i Walutowej*, [w:] Gospodarka Narodowa, numer specjalny, 1998, s. 8-15.

¹⁸ Żukowski P., *Euro 1999 – wspólny pieniądz europejski*, CeDeWu, Warszawa 1999, s. 54.

lub stałe kursy wewnątrz i płynne w stosunku do walut z otoczenia jest efektywniejszym rozwiązaniem niż wybranie systemu stałych bądź zmiennych kursów walutowych dla całego otoczenia. Oznacza to, że państwo będące elementem optymalnego obszaru walutowego łatwiej osiągnie zewnętrzną i wewnętrzną równowagę usztywniając kurs swojej waluty w stosunku do walut pozostałych członków danego obszaru¹⁹.

Optymalny obszar walutowy definiowany jest w różny sposób. P.R. Krugman i M. Obstfeld twierdzą, że optymalny obszar walutowy to grupa regionów, których gospodarki są blisko ze sobą połączone przez wymianę handlową dóbr i usług oraz charakteryzują się mobilnością czynników produkcji. Definicja ta wynika z faktu, iż stałe stopy procentowe w ramach obszaru walutowego sprawdzają się najlepiej w przypadku wysokiego poziomu wzajemnego handlu i mobilności czynników produkcji pomiędzy członkowskimi gospodarkami²⁰.

B. Eichengreen, opierając się na pracy R.A. Mundella, określa optymalny obszar walutowy jako jednostkę gospodarczą składającą się z regionów, które w sposób symetryczny podlegają zakłóceniom występującym pomiędzy ich siłą roboczą oraz innymi mobilnymi czynnikami produkcji²¹.

A. Bień za najwłaściwszą definicję optymalnego obszaru walutowego przyjął tę zaproponowaną przez H.G. Grubela. Zakłada, że jest to związek pomiędzy kilkoma państwami lub regionami mający na celu wzrost dobrobytu zamieszkującej ich ludności ponad poziom możliwy do uzyskania w przypadku funkcjonowania w sposób samodzielny²².

1.2.1.1. Mobilność czynników produkcji

Rozważania nad teorią optymalnego obszaru walutowego zostały zapoczątkowane przez R.A. Mundella²³ już w 1961 roku. Zgodnie z jego podejściem, przy wyborze systemu kursowego należy kierować się kryterium obszaru walutowego. Terytorium państwa niekoniecznie pokrywa się z optymalnym obszarem walutowym. W jego granicach może występować kilka regionów gospodarczych, które wymagają prowadzenia odmiennej polityki ekonomicznej.

¹⁹ Wojtyna A., *Teoretyczne kontrowersje wokół Unii Gospodarczej i Walutowej*, op. cit., s. 16.

²⁰ Krugman P.R., Obstfeld M., *International Economics – theory and policy*, Addison-Wesley Publishing Company, 2000, s. 629-630.

²¹ Eichengreen B., *Is Europe an Optimum Currency Area*, NBER Working Paper no 3579, January 1991, s. 1.

²² Bień A., *Optymalny obszar walutowy*, PWN, Warszawa 1988, s. 17.

²³ Mundell R.A., *A theory of Optimum Currency Area*, [w:] *The American Economic Review*, September 1961, s. 657-665.

R.A. Mundell określa optymalny obszar walutowy jako region, którego granice wyznaczone są mobilnością czynników produkcji²⁴. Wewnątrz optymalnych obszarów walutowych czynniki produkcji są mobilne, pomiędzy zaś poszczególnymi obszarami mobilność nie występuje.

Mobilność czynników produkcji w obszarze optymalnego obszaru walutowego stanowi mechanizm absorbujący skutki szoków ekonomicznych²⁵ (przywracający zaburzoną równowagę ekonomiczną) będąc substytutem zmian kursu walutowego. Obszar walutowy może zatem obejmować kilka krajów o tej samej walucie lub o kursach walutowych stałych względem siebie. Pomiedzy optymalnymi obszarami walutowymi, gdzie brak jest mobilności czynników produkcji, kursy powinny być zmienne tak, aby pozwalały eliminować powstałe zakłócenia równowagi.

Jedna waluta determinuje istnienie jednego banku centralnego i dlatego warunkuje również potencjalnie elastyczną podaż pieniądza ponadregionalnego. W przypadku obszaru walutowego składającego się z więcej niż jednej waluty, podaż pieniądza międzynarodowego jest uzależniona od współpracy wszystkich banków centralnych państw należących do obszaru walutowego. W takiej sytuacji, żaden z banków centralnych nie może zwiększyć swoich zobowiązań szybciej niż pozostałe banki centralne, bez obniżenia poziomu rezerw oraz osłabienia waluty²⁶. Precyzując, dochodowa elastyczność popytu na pieniądz oraz produkcyjna elastyczność podaży pieniądza wpływają na tempo w jakim banki centralne mogą zwiększać swoje zobowiązania pieniężne²⁷.

R.A. Mundell uważa więc, że pomiędzy procesem dostosowawczym w obszarze walutowym posiadającym jedną walutę, a procesem dostosowawczym w obszarze walutowym posiadającym więcej niż jedną walutę występują duże różnice. Innymi słowy twierdzi, że wystąpi różnica pomiędzy procesem dostosowawczym wewnątrzregionalnym a międzynarodowym, nawet w przypadku stałych kursów walutowych ustanowionych w ramach wspomnianych obszarów.

Dla zilustrowania tych różnic R.A. Mundell rozważył prosty model dwóch państw lub regionów charakteryzujących się początkowo pełnym zatrudnieniem oraz stanem pełnej równowagi bilansu płatniczego. Założył również, że płace oraz ceny nie mogą

²⁴ Założenie przyjęte przez R.A. Mundella zostało zaczerpnięte z teorii handlu międzynarodowego D. Ricarda, który twierdził, że wymiana międzynarodowa ma miejsce w przypadku braku mobilności czynników produkcji między krajami i pełnej mobilności czynników wewnątrz kraju. W takiej sytuacji występuje wymiana handlowa jako substytut mobilności czynników produkcji w skali międzynarodowej. Za Drabowski E., *Pieniądz międzynarodowy*, op. cit., s. 142.

²⁵ Gospodarka wspólnego obszaru walutowego może być narażona na destabilizację jedynie w przypadku występowania szoków asymetrycznych. Zob. Ghosh A.R., Wolf H.C., *How many monies? A Genetic Approach to Finding Optimum Currency Area*, NBER Working Paper no 4805, July 1994, s. 5-11.

²⁶ Mundell R.A., *International Economics*, Macmillan, New York 1968, s. 177.

²⁷ Mundell R.A., *International Economics*, Macmillan, op. cit., s. 185.

się zmieniać w krótkim okresie bez powodowania wzrostu stopy bezrobocia, a władze monetarne obu obszarów podejmują działania zapobiegające wzrostowi stopy inflacji. Model ma ukazać skutki zakłócenia równowagi przez przesunięcie popytu na dobra z obszaru B do obszaru A.

W pierwszym przypadku założył, że obszarami są państwa z narodowymi walutami. Przesunięcie popytu z B do A spowoduje wzrost bezrobocia w B i presję inflacyjną w A²⁸. Do poziomu do jakiego się na to pozwoli, ceny w A wzrosną, a zmiany *terms of trade* w A spowodują zaistnienie procesu dostosowawczego z korzyścią dla B. Jeżeli jednak w A zacieśniona zostanie np. polityka kredytowa dla ograniczenia wzrostu cen to cały ciężar dostosowania zostanie przerzucony na B. Konieczne okazuje się zredukowanie dochodu realnego w B, a jeżeli nie może to być osiągnięte poprzez zmiany *terms of trade*, gdyż B nie może obniżyć, a A nie podniesie cen, to spowoduje to spadek produkcji i zatrudnienia w B. Dlatego też polityka krajów nadwyżkowych nastawiona na powstrzymywanie inflacji wprowadzi do światowej gospodarki (lub bardziej ogólnie – obszarów walutowych z wieloma oddzielnymi walutami) opartej o stałe kursy walut tendencje recesyjne.

W drugim modelu rozważania dotyczą nie państw, a regionów posiadających wspólną walutę. W przypadku tym zakłada się również prowadzenie przez rządy narodowe polityki pełnego zatrudnienia. Przesunięcie popytu z B do A spowoduje wzrost bezrobocia w regionie B i presję inflacyjną oraz nadwyżkę bilansu płatniczego w regionie A. Dla ograniczenia wzrostu bezrobocia w B, władze monetarne zwiększają podaż pieniądza. Jednak owa ekspansja monetarna wywoła presję inflacyjną w A. Wynika z tego, że polityka monetarna jest efektywna w zwalczaniu bezrobocia w regionie deficytowym, kosztem wzrostu inflacji w regionie nadwyżkowym. Polityka pełnego zatrudnienia powoduje więc wzrost inflacji w gospodarce wieloregionalnej (lub w obszarze walutowym posiadającym wspólną walutę). R.A. Mundell twierdzi, że bez względu na to czy mamy do czynienia z obszarem wielopaństwowym i wielowalutowym (o stałych kursach walutowych), czy też z obszarem jednopaństwowym, wieloregionalnym, charakteryzującym się jedną walutą, nie ma możliwości ograniczenia jednocześnie inflacji i wzrostu bezrobocia pomiędzy członkami danych obszarów. Zaznacza on również, że nie typ obszaru walutowego ma tu znaczenie, a region jaki obejmuje, przy czym nie może to być cały świat. R.A. Mundell uważa, że zbyt mały region, charakteryzujący się relatywnie płytkim rynkiem walutowych może być niestabilny, gdyż nawet pojedynczy uczestnik może spowodować niestabilność tego rynku²⁹.

²⁸ Poprzez inflację w tym modelu R.A. Mundell rozumie wzrost cen dóbr produkowanych w danym państwie lub regionie.

²⁹ Mundell R.A., *A theory of optimum currency areas*, The American Economic Review, September 1961, s. 658.

Dla określenia regionu jaki powinien obejmować obszar walutowy R.A. Mundell posłużył się przykładem świata składającego się tylko z dwóch państw posiadających oddzielne waluty, USA i Kanady. Założył on, że kontynent północnoamerykański podzielony jest na dwa regiony, które nie pokrywają się z granicami wspomnianych państw: wschód produkujący samochody oraz zachód produkujący drewniane elementy do budowy domów. W przypadku zmiany popytu z samochodów na drewniane elementy do budowy domów, natychmiastowym efektem będzie wzrost bezrobocia na wschodzie i wzrost inflacji na zachodzie. W tym samym momencie nastąpi również przesunięcie rezerw bankowych ze wschodu na zachód, wynikające z przyszłego deficytu bilansu płatniczego. Dla ograniczenia wzrostu bezrobocia na wschodzie banki centralne powinny zwiększyć podaż pieniądza, natomiast dla ograniczenia inflacji na zachodzie ograniczyć jego podaż. Bezrobocie może być ograniczane w obu państwach kosztem poziomu inflacji, inflacja może być ograniczana również w obu państwach kosztem wzrostu bezrobocia. Jako trzecią, R.A. Mundell wskazuje możliwość podziału problemu dostosowania pomiędzy wschodem i zachodem, pozwalając na pewien poziom bezrobocia na wschodzie i pewien poziom inflacji na zachodzie, kolejny raz udowadniając, że bezrobocie i inflacji nie da się uniknąć jednocześnie. System kursów płynnych nie daje w tym przypadku możliwości skorygowania równowagi bilansu płatniczego pomiędzy dwoma regionami (co, jak twierdzi R.A. Mundell, jest w tym przypadku podstawowym problemem), chociaż jest efektywny w relacjach pomiędzy dwoma państwami³⁰. Dla zlikwidowania tego problemu zaproponował on zastąpienie kanadyjskiego i amerykańskiego dolara przez dolara wschodniego i zachodniego. W przypadku kursu płynnego pomiędzy obydwoma walutami przesunięcie popytu z samochodów na drewniane elementy do budowy domów nie wpłynie na wzrost bezrobocia na wschodzie i wzrost inflacji na zachodzie. Równowaga płatnicza zostanie osiągnięta dzięki aprecjacji dolara zachodniego i deprecjacji dolara wschodniego, pomimo podjęcia działań przez banki centralne dla osiągnięcia stabilizacji bezrobocia i inflacji³¹.

Dla R.A. Mundella obszar walutowy jest optymalny jeżeli spełnia następujące warunki:

- regiony lub państwa należące do obszaru posiadają wspólną walutę lub ich waluty powiązane są pomiędzy sobą stałym kursem walutowym,

³⁰ Istnienie na świecie więcej niż jednej waluty powoduje występowanie różnych kursów walutowych. Z najbardziej znanego przykładu uzasadniającego utrzymywanie płynnych kursów walutowych pomiędzy walutami narodowymi wynika, że jeżeli popyt przesunąć z produktów kraju B na produkty z kraju A, to deprecjacja waluty B i aprecjacja waluty A może skorygować zewnętrzną nierównowagę bilansu płatniczego oraz ograniczyć bezrobocie w B i powstrzymać inflację w A.

³¹ Mundell R.A., *International Economics*, Macmillan, New York 1968, s. 178-180.

- kurs walutowy w stosunku do otoczenia (państw lub regionów trzecich) obszaru jest kursem zmiennym,
- istnieje wewnętrzna mobilność czynników produkcji, natomiast w ujęciu zewnętrznym występuje jej brak.

Mechanizm mobilności czynników produkcji w określonym obszarze walutowym wyjaśniony został przy wykorzystaniu modeli zaprezentowanych przez R.A. Mundella, J.R. Presleya i G.E.J. Dennisa. Spadek eksportu produktów wytwarzanych przez kraj A może prowadzić, poprzez efekty mnożnikowe, do spadku wykorzystania siły roboczej i kapitału w A. W kraju B popyt na czynniki produkcji w tym czasie będzie wzrastał, dlatego też siła robocza i kapitał przenoszą się z A do B. Problem powstającego bezrobocia w A jest rozwiązywany właśnie poprzez przepływ siły roboczej i kapitału do B. W B następuje zwiększenie konsumpcji produktów wytwarzanych przez B, poprzez procesy mnożnikowe, stymulowany jest wzrost dochodu w B, co zwiększy import z A. Imigracja siły roboczej z A do B oraz wzrost jej dochodu, zwiększy import z A. W tym samym czasie w A spada poziom zatrudnienia i dlatego też import z B obniża się. Proces ten będzie trwał aż deficyt A i nadwyżka B zostaną zredukowane, co doprowadzi do zachowania wewnętrznej i zewnętrznej równowagi³².

1.2.1.2. Stopień otwartości gospodarki

Kolejne ujęcie istoty optymalnego obszaru walutowego zbieżne do przedstawionego przez R.A. Mundella zaproponował w 1963 roku R.I. McKinnon³³. Według niego kluczową kwestią jest stopień otwarcia gospodarki, który stanowi kryterium wyodrębniania optymalnych obszarów walutowych. Założył on, że w optymalnym obszarze walutowym polityka monetarna, polityka fiskalna oraz zewnętrzny płynny kurs walutowy (w obszarze występuje jedna waluta lub kilka walut o wzajemnie stałych kursach) wpływają bezpośrednio na osiągnięcie następujących celów:

- 1) pełnego zatrudnienia,
- 2) osiągnięcia równowagi bilansu płatniczego,
- 3) utrzymania stabilnego poziomu cen wewnętrznych.

Realizacja powyższych celów pozwala na efektywną alokację środków produkcji, a co za tym idzie, maksymalizację dobrobytu³⁴.

³² Presley J.R., Dennis G.E.J., *Currency Areas*, McMillan Press, London 1976, s. 13.

³³ McKinnon R.I., *Optimum Currency Area*, [w:] *The American Economic Review*, September 1963, s. 717-725.

³⁴ McKinnon R.I., *Optimum Currency Area*, op. cit., s. 717.

R.I. McKinnon uważa, że stopień otwarcia gospodarki uzależniony jest od stosunku dóbr handlowych (*tradable*) do dóbr niehandlowych (*non-tradable*). Z założenia dobra handlowe podlegają wymianie międzynarodowej, czyli mogą być eksportowane³⁵ lub importowane³⁶, natomiast dobra niehandlowe nie podlegają wymianie międzynarodowej ze względu na wysokie koszty ich transportu³⁷.

Jako pierwszy, prezentowany jest model gospodarki, której poziom otwartości jest wysoki. Dobra handlowe eksportowalne X_1 i handlowe importowalne X_2 mają na terenie obszaru walutowego duży udział w całości dóbr konsumowanych. Drugim założeniem jest stałość cen dóbr niehandlowych X_3 w walucie wewnętrznej. Przy takich założeniach zmiany kursu walutowego będą bezpośrednio oddziaływać na ceny dóbr X_1 i X_2 . W przypadku dewaluacji kursu o 10% ceny dóbr X_1 i X_2 wzrosną o 10% w stosunku do cen dóbr X_3 . Efektem tego będzie obniżenie się poziomu konsumpcji i wzrost produkcji dóbr X_1 i X_2 , co przełoży się również na poprawę bilansu płatniczego. Dla wzmocnienia efektu możliwe jest również wykorzystanie narzędzi polityki pieniężnej i fiskalnej. Jest to możliwe tylko w przypadku niskiego poziomu bezrobocia. R.I. McKinnon uważa również, że osiągnięcie równowagi bilansu płatniczego możliwe jest poprzez obniżanie poziomu konsumpcji wewnętrznej, co pozwala na utrzymanie niezmiennego poziomu cen dóbr niehandlowych. Na podstawie tego modelu stwierdza on, że im gospodarka jest bardziej otwarta, tym narzędzie kontrolujące zewnętrzną równowagę, jakim jest kursu płynny, staje się mniej efektywne. Ograniczana jest również jego zdolność do stabilizacji cen wewnętrznych. Z drugiej, strony cel ten może zostać osiągnięty w sposób efektywniejszy w warunkach polityki sztywnego kursu walutowego, wspieranej polityką monetarną i fiskalną. R.I. McKinnon zaleca wykorzystanie ich dla obniżenia konsumpcji wewnętrznej dóbr handlowych. Efektem takiego działania ma być zmniejszenie importu oraz zwiększenie eksportu. Zakłada on również mobilność czynników produkcji pomiędzy sektorami³⁸, a zatem wspomniany efekt wywołałby tylko krótkoterminowe bezrobocie w sektorze dóbr niehandlowych.

Drugim przykładem jest model gospodarki, której poziom otwartości jest niski, czyli produkcja dóbr niehandlowych jest dużo większa niż handlowych. W tym przypadku R.I. McKinnon proponuje oparcie waluty obowiązującej na danym obszarze o dobra niehandlowe (*to peg the domestic currency to the body of non-tradable goods*), poprzez zamrożenie cen dóbr X_3 w walucie wewnętrznej. Wyrównanie bilansu płatniczego odbyłoby się przy pomocy zmiany cen dóbr handlowych, uzyskanej poprzez zmianę kursu walutowego.

³⁵ Dobra produkowane i konsumowane w danej gospodarce, których część jest eksportowana.

³⁶ Dobra produkowane i konsumowane w danej gospodarce, uzupełniane przez import.

³⁷ McKinnon R.I., *Optimum Currency Area*, op. cit., s. 718.

³⁸ McKinnon R.I., *Optimum Currency Area*, op. cit., s. 724.

Dewaluacja kursu o 10% wpłynęłaby na wzrost cen dóbr X_1 i X_2 o 10%. Miałoby to jednak marginalny wpływ na wysokość cen wewnętrznych ze względu na niewielki ich udział w całkowitej ilości dóbr oferowanych na terenie danego obszaru walutowego. R.I. McKinnon uważa również, że wykorzystanie w tym przypadku stałego kursu walutowego oraz prowadzenie bardzo restrykcyjnej polityki monetarnej i fiskalnej doprowadziłoby do spadku wielkości produkcji dóbr X_3 , czego bezpośrednim efektem byłby wzrost bezrobocia, nie wpływając równocześnie na poprawę bilansu płatniczego³⁹. R.I. McKinnon zakłada, że im wyższy jest stosunek dóbr handlowych do dóbr niehandlowych w danej gospodarce, tym utworzenie obszaru walutowego generuje dla niej większe korzyści⁴⁰.

Z koncepcji R.I. McKinnona wynikają wnioski co do wyboru systemu kursowego. Stosunkowo mała gospodarka otwarta powinna łączyć walutę z walutą głównego partnera handlowego. Analogicznie celowe byłoby związanie ze sobą kilku walut małych gospodarek, jeśli przeważającą część ich wymiany handlowej stanowią obroty wzajemne⁴¹. Uważa, że idealnym rozwiązaniem w takiej sytuacji jest wprowadzenie wspólnej waluty⁴².

Gdy mała gospodarka otwarta funkcjonuje w warunkach pełnego zatrudnienia, dla przywrócenia równowagi bilansu płatniczego konieczne jest użycie narzędzi polityki fiskalnej. Stały kurs walutowy jest tu znacznie bardziej wskazany niż kurs zmienny z racji różnego wpływu obu systemów kursowych na ceny wewnętrzne. Zmiana kursu walutowego wywarłaby stosunkowo mały wpływ na rozmiary importu z uwagi na dużą zależność od importu omawianej małej gospodarki otwartej. Zmiana kursu musiałaby być silniejsza niż w przypadku gospodarki stosunkowo mniej otwartej. Co więcej, zmiana kursu wywarłaby bezpośredni i silny wpływ na poziom dochodów realnych; w rezultacie związki zawodowe zażądałyby indeksacji płac⁴³. Tak więc system zmiennych kursów walutowych nie zdaje egzaminu jako mechanizm dostosowawczy w warunkach małych gospodarek otwartych, jakkolwiek może być skuteczny w stymulowaniu procesów równoważenia bilansu płatniczego gospodarek stosunkowo dużych, o słabych powiązaniach handlowych⁴⁴.

³⁹ McKinnon R.I., *Optimum Currency Area*, op. cit., s. 720.

⁴⁰ McKinnon R.I., *Optimum Currency Area*, op. cit., s. 718.

⁴¹ Należy tu dodać, że stałe kursy walutowe lub wspólna waluta ułatwiają i usprawniają procesy rozliczeń. Jest to jedna z przyczyn, dla których poszczególne stany w USA nie dążą do dezintegracji walutowej.

⁴² Bień A., *Optymalny obszar walutowy*, op. cit., s. 33-34.

⁴³ Przy założeniu braku iluzji pieniężnej. W warunkach współczesnych iluzja pieniężna nie występuje nawet w krótkich okresach, tak więc możliwości wykorzystywania zmian kursu walutowego jako mechanizmu przywracania równowagi bilansu płatniczego w małej gospodarce otwartej są znikome. Zob. na ten temat: Stevenson A., Muscatelli V., Gregory M., *Macroeconomy Theory and Stabilisation Policy*, Philip Allan Publishers Ltd., 1988, s. 212-214.

⁴⁴ McKinnon R.I., *Money in International Exchange – The Convertible Currency System*, Oxford University Press, 1979, s. 194-195.

Warto tu dodać, że opisany model optymalnego obszaru walutowego może być przyjęty jedynie przy spełnieniu dwóch kluczowych założeń. Po pierwsze, nierównowaga bilansu płatniczego wywołana jest czynnikami wewnętrznymi oraz mikroekonomicznymi zmianami popytu i podaży. Po drugie, ceny zewnętrzne są relatywnie stabilne. Stałe kursy odgrywają wówczas rolę pasywną w gospodarce, a wewnętrzne źródła zakłóceń mogą być eliminowane narzędziami polityki fiskalnej. W sytuacji, gdy źródłem nierównowagi są czynniki zewnętrzne, na przykład wzrost cen na rynkach zagranicznych, przy stałym kursie walutowym wzrost ten przeniesie się na ceny krajowe. Tak więc stopień otwarcia gospodarki jako kryterium optymalnego obszaru walutowego może mieć zastosowanie tylko wówczas, gdy zewnętrzne otoczenie cechuje się większą stabilnością niż badana mała gospodarka otwarta⁴⁵.

Konkludując, R.I. McKinnon twierdzi, że stosowanie oddzielnego systemu walutowego (obszaru walutowego, gdzie kursy walut państw-uczestników są w stosunku do siebie usztywnione) w wystarczająco dużych obszarach walutowych⁴⁶ jest korzystnym sposobem na osiągnięcie i utrzymywanie równowagi zewnętrznej oraz stanu pełnego zatrudnienia⁴⁷.

Podobne spojrzenie na problem optymalnych obszarów walutowych zaprezentował również H.R. Heller⁴⁸. Podjął próbę dostarczenia efektywnych narzędzi dla zbadania postulatu R.I. McKinnona. Doszedł do wniosku, że o rodzaju kursu walutowego jaki powinien być wykorzystany przez dane państwo powinno decydować „to, czy koszt marginalny procesu dostosowawczego, niwelującego zakłócenia powstałe w bilansie płatniczym poprzez kurs walutowy jest mniejszy czy większy od kosztu marginalnego procesu dostosowawczego, realizowanego przez zmiany dochodów wywoływanych działaniem instrumentów polityki fiskalno-monetarnej”⁴⁹. H.R. Heller uważał, że jeżeli dla danego państwa koszty procesów dostosowawczych poprzez zmianę dochodu są niższe niż koszty wynikające ze zmiany kursu walutowego, to jest to wystarczający argument na rzecz przystąpienia tego państwa do większego obszaru walutowego⁵⁰. Autor ten za optymalny obszar walutowy uznawał taki obszar, który minimalizuje koszty wyrównywania bilansu płatniczego przez zmianę kursu walutowego. Uważał on również, że koszty wyrównywania bilansu płatniczego zależą od rozmiaru obszaru walutowego. Im większy obszar tym większe

⁴⁵ Kosterna U., Pszczółka I., *Unia Gospodarcza i Walutowa w Europie – Teoria i Praktyka*, [w:] System Bankowy w Polsce. Dekada Przemian (red. Sikorski J.), Uniwersytet w Białymstoku, 2001, s. 289.

⁴⁶ Charakteryzujących się względnie niskim poziomem dóbr handlowych w całkowitej ilości dóbr sprzedawanych na rynku wewnętrznym oraz brakiem zewnętrznej mobilności czynników produkcji, nie tylko w sensie geograficznym jak to zakładał Mundell, ale również gałęziowym.

⁴⁷ Bień A., *Optymalny obszar walutowy*, op. cit., s. 34.

⁴⁸ Heller H.R., *International Monetary Economics*, New Jersey 1974, s. 209-211.

⁴⁹ Bień A., *Optymalny obszar walutowy*, op. cit., s. 39.

⁵⁰ Bień A., *Optymalny obszar walutowy*, op. cit., s. 41.

są także koszty wynikające bezpośrednio ze zmian w dochodzie narodowym, które są odwrotnie proporcjonalnie do krańcowej skłonności do importu⁵¹.

1.2.1.3. Dywersyfikacja produkcji

Równie ważny, jak wymienieni wyżej autorzy, udział w rozwoju teorii optymalnych obszarów walutowych ma P.B. Kenen⁵². W 1969 roku zaproponował on kolejne kryterium charakteryzujące optymalny obszar walutowy, stopień dywersyfikacji struktury gospodarczej danego regionu. Im bardziej produkcja tego regionu jest zróżnicowana, tym mniejszy będzie wpływ szoku zewnętrznego w postaci obniżenia popytu zagranicznego na konkretną kategorię eksportu oraz tym lepsze warunki dla utrzymania stałego kursu walutowego z otoczeniem⁵³. Możliwa jest bowiem kompensata tego spadku przez wzrost popytu na inne produkty eksportowe. W efekcie, przychody z produkcji eksportowej mogą być utrzymywane na względnie stabilnym poziomie. Podobnie dzieje się po stronie importu – gdy towary importowane mają swoje substytuty w produkcji krajowej, to zmiany w cenach importu mogą być kompensowane wzrostem lub spadkiem produkcji tych substytutów. Tak więc kraj o zróżnicowanej strukturze gospodarczej jest mniej narażony na występowanie szoków zewnętrznych niż gospodarka wyspecjalizowana i nie wymaga częstych zmian kursu walutowego, jako ogniwa łączącego ceny krajowe z cenami zagranicznymi. W konkluzji P.B. Kenen zaleca dla gospodarek (lub obszarów) zdwywersyfikowanych, charakteryzujących się zróżnicowaną strukturą eksportu⁵⁴, system stałych kursów walutowych⁵⁵, który pozwala na powstanie większych obszarów walutowych. Przyjmuje on również *a priori* konieczność występowania w danej gospodarce wystarczającej mobilności zawodowej, gwarantującej przesunięcie siły roboczej i kapitału z sektorów wytwarzających dobra eksportowe, na które popyt się obniżył do sektorów, w których popyt wzrósł. Oczywiście w sytuacji, gdy obniżenie popytu zagranicy dotyczy nie wybranych kategorii eksportu, lecz wynika z ogólnego spadku popytu wywołanego recesją, dywersyfikacja struktury gospodarczej nie pełni roli czynnika stabilizującego.

⁵¹ Drabowski E., *Pieniądz międzynarodowy*, op. cit., s. 147.

⁵² Kenen P.B., *The Theory of Optimal Currency Areas: an eclectic view*, [w:] *Monetary Problems of the International Economy*, (red. Swoboda A., Mundell R.A.), Chicago 1969, s. 41-60.

⁵³ Kenen ujął to w następujący sposób: „Odpowiednio zdwywersyfikowana gospodarka narodowa nie będzie pod tak znaczącym wpływem zmian w *terms of trade* jak miałyby to miejsce w przypadku jednoproductowej gospodarki narodowej”. Za Presley J.R., Dennis G.E.J., *Currency Areas*, op. cit., s. 24.

⁵⁴ Zapobiega to *ex ante* konieczności częstych zmian *terms of trade*, a co za tym idzie również kursów walutowych. Za Bień A., *Optymalny obszar walutowy*, op. cit., s. 43.

⁵⁵ Przykładem takiej gospodarki są Stany Zjednoczone.

P.B. Kenen na początku swoich rozważań starał się ograniczyć znaczenie kryterium geograficznej mobilności czynników produkcji przedstawione przez R.A. Mundella uważając, że występuje ono bardzo rzadko. Ostatecznie jednak uznał, że z punktu widzenia państw tworzących optymalny obszar walutowy mobilność geograficzna, międzygałęziowa i zawodowa jest warunkiem koniecznym. Rozważania R.A. Mundella i P.B. Kenena wzajemnie się uzupełniają.

P.B. Kenen zwrócił również uwagę na znaczenie polityki monetarnej i fiskalnej. Uważa on, że powinny one w sposób w pełni skoordynowany służyć realizacji celów gospodarczych. Ważne jest, aby zakres terytorialny władz realizujących te polityki pokrywał się z obszarem optymalnego obszaru walutowego. Opowiada się za scentralizowaniem władzy monetarnej i fiskalnej na szczeblu ponadpaństwowym (lub ponadregionalnym) oraz wprowadzeniem wspólnej waluty. Przyjmując wspólną walutę państwa tworzące wspólny obszar walutowy zrezygnowałyby z prawa emisji swojego pieniądza, a co za tym idzie również z wykorzystania go dla celów osiągania równowagi zewnętrznej. W przypadku wystąpienia trudności miałyby prawo do pomocy finansowej organów ponadnarodowych (ponadregionalnych), pochodzącej z budżetu centralnego istniejącego obszaru⁵⁶.

Podsumowując wpływ rozważań P.B. Kenena na teorię optymalnych obszarów walutowych, należy zwrócić uwagę na dwa główne podnoszone przez niego aspekty. Po pierwsze, wpływ dywersyfikacji produkcji na system kursu walutowego stosowanego przez dany kraj jako element decydujący o przystąpieniu do wspólnego obszaru walutowego. Po drugie, konieczność powołania centralnej władzy monetarnej i fiskalnej w optymalnym obszarze walutowym⁵⁷.

Do prac P.B. Kenena w swoich rozważaniach nawiązuje również D.A. Snider⁵⁸. Uważa on, że obszar walutowy może być optymalny, jeżeli wspólna polityka monetarna i fiskalna jest w pełni skoordynowana. Osiągnięcie tego jest możliwe jedynie poprzez stworzenie centralnej władzy monetarnej i fiskalnej. Zwraca on również uwagę na problemy natury strukturalnej (zmiany w gustach, modzie, czy technologiach), które niekoniecznie mogą być eliminowane przy pomocy polityki monetarnej i fiskalnej. Rozwiązaniem tych problemów wg D.A. Snidera ma być mobilność środków produkcji⁵⁹.

⁵⁶ Kenen P.B., *Toward a Supranational Monetary System*, Columbia 1966, s. 13-14.

⁵⁷ Bień A., *Optymalny obszar walutowy*, op. cit., s. 47-48.

⁵⁸ Snider D.A., *Optimum Adjustment Processes and Currency Areas*, Princeton, 1967.

⁵⁹ Snider D.A., *Optimum Adjustment Processes and Currency Areas*, op. cit., s. 13-17.

1.2.1.4. Integracja rynku finansowego

Kolejnym kryterium optymalnego obszaru walutowego, na który zwraca uwagę J.C. Ingram⁶⁰, jest integracja rynku finansowego. Integracja finansowa pozwala na zredukowanie potrzeby wykorzystania kursu walutowego jako instrumentu dostosowawczego w przypadku występowania szoków ekonomicznych. Instrumentem takim są przepływy kapitałowe np. pożyczanie środków z regionów nadwyżkowych. W przypadku wysokiego stopnia integracji rynków finansowych nawet nieznaczna zmiana stopy procentowej mogłaby wywołać stabilizujący przepływ kapitału pomiędzy krajami lub regionami optymalnego obszaru walutowego. Może mieć to również pozytywny wpływ na różnicowanie poziomu długoterminowych stóp procentowych oraz efektywnego alokowania zasobów finansowych w państwach obszaru. Nie jest to czynnik powszechnie uznawany, ponieważ integracja finansowa nie jest substytutem długoterminowego procesu dostosowawczego, wpływa jednak na jego stabilizację.

Znaczenie integracji rynku finansowego podnosi również w swoich późniejszych pracach R.I. McKinnon⁶¹. Uważa on, że kraje należące do unii monetarnej mogą łagodzić wpływ występujących pomiędzy nimi szoków asymetrycznych poprzez dywersyfikację źródeł generujących przychody, dostosowanie portfela inwestycyjnego oraz zsumowanie ich rezerw walutowych. W odniesieniu do tego kryterium nie występuje konieczność podobieństwa szoków ekonomicznych pomiędzy państwami członkowskimi pod warunkiem, iż ich rynki finansowe są w wysokim stopniu zintegrowane. Oznacza to, że optymalny obszar walutowy może być tworzony przez państwa dotykane asymetrycznymi szokami gospodarczymi, ale charakteryzującym się zintegrowanymi rynkami finansowymi⁶².

1.2.1.5. Wnioski z porównania kryteriów optymalnego obszaru walutowego

Przyjęcie mobilności czynników produkcji jako kryterium zakreślania granic optymalnego obszaru walutowego budzi szereg wątpliwości. Jak twierdzą J.R. Presley i G.E.J. Dennis, mobilność czynników produkcji nie jest warunkiem wystarczającym (choć koniecznym) dla zagwarantowania osiągnięcia równowagi wewnętrznej i zewnętrznej optymalnego obszaru walutowego. Nie zgadzają się z założeniem automatycznego przepływu tych czynników z kraju (lub regionu) o wyższych kosztach do kraju (lub regionu) o niższych kosztach.

⁶⁰ Ingram J.C., *Regional Payments Mechanisms: The Case of Puerto Rico*, University of North Carolina Press, 1962 za Mongelli F.P., „New” views on the optimum currency area theory: what is EMU telling us? ECB Working Paper no. 138, April 2002, s. 9.

⁶¹ Zob. więcej McKinnon R.I., *Optimum Currency Area Revisited*, Stanford University, 2001.

⁶² Mongelli F.P., „New” views on the optimum currency area theory: what is EMU telling us? *op. cit.*, s. 13.

tach jednostkowych. Tłumaczą to, przytaczając następujące argumenty. Po pierwsze, różnorodne zmiany w kosztach jednostkowych nie są jedyną możliwą przyczyną wystąpienia nierównowagi. Po wtóre, nawet jeżeli byłaby to jedyna przyczyna, siła robocza wcale nie musi być przygotowana do przepływu z obszaru o wysokich kosztach pracy (A) do obszaru o niskich kosztach pracy (B), nawet jeżeli w tym drugim miejscu pracy byłby dostępny. Nie można wykluczyć, że pracownicy będą czekać do momentu pojawienia się pracy w obszarze A⁶³. Praca, czyli siła robocza, prawie nigdy nie jest czynnikiem homogenicznym – w istocie jej pełna mobilność może występować jedynie na stosunkowo niewielkich obszarach geograficznych bądź w wąsko wyspecjalizowanych kategoriach zawodowych. Należy zwrócić również uwagę na brak elastyczności płac i cen w dół oraz znaczący wpływ związków zawodowych na poziom płac. Elementy te konkurują z mechanizmem wolnorynkowym założonym w teorii R.A. Mundella. Po trzecie, w przypadku przepływu kapitału i siły roboczej z A do B, zewnętrzna nierównowaga może się drastycznie zwiększyć, jeżeli prześmyś w B doświadczy korzyści skali. Wzrastająca dostępność wspomnianych czynników w B wpłynie na obniżenie kosztów jednostkowych oraz w znacznym stopniu ograniczy wzrost cen (może wpłynąć na wystąpienie deflacji). W tym samym czasie w A nastąpi redukcja wielkości produkcji, co pociągnie za sobą wzrost kosztów jednostkowych i w konsekwencji również cen (inflacji). Ostatnią kwestią poruszoną przez autorów jest fakt, że wzrastający popyt na czynniki w B, jako wynik wzrostu popytu wewnętrznego, może nie być wystarczający dla zaabsorbowania czynników, które nie zostały wykorzystane w A, jako wynik spadku eksportu oraz efektu mnożnikowego. Uzależnione jest to od stosunku pomiędzy funkcją produkcji w rozwijającej się gospodarce kraju B i będącej w przeciwnym trendzie gospodarki A. Jeżeli wzrost produkcji w B jest kapitałochłonny, natomiast zmniejszająca się produkcja w A ma charakter pracochłonny, to efektem tego będzie wzrastające bezrobocie⁶⁴ w A i brak kapitału w B. Elementem komplikującym rozważania jest również brak identyczności czynników produkcji w poszczególnych państwach, np. różniące się od siebie kwalifikacje siły roboczej mogą bezpośrednio wpływać na występowanie zakłóceń w stosunkach gospodarczych pomiędzy krajami A i B⁶⁵.

Stopień mobilności kapitału może zmieniać się na przestrzeni czasu w zależności od bieżącego i przyszłego (oczekiwanego) poziomu aktywności gospodarczej w różnych krajach. Wewnątrz poszczególnych krajów występuje względnie trwale zróżnicowanie tempa wzrostu gospodarczego, które nie jest niwelowane mobilnością czynników produkcji (np. północna i południowa część Włoch). Przyjmując bezpośrednio omawiane

⁶³ Presley J.R., Dennis G.E.J., *Currency Areas*, op. cit., s. 14.

⁶⁴ Brak elastyczności kształtowania się płac w A oznacza, że bez wsparcia ze strony rządu, wysokie bezrobocie w A będzie się utrzymywać.

⁶⁵ Presley J.R., Dennis G.E.J., *Currency Areas*, op. cit., s. 15.

kryterium optymalnego obszaru walutowego należałoby dla takich regionów ustalić odrębne waluty o zmiennym względem siebie kursie. Należy zaznaczyć, że już R.A. Mundell zalecał uwzględnianie wniosków ze sformułowanej przez siebie teorii jedynie w procesach integracji regionalnej, a nie w procesach ewentualnej dezintegracji walutowej. Wskazywał on mianowicie, że małe regiony o niewielkich rozmiarach rynków finansowych nie zapewniają stabilności monetarnej, wykazując ponadto dużą zależność od zagranicznych ośrodków finansowych⁶⁶.

A. Bień słusznie zauważył, że ułomnością tezy R.A. Mundella jest ograniczenie mobilności czynników produkcji w sensie geograficznym, występującej tylko pomiędzy regionami geograficznymi. Nie wziął on pod uwagę konieczności występowania takiej mobilności pomiędzy różnymi gałęziami przemysłu na tym samym obszarze. Zaprezentowane podejście eliminuje możliwość praktycznego zastosowania tego modelu⁶⁷. Równie dyskusyjnym punktem jest założenie braku mobilności czynników produkcji pomiędzy obszarami gospodarczymi. We współczesnym świecie takie założenie jest trudne do obrony. Masowy rozwój np. transportu w większości przypadków⁶⁸ eliminuje takie ograniczenie. Mobilność tych czynników może być co najwyżej ograniczana administracyjnie, gdyż nawet bariery językowe i kulturowe w odniesieniu do mobilności siły roboczej wydają się tracić na istotności.

E. Drabowski zwrócił natomiast uwagę na błędne założenie pokrywania się optymalnego obszaru walutowego z obszarem, na którym występuje mobilność czynników produkcji. Twierdzi on, że nie zawsze założenie mobilności wewnątrz jednego kraju i braku tej mobilności pomiędzy krajami się sprawdza. Często mobilność kapitału, czy też siły roboczej, jest większa pomiędzy krajami. Popiera to przykładem emigracji siły roboczej z południowych regionów Włoch do Niemiec i Szwajcarii, która jest większa niż z pozostałych terenów Włoch⁶⁹.

Kolejne założenie R.A. Mundella, które nie przetrwało próby czasu, mówi o konieczności tworzenia obszaru walutowego, którego zakres jest wystarczająco duży, aby jego rynek walutowy nie mógł podlegać wahaniom wywołanym przez jednego uczestnika, nie będącego bankiem centralnym. W dobie wszechobecnej globalizacji powstają korporacje finansowe zarządzające kapitałami przewyższającymi rezerwy walutowe małych i średnich państw, co pozwala im wpływać na kształtowanie się kursów walutowych⁷⁰.

⁶⁶ Kosterna U., Pszczółka I., *Unia Gospodarcza i Walutowa w Europie – Teoria i Praktyka*, [w:] System Bankowy w Polsce. Dekada Przemian (red. Sikorski J.), Uniwersytet w Białymstoku, 2001, s. 288.

⁶⁷ Bień A., *Optymalny obszar walutowy*, op. cit., s. 27-28.

⁶⁸ Brak mobilności może dotyczyć np. surowców mineralnych, których wydobycie wiąże się z konkretnym obszarem.

⁶⁹ Drabowski E., *Pieniądz międzynarodowy*, op. cit., s. 145.

⁷⁰ Bień A., *Optymalny obszar walutowy*, op. cit., s. 29.

Praca R.I. McKinnona, pomimo niewątpliwego wzbogacenia teorii optymalnych obszarów walutowych o m.in. rozszerzenia kryterium mobilności czynników, budzi również pewne wątpliwości. Wadami prezentowanego modelu, oprócz zauważonej już przez samego autora niemożności pełnego rozróżnienia przyjętych przez niego dóbr handlowych i niehandlowych⁷¹, są te wskazane przez J.R. Presleya i G.E.J. Dennisa. Wykazali oni dwa istotne uchybienia, na których opiera się prezentowana przez R.I. McKinnona teoria. Po pierwsze, w przypadku kiedy w gospodarce bardzo otwartej wystąpi wzrost bezrobocia wynikający np. ze zmian technologicznych wpływających na kapitałochłonność przemysłu, wykorzystanie dla wyeliminowania tego problemu proponowanej przez R.I. McKinnona polityki monetarnej i fiskalnej bez zakłócenia zewnętrznej równowagi może okazać się bardzo trudne. Ekspansywna polityka będzie miała większy wpływ na wzrost importu niż na spadek bezrobocia⁷². Dużo większy wpływ na bezrobocie będzie miała wspomniana ekspansywna polityka monetarna i fiskalna w gospodarce zamkniętej niż otwartej. Dla wyeliminowania bezrobocia wystarczająca byłaby jedynie mała zmiana w wydatkach, nie wpływająca w znaczącym stopniu na równowagę bilansu płatniczego. Po drugie przyjmuje, że ceny światowe dóbr handlowych są stałe. Tymczasem zewnętrzna nierównowaga może zostać spowodowana np. przez wzrost cen dóbr handlowych na świecie. Przy systemie kursów stałych wzrost ten przełoży się bezpośrednio na poziom cen na rynku wewnętrznym. W całości otwartej gospodarce 10% wzrost cen dóbr handlowych na świecie spowoduje 10% wzrost cen na rynku wewnętrznym (dóbr niehandlowych). Im bardziej gospodarka jest otwarta tym większy będzie wpływ zmiany cen dóbr handlowych na świecie na poziom cen wewnętrznych w danym obszarze walutowym. W takim przypadku stabilność cen jako główne założenie teorii R.I. McKinnona nie może zostać spełniona. Jak twierdzą J.R. Presley i G.E.J. Dennis, dla spełnienia tego założenia, bardziej otwarta gospodarka powinna charakteryzować się płynnym kursem walutowym gwarantującym zabezpieczenie przed wpływem zmian cen dóbr handlowych na świecie na ceny wewnętrzne⁷³.

Podstawową zaletą teorii R.I. McKinnona jest większa doza realizmu w porównaniu do rozważań R.A. Mundella. Wiąże się to z przeniesieniem przez niego obszaru swoich rozważań z regionów gospodarczych na państwa⁷⁴. P.B. Kenen sam wskazał na główne elementy ograniczające jego teorię. Zewnętrzne szoki nie są zawsze wyrównywane. Zmiany w popycie na dobra eksportowane często są wynikiem zmian cyklu koniunkturalnego w zewnętrznych gospodarkach. Zmiany takie nie są niezależne, prze-

⁷¹ Bień A., *Optymalny obszar walutowy*, op. cit., s. 35.

⁷² W gospodarce otwartej efektywniejsza byłaby dewaluacja kursu walutowego.

⁷³ Presley J.R., Dennis G.E.J., *Currency Areas*, op. cit., s. 21-22.

⁷⁴ Bień A., *Optymalny obszar walutowy*, op. cit., s. 39.

ciwnie, zależą wzajemnie od siebie. Równowaga w gospodarce charakteryzującej się stałymi kursami walutowymi lub walutą wspólną nie jest zawsze chroniona przed wpływem szoków zewnętrznych⁷⁵.

J.R. Presley i G.E.J. Dennis zauważają rozbieżność R.I. McKinnona i P.B. Kenena w podejściu do teorii optymalnych obszarów walutowych. R.I. McKinnon uważa, że otwarte gospodarki powinny utrzymywać wewnętrznie systemy stałych kursów lub posiadać wspólną walutę oraz utrzymywać system kursów płynnych w stosunku do otoczenia. Jednak w przypadku, kiedy dwie otwarte gospodarki połączą się, to staną się bardziej zdywersyfikowane. Taka sytuacja, według P.B. Kenena, powoduje konieczność utrzymania sztywnych, a nie płynnych kursów walutowych z otoczeniem. W drugim przypadku, za przykład stawiany jest kraj o otwartej gospodarce produkującej bardzo mały wachlarz produktów. Według pierwszej teorii, ze względu na stopień otwartości gospodarki należy zastosować kurs stały, natomiast według drugiej, ze względu na niewielką dywersyfikację produkcji, płynny kurs walutowy. Reasumując, J.R. Presley i G.E.J. Dennis twierdzą, że każda z teorii prowadzi do przeciwnych zaleceń⁷⁶. Z drugiej jednak strony, jak słusznie zauważył A. Bień, mogą zdarzyć się przypadki uzupełniania się teorii R.I. McKinnona i P.B. Kenena. Dla gospodarki otwartej i w dużym stopniu zdywersyfikowanej obaj autorzy zalecają utrzymywanie z otoczeniem sztywnego kursu walutowego, natomiast procesy dostosowawcze (eliminujące występowanie szoków w gospodarce) realizowane powinny być poprzez narzędzia polityki fiskalnej i monetarnej. Pozwala to na stwierdzenie, iż wykazana sprzeczność wynika z faktu analizowania problematyki na różnych płaszczyznach, a nie ze sprzeczności wspomnianych teorii jako takich⁷⁷.

Zauważyć należy również, że teorie przedstawione przez R.I. McKinnona i P.B. Kenena nie odnoszą się bezpośrednio do problematyki tworzenia optymalnych obszarów, dotyczą raczej prowadzenia polityki gospodarczej, głównie kursowej, na obszarach o różnych stopniach otwarcia i dywersyfikacji gospodarek⁷⁸.

Wspomniane teorie optymalnych obszarów walutowych dotyczą tego samego problemu, skupiając się jedynie na innych jego aspektach. Pozwala to na ich współlistnienie i wzajemne uzupełnianie się. Każda z nich określa inne czynniki warunkujące istnienie optymalnego obszaru walutowego.

⁷⁵ Presley J.R., Dennis G.E.J., *Currency Areas*, op. cit., s. 25.

⁷⁶ Presley J.R., Dennis G.E.J., *Currency Areas*, op. cit., s. 25.

⁷⁷ Bień A., *Optymalny obszar walutowy*, op. cit., s. 44-45.

⁷⁸ Drabowski E., *Pieniądz światowy w kapitalizmie*, Warszawa 1976, s. 198-199.

1.2.2. Koncepcja kosztów i korzyści (*cost and benefits approach*)

Analiza procesu integracji walutowej w obszarze np. Unii Europejskiej z perspektywy koncepcji optymalnego obszaru walutowego może prowadzić do błędnych wniosków. Jak stwierdza R.I. McKinnon⁷⁹, podstawowym mankamentem tych koncepcji jest brak wyraźnego rozróżnienia pomiędzy systemem stałych kursów walutowych, który proponowany jest dla optymalnego obszaru walutowego, a przyjęciem wspólnej waluty przez grupę krajów. Ponadto zauważyć należy, że w pojęciu optymalnego obszaru walutowego nie ma warunku koordynacji polityki ekonomicznej, która to koordynacja jest niezbędnym elementem unii monetarnej.

Koncepcje optymalnego obszaru walutowego nie mogą być zatem bezpośrednio zastosowane dla oceny efektów integracji monetarnej w postaci unii monetarnej. Z reguły opierają się one na jednym kryterium i rozważają „odporność” badanego obszaru na skutki specyficznego typu szoków ekonomicznych (wewnętrznych w koncepcji R.I. McKinnona, zewnętrznych w ujęciu P.B. Kenena). Stanowią zatem raczej konstrukcję teoretyczną niż praktyczną płaszczyznę oceny danego obszaru gospodarczego.

Na uwagę zasługuje również fakt, że koncepcje optymalnego obszaru walutowego opierają się na wskazaniu czynników uzasadniających rezygnację z prowadzenia autonomicznej, narodowej polityki pieniężnej i kursowej. Czynnikiem tymi są alternatywne wobec tej polityki mechanizmy absorbowania skutków szoków ekonomicznych. Innymi słowy, celem koncepcji optymalnego obszaru walutowego jest określenie warunków, w których koszty rezygnacji z autonomii w sferze polityki pieniężnej i kursowej są najmniejsze. Korzyści płynące z integracji monetarnej nie są przedmiotem rozważań w teorii optymalnego obszaru walutowego.

Podkreśla się, że dla oceny perspektyw integracji walutowej w dobie globalizacji i liberalizacji rynków, badania nad optymalnymi obszarami walutowymi powinny być zastąpione przez badania nad optymalnymi obszarami polityki ekonomicznej. Ponieważ pojedyncze państwa nie są obecnie w stanie realizować polityki odrębnej w stosunku do swoich partnerów gospodarczych, to konieczna staje się międzynarodowa koordynacja przedsięwzięć w tym zakresie.

Ze względu na przedstawione wyżej uwarunkowania, jako alternatywne ujęcie problematyki skutków integracji monetarnej w postaci unii monetarnej, proponuje się analizę kosztów i korzyści związanych z integracją. Jako pierwszy takie podejście do problematyki obszarów walutowych zaproponował H.G. Grubel. Autor ten w swojej pracy

⁷⁹ McKinnon R.I., *A common monetary standard or a common currency for Europe? The Fiscal Constraints*, *Revista di Politica Economica*, 1994, s. 61.

porusza dwie podstawowe kwestie. Pierwsza dotyczy zmian instytucjonalnych niezbędnych dla powstania optymalnego obszaru walutowego, druga natomiast metody analizy kosztów i korzyści z utworzenia takiego obszaru⁸⁰.

W przypadku pierwszej kwestii H.G. Grubel uważa za konieczne usztywnienie kursów walutowych państw należących do obszaru oraz przekazanie przez nie swoich uprawnień do prowadzenia polityki monetarnej i fiskalnej na rzecz ponadnarodowego (lub ponadregionalnego) ośrodka władzy. Za akceptowalne uznaje jedynie zachowanie przez te kraje prawa do określania poziomu i struktur wydatków rządowych, podatków zapewniających dochody budżetu, wprowadzania ograniczeń obrotu handlowego i przepływu czynników produkcji, jak również zawierania umów z obcymi państwami. Słusznie zauważył A. Bień, iż pozostawienie rządów swobody w prowadzeniu polityki handlowej, a głównie możliwości wprowadzania barier w obrotach handlowych i przepływie czynników produkcji, może doprowadzić do ograniczenia efektywności prowadzonej przez wspólne władze ponadnarodowej polityki monetarnej i fiskalnej gwarantującej uruchamianie procesów dostosowawczych we wspólnej gospodarce, właściwych dla występującego szoku⁸¹.

Druga poruszona przez H.G. Grubela kwestia wydaje się być z punktu widzenia praktycznego tworzenia obszarów walutowych znacznie bardziej istotna. Stawia on pytanie czy korzyści dla danego państwa osiągnięte z przystąpienia do obszaru walutowego (głównie wzrost dobrobytu jego obywateli), a co z tym jest związane z usztywnieniem kursu swojej waluty w stosunku do walut państw członkowskich, przewyższą koszty takiej decyzji. H.G. Grubel uważa, że przed przystąpieniem pojedynczego państwa do unii monetarnej musi zostać przeprowadzona analiza zysków i strat wynikających z tego przedsięwzięcia.

Dla zilustrowania swoich poglądów autor posłużył się przykładem dwóch państw A i B. Podstawą tego przykładu jest przedstawiona przez niego definicja dobrobytu jako funkcji rosnącej trzech zmiennych: poziomu realnego dochodu narodowego, stabilności dochodu w czasie oraz poziom narodowej niezależności ekonomicznej.

Kiedy wspomniane kraje A i B zdecydują się utworzyć wspólny obszar walutowy, bezpośrednim następstwem tej decyzji będzie wzrost poziomu realnego dochodu narodowego wynikający bezpośrednio z czterech elementów:

- 1) wyeliminowania niepewności we wzajemnych obrotach handlowych w odniesieniu do cen, zwiększenia się rynku wewnętrznego, co wpływa na wzrost skali produkcji oraz stopnia jej specjalizacji, a w efekcie obniżenia kosztów;

⁸⁰ Grubel H.G., *The Theory of Optimum Currency Areas*, [w:] Canadian Journal of Economics, May 1970, p. 318-324.

⁸¹ Bień A., *Optymalny obszar walutowy*, op. cit., s. 50.

- 2) zniknięcia ryzyka kursowego, co spowoduje wzrost efektywności alokacji kapitału w nowo powstałym obszarze walutowym;
- 3) stabilizacji cen, wynikającej ze wzrostu udziału sektora dóbr niehandlowych w całości produkcji gospodarki; w takim przypadku wahania płynnego kursu walutowego utrzymywanego z otoczeniem będą wpływały na kształtowanie się ogólnego poziomu cen w coraz mniejszym zakresie;
- 4) wprowadzenia wspólnej waluty w powstałym obszarze, czego efektem jest eliminacja kosztu wymiany walut; spowoduje to ułatwienie i obniżenie kosztów obsługi bankowej i finansowej m.in. obrotu gospodarczego, turystyki, migracji ludności.

Z drugiej strony, H.G. Grubel zwraca uwagę na koszty członkostwa w unii walutowej. Pojedyncze państwo może zostać zmuszone do zaakceptowania stopy inflacji, rozmiarów zatrudnienia i stopy wzrostu gospodarczego jako rezultatów uzgodnionych wspólnie zasad polityki gospodarczej. Założenia wspólnej polityki gospodarczej mogą być w danym momencie niezgodne z optymalną polityką dla danego państwa⁸².

Korzyści uzyskane z utworzenia obszaru walutowego nie zawsze muszą przewyższać koszty, a w szczególności zrekompensować utratę niezależności polityki gospodarczej. Autor ilustruje to na przykładzie polityki Kanady prowadzonej w latach 1952-1962. Rząd tego kraju zdecydował się zastosować płynny kurs walutowy w stosunku do otoczenia dla uniezależnienia się gospodarki kanadyjskiej od wpływu zmian występujących w gospodarce Stanów Zjednoczonych i stabilizowania cen wewnętrznych. Cel ten został osiągnięty, odbiło się to jednak w sposób negatywny na skali produkcji i jej specjalizacji międzynarodowej. Z tego względu wystąpiła trudność dokonania obiektywnej oceny prowadzonej przez rząd kanadyjski polityki gospodarczej w danym okresie⁸³.

Przemyslenia H.G. Grubela rozwinięte zostały przez G.E. Wooda⁸⁴. Zwraca on uwagę na korzyści osiągane przez kraj przystępujący do obszaru, wynikające z możliwości obniżenia poziomu rezerw walutowych niezbędnych do obsługi obrotów zagranicznych. Wiąże się to ze zwiększającą się samowystarczalnością nowo powstającego obszaru w stosunku do gospodarek państw działających samodzielnie. Zasoby rezerwowe ulegają połączeniu, a duża część obrotów zagranicznych staje się obrotami wewnętrznymi.

Kolejnym czynnikiem ważnym z punktu widzenia efektywności optymalnego obszaru walutowego jest inflacja, której znaczenie podkreśla G. Magnifico⁸⁵. Do podobnych

⁸² Grubel H.G., *International Economics*, Vancouver 1977, s. 452.

⁸³ Drabowski E., *Pieniądz międzynarodowy*, op. cit., s. 151.

⁸⁴ Wood G.E., *European Monetary Union and the U.K. – A Cost Benefit Analysis*, [w:] Surrey Papers in Economics no. 9, September 1973.

⁸⁵ Magnifico G., *European Monetary Unification for Balanced Growth: A New Approach*, Princeton, 1971.

wniosków doszli również O. Coffey i J.R. Presley⁸⁶. Istnienie takiego obszaru jest możliwe dopiero w momencie zaistnienia jednakowej skłonności do tolerowania inflacji w państwach członkowskich. Oznacza to dążenie do utrzymywania jednakowego jej poziomu przez wszystkie zainteresowane kraje. G. Magnifico stoi na stanowisku, że różne państwa wykazują różne skłonności do inflacji, wynikające chociażby z postaw związków zawodowych, stopnia monopolizacji gospodarki narodowej, jak również innych poziomów rozwoju gospodarczego⁸⁷. Wpływa to bezpośrednio na konieczność prowadzenia w jednym obszarze różnych krajowych polityk gospodarczych. W sytuacji istnienia w jednym obszarze regionów charakteryzujących się odmiennymi stopami inflacji mógłby wystąpić przepływ kapitałów negatywnie wpływający na rozwój gospodarczy.

I. Ishiyama zwraca natomiast uwagę na ograniczenia wynikające z definicji optymalnych obszarów walutowych opartej na pojedynczym kryterium, dlatego też wskazuje na konieczność oceniania przez każde państwo członkowskie kosztów i korzyści związanych z uczestniczeniem w obszarze walutowym. I. Ishiyama uważa również, że różnice w stopie inflacji i wzrostu wynagrodzeń wynikające z preferencji społecznych oraz konfliktowo prowadzona polityka zarządzania krajowym popytem, przewyższają znaczeniem inne czynniki charakteryzujące optymalny obszar walutowy⁸⁸.

P.R. Krugman i M. Obstfeld analizują korzyści i koszty przystąpienia pojedynczego państwa do obszaru walutowego na przykładzie Norwegii i jej ewentualnego przystąpienia do strefy euro⁸⁹. Dla określenia korzyści posłużyli się modelem GG, natomiast dla określenia kosztów modelem LL.

Autorzy uważają, że korzyści monetarne z przystąpienia państwa do obszaru o stałych kursach walutowych równoważą utratę wszystkich korzyści wynikających z płynnego kursu walutowego. Wspomniane korzyści z przynależności do obszaru walutowego potęgują się wraz ze wzrastającym stopniem integracji gospodarczej przykładowej Norwegii z państwami strefy euro. Wysoki stopień integracji gospodarczej pomiędzy krajem wstępującym i obszarem charakteryzującym się stałym kursem walutowym potęguje korzyści monetarne tego kraju w momencie usztywnienia kursu jego waluty w stosunku do walut obszaru. Im bardziej rozwinięta jest pomiędzy tym stronami wymiana handlowa oraz im większy stopień mobilności czynników produkcji tym większe korzyści z utrzymywania systemu kursów stałych na terenie obszaru (pokazuje to odchylająca się pozytywnie krzywa GG na rysunku 1.2).

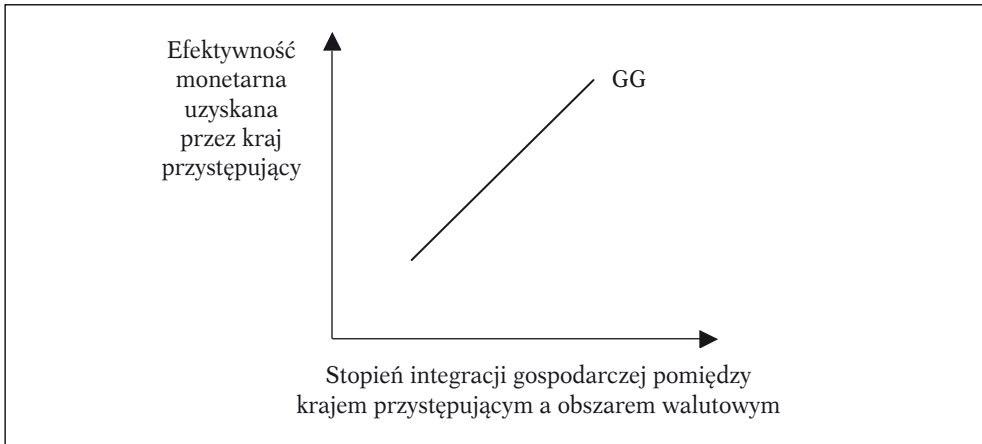
⁸⁶ Presley J.R., Dennis G.E.J., *Currency Areas*, op. cit., s. 30.

⁸⁷ Drabowski E., *Pieniądz międzynarodowy*, op. cit., s. 149.

⁸⁸ Ishiyama I., *The Theory of Optimum Currency Areas: A Survey*, IMF Staff Papers no. 22, s. 344-383.

⁸⁹ Krugman P.R., Obstfeld M., *International Economics – theory and policy*, op. cit., s. 623-630.

Rysunek 1.2. Model GG. Krzywa zależności między korzyściami z efektywności monetarnej kraju przystępującego do unii walutowej a stopniem integracji gospodarczej



Źródło: Krugman P.R., Obstfeld M., *International Economics – theory and policy*, Addison-Wesley Publishing Company, 2000, s. 625.

Krzywa GG przedstawiona na rysunku 1.2 ukazuje relacje pomiędzy stopniem integracji gospodarczej państwa przystępującego i obszaru walutowego charakteryzującego się stałymi kursami a korzyściami wynikającymi z efektywności monetarnej⁹⁰ osiąganymi przez kraj przystępujący. Oś pozioma to poziom, do jakiego kraj przystępujący jest gospodarczo zintegrowany z obszarem walutowym. Oś pionowa przedstawia korzyści wynikające z efektywności monetarnej dla Norwegii (jako przykładu państwa przystępującego wykorzystanego przez P.R. Krugmana i M. Obstfelda) osiągnięte przez usztywnienie kursu korony norweskiej do euro⁹¹.

Członkostwo w obszarze walutowym nie wiąże się jedynie z korzyściami. Wiążą się z nim również koszty, nawet przy niskim poziomie inflacji na terenie obszaru. Wspomniane koszty są wynikiem rezygnacji z wykorzystania polityki kursowej (co jest warunkiem członkostwa w obszarze walutowym) dla osiągnięcia stabilizacji produkcji i zatrudnienia w przypadku występowania szoków ekonomicznych. Ograniczenia stabilności gospodarczej kraju przystępującego związane są ze stopniem integracji gospodarczej państwa przystępującego i obszaru walutowego. Wysoki stopień integracji gospodarczej pomiędzy krajem wstępującym i obszarem charakteryzującym się stałym kursem walutowym redukuje negatywne efekty braku równowagi wynikające z szoków ekonomicznych. Relacje te ukazuje krzywa LL widoczna na rysunku 1.3. Oś pozioma to poziom, do jakiego kraj przystępujący jest gospodarczo zintegrowany z obszarem walutowym, natomiast oś pionowa

⁹⁰ Efektywność monetarna wynikająca z przystąpienia do systemu stałych kursów walutowych wynika m.in. z eliminacji kosztów transakcyjnych i niepewności co do kształtowania się kursu walutowego.

⁹¹ Krugman P.R., Obstfeld M., *International Economics – theory and policy*, op. cit., s. 624.