

Biznes międzynarodowy we Wspólnocie Gospodarczej ASEAN

Wybrane aspekty

pod redakcją Sebastiana Bobowskiego



Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu
Wrocław 2025

Recenzja

Joanna Garlińska-Bielawska

Redakcja wydawnicza

Marcin Grabski

Korekta

Justyna Mroczkowska-Lepka

Skład i łamanie

Małgorzata Myszkowska

Projekt okładki

Beata Dębska

Na okładce wykorzystano zdjęcie z zasobów Adobe Stock

© Copyright by Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu

Wrocław 2025

Nota copyright obowiązuje do 31 października 2025. Kopiowanie i powielanie w jakiegokolwiek formie wymaga pisemnej zgody Wydawcy

Od 1 listopada 2025 roku publikacja dostępna na licencji Creative Commons Uznanie autorstwa- Na tych samych warunkach 4.0 Międzynarodowe (CC BY-SA 4.0).

Skrócona treść licencji na <https://creativecommons.org/licenses/by-sa/4.0/deed.pl>



ISBN 978-83-68394-19-1 (dla wersji drukowanej)

ISBN 978-83-68394-20-7 (dla wersji elektronicznej)

DOI: 10.15611/2025.20.7

Cytuj jako: Bobowski, S. (red.). (2025). *Biznes międzynarodowy we Wspólnocie Gospodarczej ASEAN. Wybrane aspekty*. Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu.

Druk i oprawa: TOTEM

Rozdział 4

Polityka kursowa i stabilność walut krajów Wspólnoty Gospodarczej ASEAN

Wawrzyniec Michalczyk

wawrzyniec.michalczyk@ue.wroc.pl

ORCID: 0000-0002-8521-4088

DOI: 10.15611/2025.20.7.04

4.1. Wprowadzenie

Charakterystyczną cechą biznesu prowadzonego w skali międzynarodowej jest związane z nim znacznie większe ryzyko w porównaniu z działalnością o zasięgu krajowym. Jednym z wymiarów tego ryzyka są negatywne konsekwencje wynikające ze zmian kursu walutowego i konieczność dokonywania czynności oraz ponoszenia kosztów ukierunkowanych na ich minimalizację. Staje się więc oczywiste, że stabilność relacji wymiennych walut jest zjawiskiem korzystnym dla zdecydowanej większości podmiotów działających w skali międzynarodowej (być może z wyjątkiem spekulantów). Należy również wyraźnie zaznaczyć, że w osiągnięciu tej stabilności duże znaczenie ma aktywność władz gospodarczych, zarówno w obszarze określania zasad, procedur, instrumentów wyznaczających sposób ustalania kursu, jak i w zakresie bieżących działań służących ograniczaniu wahań relacji wymiennych walut.

Celem rozdziału jest omówienie przyjętych przez kraje Wspólnoty Gospodarczej ASEAN systemów kursowych i ocena skutków tych rozwiązań przez pryzmat uzyskania stabilności relacji wymiennych emitowanych walut, ze szczególnym uwzględnieniem współzależności między nimi. Aby osiągnąć ten cel, sformułowano następujące pytania badawcze:

1. Jaka jest wynikająca z dostępnej literatury zależność między stabilnością kursów walutowych a prowadzeniem biznesu międzynarodowego?
2. Jakie reżimy kursowe wdrożyły kraje Wspólnoty Gospodarczej ASEAN?

3. Jak kształtuje się zmienność relacji wymiennych walut emitowanych przez te kraje?
4. Jakie są najbardziej widoczne współzależności między kursami oraz między relacjami wymiennymi walut a innymi zmiennymi?

Jako metody badawcze wykorzystano analizę literatury (w tym aktów prawnych) oraz proste narzędzia analizy statystycznej – analizę szeregów czasowych, analizę wskaźnikową i analizę korelacji. Jako okres badawczy przyjęto lata 2019-2023.

4.2. Stabilność kursów walutowych a biznes międzynarodowy – przegląd literatury

Zależności między zmianami kursu walutowego a międzynarodowymi stosunkami gospodarczymi są przedmiotem badań w literaturze od długiego czasu i jest to obszar stosunkowo dobrze poznany. Na pierwszy plan wysuwają się tu związki między stabilnością relacji wymiennych walut a strumieniami handlu międzynarodowego. Zdecydowana większość dostępnych źródeł od dawna wskazuje dodatnią korelację między tymi dwiema zmiennymi (Ethier, 1973; Ozturk i Kalyoncu, 2009; Rahman i Serletis, 2009; Ćorić i Pugh, 2010), choć można również wskazać badania prowadzące do odmiennych wniosków czy wykazujące, że związek między nimi nie ma charakteru uniwersalnego (Arize, 1998; Hall i in., 2010; Senadza i Diaba, 2017; Yussif i in., 2022; Lal i in., 2023). Co do zasady jednak można uznać, że niski stopień fluktuacji kursu walutowego przyczynia się do ograniczenia ryzyka związanego z prowadzeniem zinternacjonalizowanej działalności gospodarczej, jej niższych kosztów (zabezpieczenia przed tym ryzykiem), bardziej racjonalnego podejmowania decyzji o dłuższym horyzoncie czasowym, mniej obciążonego błędem szacowania rentowności przedsięwzięć, a w konsekwencji – mniejszych barier w ekspansji na rynek światowy.

Związki między przepływami kapitału a skalą wahań kursów walutowych są również złożone, dwukierunkowe, i zależą w dużej mierze od charakteru inwestycji zagranicznych, to jest tego, czy są one spekulacyjne i portfelowe, czy długoterminowe i bezpośrednie. Ogólnie jednak wyższe ryzyko związane z niestabilnością kursu negatywnie oddziałuje na napływ kapitału zagranicznego (Dixit i in., 1994; Jehan i Hamid, 2017; Asamoah i in., 2022; Warren i in., 2023), szczególnie w postaci inwestycji bezpośrednich, choć tu również można w literaturze spotkać wyniki badań wskazujących brak takiego ujemnego związku (Daly i Vo, 2013).

Ponieważ władze, prowadząc politykę kursową (jako część polityki walutowej), mogą wydatnie przyczynić się do stabilizacji (lub destabilizacji) relacji wymiennej waluty, należy uznać, że istnieje również silna zależność między ich działaniami w tym zakresie a warunkami, w jakich funkcjonuje sfera biznesu międzynarodowego w danym kraju. Poziom dostosowania wybranego reżimu kursowego i działań bieżących ukierunkowanych na łagodzenie wahań kursu do potrzeb gospodarki i podmiotów

w niej działających wpływa również na sytuację przedsiębiorstw z danego kraju na światowych rynkach (w tym finansowych), na ich konkurencyjność (szczególnie cenową) oraz na stabilność warunków ich funkcjonowania. Odpowiedzialna i spójna polityka kursowa, w tym zakładająca konsekwentne przestrzeganie przyjętych w jej ramach zasad, determinuje możliwość wzrostu udziału kraju w międzynarodowym podziale pracy i zwiększania się jego znaczenia w powiązaniach gospodarczych na świecie (Michalczyk, 2012, s. 43).

4.3. Polityka kursowa krajów Wspólnoty Gospodarczej ASEAN

Polityka kursowa, definiowana jako kształtowanie i stabilizacja kursu walutowego, stanowi jedną z najważniejszych dziedzin polityki walutowej państwa. Zwykle jest prowadzona przede wszystkim (lub wyłącznie) przez władze monetarne, a jej fundamentalnym zadaniem jest wdrożenie odpowiedniego do potrzeb gospodarki reżimu (systemu) kursowego. Reżim ten obejmuje zasady, procedury i rozwiązania instytucjonalne dotyczące oddziaływania na kurs walutowy. Wybór optymalnego wariantu systemu kursowego nie jest zadaniem łatwym. Jest on uwarunkowany w głównej mierze przez strategię w zakresie polityki monetarnej, lecz również przez wiele innych czynników, w tym stopień dynamizmu gospodarki, kształtowanie się inflacji i stopy procentowej, stan bilansu płatniczego, poziom rezerw dewizowych, zawarte umowy międzynarodowe, poziom konwergencji z innymi gospodarkami, stopień mobilności czynników produkcji, otwartość i wielkość gospodarki, znaczenie zmian kursu walutowego dla tempa wzrostu cen, rozproszenie geograficzne handlu zagranicznego, stopień dywersyfikacji struktury produkcji, rolę kraju jako centrum finansowego, zależność od zagranicznego kapitału. O ile wybór odpowiedniego wariantu reżimu kursowego można potraktować jako decyzję o charakterze strategicznym, o tyle istotne są również działania bieżące, to jest takie oddziaływanie na poziom kursu walutowego, by gwarantował on opłacalność wymiany z zagranicą, a jego wahania nie zwiększały nadmiernie ryzyka dla podmiotów utrzymujących transgraniczne stosunki gospodarcze (por. Michalczyk, 2012, s. 29, 40-41). Skuteczność polityki kursowej należy zatem rozpatrywać przede wszystkim pod względem osiąganego stabilności relacji wymiennej waluty krajowej. Nie można jednak zapominać o tym, że ewentualne przeszacowania kursu mogą również absorbować negatywne skutki zjawisk gospodarczych, szczególnie szoków zewnętrznych.

Kraje Wspólnoty Gospodarczej ASEAN wdrożyły różne rozwiązania w zakresie reżimów kursowych. Aby je scharakteryzować, warto posłużyć się klasyfikacją opracowaną i wielokrotnie aktualizowaną przez Międzynarodowy Fundusz Walutowy. Należy podkreślić, że dotyczy ona rzeczywiście stosowanego reżimu kursowego (*de facto*), to jest opiera się na rzeczywistych działaniach władz i ich rezultatach, a nie na ich oficjal-

nej deklaracji (*de iure*). Zgodnie ze stosowaną w 2023 roku terminologią klasyfikacja obejmuje dziesięć możliwych wariantów reżimów kursowych (IMF, 2023a, s. 1, 62-64):

- „twarde” odmiany kursu stałego (*hard pegs*): brak własnego środka płatniczego, izba walutowa (*currency board*),
- „miękkie” odmiany kursu stałego (*soft pegs*): konwencjonalny (*conventional peg*), w paśmie wahań (*within horizontal bands*), ustabilizowany (*stabilized arrangement*), pełzający (*crawling peg*), quasi-pełzający (*crawl-like arrangement*),
- kursy płynne: kierowany (*floating*) i niezależny (*free floating*),
- pozostałe: inny kierowany (*other managed*).

Tabela 4.1. Systemy kursowe w krajach Wspólnoty Gospodarczej ASEAN

Kraj	Nazwa waluty	Symbol waluty	System zadeklarowany (<i>de iure</i>)	System rzeczywiście stosowany (<i>de facto</i>)
Brunei	dolar brunejski	BND	izba walutowa	izba walutowa
Filipiny	peso filipińskie	PHP	kurs płynny kierowany	kurs płynny kierowany
Indonezja	rupia indonezyjska	IDR	kurs płynny kierowany	kurs płynny kierowany
Kambodża	riel	KHR	kurs płynny kierowany	kurs stały ustabilizowany
Laos	kip	LAK	kurs płynny kierowany	kurs stały quasi-pełzający
Malezja	ringgit	MYR	kurs płynny kierowany	kurs płynny kierowany
Mjanma	kiat	MMK	kurs płynny kierowany	inny kurs kierowany
Singapur	dolar singapurski	SGD	inny kurs kierowany	kurs stały ustabilizowany
Tajlandia	bat	THB	kurs płynny kierowany	kurs płynny kierowany
Wietnam	dong	VND	kurs płynny kierowany	kurs stały quasi-pełzający

Zacieniowano rzeczywiście stosowane systemy kursowe inne niż płynne.

Źródło: opracowanie własne na podstawie: (IMF, 2023a).

Wśród państw członkowskich Wspólnoty Gospodarczej ASEAN pięć krajów stosuje rzeczywiste rozwiązania zaliczające się do kursów stałych, cztery opierają swoje reżimy na kursie płynnym, a jeden kraj nie daje się zaliczyć do żadnej z tych dwóch kategorii (tab. 4.1). Należy również zaznaczyć, że ogólnie – poza pewnymi wyjątkami – środki płatnicze analizowanych państw charakteryzowały się w ostatnich latach relatywnie niską stopą inflacji (tab. 4.2), co z jednej strony skutkowało nieutrudnioną w tym obszarze możliwością wyboru każdego z wariantów kursowych, a z drugiej – mogło stanowić skutek przyjętych rozwiązań w zakresie kursu stałego. Takie podejście do ustalania poziomu kursu często ma bowiem na celu właśnie ograniczenie tempa wzrostu poziomu cen w gospodarce.

Tabela 4.2. Roczna stopa inflacji w krajach Wspólnoty Gospodarczej ASEAN w latach 2013-2022 (w %)

Kraj	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Brunei	0,39	-0,21	-0,49	-0,28	-1,26	1,03	-0,39	1,94	1,73	3,68
Filipiny	2,59	3,59	0,69	1,23	2,85	5,31	2,39	2,39	3,93	5,82
Indonezja	6,41	6,40	6,36	3,53	3,81	3,29	2,82	2,03	1,56	4,21
Kambodża	2,94	3,85	1,22	3,04	2,91	2,46	1,94	2,94	2,92	5,33
Laos	6,37	4,13	1,28	1,60	0,83	2,04	3,32	5,10	3,75	23,00
Malezja	2,11	3,14	2,10	2,08	3,80	0,97	0,66	-1,14	2,48	3,38
Mjanma	6,38	5,74	7,26	9,10	4,62	5,94	8,63	5,73	3,64	16,23
Singapur	2,36	1,03	-0,52	-0,53	0,58	0,44	0,57	-0,18	2,31	6,12
Tajlandia	2,19	1,89	-0,90	0,19	0,67	1,07	0,71	-0,85	1,23	6,08
Wietnam	6,60	4,09	0,63	2,67	3,52	3,54	2,80	3,22	1,83	3,19

Zacienowano wartości wyższe niż 5%.

Źródło: (IMF, 2023b).

System monetarno-kursowy w Brunei opiera się na izbie walutowej, która zakłada ściśle powiązanie wartości pieniądza z dolarem singapurskim – w relacji 1:1. Taka integracja walutowa z Singapurem wynika przede wszystkim z wykorzystywania tego kraju jako centrum finansowego łączącego Brunei z resztą świata (Bennett, 2020, s. 10). Władze monetarne i banki komercyjne Brunei i Singapuru są zobowiązane do akceptowania obu walut po kursie parytetowym i bez prowizji. Nadmiar zgromadzonego pieniądza jest zwracany emitentowi. Utrzymanie założonej relacji wymiennej jest zagwarantowane przez pokrycie emisji dolara brunejskiego przez odpowiedni zasób rezerw dewizowych, wynoszący co najmniej 100% wartości pieniądza w obiegu. Bliski związek tych dwóch walut sprawia, że w obiegu w obu krajach znajdują się oba te środki płatnicze. Skutkiem tych rozwiązań jest również kształtowanie się kursu dolara brunejskiego względem innych walut na tym samym poziomie, jak dolara singapurskiego względem nich (BDCB, 2024; IMF, 2023a, s. 759-771).

Reżim kursowy Singapuru, należący również w praktyce do odmian kursu stałego, czyli determinowanego przede wszystkim przez aktywność władz (a nie siły rynkowe), jest określany mianem systemu ustabilizowanego. Międzynarodowy Fundusz Walutowy tak klasyfikuje system kursowy, w wypadku którego rynkowa relacja wymienna pieniądza krajowego pozostaje w dwuprocentowym paśmie wahań przez co najmniej sześć miesięcy. Z uwagi na bardzo wysoki stopień otwarcia gospodarki singapurskiej i znaczny wpływ fluktuacji kursu dolara singapurskiego na stopę inflacji, działania władz monetarnych tego kraju są ukierunkowane przede wszystkim na ich ograniczanie. Miernikiem tu stosowanym jest nominalny efektywny kurs dolara singapurskiego, to jest jego relacja względem koszyka walut, w którym wagi stanowią

udziały ich emitentów w handlu zagranicznym, a założonym celem – jego utrzymanie w wyznaczonym paśmie wahań. Jako podstawowe narzędzie wykorzystuje się interwencje walutowe w dolarze amerykańskim (MAS, 2024; IMF, 2023a, s. 3357-3372). Do tego samego rodzaju (ustabilizowany system kursu stałego) jest zaliczane rozwiązanie funkcjonujące w Kambodży. Bank centralny interweniuje z rzadka na rynkach walutowych, dążąc do ograniczenia wahań relacji wymiennej. Codziennie ustalany kurs oficjalny, mający zastosowanie w transakcjach publicznych i rachunkowości instytucji finansowych, jest określany względem dolara amerykańskiego, co wynika z bardzo wysokiego stopnia dolaryzacji gospodarki tego kraju (Coe i in., 2006). Kurs rynkowy właściwie nie odbiega od niego o więcej niż $\pm 1\%$ (NBC, 2024; IMF, 2023a, s. 853-856).

Laos i Wietnam wdrożyły system kursowy określany mianem quasi-pełzającego. Oznacza to, że kurs rynkowy walut tych krajów nie odchyła się o więcej niż $\pm 1\%$ od statystycznie identyfikowalnego trendu długookresowego. Władze Laosu interweniują na rynkach dewizowych, dążąc do stabilizacji kursu, jednak nie publikują danych o tych interwencjach. Jest również wprowadzony limit odchylenia kursów stosowanych przez banki komercyjne względem ustalonego kursu referencyjnego. Kurs kipa ulega systematycznej deprecjacji, czego przyczyną jest niedobór walut obcych w kraju i duże zapotrzebowanie na dolara. Wynika ono z wykorzystywania go jako powszechnego środka tezauryzacji oraz z nierównowagi między płatnościami z tytułu eksportu i importu przechodzącymi przez system bankowy, która ma swoje przełożenie między innymi na ograniczenia w dostępie do dewiz (BOL, 2024; IMF, 2023a, s. 2165-2181). Do zarządzania kursem w podobny sposób podchodzą władze Wietnamu – również jest określone pasmo wahań rynkowej relacji wymiennej względem dolara amerykańskiego wokół kursu referencyjnego i są prowadzone interwencje walutowe. Należy zwrócić uwagę, że działania wietnamskich władz monetarnych ukierunkowane na osłabianie donga, tak by utrzymać jego realny kurs względem dolara na stabilnym poziomie, są postrzegane – szczególnie przez Stany Zjednoczone – jako sztuczne wspieranie konkurencyjności cenowej w eksporcie (Dapice, 2021). Jednak okresy deprecjacji (widocznej zwłaszcza w 2022 roku i w drugiej połowie 2023 roku) są przerywane okresami umacniania się donga, co sprawia, że dalsze określanie systemu kursowego jako quasi-pełzającego staje się wątpliwe (SBV, 2024; IMF, 2023a, s. 4204-4231).

System kursowy Mjanmy został zaklasyfikowany przez Międzynarodowy Fundusz Walutowy jako „inny kierowany”, to jest przypisany do kategorii, do której są zaliczane kraje, w wypadku których brak jest przesłanek do zaszeregowania do innej pozycji. Wynika to głównie z zawirowań politycznych w tym państwie i z wprowadzenia w latach 2021-2022 nakazu odsprzedaży pozyskiwanych (na przykład przez eksporterów) walut obcych po oficjalnym kursie czy ustalenia wąskich (1% i poniżej) pasm dopuszczalnych odchyleń kursu rynkowego. Stosowane przez władze daleko idące ograniczenia dewizowe podlegają dodatkowo ciągłym zmianom, co jest związane z trudną sytuacją gospodarczą w kraju (CBM, 2024; IMF, 2023a, s. 2653-2671; Nikkei Asia, 2023).

W rezultacie system kursowy Mjanmy jest skomplikowany i charakteryzuje się występowaniem wielu różnych poziomów relacji wymiennej (w zależności od tego, kto jest stroną wymiany), łącznie z kursem czarnorynkowym (OGRResearch, 2024).

Ostatnie cztery kraje Wspólnoty Gospodarczej ASEAN stosują w praktyce systemy kursu płynnego, czyli rozwiązania, w ramach których kształtowanie relacji wymiennej pieniądza krajowego oparte jest przede wszystkim na siłach rynkowych. Pozwala to na znaczną swobodę w prowadzeniu polityki monetarnej oraz na ukierunkowanie działań banków centralnych na stabilizację cen i na wdrożenie polityki bezpośredniego celu inflacyjnego. Władze Filipin nie określiły centralnego czy pożądanego poziomu kursu peso, interweniując z rzadka na rynkach dewizowych w celu zapobiegania nagłym wahaniom, które mogłyby mieć negatywny wpływ na stopę inflacji (BSP, 2024; IMF, 2023a, s. 2963-3009). Wybór tego wariantu reżimu kursowego jest również uzasadniany niewielkimi rozmiarami i wysokim stopniem otwartości gospodarki filipińskiej, które skutkują znacznymi ruchami transgranicznymi kapitału i utrudniają skuteczne wywiązywanie się władz z zobowiązań do stabilizacji kursu (BSP, 2020, s. 12-13). Do kształtowania polityki kursowej analogicznie podchodzi bank centralny Indonezji – kurs rupii podlega siłom rynkowym, a ewentualne interwencje przeprowadzane są w sytuacjach zagrożenia realizacji celu inflacyjnego lub stabilności makroekonomicznej (BI, 2024; IMF, 2023a, s. 1847-1878). Władze monetarne Malezji również nie ogłaszają docelowego kursu ringgita i wkraczają na rynek dewizowy wyłącznie w sytuacji, gdy jego wahania są nagłe lub nadmierne, bądź aby zapewnić odpowiednią płynność systemowi bankowemu (BNM, 2024; IMF, 2023a, s. 2346-2373). W wypadku Tajlandii, gdzie także relacja wymienna pieniądza determinowana jest głównie przez siły rynkowe, interwencje są przeprowadzane, gdy fluktuacje bata nie mają uzasadnienia w czynnikach fundamentalnych lub są zbyt znaczne, czyli kiedy zagrażają stabilności finansowej i gospodarczej kraju (BT, 2024; IMF, 2023a, s. 3763-3782). Należy podkreślić, że w tych wszystkich czterech krajach interwencje władz na rynkach walutowych przeprowadzane są niejawnie – nie są ogłaszane ani nawet *ex post* nie są publikowane dane o nich.

4.4. Zmienność kursów walut krajów Wspólnoty Gospodarczej ASEAN

Kursy walut krajów Wspólnoty Gospodarczej ASEAN w przyjętym do analizy okresie (2019-2023) charakteryzowały się różnym stopniem stabilności. Były również widoczne istotne średniookresowe tendencje aprecjacyjne i deprecjacyjne. Skutkiem rozwiązań przyjętych przez Brunei i Singapur był tożsamy kurs ich środków płatniczych względem dolara. Obie waluty gwałtownie się osłabiły na początku 2020 roku, to jest wraz z wybuchem pandemii COVID-19, gdy nastroje inwestorów uległy znacznemu

pogorszeniu w związku z niepewnością co do dalszego rozwoju sytuacji epidemicznej na świecie (Sunaryati i Munandar, 2023). Krótco później jednak uległy istotnemu umocnieniu. Podobne zjawisko – choć już o odmiennych przyczynach – nastąpiło w drugiej połowie 2022 roku. Maksymalne odchylenie dziennego kursu dolara amerykańskiego od średniego poziomu w analizowanym okresie wyniosło -4% i $+7\%$. Kurs wietnamskiego donga ulegał podobnym przeszacowaniom, widocznym w drugiej połowie 2022 roku, kiedy to na skutek jego deprecjacji kurs dolara amerykańskiego odchylił się od średniego pułapu o wartość maksymalną, to jest ponad $6,5\%$, a także w drugiej połowie 2024 roku. Z kolei największe odchylenie kursu dolara amerykańskiego w dół wyniosło w wypadku tej waluty 3% . Riel kambodżański charakteryzował się znacznie większą stabilnością, a odchylenia kursu dolara amerykańskiego względem niego nie przekraczały przedziału od -2% do $+2\%$ (rys. 4.1). Należy jednak podkreślić, że w dużej części zmienność kursów analizowanych walut względem dolara amerykańskiego miała swoje źródło w korektach jego wartości. Amerykańska waluta osłabiała się bowiem w 2020 roku również względem głównych walut światowych (euro, funta szterlinga, franka szwajcarskiego, jena), w kolejnych dwóch latach ulegała aprecjacji, a na przełomie 2022 i 2023 roku ponownie pojawił się tymczasowy trend spadkowy jej kursu (rys. 4.2).



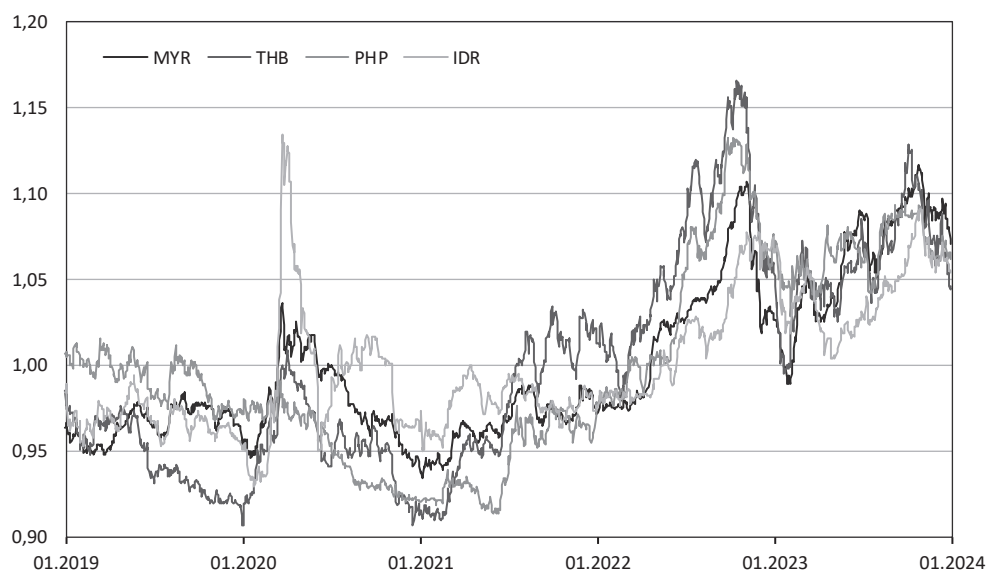
Rysunek 4.1. Dzienny kurs USD względem walut wybranych krajów Wspólnoty Gospodarczej ASEAN (BND, SGD, KHR i VND) w latach 2019-2023 w relacji do średniej z tego okresu

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z Investing.com (stan na 15 kwietnia 2024 roku).



Rysunek 4.2. Średni dzienny kurs USD względem EUR, GBP, CHF i JPY (wagi: 0,25) w latach 2019-2023, obliczony na podstawie kursów w relacji do średniej z tego okresu

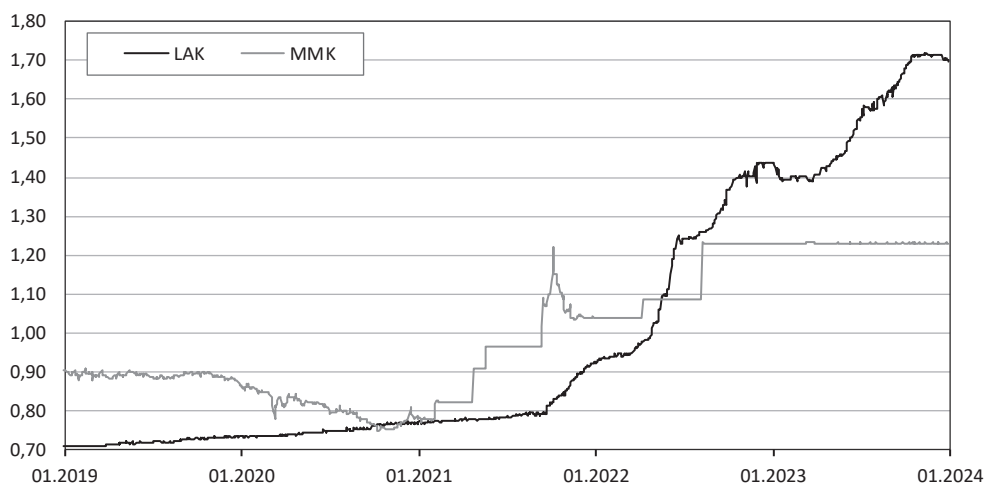
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z Investing.com (stan na 15 kwietnia 2024 roku).



Rysunek 4.3. Dzienny kurs USD względem walut wybranych krajów AEC (MYR, THB, PHP i IDR) w latach 2019-2023 w relacji do średniej z tego okresu

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z Investing.com (stan na 15 kwietnia 2024 roku).

Mniejszy stopień stabilności należy odnotować w wypadku czterech kolejnych walut: filipińskiej, indonezyjskiej, malezyjskiej i tajlandzkiej. Tendencje w zakresie ich kursów względem dolara amerykańskiego były dość zbliżone, choć charakteryzowało je różne nasilenie. Pierwsza połowa 2020 roku to okres znacznej krótkookresowej deprecjacji, której skala była największa w wypadku rupii indonezyjskiej – odchylenie kursu dolara amerykańskiego od średniego poziomu w analizowanym okresie wyniosło aż +13,5%. W drugiej połowie roku relacje wymienne wróciły do pułapu wyjściowego, by później ulec ponownemu, ale już długoterminowemu osłabieniu. Jego szczyt odnotowano pod koniec 2022 roku, a maksymalne odchylenia kursu dolara amerykańskiego wyniosły wówczas: dla PHP – 13%, dla IDR – 8%, dla MYR – 11%, a dla THB – aż 17%. Później nastąpiła szybka korekta prawie do poziomu wyjściowego, równego mniej więcej wartości średniej w badanym okresie. W 2023 roku powrócił łagodny trend deprecjacyjny. Warto zaznaczyć, że największe odchylenia kursu dolara amerykańskiego w dół od średniej miały rozmiary: dla PHP – 9%, dla IDR – 7%, dla MYR – 7%, a dla THB – 9% (rys. 4.3).



Rysunek 4.4. Dzienny kurs USD względem walut wybranych krajów AEC (LAK i MMK) w latach 2019-2023 w relacji do średniej z tego okresu

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z Investing.com (stan na 15 kwietnia 2024 roku).

Zmienność relacji dolara amerykańskiego względem kipa laotańskiego i emitowanego przez Mjanmę kiata była zaś olbrzymia. Kip podlegał w analizowanym przedziale czasu systematycznej deprecjacji, która sprawiła, że przez pięć lat stracił około 60% swojej wartości wyrażonej w dolarach amerykańskich. Z kolei wartość kiata, którego kurs przez większość czasu był ustalany administracyjnie, zasadniczo również ulegał osłabieniu, z krótkimi okresami aprecjacji. Maksymalne odchylenie kursu USD względem tej waluty od średniej wyniosło +23% i -25% (rys. 4.4).

Przenosząc poziom analizy na krótkookresowe zmiany kursów, należy odnotować, że największe wahania w ciągu dnia występowały również w przypadku kipa i kiata, ale także rupii. W poddanym badaniu okresie zdarzały się dni, kiedy kurs dolara amerykańskiego zmieniał się o ponad 4%. Większą stabilnością charakteryzowały się riel, bat i ringgit: rekordowe różnice między kursem maksymalnym a minimalnym w danym dniu mieściły się w przedziale 2-2,5%. W wypadku pozostałych walut poziom tego wskaźnika nie przekraczał 2% (tab. 4.3). Analogiczny obraz wyłania się, gdy jako miernik przyjmie się wartość bezwzględną zmiany kursu zamknięcia dolara amerykańskiego względem danej waluty w porównaniu z dniem poprzedzającym. W wypadku środków płatniczych emitowanych przez Mjanmę, Indonezję i Laos jej poziom potrafił sięgać pułapu odpowiednio aż 13,5%, prawie 5% i niecałe 4%. W odniesieniu do pozostałych walut krajów Wspólnoty Gospodarczej ASEAN był znacznie niższy i nie przekraczał 2% (tab. 4.4).

Tabela 4.3. Największe zmiany kursu dolara amerykańskiego względem walut krajów Wspólnoty Gospodarczej ASEAN w ciągu dnia w latach 2019-2023

Waluta	Data	Najwyższy kurs	Najniższy kurs	Różnica kursów względem środka przedziału
1	2	3	4	5
MMK	3.02.2021	1405,00	1337,50	4,9%
	10.03.2020	1362,50	1305,50	4,3%
	11.03.2020	1385,00	1335,50	3,6%
LAK	28.11.2022	17 399,90	16 690,00	4,2%
	27.06.2023	19 071,70	18 393,20	3,6%
	21.06.2023	19 038,20	18 361,70	3,6%
IDR	23.03.2020	16 640,00	15 975,00	4,1%
	19.03.2020	15 912,50	15 287,50	4,0%
	9.04.2020	16 240,00	15 820,00	2,6%
KHR	18.03.2020	4125,50	4025,05	2,5%
	17.06.2020	4145,50	4046,13	2,4%
	15.06.2020	4160,00	4060,96	2,4%
THB	10.11.2022	36,9850	36,1500	2,3%
	1.03.2023	35,3650	34,6300	2,1%
	4.11.2022	38,0350	37,2600	2,1%
MYR	27.03.2020	4,3450	4,2450	2,3%
	26.03.2020	4,4025	4,3100	2,1%
	24.11.2022	4,5730	4,4845	2,0%

1	2	3	4	5
PHP	12.03.2019	53,0750	52,1100	1,8%
	10.11.2022	58,2550	57,2400	1,8%
	19.07.2021	51,1750	50,3100	1,7%
BND	10.11.2022	1,4047	1,3813	1,7%
	1.02.2019	1,3654	1,3453	1,5%
	4.11.2022	1,4225	1,4017	1,5%
SGD	10.11.2022	1,4047	1,3813	1,7%
	4.11.2022	1,4225	1,4017	1,5%
	26.03.2020	1,4512	1,4302	1,5%
VND	8.12.2022	23 930,00	23 600,00	1,4%
	6.12.2021	23 125,00	22 825,00	1,3%
	21.10.2022	24 845,00	24 552,50	1,2%

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z Investing.com (stan na 15 kwietnia 2024 roku).

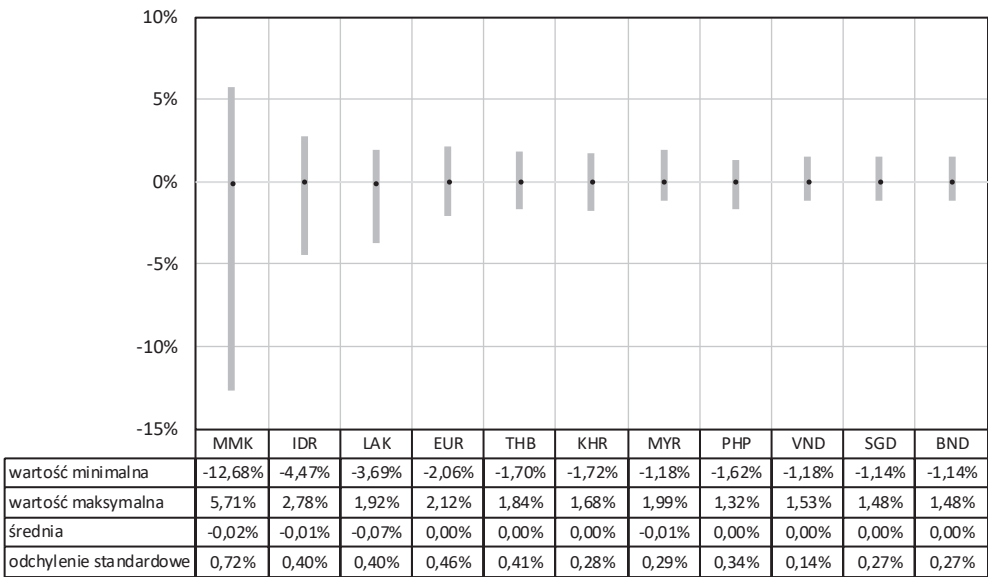
Tabela 4.4. Największe dzienne zmiany kursu zamknięcia dolara amerykańskiego względem walut krajów Wspólnoty Gospodarczej ASEAN w latach 2019-2023

Waluta	Data	Kurs	Kurs w dniu poprzedzającym	Zmiana
1	2	3	4	5
MMK	8.08.2022	2100,00	1850,00	13,5%
	23.04.2021	1550,00	1400,00	10,7%
	13.09.2021	1855,00	1730,00	7,2%
IDR	19.03.2020	15 912,50	15 217,50	4,6%
	23.03.2020	16 575,00	15 925,00	4,1%
	30.04.2020	14 875,00	15 295,00	-2,7%
LAK	2.06.2022	13 905,00	13 401,60	3,8%
	29.11.2022	17 300,00	16 680,00	3,7%
	16.05.2022	13 200,00	12 774,40	3,3%
MYR	6.11.2023	4,6330	4,7260	-2,0%
	24.11.2022	4,4900	4,5720	-1,8%
	11.11.2022	4,6250	4,6980	-1,6%
THB	10.11.2022	36,1700	36,8400	-1,8%
	4.11.2022	37,2800	37,9400	-1,7%
	7.03.2023	35,0700	34,4800	1,7%
KHR	22.04.2019	4084,65	4015,00	1,7%
	12.11.2020	4028,93	4097,32	-1,7%
	2.07.2019	4041,73	4104,50	-1,5%

Tabela 4.4, cd.

1	2	3	4	5
PHP	12.03.2019	52,9600	52,1100	1,6%
	6.02.2023	54,4500	53,6500	1,5%
	12.03.2020	51,3100	50,6300	1,3%
VND	5.12.2022	23 980,00	24 350,00	-1,5%
	8.12.2022	23 600,00	23 900,00	-1,3%
	21.10.2022	24 820,00	24 530,00	1,2%
BND	10.11.2022	1,3819	1,4025	-1,5%
	4.11.2022	1,4033	1,4216	-1,3%
	12.03.2020	1,4110	1,3950	1,1%
SGD	10.11.2022	1,3819	1,4025	-1,5%
	4.11.2022	1,4033	1,4216	-1,3%
	12.03.2020	1,4110	1,3950	1,1%

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z Investing.com (stan na 15 kwietnia 2024 roku).



Rysunek 4.5. Dzienna logarytmiczna stopa zwrotu inwestycji w waluty krajów Wspólnoty Gospodarczej ASEAN i w euro – na podstawie ich kursu zamknięcia względem dolara amerykańskiego – w latach 2019-2023

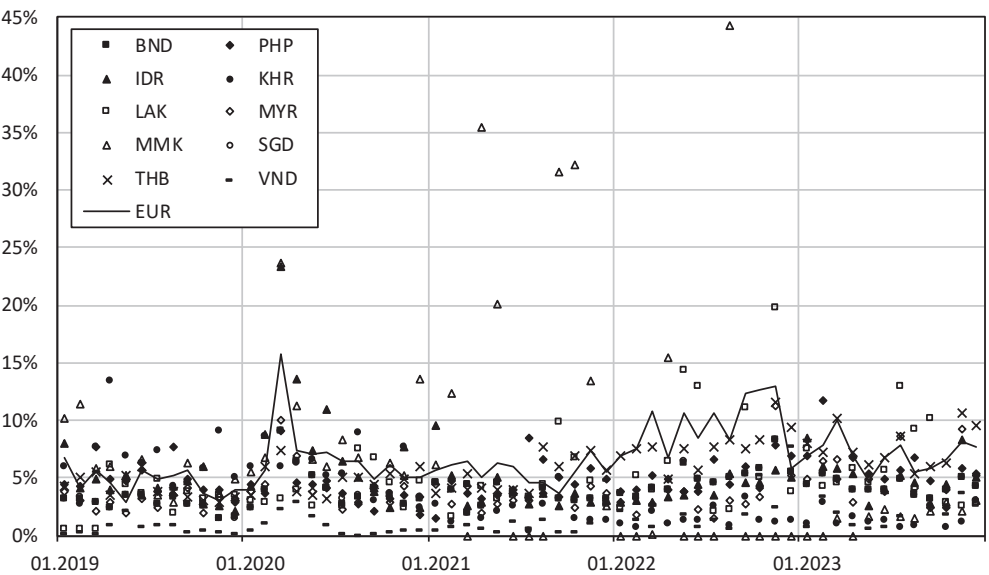
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z Investing.com (stan na 15 kwietnia 2024 roku).

Pozostając przy analizie kursów zamknięcia, warto również sprawdzić, jak kształtowała się stabilność dziennej stopy zwrotu inwestycji w waluty krajów Wspólnoty Gospodarczej ASEAN na podstawie ich kursu względem dolara amerykańskiego. Po przedstawieniu jej w postaci logarytmicznej można zauważyć, że największe jej wahania były charakterystyczne dla kiata. Minimalna wartość stopy zwrotu wyniosła prawie -13% , a maksymalna – niecałe 6% , przy odchyleniu standardowym równym $0,72\%$. Dla porównania, wartość minimalna stopy zwrotu dla euro w tym samym okresie wynosiła około -2% , maksymalna – około 2% , a jej odchylenie standardowe sięgało $0,46\%$. Oznacza to, że w wypadku wszystkich pozostałych analizowanych walut stabilność ich dziennej logarytmicznej stopy zwrotu mierzona odchyleniem standardowym była większa niż euro (!), a szerszym przedziałem wahań charakteryzowały się jedynie rupia i kip. Co charakterystyczne, średnia wartość stopy zwrotu w wypadku wszystkich analizowanych walut była bliska zeru (rys. 4.5).

Zastosowanie do analizy zmienności kursów wskaźnika ERV (*exchange rate volatility*) prowadzi do podobnych wniosków. Wskaźnik ten stanowi relatywnie prostą prognozę odchylenia standardowego zmian relacji wymiennej w kolejnym roku, dokonywaną na podstawie jej poziomów w danym miesiącu. Jego użycie pozwala zauważyć, że również jedynie kurs kiata charakteryzował się mniejszym poziomem stabilności niż relacja między euro a dolarem. Do walut o relatywnie zmiennym kursie przy takim podejściu należy zaliczyć poza rupią i kitem również tajlandzkiego bata. Najbardziej stabilny był dong (rys. 4.6).

4.5. Współzależności między kursami walut krajów Wspólnoty Gospodarczej ASEAN

Analizę stabilności kursów walut krajów Wspólnoty Gospodarczej ASEAN należy dopełnić, poddając badaniu również skalę współzależności między nimi. Nawet jeśli dokona się tego przy użyciu prostego współczynnika korelacji, wyraźnie widać dwie zależności. Po pierwsze, kurs dolara amerykańskiego w stosunku do dolara singapurskiego i dolara brunejskiego (ze wspomnianych względów tożsame) podążał wyraźnie niezależnie od kursów amerykańskiej waluty względem pozostałych środków płatniczych krajów Wspólnoty Gospodarczej ASEAN. Wartości bezwzględne współczynnika korelacji odnoszącego się do tych zmiennych nie przekraczały poziomu $0,25$. Po drugie, kursy dolara amerykańskiego wyrażone w pozostałych ośmiu walutach wykazywały wyraźny związek. Po obliczeniu współczynnika korelacji dla par tych kursów otrzymuje się wartości z przedziału od $0,55$ do $0,9$. Najłabsza zależność występowała w wypadku riele kambodżańskiego – maksymalny poziom współczynnika wynosił tu $0,71$ (tab. 4.5).



	MMK	EUR	THB	IDR	LAK	PHP	SGD	BND	MYR	KHR	VND
wartość minimalna	0,00%	2,84%	2,94%	2,05%	0,49%	1,55%	1,46%	1,47%	1,45%	0,47%	0,16%
wartość maksymalna	44,27%	15,68%	11,55%	23,32%	19,79%	11,65%	9,02%	9,11%	11,32%	13,48%	7,84%
średnia	6,82%	6,72%	5,92%	5,07%	4,99%	4,93%	4,02%	4,01%	3,94%	3,50%	1,52%

Rysunek 4.6. Wskaźnik ERV dla kursów walut krajów Wspólnoty Gospodarczej ASEAN i euro względem dolara amerykańskiego w ostatnich dniach miesięcy w latach 2019-2023
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z Investing.com (stan na 15 kwietnia 2024 roku).

Jeśli pominąć LAK i MMK, to jest waluty o istotnym oddziaływaniu władz na poziom kursu, to szczególnie silną zależność (dodatnią) widać w wypadku kursów USD względem PHP, MYR i THB – wartość współczynnika korelacji była tu nie niższa niż 0,85. Przedstawienie na wykresie punktowym jednej z trzech możliwych tu par kursów, na przykład USD/PHP i USD/MYR, wyraźnie pokazuje ten związek (rys. 4.7). Linia trendu charakteryzuje się również wysokim dopasowaniem – poziom współczynnika determinacji jest równy ponad 0,73.

Analiza korelacji przeniesiona na poziom krótkookresowy również pozwala uznać, że te trzy kursy (USD względem PHP, MYR i THB) są ze sobą ściśle powiązane. Współczynniki korelacji dla okresów dwudziestu dni roboczych (czyli około miesiąca) w przeważającej mierze były wysoce dodatnie. Można to zaobserwować zarówno na wykresie przedstawiającym zmieniające się wartości tego współczynnika (rys. 4.8), jak

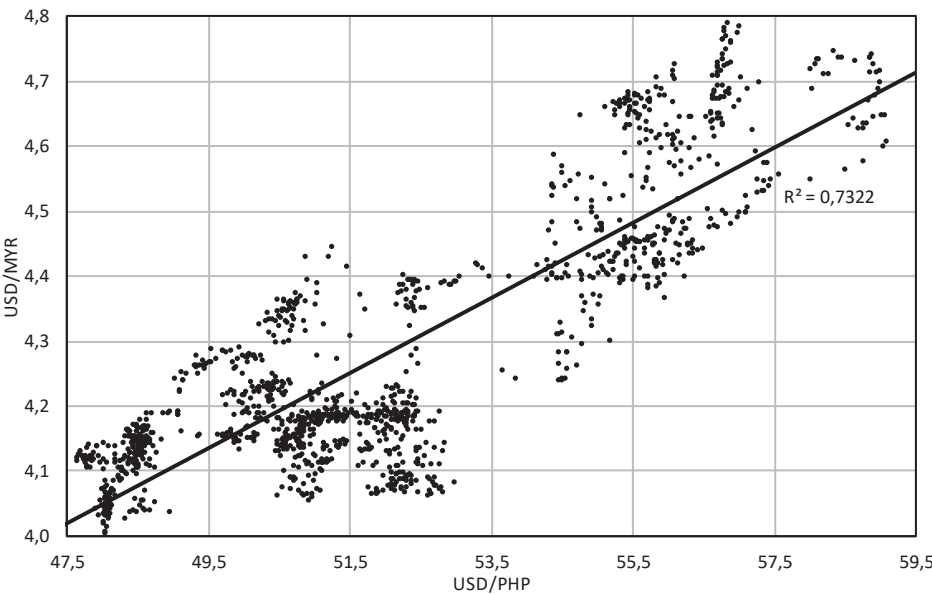
i po obliczeniu, przez jaką część całego analizowanego pięcioletniego okresu współczynnik przyjmował wartości należące do poszczególnych przedziałów (rys. 4.9).

Tabela 4.5. Wartości współczynników korelacji kursów dolara amerykańskiego względem walut krajów Wspólnoty Gospodarczej ASEAN w latach 2019-2023

	BND								
PHP	0,21	PHP							
IDR	0,24	0,66	IDR						
KHR	0,13	0,58	0,59	KHR					
LAK	-0,11	0,85	0,75	0,66	LAK				
MYR	0,25	0,86	0,82	0,71	0,90	MYR			
MMK	-0,11	0,86	0,62	0,57	0,90	0,80	MMK		
SGD	1,00	0,21	0,24	0,13	-0,11	0,25	-0,10	SGD	
THB	0,25	0,85	0,74	0,58	0,84	0,87	0,87	0,25	THB
VND	0,19	0,74	0,75	0,61	0,73	0,80	0,55	0,19	0,61

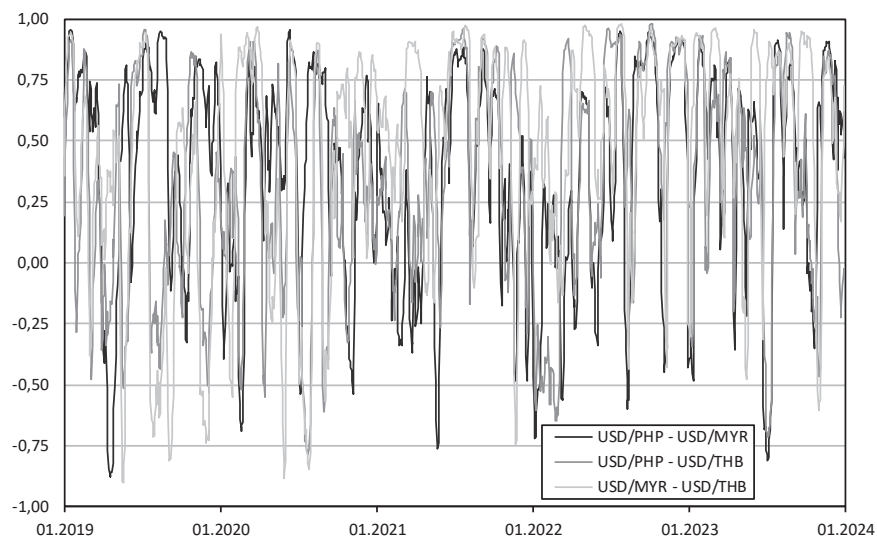
Zacieniowano ciemnym kolorem wartości większe niż 0,7, a jasnym – należące do przedziału od 0,5 do 0,7.

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z Investing.com (stan na 15 kwietnia 2024 roku).



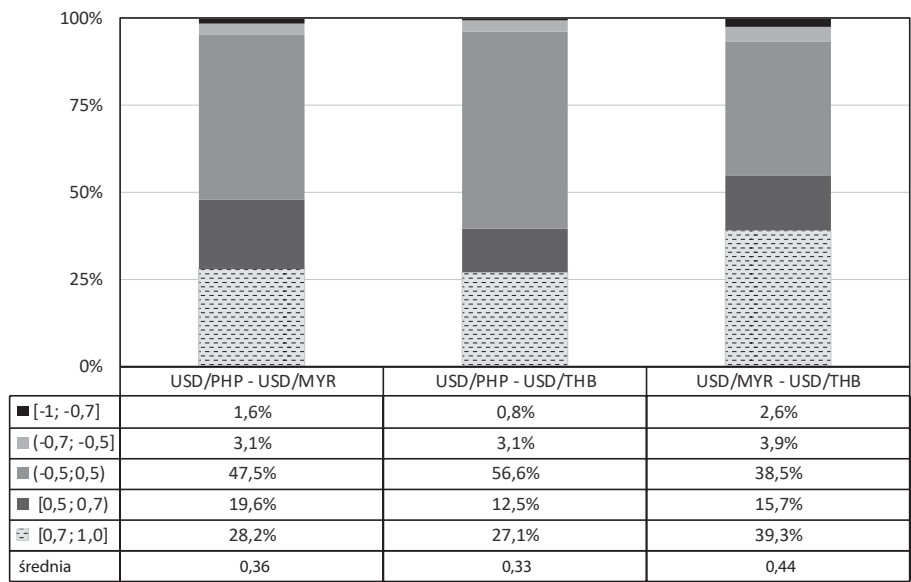
Rysunek 4.7. Wykres punktowy zależności między kursami USD względem PHP i MYR w latach 2019-2023

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z Investing.com (stan na 15 kwietnia 2024 roku).



Rysunek 4.8. Współczynniki korelacji między kursami USD względem PHP, MYR i THB w poprzedzających dwudziestu dniach roboczych w latach 2019-2023

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z Investing.com (stan na 15 kwietnia 2024 roku).



Rysunek 4.9. Częstotliwość przyjmowania poszczególnych przedziałów wartości przez współczynnik korelacji między kursami USD względem PHP, MYR i THB w poprzedzających dwudziestu dniach roboczych w latach 2019-2023

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z Investing.com (stan na 15 kwietnia 2024 roku).

Tabela 4.6. Wartości współczynników korelacji kursów walut krajów Wspólnoty Gospodarczej ASEAN względem dolara amerykańskiego i innych zmiennych w latach 2019-2023

Zmienna	Kurs EUR w USD	Kurs JPY w USD	Cena złota w USD	Cena ropy w USD	Indeks S&P 500	Indeks FTSE 100
Kurs BND w USD	0,54	0,03	0,29	0,13	0,43	0,39
Kurs PHP w USD	0,88	0,90	-0,09	-0,59	-0,22	-0,57
Kurs IDR w USD	0,56	0,72	-0,44	-0,22	-0,28	-0,02
Kurs KHR w USD	0,44	0,60	-0,41	-0,21	-0,35	-0,18
Kurs LAK w USD	0,64	0,96	-0,60	-0,66	-0,65	-0,53
Kurs MYR w USD	0,74	0,91	-0,43	-0,43	-0,39	-0,30
Kurs MMK w USD	0,66	0,91	-0,37	-0,78	-0,64	-0,73
Kurs SGD w USD	0,54	0,03	0,30	0,13	0,43	0,39
Kurs THB w USD	0,74	0,91	-0,40	-0,67	-0,54	-0,39
Kurs VND w USD	0,60	0,70	-0,14	-0,16	-0,05	-0,19
Kurs EUR w USD	–	0,75	0,02	-0,50	-0,03	-0,40
Kurs JPY w USD	0,75	–	-0,42	-0,70	-0,54	-0,57
Cena złota w USD	0,02	-0,42	–	0,26	0,75	0,01
Cena ropy w USD	-0,50	-0,70	0,26	–	0,62	0,73
Indeks S&P 500	-0,03	-0,54	0,75	0,62	–	0,44
Indeks FTSE 100	-0,40	-0,57	0,01	0,73	0,44	–

Zacieniowano ciemnym kolorem liczby o wartości bezwzględnej większej niż 0,7, a jasnym – należącej do przedziału od 0,5 do 0,7.

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z Investing.com (stan na 15 kwietnia 2024 roku).

Ostatnim wartym wspomnienia aspektem analizy korelacji są zależności między kursami walut krajów Wspólnoty Gospodarczej ASEAN a innymi zmiennymi. Co charakterystyczne, silny związek dodatni występował w wypadku kursu JPY w stosunku do USD. Dotyczył on wszystkich analizowanych środków płatniczych poza BND i SGD. Współczynniki korelacji osiągały tu wartości nawet na poziomie 0,96 (w wypadku LAK). Można zatem stwierdzić, że kursy większości walut krajów Wspólnoty Gospodarczej ASEAN wręcz podążały za kursem jena japońskiego. Nieco słabsza, ale także powszechna zależność była charakterystyczna dla kursu EUR/USD. Poza KHR, wartość współczynnika była nie niższa niż 0,5 (tab. 4.6). W odniesieniu do ceny złota związek właściwie nie występował, jedynie kurs LAK był z nią ujemnie skorelowany, co wynikało raczej ze zbiegu okoliczności i z odwrotnych tendencji w zakresie tych dwóch zmiennych, mających zupełnie inne przyczyny, niż z istnienia jakiegokolwiek rzeczywistej zależności. Podobne zjawisko, to jest ujemna korelacja, było charakterystyczne dla części analizowanych walut – szczególnie MMK, ale także PHP, THB i LAK – oraz ceny ropy i wartości najważniejszych indeksów giełdowych (S&P i FTSE). Jeśli jednak

zwróci się uwagę na w dużej mierze administracyjny charakter kursu MMK, ciągłą deprecjację LAK i niewielkie wartości bezwzględne współczynnika korelacji dla pozostałych dwóch walut, należy uznać, że ta korelacja również była zjawiskiem przypadkowym, a nie na przykład odzwierciedleniem tego, że gdy cena ropy i wartości indeksów giełdowych spadają, inwestorzy zaczynają nabywać waluty krajów Wspólnoty Gospodarczej ASEAN (i odwrotnie). W wypadku pozostałych walut występował tu już całkowity brak korelacji.

4.6. Podsumowanie

Kraje Wspólnoty Gospodarczej ASEAN przyjęły różne rozwiązania w zakresie rzeczywiście wdrożonych systemów kursowych. Są one w większości rozbieżne względem deklaracji władz, które wskazywałyby na wyraźną dominację (osiem na dziesięć krajów) kursu płynnego kierowanego. Efektywność działań w zakresie stabilizowania relacji wymiennych środków płatniczych jest także zróżnicowana. Od pozostałych analizowanych walut wyraźnie odstają środki płatnicze emitowane przez Laos i Mjanmę, w wypadku których skala wahań kursu jest bardzo wysoka. Należy jednak zwrócić uwagę, że fluktuacje relacji wymiennych mają w znaczącej części swoje źródło w zmianach wartości dolara, a więc są w dużej mierze niezależne od prowadzonych przez władze państw Wspólnoty Gospodarczej ASEAN polityk kursowych. Przynajmniej w pewnym zakresie również dowodzą tego umiarkowanie silne współzależności między kształtowaniem się kursów analizowanych walut oraz związki tych kursów z relacją dolara względem euro czy jena.

Można zatem stwierdzić, że ten relatywnie niski poziom stabilności relacji wymiennych walut krajów AEC stanowi istotny obszar ryzyka związanego z podejmowaniem biznesu międzynarodowego w tym regionie. Przedsiębiorstwa decydujące się na przedsięwzięcia tego rodzaju muszą się zatem liczyć z koniecznością podejmowania działań i ponoszenia kosztów ukierunkowanych na minimalizację tego ryzyka, co może stanowić barierę dla ekspansji na rynki Wspólnoty Gospodarczej ASEAN.

Bibliografia

- Arize, A. C. (1998). The Long-Run Relationship Between Import Flows and Real Exchange-Rate Volatility: the Experience of Eight European Economies. *International Review of Economics & Finance*, 7(4), 417-435. DOI: 10.1016/S1059-0560(98)90030-2
- Asamoah, M. E., Alagidede, I. P. i Adu, F. (2022). Exchange Rate Uncertainty and Foreign Direct Investment in Africa: Does Financial Development Matter?. *Review of Development Economics*, 26, 878-898. DOI: 10.1111/rode.12858
- BDCB (2024). *Brunei Darussalam Monetary Policy*. Brunei Darussalam Central Bank. Pobrano 15 kwietnia 2024 z <https://www.bdc.gov.bn/monetary-policy>.
- Bennett, J. (2020). The Currency Board of Brunei Darussalam. *Studies in Applied Economics*, 162, 1-25.

- BI (2024). *Monetary Operations*. Bank Indonesia. Pobrano 15 kwietnia 2024 z <https://www.bi.go.id/en/fungsi-utama/moneter/operasi-moneter/Default.aspx>.
- BNM (2024). *BNM's Role in Maintaining Price Stability*. Bank Negara Malaysia. Pobrano 15 kwietnia 2024 z <https://www.bnm.gov.my/monetary-stability/ringggit>.
- BOL (2024). *Laws*. Bank of the Lao PDR. Pobrano 15 kwietnia 2024 z <https://www.bol.gov.la/en/law>.
- BSP (2020). *The Exchange Rate. Key Definitions and Concepts*. Bangko Sentral ng Pilipinas. Pobrano 15 kwietnia 2024 z https://www.bsp.gov.ph/Media_and_Research/Primers%20Faqs/exchange.pdf.
- BSP (2024). *Foreign Exchange Regulations*. Bangko Sentral ng Pilipinas. Pobrano 15 kwietnia 2024 z <https://www.bsp.gov.ph/SitePages/Regulations/FxRegulations.aspx>.
- BT (2024). *Foreign Exchange Regulations*. Bank of Thailand. Pobrano 15 kwietnia 2024 z <https://www.bot.or.th/en/our-roles/financial-markets/foreign-exchange-regulations.html>.
- CBM (2024). *News & Announcements*. Central Bank of Myanmar. Pobrano 15 kwietnia 2024 z <https://www.cbm.gov.mm/news>.
- Coe, D. T., Lee, I. H., Abdelati, W. F., Eastman, D., Hagemann, R., Ishikawa, S., López-Mejía, A., Mitra, S., Muñoz, S., Nakamura, K., Rendak, N. i Yelten, S. (2006). *Cambodia: Rebuilding for a Challenging Future*. International Monetary Fund. DOI: 10.5089/9781589064447.058
- Ćorić, B. i Pugh, G. (2010). The Effects of Exchange Rate Variability on International Trade: a Meta-Regression Analysis. *Applied Economics*, 42, 2631-2644. DOI: 10.1080/00036840801964500
- Daly, K. i Vo, X. V. (2013). The Determinants of Home Bias Puzzle in Equity Portfolio Investment in Australia. *International Review of Financial Analysis*, 27, 34-42. DOI: 10.1016/j.irfa.2012.05.005
- Dapice, D. (2021). Vietnam's Currency Management: Theory, Practice and Reality. *Fulbright Review of Economics and Policy*, 1(1), 32-42. DOI: 10.1108/FREP-02-2021-0018.
- Dixit, A. K., Dixit, R. K., Pindyck, R. S. (1994). *Investment under Uncertainty*. Princeton University Press.
- Ethier, W. (1973). International Trade and the Forward Exchange Market. *The American Economic Review*, 63(3), 494-503.
- Hall, S., Hondroyannis, G., Swamy, P. A. V. B., Tavlás, G. i Ulan, M. (2010). Exchange-Rate Volatility and Export Performance: Do Emerging Market Economies Resemble Industrial Countries or Other Developing Countries?. *Economic Modelling*, 27(6), 1514-1521. DOI: 10.1016/j.econmod.2010.01.014
- IMF (2023a). *Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions 2022*. International Monetary Fund.
- IMF (2023b). *World Economic Outlook Database, October 2023*. Pobrano 15 kwietnia 2024 z <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/weo-database/2023/October>.
- Jehan, Z. i Hamid, A. (2017). Exchange Rate Volatility and Capital Inflows: the Role of Financial Development. *Portuguese Economic Journal*, 16(3), 189-203. DOI: 10.1007/s10258-017-0136-y
- Lal, M., Kumar, S., Pandey, D. K., Rai, V. K. i Lim, W. M. (2023). Exchange Rate Volatility and International Trade. *Journal of Business Research*, 167, 114156. DOI: 10.1016/j.jbusres.2023.114156
- MAS (2024). *Monetary Policy Framework*. Monetary Authority of Singapore. Pobrano 15 kwietnia 2024 z <https://www.mas.gov.sg/monetary-policy/Singapores-Monetary-Policy-Framework>.
- Michalczyk, W. (2012). *Ewolucja polityki walutowej w Polsce po roku 1989 w perspektywie przystąpienia do strefy euro*. Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu.
- NBC (2024). *Exchange Rate Policy*. National Bank of Cambodia. Pobrano 15 kwietnia 2024 z https://www.nbc.gov.kh/english/monetary_policy/exchange_rate_policy.php.
- Nikkei Asia (2023). *Myanmar Central Bank Stops Setting Foreign Exchange Rates*. Pobrano 15 kwietnia 2024 z <https://asia.nikkei.com/Economy/Myanmar-central-bank-stops-setting-foreign-exchange-rates>.
- OGRResearch (2024). *Myanmar: a Unique System of Multiple Parallel Exchange Rates*. Pobrano 15 kwietnia 2024 z <https://www.ogresearch.com/news/myanmar-a-unique-system-of-multiple-parallel-exchange-rates>.
- Ozturk, I. i Kalyoncu, H. (2009). Exchange Rate Volatility and Trade: An Empirical Investigation from Cross-country Comparison. *African Development Review*, 21(3), 499-513. DOI: 10.1111/j.1467-8268.2009.00220.x

- Rahman, S. i Serletis, A. (2009). The Effects of Exchange Rate Uncertainty on Exports. *Journal of Macroeconomics*, 31(3), 500-507. DOI: 10.1016/j.jmacro.2008.12.005
- SBV (2024). *Forex & Gold Management*. State Bank of Vietnam. Pobrano 15 kwietnia 2024 z <https://www.sbv.gov.vn/webcenter/portal/en/home/sbv/fagm>.
- Senadza, B. i Diaba, D. D. (2017). Effect of Exchange Rate Volatility on Trade in Sub-Saharan Africa. *Journal of African Trade*, 4(1), 20-36. DOI: 10.1016/j.joat.2017.12.002
- Sunaryati, S. i Munandar, A. (2023). The COVID-19 Pandemic and the Exchange Rate: a Lesson Learned from Indonesia. *Jurnal Ekonomi & Studi Pembangunan*, 24(1), 1-13. DOI: 10.18196/jesp.v24i1.16110
- Warren, M., Seetanah, B. i Sookia, N. (2023). An Investigation of Exchange Rate, Exchange Rate Volatility and FDI Nexus in a Gravity Model Approach. *International Review of Applied Economics*, 37(4), 482-502. DOI: 10.1080/02692171.2023.2239719
- Yussif, A.-R. B., Onifade, S. T., Ay, A., Canitez, M. i Bekun, F. V. (2022). Modeling the Volatility of Exchange Rate and International Trade in Ghana: Empirical Evidence from GARCH and EGARCH. *Journal of Economic and Administrative Sciences*. DOI: 10.1108/JEAS-11-2020-0187