



Marcin Gruszczyński

Uniwersytet Warszawski
Wydział Nauk Ekonomicznych
Katedra Makroekonomii i Teorii Handlu Zagranicznego
mgruszcz@wne.uw.edu.pl

Katarzyna Dąbrowska-Gruszczyńska

Uniwersytet Warszawski
Wydział Nauk Ekonomicznych
Katedra Bankowości, Finansów i Rachunkowości
dabrowska@wne.uw.edu.pl

**SUKCES I ZAŁAMANIE ARGENTYŃSKIEGO
EKSPERYMENTU GOSPODARCZEGO.
KURS PESO W KONTEKŚCIE PRESJI RYNKOWEJ
W LATACH 2006-2015**

Streszczenie: W 2011 r. władze argentyńskie zdecydowały się na wprowadzenie systemu kontroli obrotów kapitałowych, który obowiązywał do 2015 r. Celem pracy jest oszacowanie tzw. kursu cienia USD/ARS w okresie kontroli kursu. W pracy zweryfikowano hipotezę, że kurs cieni, wyznaczany za pomocą klasycznych parametrów monetarnych, powinien poprawnie odzwierciedlać rzeczywistą sytuację rynkową, a w rezultacie nie odbiegać zbyt od kursu USD/ARS po jego uwolnieniu. W pierwszej części przedstawiono reformy gospodarcze przeprowadzone w Argentynie po kryzysie finansowym z 2001 r. W części drugiej, korzystając z koncepcji kursu cienia oraz indeksu presji spekulacyjnej oszacowano wartości kursu cienia w okresie kontroli.

Słowa kluczowe: finanse, rynki walutowe, przepływy kapitałowe, kryzysy gospodarcze.

JEL Classification: F21, F31, F37, F38, G15.

Wprowadzenie

W latach 2001-2002 Argentyna przeżyła jeden z najpoważniejszych kryzysów finansowych w swojej historii, który zakończył się bankructwem państwa, załamaniem planu wymienialności, deprecjacją kursu peso i w rezultacie międzynarodową izolacją finansową. Wprowadzony po kryzysie szeroko zakrojony program reform społecznych i gospodarczych przez prezydenta Néstora Kirchnera, a następnie jego żonę, przyniósł początkowo pozytywne efekty, jednak

ekspansywna polityka fiskalna zaczęła destabilizować kurs peso, wyczerpywać rezerwy walutowe, wywoływać presję inflacyjną. W konsekwencji, w listopadzie 2011 r. władze argentyńskie zdecydowały się na wprowadzenie systemu kontroli obrotów kapitałowych oraz kursu walutowego, który obowiązywał do 2015 r.

Celem artykułu jest oszacowanie tzw. kursu cienia dla USD/ARS w okresie kontroli kursu w latach 2011-2015. Postawiono hipotezę, że kurs cień, wyznaczany za pomocą klasycznych parametrów monetarnych, powinien właściwie odzwierciedlać sytuację rynkową, a różnica pomiędzy nim a uwolnionym kursem rynkowym nie powinna być zbyt wielka.

W pierwszej części opisano reformy ekonomiczne wprowadzone w Argentynie w latach 2003-2015. W części drugiej przedstawiono koncepcję kursu cienia [Flood i Garber, 1984; Flood i Marion, 1998] oraz indeksu presji spekulacyjnej [Eichengreen, Rose i Wyplosz, 1994]. Następnie oszacowano wartości kursu cienia w okresie kontroli, wykorzystując indeks presji spekulacyjnej dla okresu sprzed i podczas kontroli oraz porównano ten kurs z kursem wolnorynkowym w grudniu 2015 r.

1. Przemiany gospodarcze w Argentynie w latach 2003-2015

W latach 2001-2002 Argentyna przeżyła największy w historii kraju kryzys finansowy – walutowy, bankowy oraz zadłużeniowy. Warto przypomnieć, że zakończył się on nie tylko ekonomiczną oraz polityczną katastrofą wewnętrzną, ale także niewypłacalnością zewnętrzną oraz odcięciem Argentyny od międzynarodowych rynków kapitałowych [Gruszczyński, 2013]. Na przełomie grudnia 2001 i stycznia 2002 w Argentynie rządy sprawowało aż czterech tymczasowych prezydentów, jednak sytuacja zaczęła się dopiero stabilizować podczas prezydentury (także tymczasowej) Eduarda Duhaldego w pierwszej połowie 2003 r. Ostatecznie zakończono plan wymienialności oparty na parytecie wymiany argentyńskiego peso na dolara amerykańskiego w relacji 1:1. Dokonano także zamrożenia cen energii elektrycznej, gazu oraz opłat za telefon¹.

W maju 2003 r., wraz z objęciem stanowiska prezydenta przez Néstora Kirchnera, rozpoczęła się nowa era w historii tego państwa. W 2005 r. prowadził on uwieńczone sukcesem negocjacje mające na celu zrestrukturyzowanie (tzn.

¹ Ta decyzja wkrótce wywołała kryzys energetyczny, ze względu na gwałtowny wzrost popytu na energię. Z kolei niskie ceny gazu zahamowały inwestycje w jego przesył i wydobywanie. Taryfy dla gospodarstw domowych zostały podniesione w 2008 r., co wywołało protesty społeczne.

zredukowanie o ok. 2/3) długu państwowego w wysokości 104 mld USD². W 2006 r. spłacono 9,8 mld USD zadłużenia wobec Międzynarodowego Funduszu Walutowego. Ostatecznie udało się wynegocjować z 92% wierzycieli obniżenie zadłużenia o ok. 70%. Jednocześnie, ciesząc się wielką popularnością oraz poparciem społecznym, zniósł on ograniczenia działalności związków zawodowych, przyczynił się do wzrostu wynagrodzeń, emerytur i świadczeń społecznych (m.in. wprowadzono zasiłki na dzieci) oraz poszerzył zakres programów pomocy społecznej. Stworzono system emerytur obywatelskich (obejmujący m.in. pracujących na czarno). Wprowadzono także ograniczenia dotyczące nabywania gruntów przez cudzoziemców, a także subsydia do transportu publicznego oraz mediów. Pobudziło to oczekiwania społeczne, korzystnie wpływając na wzrost gospodarczy.

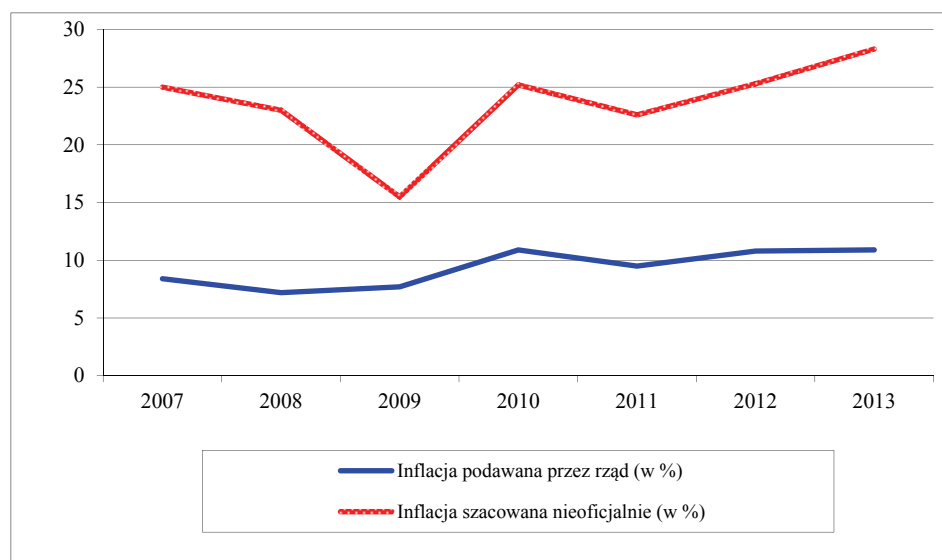
Wkrótce jednak rząd argentyński kierowany przez prezydenta Kirchnera – a od grudnia 2007 r. przez jego żonę, Cristinę Fernández de Kirchner – musiał odpowiedzieć na trzy pytania. Jak sfinansować ekspansję fiskalną? Jak utrzymać lub zwiększyć poziom rezerw walutowych? Jak utworzyć niezbędną nadwyżkę na rachunku obrotów bieżących?

Pierwszym rozwiązaniem było wprowadzenie podatków eksportowych na wywóz zboża, wołowiny oraz soi. To jednak wywołało kryzys polityczny oraz protesty społeczne w 2008 r. Drugim była pożyczka w Centralnym Banku Argentyny, co jednak wymagało usunięcia prezydenta CBA, Martina Redrado, cieszącego się powszechnym uznaniem jako osoba, która od 2004 r. odbudowała zasób rezerw walutowych oraz poprawiła konkurencyjność gospodarki argentyńskiej dewaluując peso. W 2010 r. zmieniono statut CBA, definiując na nowo cele polityki pieniężnej. Celem CBA stało się: „[...] promowanie – w ramach swoich uprawnień i polityk ustalonych przez Rząd Narodowy – stabilności finansowej, zatrudnienia i rozwoju gospodarczego opartego o zasady równości społecznej”[www 1]. Bank mógł również „[...] wypłacać tymczasowe zaliczki Rządowi Narodowemu w wysokości do dwunastu procent bazy monetarnej [...]. Może również przyznać zaliczki w wysokości nieprzekraczającej dziesięciu procent przepływów pieniężnych uzyskanych przez Rząd Narodowy w ciągu ostatnich dwunastu miesięcy”[www 1]. W 2012 r. zezwolono rządowi na bezpośrednio korzystanie z rezerw walutowych będących w posiadaniu CBA.

Poważne zmiany zaszły też w polityce handlowej. W celu stworzenia nadwyżki w bilansie handlowym wprowadzono subsydia eksportowe, niskoopro-

² Wyemitowano 11 rodzajów obligacji zamiennych, po kursie ok. 34 USC za USD, oprocentowanych na 8,3% i zapadalności w 2033 r.

centowane kredyty eksportowe, licencje importowe na ok. 600 linii produktowych. Wydawano także nieformalne rekomendacje dla przedsiębiorców, aby równoważyli wydatki wpływami z eksportu oraz zachęty do przenoszenia produkcji do Argentyny.



Rys. 1. Inflacja oficjalna i szacowana przez niezależne ośrodki badawcze (w %)

Źródło: Na podstawie: [www 4].

W rezultacie ekspansji fiskalnej i monetarnej nasiliła się presja inflacyjna. Spowodowała ona gwałtowną ucieczkę od peso i zwiększony popyt na waluty obce (głównie dolara). W 2012 r. nasilił się konflikt rządu argentyńskiego z Międzynarodowym Funduszem Walutowym na tle szacowania i podawania danych dotyczących inflacji. Wysokość inflacji podawana przez władze oraz szacowana przez niezależne ośrodki badawcze różniła się znacząco (rys. 1). Wątpliwości co do danych oficjalnych były wysuwane zwłaszcza po przejęciu przez rząd prezydenta Kirchnera państwowego urzędu statystycznego INDEC w 2007 r.

Rozwiązaniem antyinflacyjnym było wprowadzenie kontroli cen żywności, transportu, mediów oraz ok. 300 innych produktów. Dokonano także nacjonalizacji koncernu petrochemicznego REPSOL (hiszpańskiej odnogi YPF) w 2012 r. [www 5]. Rząd znacjonalizował wcześniej sprywatyzowane przedsiębiorstwa, takie jak: koleje, poczta oraz wodociągi. Wprowadzono także kontrolę państwową wydobycia ropy naftowej oraz jej sprzedaży, po ustalonych urzędowo cenach (innej dla eksportu, innej na rynek krajowy). Warto dodać, że w listopadzie 2008 r.

dziesięć prywatnych funduszy emerytalnych o wartości ok. 24 mld USD także zostało znacjonalizowanych [www 2].

Poważne zmiany nastąpiły w zakresie kontroli obrotów kapitałowych. W listopadzie 2011 r. władze Argentyny zdecydowały się wprowadzić system kontroli walutowej (nazwany później *dollar clamp*, czyli „dolarowy zacisk”, „dolarowe kleszcze”). Aby zmniejszyć popyt na waluty, banki i kantory miały weryfikować dochody osób indywidualnych ubiegających się o zakup dolarów. Aby nabyć dolary na wyjazd należało przedstawić zaświadczenie o legalności źródła pochodzenia funduszy. Dotyczyło to także osób kupujących rocznie ponad 250 tysięcy USD. Inwestorzy nabywający udziały w firmach oraz nieruchomości zostali zobowiązani do deponowania środków na rachunku w Argentynie. Firmom z branży wydobywczej także nakazano deponować wpływy z eksportu na rachunkach argentyńskich. Z kolei towarzystwa ubezpieczeniowe miały sprzedać aktywa zagraniczne i przetransferować wpływy do kraju. W 2012 r. oficjalnie zakazano kupowania dolarów przez rezydentów (argentyńskich lub zagranicznych) jako formy oszczędności finansowych (choć istniejące rachunki oszczędnościowe w dolarach i depozyty terminowe były dozwolone).

Posunięcia te nie zmniejszyły jednak presji na rezerwy walutowe. W połowie stycznia 2014 r. Centralny Bank Argentyny zredukował skalę interwencji na rynku, co spowodowało spadek kursu peso o ponad 12% [www 3]. W rezultacie agencje ratingowe obniżyły swoje oceny kredytowe do *selective default* (Standard & Poor's) oraz *restricted default* (Fitch).

Do końca kadencji prezydent Cristiny Kirchner polityka gospodarcza oraz walutowa nie zmieniły się. Brak pozytywnych efektów gospodarczych, skandale korupcyjne oraz masowe protesty społeczne przyczyniły się do zmiany na stanowisku prezydenta Argentyny w grudniu 2015 r. Nowy minister finansów, Alfonso Prat-Gay³, mianowany przez nowego prezydenta Mauricio Macri, zdecydował o zniesieniu restrykcji i uwolnieniu kursu argentyńskiego peso 17 grudnia 2015 r. Zgodnie z oczekiwaniami, po uwolnieniu kursu nastąpiła gwałtowna deprecjacja kursu z USD/ARS 9,8 do USD/ARS 13,8. Pod koniec grudnia i w styczniu następnego roku kurs peso zaczął się stabilizować.

2. Kurs cień USD/ARS w kontekście presji spekulacyjnej

W tej części artykułu oszacowany zostanie kurs cień USD/ARS w okresie kontroli obrotów kapitałowych w Argentynie w latach 2011-2015. Kurs cień jest szeroko wykorzystywany w literaturze ekonomicznej w kontekście handlu mię-

³ Był on prezesem Centralnego Banku Argentyny w latach 2002-2004.

dzynarodowego [Balassa, 1974; Tsakok, 1990] oraz finansów [Piersanti, 2012]. W tym drugim przypadku kurs cień pomaga oszacować rzeczywistą siłę nabywczą lub wyznaczyć kurs walutowy, który obowiązywałby na rynku, gdyby nie było istniejących ograniczeń obrotów kapitałowych lub kontroli kursu walutowego.

Flood i Garber [1984] definiują kurs cień jako płynny kurs walutowy po załamaniu się systemu stałego kursu walutowego i jego upłynnieniu. Kurs ten nastąpi, gdy uczestnicy rynku wykupią wszystkie rezerwy walutowe przeznaczone do obrony parytetu, a bank centralny powstrzyma się od dalszych interwencji. W modelu Krugmana [1979] kurs cień równoważy rynek pieniężny po wyczerpaniu wszystkich rezerw walutowych. Kurs cień może być także szacowany i brany pod uwagę, jeśli kurs oficjalny jest pod kontrolą (stały, w przedziale wahań itp.) albo gdy jest wyznaczany zasadniczo przez siły rynkowe, jednakże na rynku obowiązują znaczne ograniczenia przepływów kapitałowych. Kurs cień może być także, choć nie musi, zbliżony do kursu czarnorynkowego, jeśli takowy istnieje.

Flood i Marion [1998] określają kurs cień jako kurs równoważący rynek pieniężny po ataku, w którym wyczerpują się rezerwy walutowe. Podczas okresu kontroli kurs cień (*shadow exchange rate* – ser) może być definiowany jako:

$$\text{ser} = \alpha\mu + d,$$

gdzie:

d – kredyt krajowy,

μ – stopa wzrostu kredytu krajowego (równa stopie spadku rezerw walutowych).

W celu oszacowania kursu cienia wykorzystano koncepcję indeksu presji spekulacyjnej [Eichengreen, Rose i Wyplosz, 1994]. Po kryzysie ERM w latach 1992-1994 opracowano indeks reprezentujący presję na walutę, której kurs jest kontrolowany. Twórcy indeksu zauważyli, że władze, w celu utrzymania pożądanego poziomu kursu, mogą stosować interwencje walutowe za pomocą rezerw oraz wpływać na stopy procentowe. Zatem należy zwracać uwagę na wahania rezerw oraz różnicy stóp procentowych, nie koncentrując się wyłącznie na dewaluacji (czy deprecjacji) kursu oficjalnego. Autorzy indeksu wykorzystali zmodyfikowany model monetarystyczny kursu walutowego (zastępując bazę monetarną sumą kredytu krajowego D oraz rezerw walutowych R):

$$e + (i - i^*) - (r - r^*) = (d - d^*) - \beta(y - y^*) + (1 + \alpha)(i - i^*),$$

gdzie:

i – stopy procentowe,

r – rezerwy walutowe,

d – kredyt krajowy,

y – poziom PKB,

$\beta(\alpha)$ – elastyczność popytu na pieniądz względem dochodu (stóp procentowych),

* – wartości zagraniczne (niemieckie),

Lewa strona powyższego równania jest indeksem presji spekulacyjnej, który definiuje wzrost presji jako deprecjację kursu walutowego, spadek poziomu rezerw, wzrost różnicy stóp procentowych. Empiryczna formuła tak założonego indeksu (z empirycznymi wartościami oszacowań parametrów, normalizującymi ich zmienność) była następująca:

$$\text{Indeks presji spekulacyjnej} = \% \Delta e + 7 [\% \Delta (i - i^*)] - 0,08 [\% \Delta (r - r^*)]$$

gdzie:

$\% \Delta e$ – zmiana kursu nominalnego (w %),

$\% \Delta (i - i^*)$ – zmiana różnicy stóp procentowych (w %),

$\% \Delta (r - r^*)$ – relatywna zmiana poziomu rezerw walutowych (w %).

Eichegreen, Rose i Wyplosz [1994] wykorzystali powyższy indeks do zidentyfikowania znaczącej (powyżej 2,5 odchylenia standardowego) presji spekulacyjnej podczas ataków na kontrolowane kursy walutowe w 22 krajach w latach 1967-1992 (szczególną uwagę zwracając na 7 krajów członkowskich ERM)⁴.

W celu oszacowania kursu cienia w okresie kontroli wykorzystano powyższy indeks dokonując jego dekompozycji ze względu na kurs walutowy i używając oszacowania parametrów z okresu sprzed okresu kontroli. W pierwszym etapie badania oszacowano indeks presji spekulacyjnej dla okresu bez restrykcji (IPS1) oraz dla okresu kontroli (IPS2). W drugim wyliczono kurs cienia z rzeczywistą presją spekulacyjną uzyskaną z indeksu (IPS2), jednakże z oszacowaniami parametrów presji z okresu wolnorynkowego (zakładając dla kursu cienia, że rzeczywista presja na walutę rozkładałaby się w sposób podobny jak w okresie swobodnego kształtowania się kursu). Na zakończenie dokonano porównania ostatniego kursu cienia z kursem walutowym po zrezygnowaniu przez władze argentyńskie z jego kontroli. Dane pochodzą ze strony Międzynarodowego Funduszu Walutowego (data.imf.org), bazy danych *International Financial Statistics* [IMF IFS, 2017]. Skorzystano z linii: nominal rate USD/ARS (213..AF.ZF...), total reserves minus gold (213.1L.DZF...), money market rate (21360B..ZF...), Euro dollar London (11260D..ZF...).

⁴ Porównaj interesujące opracowanie na temat rozmaitych indeksów rynkowych (Speculative Pressure Index, Index of Currency Market Turbulence, Banking Sector Fragility Index oraz Excessive Risk Index) – Ege i Bayraktaroglu [2010].

Formuły indeksu presji spekulacyjnej dla okresów sprzed i w czasie kontroli kursu oraz obrotów kapitałowych są następujące:

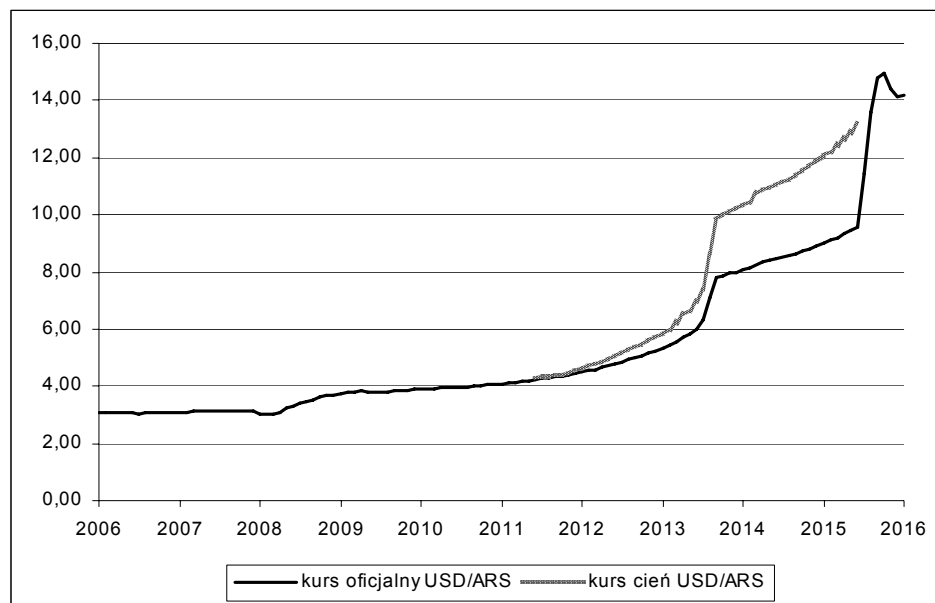
czerwiec 2006-październik 2011 (okres bez kontroli)

$$IPS1 = (0,184) \Delta e_t + (0,00997) [\Delta (i - i^*)_t] - (0,076) [\Delta (r)_t]$$

listopad 2011-listopad 2015 (okres kontroli)

$$IPS2 = (0,2552) \Delta e_t + (0,0311) [\Delta (i - i^*)_t] - (0,1254) [\Delta (r)_t]$$

Na rys. 2 przedstawiono wartości nominalnego kursu oficjalnego USD/ARS oraz kursu cienia. Kurs ten, po wprowadzeniu systemu kontroli, podlegał stałej presji deprecjacyjnej nawet względem i tak słabnącego kursu oficjalnego. Należy zauważyć, że w grudniu 2015 r. kurs cień znajdowałby się na podobnym poziomie, co już uwolniony kurs wolnorynkowy podczas pierwszego notowania 17 grudnia 2015 r. (USD/ARS 13,30). Oznacza to, że skala deprecjacji po uwolnieniu kursu nie powinna zbytnio zaskoczyć uczestników rynku walutowego.



Rys. 2. Kurs oficjalny oraz kurs cień USD/ARS 2006-2016

Źródło: Na podstawie: IMF IFS [2017].

Warto także przeanalizować czarnorynkowe notowania kursu dolara (rys. 3). Jako że obrót nieoficjalny był zakazany toteż czarnorynkowy dolar uzyskał na nim miano niebieskiego dolara (*blue dollar*), podobnie jak niebieskie euro (*blue*

euro). W przeciwieństwie do kursu cienia kurs nieoficjalny cechowała dużo większa zmienność. Także poziom 13,30 ARS/USD został na tym rynku osiągnięty wcześniej.



Rys. 3. Kurs czarnorynkowy USD/ARS 2011-2015

Większą zmienność można tłumaczyć emocjami kierującymi czarnym rynkiem, a także tym, że kwotowania na nim miały charakter ciągły i odzwierciedlały codzienne nastroje uczestników rynku. Wydaje się także, że duże znaczenie miała dodatkowa premia za ryzyko obecna na każdym nieoficjalnym rynku.

Podsumowanie

Wydarzenia drugiej dekady XXI w. w Argentynie są pouczającą lekcją dla badaczy przedmiotu, uczestników rynku oraz polityków. Pokazała ona konsekwencje przeprowadzenia gwałtownej zmiany systemu gospodarczego z wolnorynkowego na kontrolowany przez państwo. Początkowo rzeczywiście można było osiągnąć znaczące sukcesy cieszące się dużym poparciem społecznym. Jednakże niezrównoważona i gwałtowna ekspansja fiskalna wkrótce doprowadziła do wzrostu inflacji, spadku poziomu rezerw walutowych, gwałtownej deprecjacji kursu walutowego, pogorszenia bilansu płatniczego. Wprowadzone ograniczenia życia gospodarczego, restrykcje, kontrola obrotów kapitałowych oraz kursu walutowego szybko stały się nieefektywne i doprowadziły do stagnacji.

Celem pracy było oszacowanie kursu cienia dla pary walutowej USD/ARS z wykorzystaniem koncepcji indeksu presji spekulacyjnej. Badanie pokazało, że w okresie kontroli w latach 2011-2015, wartości kursu cienia znacząco różniły się od kursów oficjalnych. Jednakże po zniesieniu systemu kontroli, kurs wolno-rynkowy znalazł się na poziomie zbliżonym do ostatniej wartości kursu cienia. Oznaczałoby to, że kurs cień w przypadku Argentyny poprawnie odzwierciedlał rzeczywiste procesy zachodzące na rynku walutowym. Wydaje się też, że po czteroletnim okresie kontroli, wewnętrzna dynamika życia gospodarczego miała jednak zdolność szybkiego przywrócenia kursu walutowego do równowagi rynkowej.

Rezultaty przeprowadzonego badania wskazywałyby także na zasadność wykorzystania teorii kursu cienia oraz przydatność koncepcji indeksu presji spekulacyjnej do analizowania rynku walutowego w warunkach ograniczeń obrotów kapitałowych.

Literatura

- Balassa B. (1974), *Estimating Price of Foreign Exchange in Project Appraisal*, "Oxford Economic Papers", Vol. 26(2), s. 147-168.
- Ege I., Bayraktaroglu A. (2010), *Financial Crises and Pressure Indices: Case of Turkey*, "International Journal of Economics and Finance Studies", Vol. 2(1), s. 139-146.
- Eichengreen B., Rose A., Wyplosz C. (1994), *Speculative Attacks on Pegged Exchange Rates: An Empirical Exploration with Special Reference to the European Monetary System*, NBER Working Paper, No. 4898, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.
- Flood R., Garber P. (1984), *Collapsing Exchange-Rate Regimes. Some Linear Examples*, "Journal of International Economics", Vol. 17(1-2), s. 1-13.
- Flood R., Marion P. (1998), *Perspectives on the Recent Currency Crisis Literature*, Working Paper, No. 98, International Monetary Fund, Washington.
- Gruszczynski M. (2013), *Kryzysy walutowe bankowe i zadłużeniowe w gospodarce światowej*, CeDeWu, Warszawa.
- IMF IFS (2017), *International Financial Statistics*, International Monetary Fund, Washington.
- Krugman P. (1979), *A Model of Balance-of-Payments Crises*, "Journal of Money, Credit and Banking", Vol. 11(3), s. 311-325.
- Piersanti G. (2012), *The Macroeconomic Theory of Exchange Rate Crises*, Oxford University Press, Oxford.
- Tsakok I. (1990), *Agricultural Price Policy: A Practitioner's Guide to Partial-equilibrium analysis*, Cornell University Press, Ithaca, NJ.

[www 1] http://www.bcra.gob.ar/Pdfs/Institucional/CartaOrganica2012_i.pdf (dostęp: 8.09.2017).

[www 2] <https://worldview.stratfor.com/analysis/argentina-risky-pension-fund-nationalization> (dostęp: 8.09.2017).

[www 3] <https://www.bloomberg.com/news/articles/2014-01-23/argentina-s-peso-plunges-17-as-central-bank-scales-back-support> (dostęp: 8.09.2017).

[www 4] <https://www.forbes.com/sites/realspin/2015/01/30/perons-legacy-inflation-in-argentina-and-an-institutionalized-fraud/5/#77a8912a63ef> (dostęp: 8.09.2017).

[www 5] <https://www.theguardian.com/world/2012/apr/17/spain-argentina-oil-company-ypf> (dostęp: 8.09.2017).

SUCCESS AND FAILURE OF ARGENTINIAN ECONOMIC EXPERIMENT. PESO EXCHANGE RATE IN THE CONTEXT OF MARKET PRESSURE IN 2006-2015

Summary: The aim of this work is to estimate the shadow exchange rate during the period of foreign exchange control in Argentina in 2011-2015. The hypothesis of this work is that the shadow exchange rate, determined by classical monetary parameters, reflects the actual market situation and, consequently, should not differ substantially from the exchange rate after abandoning the system of controls. The first part presents reforms and economic changes in Argentina after the 2001 crisis. The second part describes concepts of shadow exchange rate and speculative pressure index which were combined together to evaluate shadow exchange rate.

Keywords: finance, forex markets, capital flows, exchange rates.