

Wybór systemu kursu walutowego

Dr hab. Łukasz Goczek

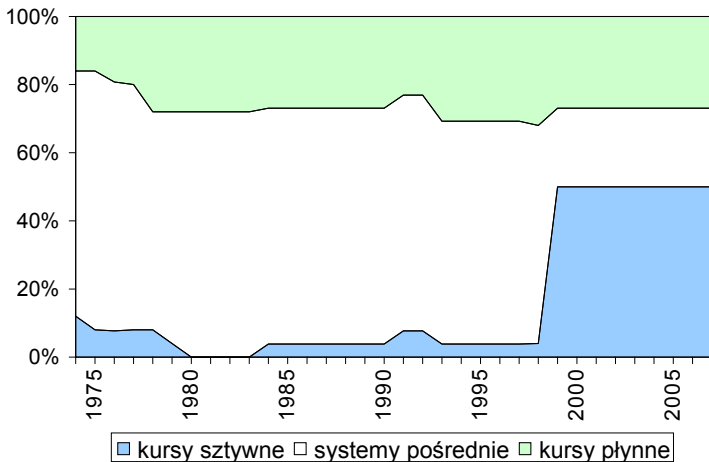
Uniwersytet Warszawski

Zalety kursu sztywnego

- 1 niska zmienność kursu nominalnego;
- 2 nominalna kotwica kursowa - polityka ograniczania inflacji;
- 3 wzrost stabilności systemu światowego.

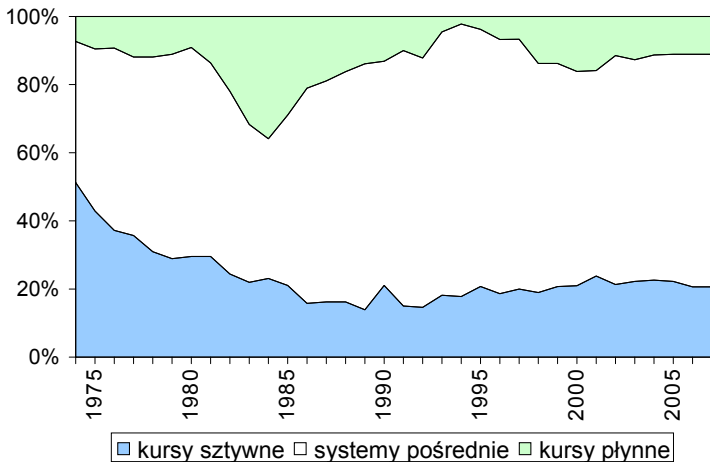
Zalety kursu płynnego

- 1 niezależna polityka pieniężna;
- 2 kurs nominalny jako automatyczny stabilizator.



Udziały trzech podstawowych kategorii systemów walutowych w światowym systemie (w procentach): kraje rozwinięte (26 krajów), lata 1974-2007,

Źródło: opracowanie własne.



Udziały trzech podstawowych kategorii systemów walutowych w światowym systemie (w procentach): kraje rozwijające się (68 krajów), lata

Źródło: opracowanie własne.

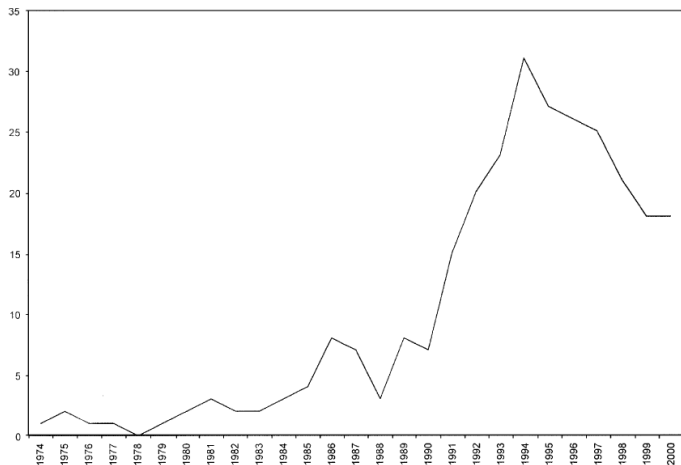
Korelacja między głównymi klasyfikacjami systemów kursów walutowych

Pair wise correlations among *De facto* coding schemes, 1990–1999

Coding	BLP	DLM	GGW	IMF	LYS	RR
<i>Panel A: Balanced panel</i>						
BLP	1.000					
DLM	0.1886	1.000				
GGW	0.3831	0.3377	1.000			
IMF	0.3378	0.3534	0.8305	1.000		
LYS	0.1736	0.4035	0.4154	0.4781	1.000	
RR	0.3491	0.2796	0.7203	0.7542	0.4828	1.000
<i>Panel B: Missing values included as a separate category</i>						
BLP	1.000					
DLM	0.5098	1.000				
GGW	0.4085	0.5151	1.000			
IMF	0.3521	0.4564	0.7930	1.000		
LYS	0.4191	0.5211	0.5358	0.5455	1.000	
RR	0.4758	0.4893	0.4954	0.4292	0.4648	1.000

Źródło: Tavlas G., H. Dellas, A.C. Stockman, *The classification and performance of alternative exchange-rate systems*, European Economic Review, 2008.

Fear of floating

Fig. 7. Fear of floating (number of *de jure* floats that *de facto* are not floats).

Źródło: Levy-Yeyati E., F. Sturzenegger, *Classifying exchange rate regimes: Deeds vs. words*, *European Economic Review* 49, 2005.

Zmienność kursu walutowego, rezerw walutowych oraz stóp procentowych w wybranych krajach o deklarowanym płynnym lub płynnym zarządzanym kursie walutowym.

Kraj	System	Okres	Prawdopodobieństwo (w pkt proc.), że wahania będą większe niż $\pm 2,5\%$		
			kurs walutowy	rezerwy	stopy procentowe(nominalne)
USA	płynny	02.1973-11.1999	41,3	37,8	0,3
Australia	płynny	01.1984-11.1999	29,7	50,0	0,0
Boliwia	płynny	09.1985-12.1997	6,1	80,4	14,8
Indonezja	płynny zarządzany	11.1978-06.1997	0,9	58,5	5,2
Korea	płynny zarządzany	03.1980-10.1997	2,4	62,3	0,0
Meksyk	płynny	12.1994-11.1999	36,5	71,7	37,7

Źródło: opracowanie własne na podstawie Calvo i Reinhart, *Fear of floating*, Quarterly Journal of Economics, nr 117, 2002

Fear of pegging



Fig. 8. Fear of pegging (% of *de facto* pegs which are not *de jure* pegs).

Źródło: Levy-Yeyati E., F. Sturzenegger, *Classifying exchange rate regimes: Deeds vs. words*, *European Economic Review* 49, 2005.

Fear of floating

- aprecjacja - negatywny wpływ na konkurencyjność i handel,
- deprecjacja - problem obsługi zadłużenia

Fear of pegging

- brak niezależnej polityki pieniężnej,
- problem wysokości kursu bazowego,
- niska jakość instytucji,
- krótki horyzont polityki gospodarczej.

Teoretyczne modelowanie wyboru systemu kursu walutowego

- Właściwości systemów walutowych - izolowanie przed zakłóceniami wewnętrznymi i zewnętrznymi;
- Teoria optymalnych obszarów walutowych;
- Wiarygodność kursu walutowego.

Teoria optymalnych obszarów walutowych:

- Im bardziej otwarta gospodarka, tym bardziej optymalne staje się wprowadzenie unii walutowej, szczególnie w przypadku krajów o niskiej mobilności .
- Elastyczność cen i płac – musi być wysoka.
- Dywersyfikacja produkcji – obniża prawdopodobieństwo wystąpienia szoku asymetrycznego.
- Im wyższa geograficzna koncentracja handlu, tym bardziej optymalne jest usztywnienie kursu.
- Symetryczność faz cykli koniunkturalnych (ex ante czy ex post?)

Wybór systemu kursu walutowego - osiągnięcie dwóch celów:

- zewnętrznego: równowaga bilansu płatniczego;
- wewnętrznego: realizacja funkcji celów władz (stabilizacja dochodu, niska inflacja).

Stąd trzy główne kryteria wyboru systemu kursu walutowego:

- stabilizacja dochodu;
- niska inflacja;
- stabilność kursu walutowego.

Model teoretyczny: Ghosh, Gulide i Wolf (2002), *Exchange Rate Regimes: Choices and Consequences*, MIT Press, rozdział 3.

Model opiera się na:

- funkcji podaży zagregowanej w ujęciu Lucasa,
- równowadze na rynku pieniądza,
- parytecie siły nabywczej.

Funkcja podaży

Oczekiwane płace nominalne zmieniają się tak, aby rekompensować oczekiwane zmiany inflacji. Jeśli inflacja zmienia się nieoczekiwanie i w większym stopniu niż zakładano, płace realne spadają, co zwiększa zatrudnienie i produkcję:

$$y = \theta(\pi - \pi^e) + \eta,$$

gdzie y oznacza logarytm produktu, π - inflację, π^e - oczekiwaną inflację, a θ jest stałe i dodatnie, η - zaburzenie losowe z średnią zero i wariancją σ_η^2 . Zakłada się, że zaburzenie występuje (tzn. jest obserwowane), gdy płace nominalne zostały już ustalone, ale zanim bank centralny podjął decyzję dotyczącą polityki pieniężnej.

Równowaga rynku pieniężnego

Założenia:

- Stopa wzrostu realnego popytu na pieniądź zależy dodatnio od długookresowej stopy wzrostu dochodu, a ujemnie - od inflacji.
- Długookresowa stopa wzrostu dochodu jest stała i znormalizowana do zera (tzn. $\Delta\bar{y} = 0$).
- Zaburzenie ε , któremu ulega popyt na pieniądź, występuje, gdy bank podejmie już decyzję w sprawie polityki pieniężnej.

Warunek równowagi na rynku pieniądza:

$$\Delta m - \pi = \alpha \Delta \bar{y} - v \pi^e - \varepsilon,$$

gdzie α jest elastycznością dochodową popytu na pieniądź, a $v \in \langle 0, 1 \rangle$ jest elastycznością popytu na pieniądź względem oczekiwanej inflacji.

Skoro założono, że $\Delta \bar{y} = 0$, to:

$$\pi = \Delta m + v \pi^e + \varepsilon.$$

Zgodnie ze standardowymi założeniami podaź pieniądza składa się z kredytu krajowego i rezerw walutowych:

$$\Delta m = \Delta dc + \Delta r.$$

System kursu walutowego oraz PPP

- System stałego kursu - zmienną endogeniczną staje się zmiana poziomu rezerw (BC kontroluje Δdc)
- System płynnego kursu - zmienną endogeniczną jest zmiana nominalnego kursu walutowego (BC decyduje wyłącznie o Δdc i nie posiada rezerw, czyli $\Delta r = 0$).

PPP:

$$\pi = \pi^* + \Delta e. \quad (1)$$

Dla ułatwienia zakłada się, że zagraniczna inflacja jest niższa niż inflacja w kraju oraz jest znormalizowana do zera $\pi^* = 0$.

Funkcja celu banku centralnego uwzględnia dwa cele: stabilizowanie dochodu wokół poziomu \bar{y} oraz utrzymanie stopy inflacji na niskim poziomie:

$$\min L = \frac{1}{2} E \left\{ A (y - \bar{y})^2 + \pi^2 \right\},$$

gdzie A reprezentuje wagę, jaką bank przykłada do stabilizacji dochodu (lub, inaczej patrząc, do wygenerowania niespodzianki inflacyjnej).

Ponieważ w modelu poziom dochodu potencjalnego jest znormalizowany do zera, to, jeśli $\bar{y} > 0$, celem banku jest osiągnięcie dochodu wyższego niż poziom potencjalny. Jest to zgodnie z wnioskami z podstawowego modelu Barro i Gordona, że w przypadku niedoskonałości rynku pracy (uzwiązkowienie rynku pracy, zasiłki dla bezrobotnych itp.) naturalna stopa bezrobocia jest wyższa od efektywnej.

Rozwiązanie dla systemu stałych kursów walutowych

- Z PPP - w warunkach sztywnego kursu walutowego krajowa inflacja musi być równa inflacji zagranicznej, tzn. $\pi = \pi^* = 0$.
- Ponieważ polityka pieniężna w tych warunkach nie ma wpływu ani na inflację, ani na dochód, zatem skoro kredyt krajowy jest stały ($\Delta dc = 0$), a, zakładając racjonalność oczekiwań, oczekiwana stopa inflacji wynosi

$$\pi_{fix}^e = 0.$$

- Z równowagi rynku pieniężnego wynika, że zakłócenia pieniężne będą absorbowane przez zmiany poziomu rezerw: $\Delta r = -\varepsilon$. Oczywiście dopóty, dopóki zakłócenie nie jest tak silne, że groziłoby to całkowitą utratą rezerw i dewaluacją.
- Kosztem niskiej inflacji będzie wysoka zmienność dochodu. z równania podaży wynika, że przy braku aktywnej polityki pieniężnej zakłócenie η całkowicie przełoży się na wahania dochodu:

$$y = \eta.$$

Podstawiając to do funkcji celu BC i obliczając ją dostajemy oczekiwaną wartość funkcji straty:

$$L_{fix} = \frac{1}{2} \left\{ A \left(\sigma_{\eta}^2 + \bar{y}^2 \right) \right\}. \quad (2)$$

Rozwiązanie dla systemu płynnych kursów walutowych

- W warunkach płynnych kursów walutowych rezerwy walutowe są stałe (zatem $\Delta m = \Delta dc$). Podstawiając równania podaży oraz poziomu inflacji do funkcji celu BC można obliczyć optymalny zakres polityki pieniężnej:

$$\Delta dc = \frac{-A\theta\eta + A\theta\bar{y} + A\theta^2(1-v)\pi^e - v\pi^e}{1 + A\theta^2}.$$

- Wstawiając powyższe równanie do równania inflacji otrzymuje się równanie inflacji:

$$\pi = \frac{-A\theta\eta + A\theta\bar{y} + A\theta^2\pi^e}{1 + A\theta^2} + \varepsilon.$$

- Zgodnie z założeniem uczestnicy rynku formułują oczekiwania cenowe, nie znając wcześniej zamierzeń banku centralnego, a zatem w momencie ustalania π^e wielkości ε oraz η nie są znane. Można zatem obliczyć oczekiwaną inflację, która wynosi:

$$\pi_{ft}^e = A\theta\bar{y}.$$

- Poziom produkcji nie zależy od docelowego poziomu dochodu \bar{y} :

$$y = \theta(\pi - \pi^e) = \frac{A\theta^2\eta}{1 + A\theta^2} + \theta\varepsilon.$$

- brak zobowiązania banku centralnego do niepróbowania kreowania niespodzianki inflacyjnej oznacza wyższą rzeczywistą inflację:

$$\pi = \frac{-A\theta\eta}{1 + A\theta^2} + A\theta\bar{y} + \varepsilon.$$

- Wstawiając równania produkcji oraz rzeczywistej inflacji do funkcji celu banku centralnego uzyskuje się oczekiwaną wartość funkcji straty:

$$L_{ftl} = \frac{1}{2} \left\{ (1 + A\theta^2) \left(\frac{A\sigma_{\eta}^2}{(1 + A\theta^2)^2} + \sigma_{\varepsilon}^2 + A\bar{y}^2 \right) \right\} \quad (3)$$

Dla ułatwienia zakłada się początkowo, że $\bar{y} = 0$, czyli że bank centralny nie zamierza kreować niespodzianki inflacyjnej.

- W przypadku systemu kursu stałego wartość funkcji straty wyniesie zatem:

$$\frac{1}{2}A\sigma_{\eta}^2.$$

- W przypadku systemu kursu płynnego wyniesie:

$$\frac{1}{2} (1 + A\theta^2) \left(\frac{A\sigma_{\eta}^2}{(1 + A\theta^2)^2} + \sigma_{\varepsilon}^2 \right).$$

Wniosek:

System kursu płynnego byłby rozwiązaniem lepszym, gdyby oczekiwana strata w przypadku kursu płynnego była mniejsza niż w przypadku kursu stałego: $L_{fix} > L_{ftl}$, co miałyby miejsce, gdy:

$$A\sigma_{\eta}^2 > \frac{A\sigma_{\eta}^2}{1 + A\theta^2} + (1 + A\theta^2)\sigma_{\varepsilon}^2,$$

a co byłoby spełnione dla $\sigma_{\varepsilon}^2 = 0$.

- Jeśli zatem gospodarka narażona jest głównie na zakłócenia realne, a nie pieniężne ($\sigma_{\varepsilon}^2 = 0$), lepszym rozwiązaniem (w sensie mniejszej straty z punktu widzenia funkcji celu banku centralnego) będzie wprowadzenie reżimu kursu płynnego.
- Jeśli jednak w danej gospodarce występują głównie zakłócenia, które dotyczą nieoczekiwanych zmian popytu na pieniądź ε , natomiast nie występują zakłócenia produktywnościowe ($\sigma_{\eta}^2 = 0$), wtedy z porównania równań 2 i 3 wynika, że $L_{fix} < L_{ftl}$. W takich warunkach lepszym rozwiązaniem byłoby wprowadzenie systemu kursu sztywnego.

Zakładając brak zakłóceń losowych dla obu systemów kursu walutowego:

$$y_{fix} = y_{ftl} = 0.$$

Patrząc zatem na funkcję celu banku centralnego widać, że w przypadku, gdy bank centralny chce wygenerować niespodziankę inflacyjną, strata dobrobytowa będzie większa w przypadku płynnych kursów walutowych. Jest to zgodne z wnioskami z modelu Barro i Gordona: ponieważ polityka banku centralnego nie jest wiarygodna, oczekiwania inflacyjne przekładają się na wzrost rzeczywistej inflacji, a poziom dochodu nie ulega zmianie.

System kursu sztywnego będzie bardziej optymalny (w sensie mniejszej straty dobrobytowej) w przypadku, gdy bank centralny nie jest w stanie przekonać uczestników rynku, że nie będzie generował niespodzianki inflacyjnej (gdy polityka banku centralnego nie jest wiarygodna).

- Zmiana systemu walutowego z kursu sztywnego na płynny.
- Zakłada się, że dotychczas prowadzona polityka pieniężna była wiarygodna, dzięki czemu uczestnicy rynku spodziewają się zerowej inflacji. Wówczas optymalna z punktu widzenia banku centralnego inflacja będzie równa:

$$\pi_{\pi^e=0} = \frac{A\bar{y}}{1 + A\theta^2}.$$

- Wstawiając inflację optymalną do funkcji produkcji można obliczyć poziom produkcji przy zadanych ograniczeniach:

$$y = \frac{A\theta^2\bar{y}}{1 + A\theta^2}.$$

- Wstawiając do funkcji straty banku centralnego poziom produkcji i optymalną inflację uzyskuje się wartość straty dobrobytowej przy przejściu na system płynnego kursu walutowego:

$$L_{ftl, \pi^e=0} = \frac{1}{2} \left\{ \frac{A\bar{y}^2}{1 + A\theta^2} \right\}.$$

W tych warunkach strata jest mniejsza, niż w przypadku kursu stałego (przy braku zakłóceń):

$$L_{fix} = \frac{1}{2} \{A\bar{y}^2\} > \frac{1}{2} \left\{ \frac{A\bar{y}^2}{1 + A\theta^2} \right\}$$

Podsumowując, system walutowy nie zostanie zmieniony tak długo, dopóki zyski ze zmiany reżimu nie będą większe niż koszt:

$$L_{fix} - L_{ftl, \pi^e=0} < c,$$

gdzie c oznacza koszty zmiany reżimu.

Systemy kursu walutowego a inflacja i wzrost

Classification scheme	Peg	Average Annual Inflation			Dual or Multiple Exchange Rates
		Limited Flexibility	Managed Floating	Freely Floating	
Standard	38.8	5.3	74.8	173.9	n.a.
Dual rates as a separate category	20.7	10.1	29.7	45.5	167.4
		Average Annual Per Capita GDP Growth			
Standard	1.4	2.2	1.9	0.5	n.a.
Dual rates as a separate category	1.7	2.6	1.5	1.1	0.8

Źródło: Reinhart C., K. Rogoff, *The Modern History of Exchange Rate Arrangements: A Reinterpretation*, IMF Working Paper 8963, 2002.

- n - liczba wszystkich obserwowanych okresów przeżycia
- k - liczba pełnych okresów przeżycia (niektóre obserwacje ucięte lub wartości powtarzają się); uszeregowanych, tak że: $t_1 < t_2 \dots < t_k$
- m_i - liczba okresów przeżycia uciętych między t_i a t_{i+1}
- Wtedy zbiór narażony na ryzyko, czyli liczba obserwacji, która może zakończyć się zdarzeniem w chwili t_i :

$$n_i = \sum_{j \geq i}^k (m_j + d_j)$$

- Prawdopodobieństwo, że zmiana reżimu nastąpi w przedziale $t + dt$, o ile reżim obowiązywał do chwili t :

$$\hat{\lambda}(t_i) = \frac{d_i}{n_i}$$

Model proporcjonalnego hazardu Coxa:

x_1, x_2, \dots, x_p - zmienne objaśniające.

Dla i -tego obiektu (kraju) zależność między czasem przeżycia t_i a zmiennymi objaśniającymi można zapisać jako:

$$t_i = f_1(x_{1i}, \dots, x_{pi}) = f_1(\mathbf{x}_i).$$

Główne założenie modelu proporcjonalnego hazardu Coxa: funkcje hazardu poszczególnych obiektów są proporcjonalne względem siebie, tzn. $\frac{h(t|\mathbf{x}_1)}{h(t|\mathbf{x}_2)}$ nie zmienia się w czasie.

Funkcja hazardu określona przez zbiór zmiennych objaśniających może być zapisana jako:

$$h(t|\mathbf{x}) = h_0(t)g(\mathbf{x}),$$

gdzie $g(\mathbf{x})$ - funkcja \mathbf{x} , $h_0(t)$ - zerowa linia hazardu (*baseline hazard*) hazardem dla osobnika, dla którego $g(\mathbf{x}) = \mathbf{1}$.

Gdy T jest zmienną ciągłą:

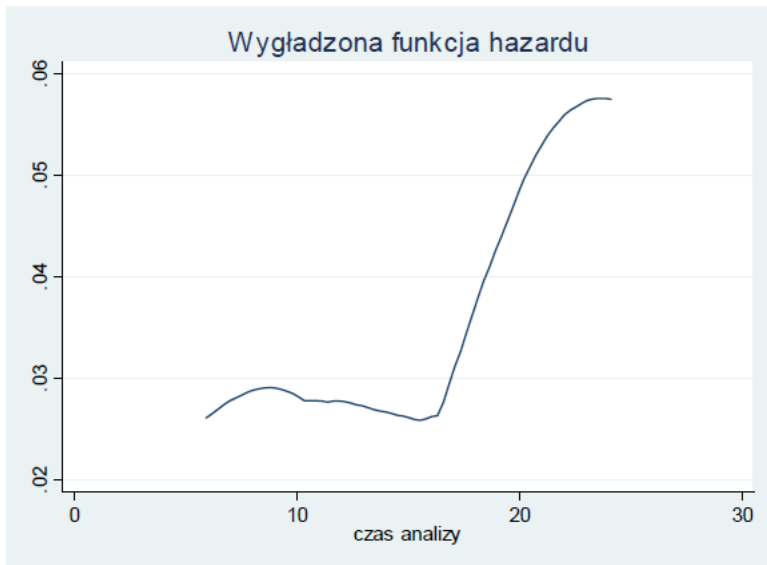
$$\begin{aligned} h(t|\mathbf{x}) &= h_0(t) \exp(\beta_1 x_1 + \beta_2 x_2 + \dots + \beta_p x_p) \\ &= h_0(t) \exp\left(\sum_{j=1}^p \beta_j x_j\right), \end{aligned}$$

gdzie $h_0(t)$ jest zerową linią hazardu, tj. gdy wszystkie wartości zmiennych niezależnych \mathbf{x} wynoszą zero

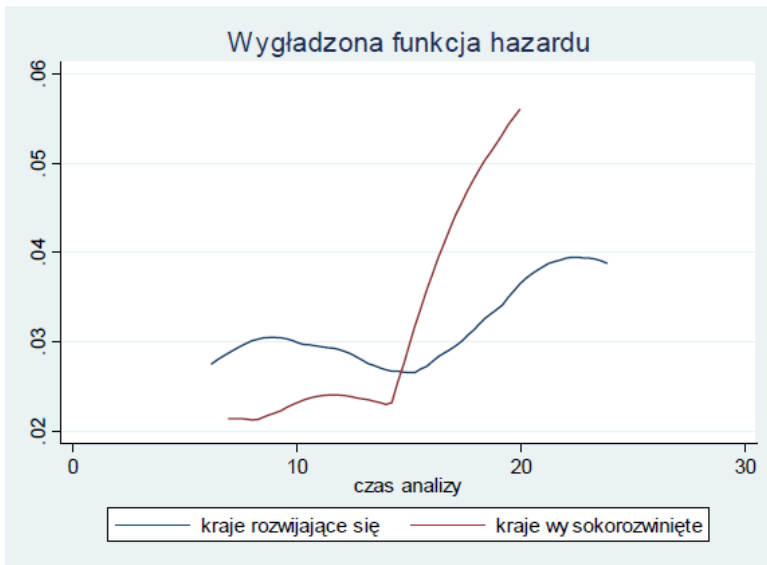
klasyfikacja reżimów kursowych:

- baza Reinhart, Rogoff;
- systemy skrajne (1):
 - brak prawnego środka płatniczego (unia walutowa),
 - wcześniej ogłaszany kurs sztywny lub system izby walutowej (pre announced peg or currency board arrangement),
 - wcześniej ogłaszany poziomy przedział nie szerszy niż lub równy $\pm 2\%$ (pre announced horizontal band that is narrower than or equal to $\pm 2\%$),
 - kurs płynny
- systemy pośrednie (2)

Oszacowana funkcja hazardu, wszystkie kraje, 1974-2007



Oszacowana funkcja hazardu w podziale na kraje, 1974-2007



- geograficzna koncentracja handlu (*geokon*)

Hipoteza (1)

Geograficzna koncentracja handlu wpływa ujemnie na czas trwania pośrednich systemów walutowych (współczynnik hazardu > 1)

- otwartość krajowego rynku (*open*)

Hipoteza (2)

Zwiększanie się otwartości gospodarki sprzyja odchodzeniu od pośrednich systemów kursu walutowego (współczynnik hazardu > 1)

- wielkość gospodarki (*pkb*)

Hipoteza (3)

Wielkość gospodarki wpływa dodatnio na zanikanie systemów pośrednich (współczynnik hazardu > 1)

- stopień rozwoju gospodarki ($pkbpc$)

Hipoteza (4)

Kraje bardziej rozwinięte częściej wybierają bardziej skrajne systemy walutowe. (współczynnik hazardu > 1)

- wzrost gospodarczy ($growth3$)

Hipoteza (5)

Niskie tempo rozwoju gospodarczego będzie sprzyjało pozostawianiu przy rozwiązaniach pośrednich (współczynnik hazardu > 1).

- stopień rozwoju rynku finansowego ($findev$)

Hipoteza (6)

Rozwój systemu finansowego sprzyja odchodzeniu od pośrednich systemów walutowych, choć wniosek ten nie jest jednoznaczny.

- bilans obrotów bieżących (ca)

Hipoteza (7)

Wielkość bilansu obrotów bieżących jest dodatnio skorelowana z oczekiwaną długością trwania pośrednich systemów kursu walutowego. (współczynnik hazardu < 1)

- zadłużenie zagraniczne ($extdebt$)

Hipoteza (8)

Wysoki poziom długu publicznego sprzyja utrzymywaniu systemów pośredniego kursu walutowego (współczynnik hazardu < 1).

- rezerwy walutowe ($reservM2$)

Hipoteza (9)

Niski poziom rezerw sprzyja przechodzeniu do skrajnych systemów walutowych (współczynnik hazardu > 1).

- inflacja ($inf3$)

Hipoteza (10)

Wzrost inflacji oddziałuje ujemnie na długość trwania systemów pośrednich (współczynnik hazardu > 1).

- jakość instytucji ($freedom$)

Hipoteza (11)

Wyższa jakość instytucji, identyfikowana jako stopień demokratyzacji, zwiększa prawdopodobieństwo odchodzenia od pośrednich systemów walutowych (współczynnik hazardu < 1).

- niestabilność polityczna (eff_exe , $cabinet$)

Hipoteza (12)

Niestabilność polityczna będzie wpływała dodatnio na czas trwania pośrednich systemów walutowych (współczynnik hazardu < 1).

- zakres analizy: 1992-2005
- próba 96 krajów definiowanych jako rozwijające się i gospodarki wschodzące
- estymacja za pomocą modelu proporcjonalnego hazardu Coxa
- estymowany model (wyjaśniający wielkość funkcji trwania dla pośrednich systemów kursu walutowego w krajach rozwijających się)

$$\lambda_i(t) = \lambda_0(t) \exp [\beta_1 geokon + \beta_2 open + \beta_3 \ln(pk b) + \\ + \beta_4 \ln(pk bpc) + \beta_5 growth3 + \beta_6 findev + \\ + \beta_7 extdebt + + \beta_8 ca + \beta_9 reservM2 + \\ + \beta_{10} inf3 + \beta_{11} freedom + \beta_{12} eff_exe + \beta_{13} cabinet]$$

	(1)	(2)	(3)
geokon	0.5148 (-0.27)		
open	2.3024 (0.83)	3.3102* (1.75)	3.8622** (2.31)
lpkb	1.0401 (0.10)		
lpkbpc	1.0356 (0.07)		
growth3	0.7216** (-2.34)	0.7072*** (-2.90)	0.6965*** (-3.09)
findev	1.0071 (0.37)	1.0051 (0.33)	
extdebt	0.0893 (-1.41)	0.0739** (-2.08)	0.0799** (-2.34)
ca	0.9521 (-0.64)	0.9392 (-1.02)	0.9382 (-1.31)
reservM2	1.0000 (0.03)		
inf3	1.0583 (1.55)	1.0566** (2.34)	1.0512** (2.43)
freedom	0.7883 (-0.89)	0.8449 (-0.85)	
eff_exe	0.3118 (-1.19)	0.2417* (-1.77)	0.2550* (-1.73)
cabinet	0.8517 (-0.26)		

	(1)	(2)	(3)
PH test	12.46 (0.490)	10.01 (0.264)	5.46 (0.486)
Link test	-1.13 (0.260)	-1.11 (0.266)	-0.99 (0.321)
Wald χ^2	19.99 (0.096)	22.17 (0.005)	21.57 (0.001)
l. krajów	75	78	79
l. zdarzeń	16	17	17
N	516	537	590

Hipoteza 1. Potwierdzona: stopień otwartości gospodarki ma istotny dodatni wpływ na prawdopodobieństwo odejścia od pośrednich systemów kursowych.

Hipoteza 5. Potwierdzona: wysoki wzrost gospodarczy sprzyja przechodzeniu na rozwiązania skrajne.

Hipoteza 7. Potwierdzona: wzrost inflacji sprzyja dochodzeniu od systemów pośrednich.

Hipoteza 8. Potwierdzona: wysoki poziom długu publicznego sprzyja utrzymywaniu systemów pośredniego kursu walutowego.

Hipoteza 12. Potwierdzona: niestabilność polityczna sprzyja pozostawaniu przy pośrednich systemach walutowych.