

*Joanna Bogotębska**

**STABILNOŚĆ FINANSOWA W WARUNKACH REŻIMU
KURSOWEGO CURRENCY BOARD**

1. CEL I METODA BADAWCZA

Celem artykułu jest wskazanie zalet reżimu kursowego Currency Board (CB) przy osiągnięciu stabilności finansowej gospodarki oraz zagrożeń reżimu dla jej utrzymania. Wprowadzenie ekstremalnie sztywnego reżimu kursowego, jakim jest CB, jest powszechnie uznawane za metodę zaimportowania stabilności monetarnej, a przez to tworzenie korzystnych warunków dla stabilności finansowej. Reżim ten jest uznawany zatem za dobrą alternatywę kursową dla krajów, które zmagają się z hiperinflacją (przykład Bułgarii), przechodzą transformację systemową i stabilizują gospodarkę (przykład Estonii i Litwy) lub muszą przywrócić stabilność finansową po przejściu kryzysu walutowego lub bankowego (przykład Hong Kongu). Korzyści z zastosowania reżimu – przede wszystkim stabilność makroekonomiczna, monetarna, przywrócenie lub zbudowanie wiarygodności polityki pieniężnej – są możliwe jednak do osiągnięcia pod warunkiem spełnienia rygorystycznych warunków wyjściowych. Ponieważ jedną z cech charakterystycznych reżimu jest rygorystyczna zasada emisji pieniądza, tworzy się specyficzna rola banku centralnego oraz swoiste relacje między bankiem centralnym a systemem bankowym, które mogą tę stabilność wzmacniać lub osłabiać (wręcz stanowić czynnik kryzysogenny). Eksponując ten aspekt reżimu, jakim jest specyfika funkcjonowania systemu bankowego, autorka artykułu – na podstawie doświadczeń wybranych krajów – ma na celu przedstawienie problemu zapewnienia i utrzymania stabilności finansowej.

* Dr, adiunkt, Katedra Międzynarodowych Stosunków Gospodarczych, Uniwersytet Łódzki.

2. ZAŁOŻENIA REŻIMU CB

W reżimie CB ustanawia się sztywny kurs waluty wobec waluty innego kraju. Specyfika tego reżimu w stosunku do konwencjonalnego kursu stałego polega na:

1) zobowiązaniu banku centralnego do umożliwienia wymiany, na każde żądanie, krajowego pieniądza na walutę zaczepu/kluczową (walutę, w stosunku do której został ustanowiony kurs stały);

2) zasadzie co najmniej stuprocentowego pokrycia emisji pieniądza gotówkowego (czyli bazy monetarnej) rezerwami waluty zaczepu. Oznacza to, że zwiększenie bazy monetarnej krajowego obiegu pieniężnego może być efektem wyłącznie zakupu walut obcych przez bank centralny. Analogicznie, kiedy waluta kluczowa jest z banku centralnego pobierana, to odpowiednio zmniejsza się ilość krajowego pieniądza w obiegu.

Powyższe elementy stanowią podstawę wiarygodności reżimu. Trudność w zmianie kursu centralnego oraz zobowiązanie pokrycia (*backing rule*) powodują, że reżim CB jest znacznie bardziej rygorystyczny, a w związku z tym bardziej wiarygodny niż reżim konwencjonalnego kursu stałego¹. Wiarygodność reżimu jest niezbędna dla jego trwałości i zdolności do osiągnięcia celów – w przeciwnym wypadku spekulacja może doprowadzić do drenażu rezerw i załamania się reżimu. Jest to zagrożenie realne, gdyż nie cała masa pieniądza w obiegu ma pokrycie w rezerwach – dotyczy to tylko gotówki, podczas gdy pieniądz kredytowy tworzony przez system bankowy w postaci bezgotówkowej (co stanowi dziś niemal wszędzie większą część masy pieniężnej) pozostaje „bez pokrycia” (zabezpieczony jest jedynie cząstkową rezerwą kasową w pieniądzu krajowym)².

Konsekwencją przyjętej zasady kreacji bazy monetarnej jest utrata autonomii polityki pieniężnej. Możliwość wpływania kraju na stopy procentowe zależy w dużej mierze od tego, jaką część obiegu pieniężnego stanowi waluta krajowa.

Oprócz braku autonomii polityki pieniężnej, w reżimie CB mamy także erozję innych klasycznych funkcji banku centralnego. Bank centralny nie może monetaryzować długu publicznego, co rodzi konieczność prowadzenia restrykcyjnej polityki fiskalnej, nawet w czasie spowolnienia wzrostu gospodarczego. W sytuacji braku autonomii polityki pieniężnej, wiarygodność tejże polityki zależy w dużej mierze od restrykcyjności polityki fiskalnej. Wreszcie, cechą reżimu jest brak (lub istotne ograniczenie) funkcji pożyczkodawcy ostatniej instancji banku centralnego³.

¹ V. Santiprabhob, *Bank soundness and Currency Board Arrangements: issues and experience*, IMF, „Paper on Policy Analysis and Assessment” 1997, no. 11.

² Za: K. Lutkowski, *Finanse międzynarodowe*, PWN, Warszawa 2007.

³ Specyficzna rola banku centralnego w reżimie CB powoduje, że bank centralny jest często nazywany „urzędem walutowym”.

3. WARUNKI WPROWADZENIA I ZAGROŻENIA STOSOWANIA REŻIMU CB

Doświadczenia krajów z reżimem CB pozwalają zauważyć, że może on być pomocny przy realizacji programów stabilizacyjnych, ale może także stać się kryzysogenny. Dlatego też niezwykle dużego znaczenia nabiera spełnienie pewnych warunków przed wprowadzeniem reżimu.

Punktem wyjścia jest wybór odpowiedniej waluty kluczowej. Szczególnie istotny jest wymóg stabilności monetarnej (niskiej inflacji) w kraju waluty zaczepu, zbieżność cykli koniunkturalnych oraz wysoki stopień wzajemnych obrotów handlowych. Niezwykle ważne jest ustanowienie odpowiedniego poziomu kursu między walutą krajową a walutą zagraniczną. Jeśli waluta krajowa jest przeszacowana, pojawia się niebezpieczeństwo ataków spekulacyjnych – masowego wymieniania waluty krajowej na zagraniczną w oczekiwaniu na dewaluację waluty krajowej. Ponieważ w CB jest ograniczona podaż waluty zagranicznej, ustalenie kursu walutowego na poziomie przeszacowanym może doprowadzić do utraty rezerw walutowych i dewaluacji waluty krajowej.

Kolejnym warunkiem jest elastyczność cenowo-płacowa. W sytuacji sztywności kursu walutowego, mechanizm dostosowawczy w gospodarce odbywa się za pośrednictwem płac i cen. Rozmiar dostosowań nominalnych płac jest zazwyczaj mniejszy niż cen. Jeśli dostosowania płacowe są niewystarczające, stopa bezrobocia staje się zmienną dostosowującą.

Ponieważ kreacja pieniądza krajowego jest poddana rygorystycznej regule, polityka gospodarcza (głównie fiskalna) musi zdobyć zaufanie międzynarodowych rynków finansowych, by napływ kapitału mógł stać się ważnym źródłem finansowania wzrostu gospodarczego.

Silny, dobrze zarządzany i stabilny system bankowy jest kolejnym warunkiem wprowadzenia reżimu. Słabe banki wykazują większą skłonność do podejmowania ryzyka, nie zawsze więc odpowiadają na sygnały monetarne (zwłaszcza stopy procentowe) w przewidywalny sposób. Obecność słabych, niedokapitalizowanych banków zwiększa zmienność stóp procentowych, powodując napięcia w systemie bankowym. Jednocześnie rynki spodziewają się, że władza monetarna zarzuci ustalony kurs walutowy i zasadę pokrycia, aby chronić stabilność systemu bankowego. Obniża to wiarygodność reżimu, skutkuje odpływem kapitału i dodatkowo powoduje problemy płynnościowe w systemie bankowym. Może nastąpić wycofywanie depozytów bankowych i wymienianie na walutę zaczepu. Wzrost udziału waluty zagranicznej w bazie monetarnej uruchamia początek kryzysu bankowego (przykład Argentyny, Litwy).

Zagrożenia dla reżimu wynikają zarówno z czynników wewnętrznych (strukturalnych gospodarki, napięć w innych dziedzinach polityki makroekonomicznej i sektorowej), jak i z czynników zewnętrznych.

Czynnikiem, na którego powstanie kraj stosujący reżim CB nie ma wpływu, jest szok zewnętrzny. Wprowadzenie reżimu CB w silny sposób uzależnia krajową aktywność gospodarczą od koniunktury głównych partnerów handlowych. Podatność na szok zewnętrzny może prowadzić do zdławienia aktywności gospodarczej, recesji oraz deflacji (np. spadek kursu waluty kraju będącego głównym partnerem handlowym; w tym przypadku efekt recesyjny jest powodowany spadkiem wolumenu eksportu).

Brak możliwości posługiwania się instrumentem kursu walutowego i stopy procentowej w celu stabilizowania gospodarki przez bank centralny jest szczególnie dotkliwy w obliczu recesji. Recesja może skutkować wzrostem deficytu budżetowego (np. poprzez spadek wpływów podatkowych). Wzrost emisji papierów skarbowych może prowadzić do obaw inwestorów co do możliwości obsługi zadłużenia zagranicznego i poradzenia sobie z recesją kraju, który nie prowadzi autonomicznej polityki pieniężnej. Może to wywołać wzrost premii za ryzyko i wzrost długoterminowych stóp procentowych.

Należy podkreślić, że mimo wysokiej wiarygodności, jaką reżim daje, podatność na ataki spekulacyjne pozostaje. Jest ona mniejsza niż w konwencjonalnym kursie stałym, ale nie można jej wykluczyć. Atak spekulacyjny może nastąpić w wyniku przekonania, że władza monetarna może wybrać opcję dewaluacji waluty zamiast przyzwolenia na gwałtowny wzrost stóp procentowych, co mogłoby być niebezpieczne dla systemu bankowego i gospodarki. Atak może także nastąpić w wyniku przekonania, że waluta krajowa zostanie zdewaluowana w celu przywrócenia krajowej konkurencyjności (szczególnie gdy dewaluacji dokonał partner zagraniczny)⁴.

4. SPECYFIKA FUNKCJONOWANIA SYSTEMU BANKOWEGO W REŻIMIE CB

Istotna specyfika funkcjonowania reżimu wynika z braku realizacji funkcji pożyczkodawcy ostatniej instancji (LOLR) przez bank centralny. Bank centralny może udzielać bankom komercyjnym kredytów refinansowych, ale tylko wtedy, gdy rezerwy walutowe są większe od bazy monetarnej obiegu.

Kolejną charakterystyczną cechą CB jest proces kreacji pieniądza przez banki komercyjne – znacznie bardziej ograniczony niż w tradycyjnym systemie dwuszczeblowej bankowości. System bankowy działa w warunkach ograniczonej możliwości ekspansji, określaną wielkością nadwyżkowych rezerw banku centralnego. Wynika to z istniejącego mechanizmu transmisji: od dynamiki bilansu płatniczego do wewnętrznego finansowania.

⁴ Szerzej na temat: A. Sławiński, *Doświadczenia Argentyny ze stosowaniem izby walutowej*, „Bank i Kredyt” 2000, nr 12.

W reżimie CB występuje następująca zależność:

$$BP \rightarrow R \rightarrow H \rightarrow M$$

gdzie: BP oznacza bilans płatniczy, R – rezerwy walutowe, H – bazę monetarną, M – pieniądz w obiegu, co oznacza, że dodatnie saldo bilansu płatniczego indukuje zwiększoną płynność instytucji kredytowej. Odsprzedając zasoby waluty kluczowej do banku centralnego (np. będące wynikiem wpływów eksportowych klienta banku), bank może otrzymać w banku centralnym walutę krajową, którą następnie wykorzysta w celach kredytowych. System taki jest w pewnym stopniu nienaturalny, przeczy tezie o endogenicznej naturze pieniądza⁵.

Podstawowy problem dla takiego mechanizmu kreacji pieniądza bankowego pojawia się w związku z podatnością reżimu na nagłe odpływy kapitału. Uwzględniając fakt braku funkcji LOLR w systemie bankowym, oznacza to, że bank centralny traci możliwość udzielania kredytów refinansowych wtedy, gdy jest to najbardziej potrzebne – gdy odpływa kapitał zagraniczny, maleją płynne rezerwy banków, kurczy się baza monetarna i rosną krajowe stopy procentowe. Bank centralny nie może w takiej sytuacji wpływać na płynne rezerwy banków i krótkoterminowe stopy procentowe. Nie ma więc instrumentów przeciwdziałania recesyjnym skutkom odpływu kapitału. Powstaje wówczas problem uzupełniania płynnych rezerw w systemie bankowym.

Rygoryzm reżimu wymaga więc, żeby banki komercyjne, by móc odpowiadać na zwiększone zapotrzebowanie finansowania sektora prywatnego, miały zapewniony dostęp do waluty zagranicznej. Dla zapewnienia wzrostu gospodarczego kraje powinny generować strukturalną nadwyżkę bilansu płatniczego. Rozwiązaniem jest tutaj generowanie nadwyżki na rachunku obrotów bieżących (co jednak jest trudne do zrealizowania, zważywszy na fakt, że większość krajów stosujących CB to kraje transformacji systemowej i kraje rozwijające się). Jeśli kraje generują deficyt na rachunku obrotów bieżących, powinien on być finansowany stabilnym napływem kapitału, najlepiej w formie bezpośrednich inwestycji zagranicznych.

Najistotniejsze jest zatem utrzymanie napływów kapitału netto w długim okresie czasu. Istnieją więc dwie możliwe ścieżki finansowania działalności gospodarczej kredytem krajowym: w drodze uprzedniego zakumulowania waluty zagranicznej oraz poprzez pożyczanie waluty zagranicznej, co łączy się z kosztem obsługi długu. Tak więc dla zapewnienia wzrostu gospodarki potrzebna jest nadwyżka na rachunku obrotów bieżących i/lub przyciąganie kapitału zagranicznego, co stwarza warunki dla wzrostu akcji kredytowej

⁵ Za: M. Vernengo, *Monetary integration and dollarisation. No panacea*, Cheltenham, UK, Northampton, MA, 2005.

banków. Jeśli kraj nie jest w stanie tego osiągnąć, jest skazany na stagnację lub restrykcję w akcji kredytowej banków, pomimo zapewnionej przez reżim stabilności monetarnej.

Dodatkowe problemy dla słabszych banków może stwarzać fakt znacznych wahań stóp procentowych. Mimo że reżim CB pomaga stabilizować inflację i stopy procentowe w średnim i długim okresie czasu, krótkoterminowe stopy procentowe poddane są silnym wahaniom, ponieważ stopa procentowa odgrywa kluczową rolę w mechanizmie dostosowawczym, zaś operacje monetarne są ograniczone poprzez zasadę pokrycia⁶.

Należy jednak pamiętać, że wszelkie nagłe ruchy kapitału, w sytuacji braku możliwości ich sterylizacji przez bank centralny, mają w reżimie CB destabilizujący efekt. Napływ kapitału może skutkować grożącym inflacją wzrostem bazy monetarnej. (Chociaż współczesna literatura łądzi stanowisko odnośnie do proinflacyjnego wpływu dużego napływu kapitału.) Dla systemu bankowego główne niebezpieczeństwo wynika z gwałtownego odpływu kapitału, co prowadzi do braku płynności, wzrostu stóp procentowych i – w obliczu ograniczonych możliwości sterylizowania odpływu kapitału oraz zasilenia płynnościowego w ramach funkcji LOLR – kryzysu płynnościowego, często skutkującego upadkiem banków niewypłacalnych.

5. MECHANIZMY WZMACNIANIA STABILNOŚCI FINANSOWEJ W REŻIMIE CB

Specyficzne warunki funkcjonowania systemu bankowego w reżimie powodują, że dla zapewnienia stabilności finansowej niezbędna jest wiarygodność i silna pozycja banków. Kraje wprowadzające reżim CB często stosują różne mechanizmy wzmacniające stabilność systemu bankowego. W tym celu w krajach stosujących reżim CB można zaobserwować wzmocniony nadzór ostrożnościowy, podwyższone progi rezerwy obowiązkowej czy współczynniki adekwatności kapitałowej. Za zasadną uznaje się także politykę budowania silnych banków/grup bankowych, wspierania procesów konsolidacyjnych, fuzji i przejęć oraz liberalną politykę dopuszczania kapitału zagranicznego do krajowego systemu bankowego.

Analiza porównawcza stopnia wypełniania funkcji LOLR wskazuje, że w większości krajów jest dopuszczalny – w sytuacjach kryzysowych – pewien stopień wparcia płynnościowego ze strony banku centralnego. W tym celu niektóre kraje stosują zasadę utrzymywania nadwyżkowych rezerw bez pokrywania ich emisją pieniądza krajowego, jako swoistego „buforu bezpieczeństwa”

⁶ V. Santiprabhob, *Bank soundness...*

(Litwa, Estonia). Biorąc jednak pod uwagę ograniczoną dostępność waluty zagranicznej, co wynika z zasad reżimu, niektóre kraje „rozmiękczejają system” poprzez:

– niepokrywanie walutą zagraniczną pewnych kategorii pasywów monetarnych (np. w Estonii nie ma obowiązku pokrycia dla emisji certyfikatów depozytowych),

– przyzwolenie na wykorzystanie krajowych papierów dłużnych wyemitowanych w walucie rezerwowej dla pokrycia określonej części emisji krajowej (np. w Argentynie dopuszczono możliwość pokrycia 1/3 bazy monetarnej obligacjami rządu argentyńskiego wyemitowanymi w USD)⁷.

W literaturze dominuje pogląd, że mimo ograniczonej funkcji LOLR w reżimie oraz niezależnie od różnic instytucjonalnych, ogólne zasady polityki LOLR powinny być takie same jak w tradycyjnym modelu bankowym: pożyczki dla systemu bankowego zabezpieczone bezpiecznymi aktywami, przyznawane tylko wypłacalnym ale niepłynnym bankom, po karnej stopie procentowej. Powinno to chronić system bankowy przed pokusą nadużycia⁸.

Większość krajów stosujących reżim CB wykorzystuje w ograniczonym zakresie operacje otwartego rynku (głównie repo), zarówno w walucie krajowej, jak i zagranicznej. Wyjątkiem jest Bułgaria, gdzie nie wykorzystuje się instrumentu operacji otwartego rynku, aby zapewnić najwyższy poziom transparentności w zarządzaniu płynnościowym.

Przykłady stosowanych instrumentów współpracy banku centralnego z bankami komercyjnymi prezentuje tabela 1.

Problem regulowania ilości płynnych rezerw w systemie bankowym może być rozwiązany także poprzez przejęcie tej funkcji przez rząd, który dokonuje emisji papierów skarbowych w celu dokonywania bezpośrednich transakcji sprzedaży/zakupu z systemem bankowym. (W sytuacji napływu kapitału poprzez sprzedaż papierów bankom rząd przeciwdziała proinflacyjnemu wzrostowi bazy monetarnej, z kolei w okresach nagłego odpływu kapitału, poprzez wcześniejszy wykup papierów skarbowych od banków, rząd może uzupełnić bazę monetarną.)

Ze względu na ograniczoną rolę banku centralnego w zarządzaniu płynnościowym, dla stabilności finansowej istotnego znaczenia nabiera sprawnie funkcjonujący system rozliczeń i efektywny rynek międzybankowy. Banki centralne krajów, w których nie ma płynnego rynku skarbowych papierów wartościowych, w celu zapewnienia puli aktywów stanowiących zabezpieczenia w transakcjach międzybankowych, emitują bezpieczne aktywa (np. Estonia w tym celu wprowadziła certyfikaty depozytowe).

⁷ Za: M. Vernengo, *Monetary integration...*

⁸ Za: *ibidem*.

Tabela 1. Instrumenty współpracy banku centralnego z bankami komercyjnymi w wybranych krajach

Instrumenty współpracy	Bośnia i Hercegowina	Bułgaria	Estonia	Litwa
Realizacja funkcji LOLR	Brak informacji	Pomoc płynnościowa ograniczona do nadwyżkowych rezerw w stosunku do pasywów banku centralnego i dostępna tylko w sytuacjach kryzysowych	Ograniczona do sytuacji kryzysu systemowego i do nadwyżkowych rezerw walutowych	Ograniczona do sytuacji kryzysu systemowego i do nadwyżkowych rezerw walutowych
Rezerwa obowiązkowa	Brak	Brak	10%	10%
Inne instrumenty polityki pieniężnej	Brak	Brak	Certyfikaty depozytowe (w ograniczonym zakresie)	Bony pieniężne

Źródło: M. Vernengo, *Monetary integration and dollarisation. No panacea*, Cheltenham, UK, Northampton, MA, 2005.

Ponieważ krajom stosującym reżim CB najtrudniej przeciwdziałać kryzysowi bankowemu spowodowanemu kryzysem walutowym, niezbędne jest stworzenie dostępu do zewnętrznego zasilania płynnościowego. W tym celu zaleca się stworzenie linii kredytowych w zagranicznych bankach (przykład Argentyny).

Pomimo ogólnej zdolności reżimu – o ile jest on wiarygodny – do zapewnienia stabilności monetarnej, analiza doświadczeń krajów wskazuje na występowanie okresów braku stabilności monetarnej i/lub finansowej. Należy jednak pamiętać o czynnikach zewnętrznych, niezależnych od kraju stosującego reżim CB. Przykładem tego jest przypadek Estonii w latach 1997–1999, gdzie międzynarodowa niestabilność finansowa (m.in. kryzys rosyjski) spowodowała pogorszenie klimatu inwestycyjnego w tym obszarze i w efekcie wycofywanie kapitału. Po fali ataków spekulacyjnych nastąpił wzrost stóp procentowych. Oprócz spadku zewnętrznego finansowania nastąpił spadek akcji kredytowej dla sektora prywatnego i w efekcie spadek aktywności gospodarczej i recesja.

Jako główną przyczynę kryzysów bankowych, które dotknęły Estonię w roku 1992–1994 oraz 1998–1999, a także Litwę w okresie 1995–1996 wskazuje się jednak słabości i nieprawidłowości w funkcjonowaniu banków komercyjnych – niedostrzeganie ryzyka rynkowego, słabo wdrożone regulacje

pożyczkowe i nadzoru ostrożnościowego. Obecność słabych banków w kraju stosującym reżim CB negatywnie wpływa na jego wiarygodność, ponadto opóźnia proces konwergencji stóp procentowych z krajem emitentem waluty kluczowej⁹.

Wobec ograniczeń funkcji LOLR, w krajach stosujących reżim CB zastosowano następujące rozwiązania:

- zamknięcie banków niewypłacalnych i wspieranie procesów fuzji banków małych, ale wypłacalnych (Bośnia i Hercegowina – liczba banków spadła z 55 do 42 w 2000 r.),
- zachęcanie banków zagranicznych do zwiększonego zaangażowania kapitałowego (Estonia, w mniejszym stopniu Litwa),
- jako skutek zwiększonego udziału kapitału zagranicznego – refinansowanie się banków w walucie zagranicznej na rynkach macierzystych (Estonia, gdzie zasilanie płynnościowe banków odbywają się faktycznie na skandynawskich rynkach międzybankowych).

Z drugiej strony, w celu zapewnienia stabilności finansowej, wdrożono restrykcyjne zasady nadzoru ostrożnościowego. Działanie takie miało na celu ograniczenie zmienności stóp procentowych i zwiększenie odporności sektora finansowego, rekompensując tym samym brak oficjalnego *safety net*. Przykładami takich działań są:

1) wysoki poziom rezerw obowiązkowych (dochodzący do 10%). W reżimie CB rezerwy obowiązkowe pełnią funkcję bardziej buforu płynnościowego niż instrumentu polityki pieniężnej, dlatego też konieczne jest stosowanie systemu rezerwy uśrednionej. Rola rezerw obowiązkowych polega na wygładzaniu bieżących wahań płynnościowych na rynku i wahań stóp procentowych oraz sterylizowaniu przepływów kapitałowych;

2) wymogi rezerwy obowiązkowej są uzupełnione o wymogi płynnych aktywów;

3) podwyższone wskaźniki adekwatności kapitałowej (na Litwie wynosił początkowo 13%, w 1997 r. obniżony do 10%);

4) w celu uniknięcia zjawiska runu na banki, wzmocniona jest ochrona konsumenta poprzez budowę wiarygodnego, silnego systemu gwarantowania depozytów.

Powyższe ścieżki zapewnienia/wzmocnienia stabilności finansowej mogą nie być wystarczającym rozwiązaniem. Ponadto ostrzejsze wymogi nadzoru ostrożnościowego mają negatywny wpływ na rentowność sektora finansowego.

⁹ Np. na Litwie proces konwergencji przebiegał powoli, co przypisuje się słabości systemu bankowego w momencie wprowadzania reżimu CB. Mimo że stopy depozytowe dostosowały się do poziomu amerykańskiego już 6 miesięcy po wprowadzeniu CB, stopy międzybankowe przez długi czas były na znacznie wyższym poziomie.

Dlatego też coraz częściej pojawiają się głosy, że komplementarną ścieżką wzmocnienia stabilności finansowej dla ekstremalnych reżimów kursowych może stać się przeniesienie funkcji LOLR na poziom ponadnarodowy, np. poprzez ustanowienie ram dla tzw. międzynarodowego pożyczkodawcy ostatniej instancji (MFW)¹⁰.

Joanna Bogołębska

FINANCIAL STABILITY WITHIN CURRENCT CURRENCY BOARD REGIME

(Summary)

Currency Board as an alternative for exchange rate regime has been popular since the 90-ties among the countries on the way to stabilization of their economies. The macroeconomic and monetary stability is subdued to the condition of credibility of the regime. The credibility can't be achieved without the sound banking system. The specific relations between the central bank and commercial banks, as well as specific rules of money creation constitute frameworks for banking sector operations. The article tackles the problems of creating and maintaining financial stability within CB regime.

¹⁰ Za: M. Vernengo, *Monetary integration...*