Paweł Durjasz

W roku 2000 zmieniono formułę corocznej konferencji naukowej organizowanej przez Departament Analiz i Badań NBP zapraszając referentów z banków centralnych Węgier i Czech. Tegoroczna konferencja naukowa NBP na temat „Polska droga do euro", która odbyła się w dniach 22 i 23 października 2001 r. w Falentach była już w pełni międzynarodowa, a jej poziom merytoryczny i oprawa spotkały się z uznaniem uczestników.

W tym roku konferencja poświęcona została zagadnieniom związanym z procesem integracji monetarnej z krajami Unii Europejskiej, który będzie miał w najbliższych latach zasadnicze znaczenie nie tylko dla polityki pieniężnej NBP. W czasie pierwszej sesji poszukiwano odpowiedzi na pytanie, jaka strategia wejścia Polski do Unii Gospodarczej i Walutowej umożliwiałaby optymalne pogodzenie procesu realnej i nominalnej konwergencji. Sesje, które odbyły się drugiego dnia konferencji, pozwoliły skupić się na bardziej szczegółowych zagadnieniach. Przed południem omawiano problematykę możliwości spełnienia kryteriów z Maastricht przez kraje akcesyjne, w tym konsekwencje występowania tzw. efektu Balassy-Samuelsona i innych zjawisk powodujących zróżnicowanie procesów inflacyjnych w różnych krajach. Sesja popołudniowa poświęcona była omówieniu korzyści i kosztów przystąpienia do strefy euro.

Wysoki poziom merytoryczny konferencji to przede wszystkim zasługa autorów referatów, wśród których byli tak znani ekonomiści zagraniczni, jak Ricardo Hausmann, Daniel Gros, czy Fabrizio Corricelli. Swoje opracowania zaprezentowało również wielu czołowych ekonomistów zajmujących się różnymi aspektami integracji monetarnej Polski z Unią Europejską. Bardzo interesujące referaty przygotowali także eksperci z Europejskiego Banku Centralnego, banków centralnych krajów Unii Europejskiej oraz przedstawiciele NBP. Sukces konferencji możliwy był również dzięki aktywnej postawie pozostałych jej uczestników. Sprawny przebieg konferencji przy dużej liczbie prezentowanych referatów to także zasługa moderatorów trzech sesji - profesorów Marka Dąbrowskiego i Dariusza Rosatiego oraz dr. Bogusława Grabowskiego. Konferencja naukowa w Falentach była rekordowa pod względem liczby uczestników - wzięło w niej udział około 180 osób z 15 krajów. Profesjonalne zorganizowanie konferencji na taką skalę nie byłoby możliwe bez współudziału dwóch innych departamentów NBP - Gabinetu Prezesa i Departamentu Komunikacji Społecznej.

W niniejszym numerze „Banku i Kredytu" prezentujemy referaty z konferencji w Falentach - według kolejności wystąpień - wraz ze sprawozdaniem z przebiegu obrad. Życzę Państwu interesującej lektury.

Paweł Durjasz
Dyrektor Departamentu Analiz i Badań NBP

Wiktor Zajkowski GAD

ROK XXXI

listopad-grudzień 2001

BANK I KREDYT

4 **Ricardo Hausmann** Polska droga do euro: Ameryka Łacińska patrzy z zazdrością

19 **Daniel Gros** Przyszłość złotego: między euro a walutą gospodarki wschodzącej

26 **Fabrizio Coricelli** Systemy kursowe przy dochodzeniu do UGW: niektóre argumenty na rzecz wczesnego wprowadzenia euro

36 **Stanisław Gomułka** Polska droga do euro: przegląd opcji

44 **Andrzej Bratkowski i Jacek Rostowski** Dlaczego jednostronna euroizacja ma sens w przypadku Polski i (niektórych) innych krajów kandydujących

56 **Karol Lutkowski** Globalizacja a dylematy polityki pieniężnej. W poszukiwaniu optymalnej strategii dla Polski na drodze do euro

66 **Edmund Pietrzak** Kiedy euro zastąpi złotego?

78 **Konrad Szeląg** Proces etapowego dochodzenia Polski do euro

87 **Cezary Wójcik** Czy jednostronna euroizacja w Polsce jest właściwą drogą do osiągnięcia integracji monetarnej z UGW?

106 **Gabriel Fagan** Źródła dywergencji inflacyjnych w krajach strefy euro

117 **Reiner König** Czy kryteria z Maastricht powinny zostać zmodyfikowane?

127 **Witold M.Orłowski** Możliwość spełnienia przez Polskę kryteriów konwergencji EMU

134 **Franz Schardax** Konwergencja realna, realne kursy walutowe oraz inflacja w krajach Europy Środkowo-Wschodniej

144 **Krzysztof Marczewski** Efekt Balassy-Samuelsona a sektor realny w Polsce

156 **András Simon** Konwergencja w krajach Europy Środkowo-Wschodniej a euro

162 **Gabriel Glöckler** Polityka fiskalna w Unii Europejskiej i jej kształtowanie na podstawie reguł

178 **Hugo Frey Jensen** Koszty i korzyści płynące z mechanizmu kursowego ERM II: doświadczenia duńskie

187 **Marek Góra** Konsekwencje uczestnictwa w Unii Gospodarczej i Walutowej dla polskiego rynku pracy

191 **Jakub Borowski** Podatność Polski na szoki asymetryczne a proces akcesji do Unii Gospodarczej i Walutowej

209 **Dobiesław Tymoczko** Renta mennicza po akcesji do Unii Gospodarczej i Walutowej – korzyści czy koszty?

219 Polska droga do euro - Sprawozdanie merytoryczne z konferencji w Falentach w dniach 22-23 października 2001 r.

ABC bankowe

Leokadia Oręziak Trzy lata istnienia euro - doświadczenia i perspektywy

Wydawca
Narodowy Bank Polski,
00-919 Warszawa,
ulica Świętokrzyska 11/21,

telefony
653 20 77 (redaktor naczelny),
653 23 35
(zastępca redaktora naczelnego),
653 25 71 (sekretarz redakcji),
fax 653 13 21
http://www.nbp.pl

Kolegium Redakcyjne
Piotr Boguszewski,
Elżbieta Czarny
Ryszard Czerniawski,
Dariusz Daniluk,
Ryszard Kokoszczyński,
Karol Lutkowski
Zofia Musiał (zastępca redaktora naczelnego),
Bogusław Pietrzak (redaktor naczelny)
Danuta Stasiak - Lipowska
Iwona Stefaniak (sekretarz redakcji)

Projekt i skład
DOCTORAD

Druk
Drukarnia NBP

Prenumerata
„RUCH" SA - wpłaty na prenumeratę przyjmują: jednostki kolportażowe właściwe dla miejsca zamieszkania lub siedziby prenumeratora (dostawa w sposób uzgodniony). Wpłaty przyjmuje Oddział Krajowej Dystrybucji Prasy „RUCH" SA na konto: Pekao SA IV O/Warszawa 12401053-40060347-2700-401112-001 lub kasa Oddziału. Cena prenumeraty ze zleceniem dostawy za granicę jest o 100% wyższa od krajowej. Zlecenia na prenumeratę dewizową, przyjmowane od osób zamieszkałych za granicą, realizowane są od dowolnego numeru w danym roku kalendarzowym. Wpłaty są przyjmowane na okresy kwartalne w terminie: do 5.12 - na I kw. następnego roku, do 5.03 - na II kw.br., do 5.06 na III kw. br., do 5.09 na IV kw. br. Informacje o warunkach prenumeraty w „RUCH" SA OKDP, 00-958 Warszawa, ul. Jana Kazimierza 31/33 można uzyskać pod tel. 532-87-31, 532-88-20.
Prenumerata własna i sprzedaż pojedynczych egzemplarzy:
Narodowy Bank Polski - Departament Komunikacji Społecznej , 00-919 Warszawa, ulica Świętokrzyska 11/21,
konto:
Centrala NBP - Departament Operacyjno-Rachunkowy nr konta NBP DOR 10100000-13-209-99
I półr. 2001 r. - 72,00 zł; 1 egz. - 12,00 zł
II półr. 2001 r. - 72,00 zł; 1 egz. - 12,00 zł

Redakcja zastrzega sobie prawo do skracania i opracowywania redakcyjnego tekstów.
Artykułów nie zamówionych nie zwracamy.

BANK I KREDYT *listopad-grudzień 2001*

Polska droga do euro: Ameryka Łacińska patrzy z zazdrością

Ricardo Hausmann

Ekonomista z Ameryki Łacińskiej nie może nie patrzeć na dyskusje na temat polityki gospodarczej w Polsce i innych krajach Europy Środkowo-Wschodniej kandydujących do Unii Europejskiej bez poczucia głębokiej zazdrości. Możliwość przystąpienia do Unii Europejskiej, bardzo dużego, szerokiego i głębokiego rynku i systemu rządzenia, stała się tak atrakcyjną opcją polityki gospodarczej, że wytworzył się dzięki niej narodowy konsensus wokół znacznej części programu politycznego, a rozległym dziedzinom reform nadany został kierunek. Istotnie, postanowienie o przystąpieniu do Unii Europejskiej wyraźnie bowiem ukierunkowuje, a może nawet wyznacza jednoznaczną ścieżkę dla polityki fiskalnej, polityki w zakresie handlu zagranicznego, inwestycji, praw własności intelektualnej, finansów, pracy, konkurencji i wielu innych. Postanowienie to zmniejsza niepewność towarzyszącą polityce gospodarczej oraz ułatwia proces zbieżności poprzez szybszą integrację handlu i inwestycji.

Spośród dziedzin polityki gospodarczej, na które wpłynął proces przystępowania do Unii Europejskiej, należy wymienić politykę pieniężną i kursową. W dyskusji prowadzonej w Polsce, na Węgrzech i w Republice Czeskiej nie chodzi zatem o to, czy kraje te powinny dokonać długofalowego wyboru strategicznego na rzecz mechanizmu płynnego z celem inflacyjnym, czy mają wybrać sztywny kurs walutowy. Wyborem długofalowym jest przystąpienie do euro. Jedynym istotnym wyborem, którego musi dokonać polityka gospodarcza, jest to, jaką dokładnie ścieżkę wybrać do ostatecznego systemu. Czy kraje kandydujące do Unii Europejskiej powinny odwlec przyjęcie euro i mechanizmu kursowego ERM w celu utrzymania elastyczności kursowej tak długo, jak to jest możliwe, czy zamiast tego powinny jak najszybciej dążyć do przyjęcia euro, nawet decydując się na jednostronną euroizację?[1]

Na czoło dyskusji wysuwają się do pewnego stopnia te same argumenty, które inspirowały ogólniejszą dyskusję na temat mechanizmów kursowych w innych krajach rozwijających się. W krajach tych oferta możliwych wyborów była dużo szersza, ale - pozwolę sobie zauważyć - mniej obiecująca. Ostatecznie to przecież głęboka integracja gospodarcza z krajami rozwiniętymi daje największą szansę na uzyskanie zbieżności dochodów. Widzieliśmy to w krajach śródziemnomorskich Europy i - przy zastrzeżeniu, że NAFTA jest dużo płytszą formą integracji - to samo da się powiedzieć o Meksyku. Tyle, że większość regionów świata nie ma tak atrakcyjnej alternatywy jak ta, przed którą stoją kraje przystępujące do Unii Europejskiej. Nic dziwnego, że w krajach wschodzących jest o tyle trudniej uzyskać konsensus w zakresie polityki krajowej i zobowiązanie do realizowania wyraźnej strategii gospodarczej.

W niniejszym artykule omówię najpierw dyskusję na temat kursu walutowego w odniesieniu do rynków wschodzących. Wykroczyła ona poza kwestie związane z kryteriami optymalnego obszaru walutowego, obejmując zagadnienia wiarygodności i - co ważniejsze - niestabilności finansowej. Dyskusja ta skłoniła niektórych autorów, w tym niżej podpisanego, do propozycji, aby poważnie zastanowić się nad możliwością uniknięcia niestabilności finansowej poprzez przeprowadzenie jednostronnej dolaryzacji. Inni doszli do wniosku, że większą ochronę zapewnia elastyczny system kursowy z celem inflacyjnym. Odpowiedź na to pytanie ma prawdopodobnie decydujące znaczenie dla wyborów dokonywanych przez Polskę i inne zaawansowane kraje akcesyjne. W niniejszym artykule skupię się na tej dyskusji.

Dyskusja o kursie walutowym raz jeszcze

Pierwotny wybór między kursem sztywnym a płynnym wiązał się z zachodzeniem odwrotnej proporcjonalności między korzyściami płynącymi z samodzielności

[1] Zob. np. J. Rostowski (2001), gdzie przedstawiono stanowisko na rzecz szybkiej jednostronnej euroizacji. Begg i inni (2001) zajmują przeważnie stanowisko przeciwne. W niniejszej pracy terminów „euroizacja" i „dolaryzacja" będę do pewnego stopnia używał zamiennie.

polityki kursowej a kosztami transakcyjnymi, które opcja taka pociągałaby za sobą w wyniku niepewności kursowej i innych kosztów. W pewnym sensie podejście to dalej obowiązuje, chociaż istotnie zmieniły się elementy tego wyboru.

Pierwotna koncepcja optymalnych obszarów walutowych (Mundell, 1961) stwierdzała, że elastyczny kurs walutowy ułatwia danemu krajowi dostosowanie się do szoków realnych, w obliczu których stoi. Jeśli jednak dwa kraje są głęboko zintegrowane pod względem wahań w obrębie wymiany towarowej czy czynników produkcji, to jest wówczas prawdopodobne, że będą podlegały wspólnym szokom: boom w jednym kraju przeniesie się do drugiego. Cykle koniunkturalne będą w wysokim stopniu skorelowane. W tym przypadku gdyby nawet kraje przyjęły własną politykę pieniężna, to i tak będą próbowały robić z nią podobne rzeczy. Sytuacja ta sprawia, że kraje te stanowią **optymalny obszar walutowy (OOW)**: będą w lepszej sytuacji, jeśli będą miały wspólną walutę, przyjmą wspólną politykę pieniężną i korzystać będą z dobrodziejstw bardziej stabilnej polityki pieniężnej wspomagającej handel zagraniczny.

Można to ująć i w inny sposób. Załóżmy, że gospodarki podlegają szokom realnym w świecie, w którym dostosowanie można sobie ułatwić, wykorzystując elastyczność kursów walutowych i kontrolę nad stopą procentową. W tej sytuacji lepszym rozwiązaniem jest autonomia pieniężna i elastyczność kursu walutowego. Jednak gospodarki są również narażone na szoki popytu na swój pieniądz, tzw. szoki nominalne. W tym przypadku kursy elastyczne spowodują wahania cen względnych. Jest to zwykły szum informacyjny, którego najlepiej unikać. Zamiast tego banki centralne powinny po prostu dostarczyć dodatkowych pieniędzy, których chce rynek. To właśnie nastąpiłoby jednak w sposób naturalny przy sztywnym kursie walutowym. Dlatego Frankel (1980) twierdzi: jeśli szoki są przeważnie realne, to trzeba stosować kurs płynny. Jeśli są przeważnie nominalne, to kurs sztywny. Jeśli kraje stanowią część optymalnego obszaru walutowego, wówczas przeważnie doświadczają wspólnych szoków realnych, tak że usztywnienie niweluje nieefektywny wpływ nominalnych szoków na kurs walutowy.

Na ile ważne są koszty transakcyjne związane są z istnieniem wielu walut? Zdaniem Rose'a (2000) wymiana towarowa w krajach, które mają wspólną walutę, jest trzy razy większa, niż można by oczekiwać na podstawie ich parametrów ekonomicznych. Co więcej, zdaniem Frankela i Rose'a (2000), unie walutowe mają znaczny pośredni wpływ na dochód długoterminowy poprzez ich oddziaływanie na wymianę towarową. Dodatkowo stwierdzają oni, że efekt ten nie jest spowodowany przekierowaniem wymiany towarowej: wykazują, że kraje, które należą do unii walutowej, wcale nie mają mniejszych obrotów z krajami nie będącymi członkami unii. Rozszerzono więc zakres literatury w celu przyjrzenia się możliwymi skutkom transferu wiedzy (Rose i van Wincoop, 2001) spowodowanym przez przekierowanie handlu. Efekt ten oszacowano również poprzez analizę przystępowania do unii walutowych i ich opuszczania. Chodziło o skupienie się na szeregach czasowych, a nie efektach zachodzących między poszczególnymi krajami (Glick i Rose, 2001). Od tego przechodzi się do pytania, jakie byłyby skutki przystąpienia do unii walutowej w danym kontekście. Szacuje się, że skutkiem tego byłoby zwiększenie obrotów handlowych o około 90%. Wyniki te, ogólnie rzecz biorąc, przetrwały wiele krytyk[2].

Jeśli dodamy do siebie te dwa nurty literatury, wówczas staje się oczywiste, że kryteria optymalnych obszarów walutowych nie są dane egzogenicznie, ale mogą w istocie stać się endogeniczne m.in. w stosunku do wyboru mechanizmu kursu walutowego. Jeżeli jest tak, że kraje, które mają wspólną walutę, handlują ze sobą więcej i dzięki zwiększeniu obrotów lepiej spełniają kryteria OOW, wówczas państwa, które początkowo nie spełniają kryteriów OOW, mogą w istocie spełnić je *ex post* - wskutek unii walutowej (Frankel i Rose, 1998). Zgodnie z tym argumentem, nawet jeśli kraje kandydujące do Unii Europejskiej nie spełniają obecnie kryteriów wspólnego rynku, to na pewno spełnią je w przyszłości, jako endogeniczną konsekwencję dokonania przez nie wyboru przyszłościowo zorientowanej polityki ekonomicznej i pieniężnej, której bardzo ważnym składnikiem może być UGW. Dla obecnej dyskusji najważniejszą kwestią jest to, jakie koszty będzie musiał ponieść dany kraj, jeśli będzie miał wspólną walutę, nawet jeśli nie należy jeszcze do optymalnego obszaru walutowego. Będzie to miało związek z korzyściami netto, które wynikać będą z utrzymania autonomii pieniężnej. Niebawem wrócimy do tej kwestii. Przedtem jednak musimy wprowadzić do dyskusji pewne elementy dodatkowe.

Wymiar wiarygodności

Zwrócenie uwagi na kwestie niekonsekwencji czasowej i wiarygodności (Kydland i Prescott, 1977; Calvo, 1978; Barro i Gordon, 1983) unaoczniło, że korzyści w postaci elastyczności, uzyskane dzięki polityce pieniężnej, należy zestawić - w celu porównania - z problemami wiarygodności, które polityka pieniężna może napotkać w związku ze swoimi zobowiązaniami inflacyjnymi. Dzięki elastyczności można zredukować zbędne wahania popytu. Polityka ta jest jednak podatna na nadużycia. Ponieważ rynek przewidywać będzie

[2] W szczególności Rodrik (2000), Persson (2000). Dyskusję można śledzić na stronie internetowej Andy'ego Rose'a http://haas.berkeley.edu/~arose

te nadużycia, wywoła to wyższą inflację, wynikającą z dążenia do równowagi. Kraje o niższej wiarygodności, jeśli realizowałyby tego rodzaju strategię, zapłaciłyby koszt wyższej średniej inflacji. Prawdopodobnie powinny zatem zrezygnować z samodzielności, która wynikać będzie z tej elastyczności. Jednym z możliwych wyjść z tej sytuacji jest przyjęcie waluty jakiegoś innego kraju[3].

Nie jest to jednak jedyne rozwiązanie. Alternatywą jest przekazanie swojej samodzielności instytucji, która nie ma bodźców do jej nadużywania, takiej jak autonomiczny bank centralny z wyraźnym mandatem co do celu inflacyjnego. Może to w istocie przesunąć bardziej na zewnątrz granicę między wiarygodnością i samodzielnością i umożliwić krajowi większe korzystanie z dobrodziejstw ich obu. Wyzwanie to niesie ze sobą, obserwowane na nowo, zainteresowanie płynnymi kursami walutowymi z celami inflacyjnymi. Wielu twierdzi, że jest to po prostu opcja bardziej efektywna. Są oni gotowi argmentować, że budowa wiarygodności banku centralnego może trwać długo, jednak w końcu nie aż tak bardzo. Przyjrzyjmy się inflacji jednocyfrowej w Chile, Kolumbii, Polsce i Meksyku, czterech krajach o dość różnej historii inflacyjnej. Można tego dokonać i warto próbować.

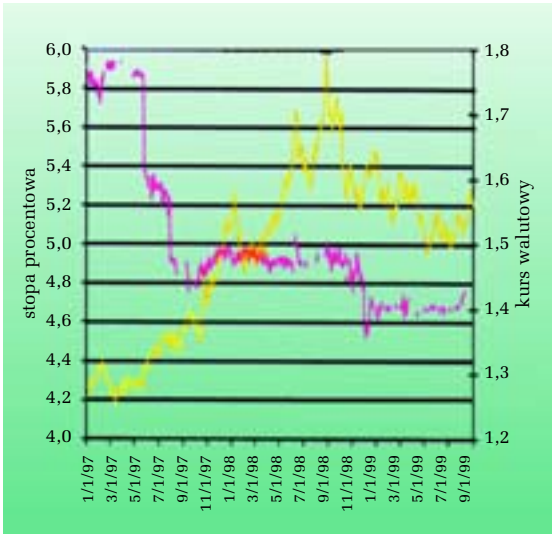
Ze wszystkich tych argumentów wynika, że większość rynków wschodzących powinna się zdecydować na kurs płynny. Gospodarki tych krajów podlegają jednak bardzo dużym i dość idiosynkratycznym szokom realnym i cykle koniunkturalne nie są w nich zbyt skorelowane. Skorzystałyby one znacznie na elastyczności zapewnianej przez autonomię pieniężną i korygowanie kursów walutowych. W momencie negatywnego szoku kraje te mogą dopuścić jego oddziaływanie na kurs walutowy (który niejako przyjmie uderzenie), obniżając jednocześnie stopy procentowe.

Dobrym tego przykładem jest Australia w czasie kryzysu wschodnioazjatyckiego i rosyjskiego. Jak pokazuje wykres 1, władze monetarne kilkakrotnie obniżyły kluczowe stopy procentowe, pozwalając jednocześnie na deprecjację kursu walutowego. W tych okolicznościach sektor eksportowy chroniony był przed deflacją zewnętrzną, natomiast gospodarka krajowa skorzystała z niższych stóp procentowych. Dlatego właśnie w krajach wschodzących należy przyjąć kurs płynny.

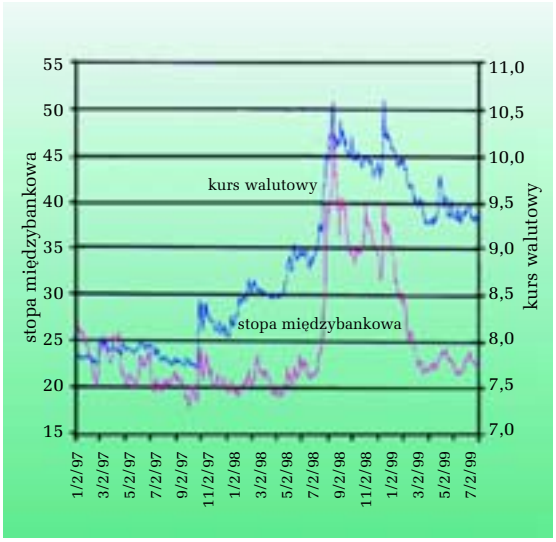
Ale czy na pewno? Przyjrzyjmy się, jak w podobnych okolicznościach poradził sobie Meksyk. Wykres 2 pokazuje kursy walutowe i stopy procentowe za ten sam okres. Różnica nie mogłaby być wyraźniejsza. Kiedy wybuchł kryzys, wywierając presję na kurs walutowy, władze monetarne zareagowały drastycznym wzrostem stóp procentowych: z 17% do ponad 50%; ponadto stopy pozostały na poziomie ponad 35% przez ponad 5 miesięcy! Podobny model można było zaobserwować w krajach Ameryki Łacińskiej: kraje o kursach płynnych podniosły stopy procentowe bardziej niż kraje o kursach stałych. Przeczy to idei, że systemy te pociągają za sobą politykę niższych stóp procentowych, ponieważ kurs walutowy pomaga w procesie dostosowawczym. Trochę to zaskakuje. Ostatecznie przecież wielu twierdziło, że rezygnacja ze sztywnego kursu walutowego prowadziłaby również do uniknięcia konieczności zbytniego podnoszenia stóp procentowych, ponieważ bank centralny nie byłby zmuszony do podejmowania tak bolesnej i, w ostatecznym rozrachunku, nieskutecznej strategii. Przyjrzyjmy się jednak dzi-

[3] Alesina i Barro (2001) przedstawiają model, w którym tradycyjne ramy Barro-Gordona zostają zmieszane z kryteriami optymalnego obszaru walutowego. Pokazują oni, że kraje z poważniejszymi problemami w zakresie wiarygodności powinny przyjąć walutę kraju o większej wiarygodności.

Wykres 1 *Kurs płynny w najlepszym wydaniu: Australia*



Wykres 2 *Kurs płynny w stylu latynoamerykańskim: Meksyk*



siejszym stopom procentowym Brazylii i Turcji i zadajmy sobie pytanie, dlaczego kraje te ustanawiają stopy procentowe na poziomie, który jest wyraźnie nie do utrzymania.

Co wyjaśnia to zachowanie? W istocie, jeśli akceptujemy przedstawione do tej pory fundamenty analizy, to zadajmy sobie pytanie, dlaczego historycznie obserwowaliśmy tak mało płynności. Co tłumaczy ten „lęk przed dryfowaniem" (Calco i Reinhart, 1999), który, jak się wydaje charakteryzuje rynki wschodzące, mające systemy formalnie płynne?[4] Co właściwie w ogóle skłania niektóre z tych krajów nawet do rozważenia dolaryzacji?

Odpowiedź częściowo wiąże się z wpływem niskiej wiarygodności na stopy procentowe. Jeśli wiarygodność jest niska, to oczekiwania inflacyjne sprawią, że stopy procentowe będą wysokie. Jeśli dług w ujęciu statycznym będzie dostatecznie wysoki, to rząd stanie w obliczu dużego deficytu fiskalnego i nie pozostanie mu nic innego, jak przystosować się do oczekiwań inflacyjnych (Calvo, 1989). Gdyby z jakiegoś powodu rząd mógł konsekwentnie prowadzić politykę niskiej inflacji lub zdolaryzować swój dług, wówczas poprawiłaby się jego sytuacja fiskalna i spadłaby inflacja, co ograniczyłoby potrzebę dostosowania fiskalnego. To jest właśnie powodem tego, że Włochy i Hiszpania znacznie skorzystały z cięć stóp procentowych wiążących się z grą w konwergencję. Niższe stopy procentowe to jedna z korzyści oczekiwanych przez tych, którzy opowiadali się za dolaryzacją.

Do sprzyjania szybkiemu dochodzeniu do euro może więc skłaniać niska wiarygodność i jej współoddziaływanie z długiem denominowanym w walucie krajowej i dolarze. Nie jest to jednak wszystko. Przedmiotem dyskusji może być również to, jak uniknąć kryzysów finansowych, tzn. katastrofalnych zaburzeń porządku ekonomicznego.

Niestabilność finansowa, dolaryzacja zobowiązań i „grzech pierworodny"

Nowa dyskusja na temat kursów walutowych w krajach wschodzących nie była spowodowana niepokojem o inflację. Jeżeli już, to inflacja spadła we wszystkich systemach kursowych. Nie zdominował jej też niepokój o handel zagraniczny i wzrost gospodarczy. Uwaga skupiła się natomiast na kryzysach finansowych i roli, którą mechanizmy kursowe mogły odegrać w tworzeniu niestabilności, w końcu doprowadzając do katastrofalnego załamania gospodarczego. Najistotniejsze dla niestabilności finansowej były międzynarodowe przepływy finansowe. Ostatnio uwagę skoncentrowano na skutkach niezabezpieczonych (za pomocą transakcji zabezpieczających - hedgingu) zobowiązań dolarowych w bilansach rządów i przedsiębiorstw.

Zgodnie ze zwykle przyjmowanym poglądem, niezabezpieczone zobowiązania dolarowe stanowią konsekwencję sztywnych kursów walutowych (zob. Burnside, Eichenbaum i Rebelo, 1999). Sektor prywatny czuje się chroniony podjętym przez rząd zobowiązaniem do utrzymania sztywnego kursu walutowego lub jego gotowością do „wykupienia" (wybawienia z opałów) kredytobiorców, jeśli kurs ten nie zostanie utrzymany. Dlatego sektor prywatny nie kupuje ubezpieczenia przed możliwością dewaluacji. Kiedy ta jednak nastąpi, wali się wszystko. Oczywistym rozwiązaniem jest dopuszczenie do płynności waluty. W tych okolicznościach ludzie nie zechcą zaciągać niezabezpieczonych kredytów w walucie obcej, co ograniczy akumulację niedopasowania waluty.

Do tej teorii można mieć takie zastrzeżenia, że istnieje bardzo wiele krajów o płynnym kursie walutowym, które pozyskują wszystkie swoje kredyty zagraniczne w walucie obcej w sposób niezabezpieczony, natomiast jest bardzo niewiele krajów nie należących do G-10, które pozyskują za granicą środki kredytowe we własnej walucie. Dane empiryczne wskazują, że bardzo niewiele krajów jest w stanie zaciągać za granicą pożyczki we własnej walucie. Znaczna większość, w tym zasadniczo wszystkie kraje rozwijające się, rządy, banki i korporacje niefinansowe - nie pozyskują środków kredytowych na rynkach międzynarodowych we własnej walucie.

Jednym z możliwych tu stanowisk jest założenie, że kraje te nie zaciągają kredytów w walucie krajowej nie dlatego, że nie chcą (ze względu na tzw. hazard moralny), ale dlatego, że nie mogą. Rynek na to po prostu nie istnieje. Nie tylko nie są one w stanie zaciągać kredytów za granicą we własnej walucie; na ogół nie mogą zaciągać środków **długoterminowo** w miejscowej walucie nawet we własnym kraju. Bez względu na powody tego stanu rzeczy, istotną dla nas sprawą jest to, że nie są one bezpośrednio związane z wyborem systemu kursowego czy inspirowane nim lub innymi kwestiami dotyczącymi polityki makro w istotnym horyzoncie czasowym. Dlaczego tak się może dziać - to pytanie interesujące samo w sobie, które jest inspiracją dla coraz obszerniejszej literatury[5]. Jeśli jednak chodzi o makropolitykę, to jest ona jak grzech pierworodny: cokolwiek się zdarzyło w raju, obecne pokolenie nie jest w stanie nic na to poradzić: jest to po prostu fakt, z którym to pokolenie musi się liczyć. Grzech pierworodny to założenie dotyczące istnienia pewnego typu niezupełności rynku i sam w sobie ma istotne konsekwencje. Kluczo-

[4] Dowody braku rzeczywistego upłynnienia omawiają: Hausmann, Gavin, Pages-Serra i Stein (1999), Calvo i Reinhart (1999), Hausmann, Stein i Panizza (2001).

[5] Między innymi Aghion, Bacchetta i Banerjee (2001), Chamon (2001), Jeanne (2001).

wą kwestią jest to, że z uwagi na grzech pierworodny kraje importujące kapitał będą miały w swoich bilansach duże niedopasowania walutowe, ponieważ dług zagraniczny netto będzie denominowany w walucie obcej.

Grzech pierworodny sprawia, że wszystkie firmy stać będą przed tzw. diabelskim wyborem (Pou, 1999). Albo będą zaciągać środki w walucie zagranicznej i narażać swoje bilansy na niedopasowanie waluty, albo będą zaciągać krótkoterminowe kredyty w walucie krajowej, narażając się na niedopasowanie zapadalności, która może wywołać kryzysy płynności wywołane niezdolnością do rolowania długu.

Sytuacja ta istotnie skomplikowała pozycję władz monetarnych. Pod wpływem szoku bank centralny może uwolnić walutę, uderzając w ten sposób w spółki, które mają niedopasowane zapadalności, może podnieść stopy procentowe i zmniejszyć płynność krajową, komplikując sytuację podmiotów z niedopasowaniem zapadalności.

Wystawia to gospodarki na samospełniające się perspektywy ataków. Oczekując na znaczną deprecjację, wierzyciele zewnętrzni obawiać się będą, że dłużnicy dewizowi nie będą w stanie spłacić swoich długów. Spowoduje to zastopowanie przepływów kapitałowych lub odwrócenie ich kierunku, co może wywołać deprecjację. Jest to coś więcej niż jedynie możliwość teoretyczna. Wyraźnymi przykładami tego problemu były: Indonezja w latach 1997-1998 i Ekwador w 1999 r. Poza tym obawa przed deprecjacją lub szczupłym pieniądzem skłoni deponentów do atakowania banków, co może spowodować kryzys płynności.

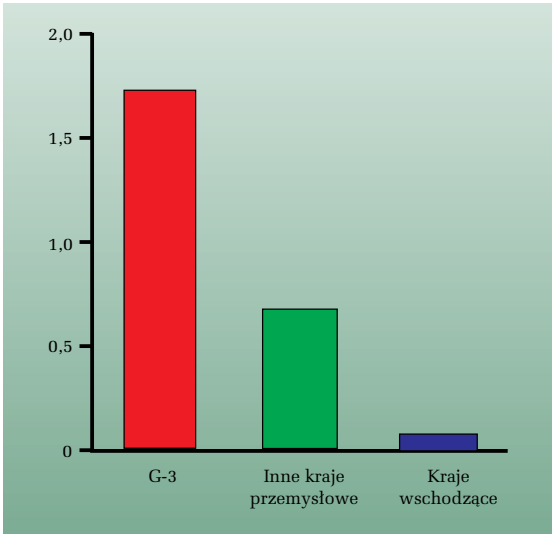
Wydaje się, iż ten stan rzeczy ma wyraźne, znaczne konsekwencje dla polityki pieniężnej. Kraje o płynnym kursie z grzechem pierworodnym będą mniej skłonne do posługiwania się polityką pieniężną w sposób stabilizujący niż ich bardziej cnotliwe odpowiedniki z kursem płynnym. Spróbują one zapobiec dużym wahaniom waluty z uwagi na ich ujemne skutki dla bilansu i, co za tym idzie, dla ich możliwości pozyskiwania środków kredytowych i inwestowania. Żeby zapobiec tym wahaniom walutowym, banki centralne będą musiały podnieść stopy procentowe, kiedy występować będzie presja na walutę, i umożliwić ich spadek, kiedy presja na walutę się zmniejszy. Czynić to będą częściej, niż robi się to zazwyczaj w gospodarkach ze sztywnym kursem walutowym, ponieważ bank centralny nie może sygnalizować rynkowi swojego zobowiązania do obrony celu walutowego *de facto*. Spowoduje to, że polityka pieniężna będzie stosowana procyklicznie i w sposób destabilizujący.

Dane empiryczne Hausmanna, Panizzy i Steina (2001) wskazują, że kiedy kraje z brzemieniem grzechu pierworodnego przyjmują kurs płynny, to przejawiają to, co Calvo i Reinhart (2000) nazwali „lękiem przed dryfowaniem". W szczególności wykazują bardzo niewiele faktycznej elastyczności kursowej. Utrzymują bardzo wysokie rezerwy walutowe, często wyższe niż kraje z izbą walutową, takie jak Argentyna, i mają bardzo niestabilne, często procykliczne, stopy procentowe.

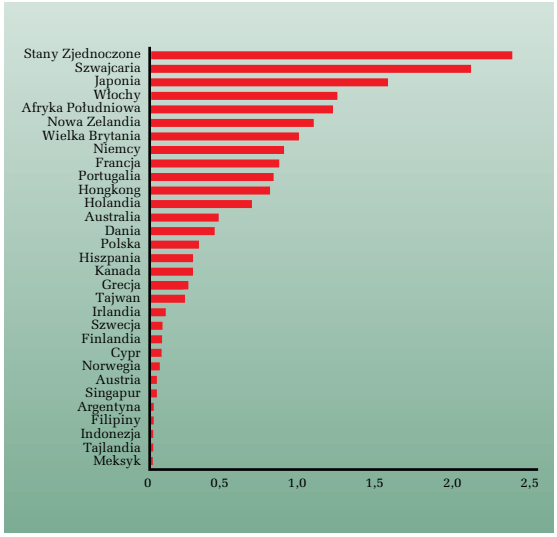
Dolaryzacja zobowiązań na poziomie spółek może być w istocie dużo większa niż efekt spowodowany zagranicznym długiem netto. Wzmacnia go dolaryzacja oszczędności krajowych. W sumie nie ma przecież wielkiego sensu, aby rezydenci oszczędzali wyłącznie w walucie krajowej, zwłaszcza w krajach o zmiennym kursie walutowym. Jest tak również z następującego powodu.

Jeżeli oczekuje się, że waluta krajowa będzie silna w dobrych czasach, a słaba w czasach złych, wówczas nie ma sensu, by rezydenci, których dochody są głównie związane ze stanem gospodarki, oszczędzali w wa-

Wykres 3 *Indeks grzechu pierworodnego*



Wykres 4 *Indeks 3 grzechu pierworodnego*



lucie krajowej[6]. W złych czasach, kiedy oszczędności byłyby najbardziej potrzebne, byłyby one warte mniej. Innymi słowy, korelacja między szokami dla dochodu narodowego a wahaniem kursu walutowego wywołuje **pozytywną** korelację między dochodem narodowym a rentownością aktywów finansowych. Sprawia to, że utrzymywanie waluty w aktywach krajowych jest mniej atrakcyjne. Gospodarstwa domowe o niskiej skłonności do ryzyka będą jednak dążyły do utrzymywania aktywów, których rentowność jest negatywnie skorelowana z ich dochodem. Logika ta mogłaby wyjaśnić, dlaczego dolaryzacja oszczędności jest tak zakorzeniona w krajach Ameryki Łacińskiej. Chociaż i gdzie indziej (na przykład w Polsce) faktyczna dolaryzacja zwiększała się po nawrocie dużej inflacji, to jednak w żadnym z tych krajów proces ten nie uległ odwróceniu po powrocie do niskiej inflacji (McNellis i Rojas-Suarez, 1998). Elastyczność kursu walutowego może nadać tej logice dodatkowy impet. Jeśli chodzi o to, aby stymulować gospodarkę w złych czasach słabszą walutą, a hamować w dobrych czasach silniejszą walutą, to dążenie to wytwarza właśnie bodźce do dalszej dolaryzacji oszczędności. Ponieważ cudzoziemcy będą udzielać kredytów wyłącznie w dolarach, a rezydenci oszczędzać częściowo w dolarach, podaż środków, które można pożyczyć przedsiębiorstwom, będzie w bardzo dużym stopniu denominowana w walucie obcej. Stąd niedopasowanie waluty może odgrywać dość istotną rolę w kraju z otwartymi rachunkami kapitałowymi i grzechem pierworodnym.

Ma to dla naszej dyskusji dwa zasadnicze skutki. Po pierwsze, kraje z grzechem pierworodnym narażają się na samospełniające się ataki. Gdyby waluta miała ulec zasadniczej deprecjacji, skutki bilansowe mogłyby wywołać falę niespłacania kredytów. Niespłacanie to samo w sobie uzasadniałoby początkowy atak. Jeśli dług publiczny jest denominowany w dolarach, deprecjacja osłabiłaby rachunki fiskalne i zmusiłaby rząd do monetyzacji deficytu lub odmowy spłaty długu. To znowu uzasadniałoby początkowy atak. Jeśliby natomiast bank centralny mężnie bronił waluty poprzez politykę szczupłego pieniądza i wysokie stopy procentowe, wówczas spowodowałby straty u tych kredytobiorców - publicznych lub prywatnych - których długi są denominowane w walucie krajowej. Wystawiałby ich na zwiększone ryzyko rolowania. Ryzyko to zmniejszyłaby jednostronna euroizacja, eliminując niedopasowanie waluty i ułatwiając przedłużenie zobowiązań dłużnych.

Po drugie, kurs płynny z grzechem pierworodnym umożliwia politykę pieniężną, która ma charakter znacznie mniej stabilizujący i może nawet być destabilizująca. Nieoczekiwane cięcia stóp procentowych, ogólnie rzecz biorąc, powinny doprowadzić do deprecjacji kursu walutowego. W normalnym kraju uprzemysłowionym ma to podwójny efekt poluzowania popytu: niższe stopy procentowe stymulowałyby kredyt, natomiast słabsza waluta promowałaby eksport netto. To jednak może nie być nastąpić w sytuacji grzechu pierworodnego. Deprecjacja ma charakter recesyjny, bo osłabia bilanse. Skutek ten ograniczy rozluźniający wpływ niższych stóp procentowych. Jeżeli będzie on dostatecznie duży, może nawet odwrócić jego działanie. Wyjaśniałoby to, dlaczego w krajach wschodzących o płynnym systemie walutowym obserwujemy procykliczną politykę pieniężną. Odwrotna proporcjonalność między wiarygodnością a elastycznością może być jeszcze mniej atrakcyjna, niż to sobie wyobrażano. Ogólnie rzecz biorąc, grzech pierworodny wzmacnia zaprezentowaną w dyskusji argumentację na rzecz wczesnej euroizacji.

Dygresja: o przyczynach grzechu pierworodnego

Przyczyn grzechu pierworodnego nie rozumiemy dobrze i nie jest łatwo je poznać na podstawie tych kilku krajów, które osiągnęły „odkupienie". Jest to zjawisko zbyt globalne, aby można je było wyjaśnić drobnymi fiskalnymi czy makroekonomicznymi grzeszkami w stylu południowoamerykańskim. Grzech pierworodny ciąży tak samo na cnotliwym Chile, ostrożnej Azji Wschodniej, a także na mniej wiarygodnych gospodarkach. Podaję tu kilka możliwych wyjaśnień.

Załóżmy po pierwsze, że dany kraj jest zadłużony netto za granicą. Jeśli jego zadłużenie jest denominowane w walucie krajowej, to na deprecjacji zyskaliby rezydenci. Dlatego wierzyciele netto nie chcieliby udzielać kredytów w walucie, którą kredytobiorca może manipulować. Zauważmy, że jeśli dany kraj jest wierzycielem netto, logika ta nie miałaby zastosowania, ponieważ kraj ten nie chciałby podważać wartości swoich roszczeń.

Po drugie, pewną rolę mogą tu odgrywać czynniki ekonomii politycznej. Na przykład w kraju, w którym przeciętny głosujący jest kredytobiorcą netto, nie ma zbyt wielkiego nacisku politycznego na utrzymanie realnej wartości aktywów w walucie lokalnej. W tych warunkach cudzoziemcy nie będą chcieli denominować swoich roszczeń w tej walucie.

Po trzecie, rozważmy sieciowe skutki pieniądza. Mogą występować siły prowadzące do uzyskiwania korzyści dużej aglomeracji. Im rynek jest większy, tym bardziej jest on płynny i tym większe są bodźce do korzystania z niego zarówno przez emitentów, jak i inwestorów. Rynki papierów wartościowych wyrażonych w egzotycznych walutach mogą okazać się zbyt niepłynne, by były efektywne. Może to wyjaśniać, dlaczego nieproporcjonalnie duży dług emituje się w walutach G-3.

[6] Argument ten sformułowali Hausmann i inni (1999), a bardziej formalnie przedstawiają go Aizenman i Hausmann (2000).

Po czwarte, korzyści z dywersyfikacji portfela raptownie się zmniejszają wraz ze wzrostem liczby rodzajów aktywów. Korzyści płynące z dywersyfikacji mogą skłonić inwestorów globalnych do posiadania 10 walut w swoim portfelu. Te same korzyści mogą już jednak nie uzasadniać kosztów informacyjnych i transakcyjnych, wiążących się z utrzymywaniem 30 lub 80 walut.

Na koniec, jeśli z jakiegoś powodu zobowiązania są zdolaryzowane, wówczas ryzyko kredytowe i dewaluacji będą ze sobą skorelowane. W tych warunkach inwestorzy mogą nie chcieć denominować swoich roszczeń w jednostce walutowej, która traciłaby wartość w przypadku bankructwa, co sprawiłoby, że byłyby one podporządkowane roszczeniom innych wierzycieli. Uzasadniałoby to początkową dolaryzację oszczędności.

Chodzi o to, że żadna z tych pięciu potencjalnych przyczyn wcale nie zniknie wraz z wyborem kursu walutowego. Jest nawet mniej prawdopodobne, że przyjęcie alternatywnych strategii prowadzących do przystąpienia do euro będzie miało na nie znaczny wpływ.

Nagłe zastopowania

Istnieje alternatywna argumentacja, która może wyjaśnić samospełniające się kryzysy bez jakiegokolwiek odniesienia do waluty czy niedopasowania zapadalności. Argumentacja ta w istocie w żaden sposób nie odnosi się do charakteru systemu pieniężnego. Wynika to z faktu, że żaden mechanizm walutowy nie może sam z siebie chronić przed tym niebezpieczeństwem. Argument ten opiera się na logice nagłych zastopowań (Calvo, 1998).

Ma on następującą strukturę. W normalnych czasach większość rynków wschodzących ma duży deficyt na rachunku obrotów bieżących. Umożliwia to im utrzymanie wyższego poziomu inwestycji i konsumpcji oraz niższych stóp procentowych niż przy autarkii. Przy wyższym poziomie wydatków krajowych przychody podatkowe są wyższe, podczas gdy niższe stopy procentowe sprawiają, że obsługa długu jest mniej uciążliwa. Gdyby z jakiegoś powodu przepływy kapitałowe miały ulec nagłemu zastopowaniu lub nawet zmienić kierunek, to nastąpiłoby natychmiast drastyczne ograniczenie działalności gospodarczej w kraju. Spowodowałoby to załamanie się popytu krajowego i znaczny wzrost dolarowych stóp procentowych. To ograniczenie działalności będzie musiało doprowadzić do wzrostu deficytu fiskalnego i osłabienia wypłacalności przedsiębiorstw, podczas gdy nagłe wyeliminowanie dodatkowych środków finansowych zmusiłoby do skasowania długofalowych przedsięwzięć inwestycyjnych. Wszystko to zmniejszyłoby wiarygodność kredytową kraju i uzasadniało zastopowanie, które nastąpiło na początku.

Argument ten mógłby wyjaśnić, dlaczego Argentyna i Brazylia - dwa kraje o przeciwnych systemach kursowych - przechodzą bardzo podobne kryzysy. Załamanie się finansowania zewnętrznego wymaga przeprowadzenia w kraju dostosowań do wypłacalności krajowych rezydentów publicznych i prywatnych. Żeby to jakoś opisać w kontekście polskim, wyobraźmy sobie sytuację, w której Polska zostałaby wystawiona na próbę przez rynki finansowe. Jeśliby nagle miała obniżyć swój deficyt na rachunku obrotów bieżących w wysokości około 5% PKB, spowodowałoby to ograniczenie działalności gospodarczej w kraju, deprecjację i wzrost stóp procentowych, co doprowadziłoby do wybuchowego wzrostu deficytu fiskalnego z jego obecnego poziomu 4% PKB. W obliczu wybuchowej sytuacji fiskalnej pierwotny atak wydawałby się uzasadniony. W celu uniknięcia tego koszmarnego scenariusza należy przystąpić do euro.

Może to wydać się trochę naciągane, ale warto wiedzieć, dlaczego tak jest. To prawda, że Polsce oszczędzono zawirowań, które obecnie trapią rynki wschodzące. Jak pokazuje tabela 1, marża na Emerging Market Bond Index (EMBI+) wzrosła powyżej 1000 punktów bazowych, natomiast w Polsce zmniejszyła się do około 250 punktów bazowych. Wynik ten pojawia się pomimo stosunkowo dużego i pogarszającego się w Polsce deficytu fiskalnego i na rachunku obrotów bieżących. Tak naprawdę to na obu frontach Polska wydaje się bardziej narażona na niebezpieczeństwa niż Argentyna. I proszę nie winić izby walutowej w Argentynie: Brazylia z płynnym kursem walutowym i celem inflacyjnym poszła w tym samym kierunku i jej marża przekracza 1.200 punktów bazowych. To prawda, że relacja długu bieżącego do PKB w Polsce w wysokości około 35% wydaje się niewielka w stosunku do Brazylii, gdzie jest na poziomie około 55%. Przypomnijmy jednak, że do czasu przeprowadzonej w styczniu 1999 r. dewaluacji relacja długu Brazylii do jej PKB wynosiła poniżej 30%. Gdyby kurs złotego podobnie się obsunął, różnica ta zniknęłaby z dnia na dzień.

Być może Polskę od zawirowań finansowych uratował fakt, że jej przyszłość wiąże się z procesem przystępowania do Unii Europejskiej. Jeśli tak było w istocie, to poprzedni akapit można potraktować jako dowód poszlakowy na rzecz tego poglądu. Wyjaśniłoby się wówczas, dlaczego Grecji poszło tak łatwo. Jednym z możliwych wyjaśnień byłoby to, że perspektywa przystąpienia do Unii rzuca jaśniejsze światło na charakter przyszłej polityki gospodarczej, tworząc podstawę przyszłej zbieżności dochodów. Determinuje to stosunkowo wysoką oczekiwaną stopę wzrostu, która uzasadnia wysoką rentowność kapitału i stąd też pomaga utrzymać dobrą równowagę za pomocą wysokiego napływu kapitału. Inne kraje mają mniej pewną politykę i mniej obiecujące perspektywy zbieżności. Oczekiwa-

Tabela 1 *Marże na rynkach wschodzących 5 października, 2001*

Rynki Ameryki Łacińskiej Marża w stosunku do amerykańskich papierów skarbowych (bps) i całkowite zwroty (w %)	marża	1-dniowe	5-dniowe	miesięczne	bieżący miesiąc	roczne	bieżący rok	2000
EMBI+	**1075**	**-0,46**	**-3,02**	**-7,27**	**-3,02**	**-1,89**	**-2,96**	**15,66**
Ameryka Łacińska								
Argentyna	1868	-1,26	-10,90	-15,85	-10,90	30,24	-31,10	7,69
Brazylia	1246	-0,65	-2,93	-10,43	-2,93	-8,86	-10,56	12,91
Kolumbia	634	0,07	0,20	-1,15	0,20	29,16	23,47	2,17
Ekwador	1563	-1,76	-2,33	-6,03	-2,33	6,76	10,78	53,91
Meksyk	439	0,03	0,20	-2,19	0,20	10,59	7,46	17,87
Panama	508	0,49	-0,88	-6,00	-0,88	9,43	9,54	8,29
Peru	696	-0,64	-1,88	-5,44	-1,88	13,76	11,88	0,21
Wenezuela	1045	-0,18	-1,77	-3,84	-1,77	5,59	7,31	15,00
Reszta świata								
Rosja	978	-0,12	-0,80	-5,11	-0,80	26,91	29,81	54,85
Polska	253	-0,04	0,40	1,10	0,40	16,50	9,23	15,93
Turcja	1025	-0,89	-2,15	-3,14	-2,15	-3,57	2,56	-1,67
Bułgaria	714	-0,53	-1,25	-5,11	-1,25	8,83	7,70	5,12
Filipiny	694	-0,30	-0,70	-4,25	-0,70	11,17	9,85	-4,45
Korea	177	0,02	0,49	1,82	0,49	18,76	12,93	10,52
Maroko	596	-1,14	-1,35	-6,32	-1,35	1,98	3,75	5,51
Nigeria	2105	-0,74	0,99	-0,70	0,99	19,07	12,14	15,59
Katar	331	0,40	1,52	-3,16	1,52	b/d	15,91	b/d

Źródło: Bloomberg. Ceny i marże około 16:00; UBS-Warburg.

na stopa wzrostu może być zatem mniejsza lub mniej pewna. W tych okolicznościach bardziej prawdopodobne może być wstrzelenie się w złą równowagę.

Bilans argumentów

Jednym ze sposobów odniesienia się do kwestii właściwej ścieżki dojścia do euro jest zadanie sobie dwóch pytań:

- jaki jest wpływ wyboru ścieżki na prawdopodobieństwo kryzysu?
- jaki kurs walutowy ułatwiłby radzenie sobie z kryzysem?

Chcąc uprościć dyskusję załóżmy, że porównujemy strategię, która stara się jak najbardziej przedłużyć okres płynnego kursu walutowego i celu inflacyjnego, ze strategią przyspieszającą proces dochodzenia do euro poprzez jednostronne przyjęcie tej waluty tak szybko, jak to tylko możliwe.

Jedną z zalet wczesnego przyjęcia euro jest to, że eliminujemy kwestię niedopasowania waluty, która leży u podstaw wielu problemów spowodowanych przez grzech pierworodny. Problem niedopasowania waluty eliminujemy dzięki posiadaniu waluty krajowej, którą można się posłużyć do zaciągania kredytów na rynku międzynarodowym. Wczesne przyjęcie euro ułatwia również wyeliminowanie niedopasowania zapadalno-

Tabela 2

	Saldo obrotów bieżących		Saldo budżetowe	
	2001	2001	2001	2002
Argentyna	-2,1	-2,1	-2,1	-0,3
Brazylia	-5,2	-4,1	-9,8	-4,6
Republika Czeska	-6	-6,1	-4,5	-5
Węgry	-3,2	-5	-3,5	-3,5
Meksyk	-2,7	-3,1	-0,7	0
Polska	-4,9	-5,2	-4	-5,2
Rosja	12,9	7	2,5	2,3
Afryka Południowa	-0,9	-1,6	-1,9	-2,3
Turcja	2,0	0,9	-16,3	12,0

Źródło: J.P. Morgan, Global Data Watch, 5 października, 2001.

ści. Ostatecznie wiele rynków wschodzących, które są w stanie uplasować 30-letnie obligacje w dolarach, będzie miało kłopoty przy emisji dwuletnich obligacji w walucie miejscowej. Może to doprowadzić do wyeliminowania problemów niedopasowania, które prowadzą do niestabilności finansowej, i zmniejszyć w ten sposób prawdopodobieństwo niektórych typów kryzysu. Komplikuje to jednak funkcję pożyczkodawcy ostatniej instancji („banku ostatniej szansy") i może również zwiększyć prawdopodobieństwo kryzysów płynności w systemie bankowym. Poniżej będę jednak argumentował, że nie jest to tak duży problem, jak twierdzą krytycy: przy jednostronnej euroizacji bank może zapewnić równoważny kredyt ostatniej instancji. Można również twierdzić, że jednostronna euroizacja doprowadziłaby do większego początkowego boomu, wywołanego napływem kapitału, z którym trudno byłoby sobie poradzić za pomocą sztywnego kursu walutowego, kiedy napływ ten zostanie zastopowany. Kwestią tą zajmiemy się poniżej.

Dodatkowo, jeśli rację ma Andrew Rose i jego współautorzy, to wczesne przyjęcie euro może doprowadzić do szybszego wzrostu obrotów handlowych między krajami o wspólnej walucie i do wzrostu obrotów handlowych ogółem. Powodowałoby to większy wzrost przy tym samym oczekiwanym nominalnym kursie walutowym. Co więcej, przyspieszyłoby to proces, dzięki któremu Polska stałaby się - w tradycyjnym sensie - bardziej optymalnym wspólnym obszarem walutowym z Eurolandem.

Inne zmartwienie polega na tym, że pozycja krajów, decydujących się na strategię jednostronnej euroizacji, mogłaby być podcięta przez inne kraje kandydujące, które mogą zdecydować się na strategię zakładającą przyjęcie euro z opóźnieniem i konkurencyjną deprecjację poprzez rozluźnioną politykę monetarną. W pewnym sensie jest to problem, przed którym stoi Argentyna z uwagi na słabość waluty brazylijskiej. Jedną z tego konsekwencji jest to, że od podejścia czysto jednostronnego lepsza może być koordynacja między krajami kandydującymi.

Innym skutkiem jednostronnej euroizacji jest to, że kraje nie będą pełnymi członkami struktury zarządzania systemem monetarnym do czasu zakończenia przez nie procesu przystępowania do Unii Gospodarczej i Walutowej. W tym sensie kraje te stanęłyby przed podobną sytuacją, co Panama, Ekwador czy Salwador. Jednak kraje te zdecydowały się mimo to na jednostronną dolaryzację. Częściowo było to spowodowane tym, że chociaż uznają one, iż posiadanie przedstawicielstwa politycznego w jakiejś formie jest lepsze niż bycie z niego wyłączonym, to oczekiwana wartość przedstawicielstwa może nie okazać się wygórowana. Europejska polityka pieniężna przy ustalaniu stóp procentowych zwraca niewielką uwagę na sytuację makroekonomiczną w Irlandii. Dla małych krajów peryferyjnych, które przyjmują znaczącą walutę, ważniejsze mogą być zagadnienia renty menniczej i pożyczkodawcy ostatniej instancji, do których teraz przechodzimy[7].

Jednostronna euroizacja a kurs płynny w trakcie początkowego boomu

Szybkie przejście do jednostronnej euroizacji, przy odpowiednim kursie walutowym, powinno spowodować spadek lokalnych stóp procentowych, zwiększyć napływ kapitału i dać więcej luzu działalności gospodarczej. W pewnym stopniu ta część procesu zbieżności ma miejsce już teraz, ale jednostronna euroizacja mogłaby go przyspieszyć - w formie przejściowego boomu. Niektórych niepokoi to, że boom - wynikający z dużego napływu kapitału - wymagać będzie dostosowania w późniejszym okresie, kiedy napływ kapitału się zmniejszy albo nawet odwróci kierunek. To ostateczne dostosowanie obejmowałoby korektę deficytu obrotów bieżących i realną deprecjację w czasie, kiedy zrezygnowano by już z elastyczności kursu walutowego. Byłoby to prawdopodobnie bardziej kosztowne i mogłoby wymagać zwiększonej pomocy ze strony innych członków Unii Europejskiej, którzy wówczas zdecydowaliby się na wyeliminowanie tego potencjalnego obciążenia.

Zgodnie z tym drugim poglądem, transformacja byłaby bardziej trwała przy płynnym kursie walutowym (Begg i inni, 2001). Umożliwiałaby krajowi ograniczenie boomu poprzez aprecjację waluty, utrzymywanie kursów walutowych na wyższym poziomie i tworzenie większej niepewności w zakresie kursu walutowego, która ograniczyłaby napływ kapitału i tworzyłaby bodźce do stosowania w większym stopniu transakcji zabezpieczających (*hedging*). Powinno to zmniejszyć prawdopodobieństwo kryzysu i ograniczyć jego natężenie, gdyby wystąpił.

To, czy prawdopodobieństwo kryzysu się zmniejszy, zależy od tego, czy kryzysy są związane z wielkością przepływów, czy z układem długu w ujęciu statycznym. Fernandez-Arias i Hausmann (2001) pokazują, że kryzysy walutowe wiążą się z długiem w ujęciu statycznym w krajach rozwijających się, ale nie w krajach uprzemysłowionych. Artykuł ten pokazuje, że różnicę tę wyjaśnia głównie fakt, iż grzech pierworodny jest większy w krajach rozwijających się niż w krajach uprzemysłowionych. Kiedy ten efekt zostanie już

[7] Poza ustalaniem stóp procentowych jest wiele innych, nowych kwestii należących do polityki gospodarczej, które trzeba będzie z czasem rozstrzygnąć w ramach systemu walutowego. Wiele z nich jest w chwili obecnej nieznanych. Źródłem ryzyka jest wyłączenie z jakiejkolwiek formy uczestnictwa. Pod tym względem brak zainteresowania ze strony Stanów Zjednoczonych w tworzeniu ram dla dolaryzacji był głównym antybodźcem dla podążania w tym kierunku. Ponieważ jest to jedynie przejściowy problem dla krajów akcesyjnych, możemy go pominąć.

uwzględniony, niewielką dodatkową moc wyjaśniającą mają inne czynniki, skorelowane z faktem bycia krajem rozwijającym się. Dlatego ten sam dług w ujęciu statycznym przy jednostronnej euroizacji może okazać się mniej problematyczny niż przy systemie płynnym z grzechem pierworodnym.

Niezależnie od tego, w trakcie długiego okresu dochodzenia do euro z systemem płynnym byłoby rozważne, gdyby rząd w celu ograniczenia niedopasowania waluty finansował swój deficyt walutą krajową. Stopy procentowe *ex post* będą z pewnością wyższe niż stopy dolarowe - nie tylko dlatego, że luka ta reprezentuje opcję przeprowadzenia deprecjacji, która będzie asymetryczna, ale również dlatego, że ostrożni ciułacze krajowi muszą uzyskać rekompensatę za złą, z punktu widzenia dywersyfikacji portfela, korelację zwrotów denominowanych w walucie krajowej z dochodem. Jest to jeszcze jeden powód, dla którego podobna pierwotna nadwyżka fiskalna przekładałaby się na wyższy dług publiczny w ujęciu statycznym.

Mechanizm płynnego kursu walutowego podlegałby dodatkowo samospełniającym się oczekiwaniom ataków, gdyby dług dolarowy lub krótkoterminowy dług w walucie lokalnej (oba w ujęciu statycznym) były dostatecznie wysokie. Powell i Sturzenegger (2001) pokazują za pomocą próbki badań zdarzeniowych, że ryzyko kredytowe i ryzyko dewaluacji mają tendencję do pozytywnej korelacji na rynkach wschodzących, chociaż są negatywnie skorelowane w krajach uprzemysłowionych. Oznacza to, że obawy przed dewaluacją mogą doprowadzić do powstania obaw przed niespłaceniem długu dolarowego skłaniając do ataku o charakterze potencjalnie samospełniającym się. Indonezja i Ekwador są tu dobrymi przykładami. Tym samym obawy przed deprecjacją czy inflacją mogą stać się samospełniające dlatego, że powodować będą wzrost stóp procentowych, który pogorszy sytuację fiskalną i skłoni rząd do przyjęcia stanowiska bardziej inflacyjnego, tak jak o tym pisze Calvo (1989).

Co więcej, polityka ta wiązałaby się z niższą stopą wzrostu poprzez mniej konkurencyjny kurs walutowy, mniejszy deficyt na rachunku obrotów bieżących i wyższe stopy procentowe, wiążące się z niższym napływem kapitału. Pociągałoby to za sobą to, że - dla tego samego deficytu pierwotnego - dług w ujęciu statycznym byłby większy, a stopy procentowe odpowiednio wzrastałyby.

Co więcej, boom wywołany przez jednostronną euroizację stanowi wielką okazję do wzmocnienia systemu finansowego i rachunków fiskalnych. W tym okresie rząd powinien zacieśnić przepisy fiskalne, aby oprzeć się ekspansji kredytowej i zagwarantować, że banki zakumulują większą ochronę kapitału i płynności w celu zbudowania siły niezbędnej do poradzenia sobie z przyszłymi recesjami. Poza tym właśnie w fazie boomu łatwiej jest bankom spełnić bardziej surowe standardy.

Nie jest więc tak do końca jasne, czy przedłużenie okresu obowiązywania kursu płynnego rzeczywiście zmniejszy prawdopodobieństwo kryzysu. Można przedstawić niesprzeczną argumentację na rzecz stanowiska, że wczesna euroizacja, nawet przeprowadzona jednostronnie, może promować wzrost i rzeczywiście zmniejszyć ryzyko kryzysu. Jednakże jednostronna euroizacja ma również wpływ na kwestie renty menniczej i pożyczkodawcy ostatniej instancji. Do omówienia obu zagadnień właśnie przechodzimy.

Rezygnacja z renty menniczej

Jednostronna euroizacja zakłada rezygnację z dochodu z renty menniczej, który zostanie przejęty przez Europejski Bank Centralny i ostatecznie przez pozostałych członków Unii Europejskiej. Dla krajów Ameryki Środkowej i Karaibów utrata ta wynosi około 1% PKB. Wielkość ta stanowi istotną część przychodów fiskalnych w normalnym roku. Dla krajów przystępujących do Unii Europejskiej jest to jedynie problem przejściowy, który zostanie skorygowany w ramach Unii Gospodarczej i Walutowej. Jednak nawet kraj, który decyduje się na jednostronną euroizację, nie musiałby wyjść na tym aż tak źle. Przede wszystkim wiele banków centralnych traci pieniądze na operacjach sterylizujących. Emitują one przeważnie swoje zobowiązania, a pozyskane środki inwestują w rezerwy walutowe. Pociąga to zazwyczaj za sobą znaczne straty, które w wielu krajach są porównywalne z przychodami z renty menniczej lub nawet je przekraczają. Rezygnując z potrzeby przeprowadzania tych operacji kraje te mogą poprawić wypłacalność banku centralnego. Poza tym zdolaryzowany bank centralny może nadal uzyskiwać przychody z renty menniczej na innych formach pieniądza. Na przykład może on nałożyć wymóg tworzenia nieoprocentowanych rezerw obowiązkowych od pewnych depozytów. Wywoła to przychody w postaci „renty menniczej", ponieważ bank centralny będzie mógł zarabiać odsetki na rezerwach. W tym sensie część przychodów generowanych przez depozyty banków komercyjnych w banku centralnym nie jest tracona. Oczywiście, taka polityka - jeśli będzie nadużywana - będzie miała taki skutek, że pośrednictwo finansowe wyniesie się za granicę. Adekwatność wykorzystania tego mechanizmu powinno się oceniać zgodnie z polityką podatkową i stosować go odpowiednio do tej oceny.

Do tej pory nasze rozważania prowadziliśmy w kategoriach średnich przychodów z renty menniczej. Rzeczywiste wielkości zmieniają się jednak z roku na rok w zależności między innymi od wzrostu gospodarczego, stopy inflacji i popytu na salda realne. Często kraje

posługują się rentą menniczą jako podatkiem ostatniej instancji. Podatkiem tym przeważnie się posługiwano, kiedy inne formy opodatkowania nie były dostępne (podczas ostrych recesji lub w okresach zamieszania gospodarczego czy politycznego, kiedy inne podatki było trudno zebrać). Można zatem wysunąć argument, że dolaryzująca się gospodarka powinna wprowadzić mechanizmy, dzięki którym taki „podatek ostatniej instancji" nie byłby konieczny. Jednym ze sposobów osiągnięcia tego jest wprowadzenie mechanizmów w celu upewnienia się, że w sytuacjach awaryjnych dostępne będą środki. Pomoc w tym zakresie mogą stanowić środki na bieżąco dostępne lub awaryjne linie kredytowe.

Jednym z istotnych aspektów renty menniczej jest to, że normalnie przypada ona bankom centralnym. Jest to jeden z tych aktywów, które nie wydają się adekwatnie wyrażone w ich bilansach. Stąd też bilanse banków centralnych najczęściej nie bywały poważnym źródłem zaniepokojenia. Tak naprawdę banki centralne o ujemnej wartości netto przedstawionej w ich opublikowanych sprawozdaniach, takie jak banki Kostaryki czy Dominikany, potrafiły funkcjonować bez większych problemów przez dziesiątki lat. Krótko mówiąc, banki te pokrywają bieżące straty księgowe przychodami z renty menniczej. W rzeczywistości, gdyby renta mennicza została adekwatnie uwzględniona, to banki centralne, o których tu mowa, prawdopodobnie wydawałyby się bardzo wypłacalne. Przy jednostronnej dolaryzacji jednak ten negatywny kapitał stawałby się realnym źródłem niewypłacalności. Dlatego też jest bardzo ważne, aby kraje dolaryzujące się opracowały strategie prowadzące do wypłacalności swoich banków centralnych.

Zagadnienie pożyczkodawcy ostatniej instancji

Zdaniem niektórych autorów (np. Begga i innych, 2001), jednostronna euroizacja powoduje rezygnację z funkcji pożyczkodawcy ostatniej szansy, a ponieważ funkcja ta jest istotna dla uniknięcia kryzysów płynności, stanowi ona istotny powód optowania za strategią alternatywną. Pogląd ten odzwierciedla dwa bliźniacze nieporozumienia na temat pożyczkodawcy ostatniej instancji. Pierwsze opiera się na przekonaniu, że bank centralny przy kursie płynnym może uniknąć kryzysów płynności i zagwarantować stabilność systemu bankowego, ponieważ zawsze można wydrukować wystarczającą ilość pieniędzy w celu zamiany depozytów na gotówkę, poprzez operacje kredytowe ostatniej instancji[8]. Drugie nieporozumienie zakłada, że ponieważ banki centralne w gospodarkach zdolaryzowanych nie mogą drukować pieniędzy, to całkowicie tracą tę zdolność. Będziemy twierdzić, że między tymi dwoma nieporozumieniami istnieje dostatecznie dużo miejsca, aby stworzyć adekwatne rozwiązanie problemu pożyczkodawcy ostatniej instancji w ramach jednostronnej dolaryzacji czy euroizacji.

Po pierwsze, nie jest wcale prawdą, że bank centralny przy kursie płynnym ma nieograniczoną zdolność do gwarantowania płynności krajowych depozytów walutowych. Chang i Velasco (1999) wykazują formalnie, że w sytuacjach, w których istnieją dostatecznie duże zobowiązania w dolarach, bank centralny może nie zdołać uniknąć kryzysu przez zapewnienie płynności. Jeśli miałby się wydarzyć atak, to oczekiwanie na zwiększoną emisję pieniądza przez bank centralny doprowadziłoby do deprecjacji waluty, co spowodowałoby niespłacenie kredytu przez korporacje obciążone długiem w walucie obcej. Obniża to jakość aktywów banku i skłania deponentów do runu na banki. W tym kontekście pojawia się zatem samospełniająca się zła równowaga. Niestety to, co wydaje się prawdziwe w teorii, okazało się również drastycznie prawdziwe w praktyce. W kilku niedawnych kryzysach bankowych, na przykład w Wenezueli, Indonezji i Ekwadorze, zobowiązanie banku centralnego do zapewnienia płynności w sytuacji kryzysu bankowego doprowadziło do wybuchu pełnego kryzysu bankowego, który pogorszył problemy w systemie bankowym[9].

Bank centralny musi więc postrzegać swoją zdolność do zapewniania kredytu ostatniej instancji jako ograniczoną przez rezerwy walutowe w ujęciu statycznym. W razie kryzysu, w którym bank centralny zapewnia kredyt ostatniej instancji, należy oczekiwać, że rezerwy walutowe spadną bardziej niż w stosunku jeden do jednego za każdą jednostkę kredytu ostatniej instancji. Jest tak dlatego, że bank centralny powinien oczekiwać, że spadnie wówczas popyt na pieniądze. Dodatkowy kredyt krajowy będzie prawdopodobnie z nawiązką zrekompensowany redukcją rezerw walutowych.

Tak więc zdolność banku centralnego do zapewnienia kredytu ostatniej instancji jest ograniczona jego dostępem do rezerw walutowych. A jeśli chodzi o bank centralny w kraju zdolaryzowanym? Tutaj problem jest w zasadzie ten sam. Funkcja pożyczkodawcy ostatniej instancji może być ograniczona zdolnością banku centralnego do mobilizacji rezerw walutowych w taki sposób, aby zagwarantować wymienialność depozytów na gotówkę. Prawda jest taka, że **funkcja pożyczkodawcy ostatniej instancji wymaga tego, by bank centralny mógł działać jako pożyczkobiorca ostatniej instancji.** W czasie kryzysu systemowego musi on uzyskać dostęp

[8] Zakładamy tutaj, że mówiąc o pożyczkodawcy ostatniej instancji mamy na myśli wsparcie płynnościowe banku centralnego, takie jak redyskonta i operacje repo mające dobre zabezpieczenie. Bardziej uogólnione dofinansowania czy rekapitalizacje instytucji finansowych powinny być traktowane jako odpowiedzialność fiskalna.

[9] W Ekwadorze rząd był początkowo zmuszony do dolaryzacji, aby ustabilizować system bankowy.

do rezerw walutowych poprzez pożyczki lub znaleźć nabywców papierów wartościowych, które musi wyemitować w celu wchłonięcia płynności stworzonej przez kredyt ostatniej instancji.

Jednym z powodów do zaniepokojenia jest to, że kraj, który przeprowadza jednostronną dolaryzację, musi zużyć dużą część swoich rezerw walutowych, by odkupić walutę krajową. Wobec tego nie zostanie już potem dostatecznie dużo rezerw, by mógł funkcjonować jako pożyczkodawca ostatniej instancji. Jest to istotna różnica w stosunku do unii walutowej, ponieważ ta ostatnia dopuszcza różne możliwości w zakresie dzielenia się rentą menniczą uzyskaną na podstawie początkowego salda pieniędzy i ich rocznych przepływów. Na przykład w przypadku Unii Gospodarczej i Walutowej początkowy stan pieniędzy można zamienić na aktywa krajowe. Przyszły strumień przychodów można by wykorzystać jako zabezpieczenie dla ustanowienia alarmowego poziomu płynności w prywatnych bankach międzynarodowych. Poziom ten związany będzie ze zaktualizowaną wartością bieżącą przepływu renty menniczej.

Co może jednak uczynić bank centralny, który decyduje się na jednostronną dolaryzację, by wypełnić funkcję pożyczkodawcy ostatniej instancji? Po pierwsze, powinien zwrócić uwagę na to, że jeśli system bankowy jest dostatecznie umiędzynarodowiony, jak w Polsce, to sytuacje, w których takie kredytowanie byłoby konieczne, stają się coraz bardziej ograniczone, ponieważ banki zagraniczne mają dostęp do płynności międzynarodowej. Takie jest na przykład doświadczenie Panamy, w której jednostronna dolaryzacja dobrze prosperuje i wspiera bardzo duży system bankowy, choć nie ma w tym kraju żadnego formalnego pożyczkodawcy ostatniej instancji. Po drugie, w celu pozyskania krajowego źródła finansowania takich operacji bank centralny powinien przyjąć aktywną politykę płynności, opartą na połączeniu własnych rezerw walutowych i oprocentowanych wymogów płynności nałożonych na system bankowy. Na koniec bank powinien pozyskać awaryjne linie kredytowe z banków międzynarodowych, co jeszcze bardziej zwiększy dostęp do rezerw ostatniej instancji. Taka właśnie polityka została sformułowana i przyjęta przez argentyński bank centralny i realizowano ją z dużym powodzeniem w tym sensie, że potrafiła zapewnić stabilność systemu bankowego pomimo bardzo poważnego kryzysu makroekonomicznego.

Podsumowując, można powiedzieć, że w kraju, który decyduje się na jednostronną dolaryzację, można zapewnić odpowiednią funkcję pożyczkodawcy ostatniej instancji. Funkcja ta będzie podlegać ograniczeniom, ale przecież ograniczona jest również funkcja banku centralnego w mechanizmie kursu płynnego w kraju, który ma istotne zobowiązania w walucie obcej.

Wnioski

Płynny kurs walutowy wraz z celem inflacyjnym stanowią modny mechanizm walutowy. Prezentowano go jako opcję bezpieczniejszą niż kurs sztywny. Argumenty te były jednak dotąd w większości teoretyczne, ponieważ bardzo niewiele kursów na rynkach wschodzących zostało upłynnionych. Skoro jednak obecnie próbka jest już coraz większa, teoria jest testowana. Kryzysy, które zgodnie z teorią generuje grzech pierwotny, w praktyce stawać się będą coraz częstsze. Rynki badają obecnie stosunkowo udany przypadek polityki celu inflacyjnego, mianowicie Brazylii, ale nie bardzo im się podoba to, co tam widzą. Pomimo znacznej deprecjacji i pierwotnej nadwyżki fiskalnej ponad 3%, stopy procentowe pozostają na wysokim, nie dającym się utrzymać poziomie.

Może się okazać, że na dłuższą metę sprawy potoczą się lepiej, gdy banki centralne nauczą się skutecznie radzić sobie z celem inflacyjnym, a rynki lepiej to zrozumieją, jak działa cel inflacyjny[10]. Poza tym jeszcze może się z czasem okazać, że kraje znajdą drogę do odkupienia grzechu pierworodnego, restrukturyzując w ten sposób swój dług na długofalowe papiery wartościowe denominowane w walucie obcej. Mogą one nawet ostatecznie przejść na kurs płynny, jak Australia, choć już nie Meksyk. Korzyści wynikające z tego procesu uczenia się nie są jednak istotne dla krajów kandydujących do Unii Europejskiej, ponieważ nie planują one pozostać w tym mechanizmie zbyt długo.

Kraje kandydujące mogłyby natomiast skorzystać ze wzrostu wymiany towarowej i integracji finansowej, który może być wywołany wczesnym przyjęciem euro. Mogłoby to, co prawda, przyspieszyć i wzmocnić boom. Jeśli jednak przyjmie się właściwą politykę fiskalną i finansową - mniejsze długi o lepszej strukturze, silniejsze i bardziej płynne banki - strategia ta może w istocie sprawi, że gospodarki te będą mniej podatne na kryzysy rynku kapitałowego. Bodźce skłaniające do rozwagi w momencie boomu mogą wynikać z dodatkowych korzyści płynących z UGW - przychodów z renty menniczej i sprawniejszego systemu pożyczkodawcy ostatniej instancji.

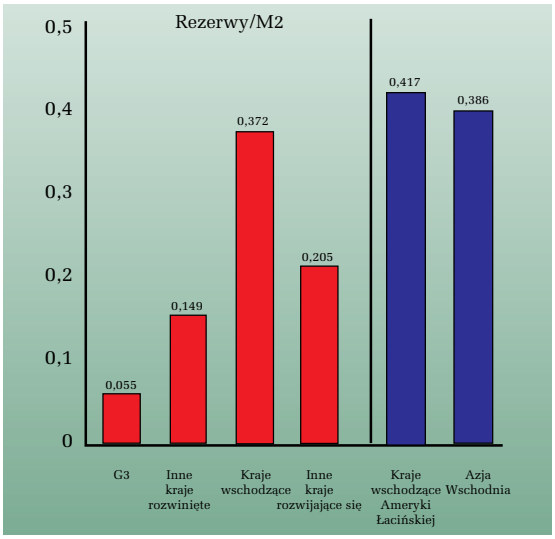
Jakie jest prawdopodobieństwo zajścia dużego kryzysu przy dochodzeniu do Unii Gospodarczej i Walutowej, bez względu na to, jaka alternatywa zostanie przyjęta? Pytanie jest dobre. Zgaduję, że prawdopodobieństwo nie powinno być zbyt wysokie. Perspektywy wzrostu są oparte na wiarygodności głębokiego procesu zbieżności. Utrzymuje on wysoką rentowność kapitału oraz jego napływ. Jest to prawdopodobnie przyczyną tego, że dług polski stoi bardzo dobrze, natomiast dług

[10] Jednak Hausmann, Panizza i Stein (2001) nie stwierdzają żadnych skutków, które by wynikały z doświadczenia stosowania kursu płynnego.

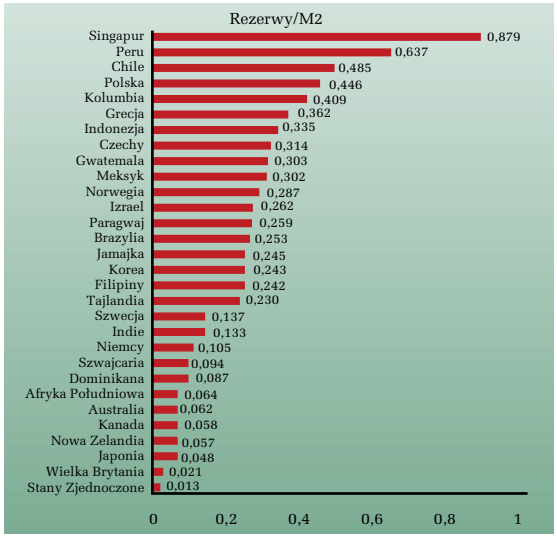
innych krajów wschodzących miał tendencję spadkową. Prawdopodobieństwo kryzysu, chociaż niewielkie, nie jest w sposób oczywisty niższe przy powolnym przyjmowaniu euro niż przy szybszym. Wzrost, wypłacalność fiskalna i niestabilność finansowa mogą w istocie okazać się większe na gruncie polityki wczesnego przyjęcia euro.

Bez względu na to, jaki wybór zostanie dokonany ostatecznie, perspektywy są obiecujące. Choć raz Europa Wschodnia ma dobre karty. Uzasadnioną zazdrość innych regionów powinna jednak temperować nadzieja, że sukces w tej części świata doprowadzi do bardziej ambitnych strategii integracji w innych miejscach.

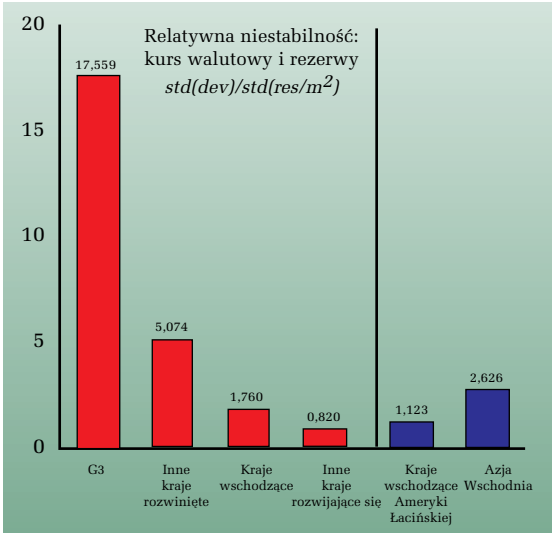
Wykres 5 *Poziomy rezerw*



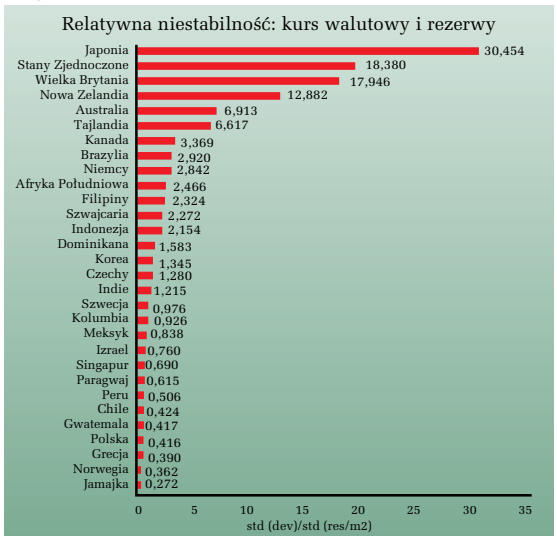
Wykres 6 *Poziomy rezerw*



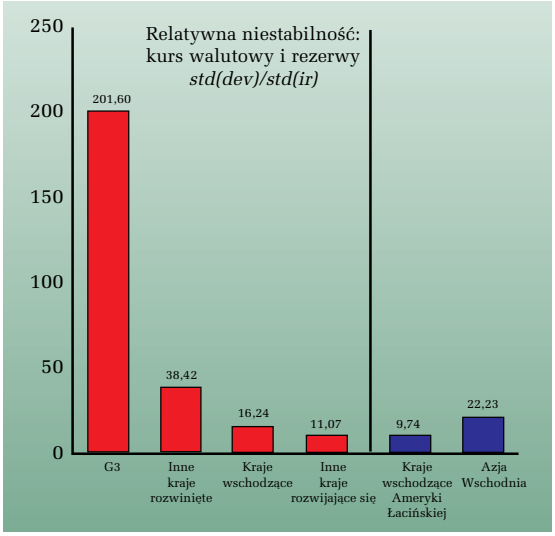
Wykres 7 *Interwencja za pomocą rezerw*



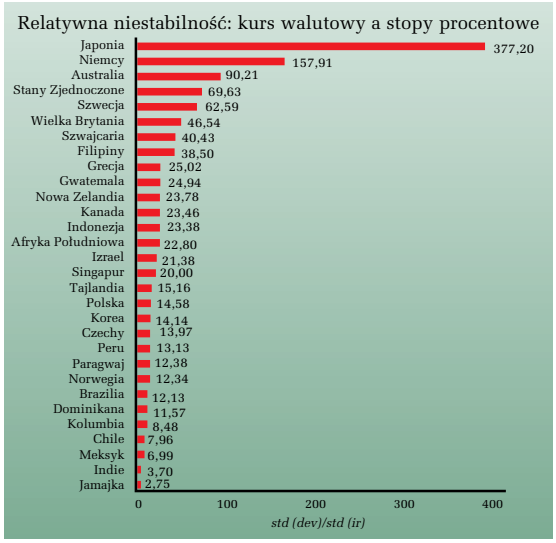
Wykres 8 *Interwencja za pomocą rezerw*



Wykres 9 *Interwencja za pomocą stóp procentowych*



Wykres 10 *Interwencja za pomocą stóp procentowych*



Bibliografia

1. P. Aghion, P. Bacchetta, A. Banerjee (1999): *Capital Markets and the Instability of Open Economies.* CEPR Discussion Paper 2083. Londyn, Wielka Brytania: Centre for Economic Policy Research.
2. C. Arteta, B. Eichengreen (2000): *Banking Crisis in Emerging Markets: Presumptions and Evidence.* Center for International and Development Economics Research Working Paper C00-115.
3. R.J. Barro, D. B. Gordon (1983): *A Positive Theory of Monetary Policy in a Natural-Rate Model.* NBER Working Paper No. W0807.
4. R.J. Barro, D.B. Gordon (1983): *A Positive Theory of Monetary Policy in a Natural-Rate Model.* Journal of Political Economy, Vol. 91. No. 4, s. 589-610. „Journal of Economic Literature", tom 22, nr 1 (March 1984).
5. M. Braun, R. Hausmann (2001): *Credit crunches in Latin America and the world.* Maszynopis niepublikowany.
6. C. Burnside, M. Eichenbaum, S. Rebelo (1999): *Hedging and Financial Fragility in Fixed Exchange Rate Regimes.* NBER Working Paper nr W7143.
7. G. Calvo, C. Reinhart (2000): *Fear of Floating.* Referat wygłoszony na konferencji unii walutowych, Hoover Institution, Stanford University.
8. G. Calvo, C. Reinhart (1999): *Capital Flow Reversals, The Exchange Rate Debate, and Dollarization.* Finance and Development. 36 (3): 13-15.
9. G.A. Calvo (1978): *On the Time Consistency of Optimal Policy in a Monetary Economy.* Econometrica, tom 46, nr 6, s. 1411-1428.
10. G.A. Calvo (1989): *Servicing the Public Debt: The Role of Expectations.* American Economic Review.
11. G. Calvo (1998): *Capital Flows and Capital-Market Crises: The Simple Economics of Sudden Stops.*
12. L.F. Cespedes, R. Chang, A. Velasco (2000): *Balance Sheets and Exchange Rate Policy.* NBER Working Paper nr W7840.
13. M. Chamon (2001): *Why Firms in Developing Countries Cannot Borrow in their Own Currency Even When Indexing to Inflation.* Maszynopis powielany: Harvard University.
14. R. Chang, A. Velasco (1999): *Liquidity Crises in Emerging Markets: Theory and Policy.* NBER Working Paper nr W7272.
15. D. Diamond, P. Dybvig (1983): *Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity.* „Journal of Political Economy" 91:401-419.
16. B. Eichengreen (1997): *Globalizing capital.* Waszyngton: Institute of International Economics.
17. E. Fernández-Arias, R. Hausmann (2001): *Is FDI a Safer Form of Financing?* Emerging Markets Review, 2 (2001) 34-39.
18. J.A. Frankel, D. Romer (1996): *Trade and Growth: An Empirical Investigation.* NBER Working Paper nr W5476.

19. J.A. Frankel, A.K. Rose (1998): *The Endogenity of the Optimum Currency Area Criterion* „Economic Journal".
20. J.A. Frankel, A.K. Rose (2000) *Estimating the Effect of Currency Unions on Trade and Output*. NBER Working Paper nr W7857.
21. J.A. Frankel: *The Demand for International Reserves under Pegged and Flexible Exchange Rate Regimes*. W: *The Functioning of Floating Exchange Rates: Theory, Evidence, and Policy Implications*, pod redakcją Davida Bigmana i Teizo Taya, s. 169-195. Cambridge Press.
22. M. Friedman (1968): *Dollars and deficits: inflation, monetary policy and the balance of payments*. Englewood Cliffs, N.J.: Prentice-Hall.
23. A. Galindo (2001): *Creditor Rights and the Credit Market: Where Do We Stand?* IADB Working Paper # 448.
24. R. Glick, A.K. Rose (2001): *Does a Currency Union Affect Trade? The Time Series Evidence*. NBER Working Paper nr W8396.
25. R. Hausmann, C. Pagés-Serra, M. Gavin, E.H. Stein (1999): *Financial Turmoil and Choice of Exchange Rate Regime*. IADB Working Paper nr 400.
26. R. Hausmann, E.H. Stein, U. Panniza (2000): *Why Do Countries Float The Way They Float?* IADB Working Paper 418.
27. J.F. Helliwell, R. McKitrick (1998): *Comparing Capital Mobility Across Provincial and National Borders*. NBER Working Paper nr 6624.
28. F.E. Kydland, E.C. Prescott (1977): *Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans*. The Journal of Political Economy, t. 85, nr 3, s. 473-492.
29. E. Levi-Yeyati, F. Sturzenegger (2001): *To float or to trail. Maszynopis niepublikowany*.
30. R. Mundell (1961): *Flexible Exchange Rates and Employment Policy*. „Canadian Journal of Economics and Political Science", t. 27, nr 4, s. 509-517.
31. L. Rojas-Suarez, P.D. McNellis (1996): *Exchange-Rate Depreciation, Dollarization and Uncertainty: A Comparison of Bolivia and Peru*. IADB Working Paper 325.
32. A.K. Rose (1999): *One Money, One Market: Estimating the Effect of Common Currencies on Trade*. NBER Working Paper nr W7432.
33. A.K. Rose, E. van Wincoop (2001): *National Money as a Barrier to Trade: The Real Case for Currency Union*. American Economic Review 2001.
34. J. Rostowski (2001): *The Eastern Enlargement of the EU and the case for Unilateral Euroization*. W: *Financial Vulnerability and Exchange Rate Regimes: Emerging Market Experience*, pod redakcją M. Blejer, M. Skreb. MIT Press.
35. L.E.O. Svensson (1998): I*nflation Targeting as a Monetary Policy Rule*. NBER Working Paper nr W6790.
36. A. Velasco (2001): *Balance Sheets and Exchange Rate Policy*. Maszynopis niepublikowany.

Przyszłość złotego: między euro a walutą gospodarki wschodzącej

Daniel Gros

Wstęp

Podobnie jak w większości krajów Europy Środkowej i Wschodniej, również w Polsce polityka gospodarcza motywowana jest pragnieniem przyłączenia się do Unii Europejskiej, a później także do obszaru euro. Nie może już dzisiaj ulegać wątpliwości, że cele te zostaną osiągnięte, trudno jednak przewidywać, jak długo to potrwa i czy proces zbieżności (konwergencji) dokonana się bez przeszkód. Niniejsza praca skupia się na największym kandydacie do akcesji, mianowicie Polsce, ale w celach porównawczych zostaną również przedstawione dane dla innych tzw. krajów CEE-3 (Republiki Czeskiej i Węgier). Wszystkie te kraje znajdują się już dość daleko na ścieżce zbieżności, ale muszą odbyć jeszcze pewną drogę, aby móc kwalifikować się do spełnienia kryteriów Maastricht. Jak długo zajmie im zakwalifikowanie się do członkostwa w Unii Gospodarczej i Walutowej? Doświadczenie niektórych obecnych członków obszaru euro sugeruje, że mogłoby się to stać raczej wcześniej niż później. Możliwe jest zatem, że w krajach CEE-3 euro zostanie już wprowadzone w 2006 r. - za pięć lat. Rynki finansowe w dużym stopniu już teraz dyskontują tę możliwość. Ale rynki finansowe są niestabilne. Pogarsza się otoczenie globalne i coraz uważniej śledzi się rynki wschodzące pod kątem oznak możliwego załamania polityki. Należy zatem bardzo poważnie traktować występującą obecnie niepewną sytuację w sektorze finansów publicznych.

Doświadczenie jednak uczy i tego, że ostatni etap zbieżności może być bardzo trudny. Na początku 1992 r. takie kraje, jak Hiszpania i Włochy wydawały się już tylko o krok od pełnej zbieżności, ale w połowie roku znalazły się nagle pod atakiem spekulantów i zostały zmuszone do zrezygnowania ze sztywnej relacji kursu swoich walut do marki niemieckiej. W punkcie kulminacyjnym bardzo niestabilnego okresu, który trwał ponad trzy lata, lir włoski został zdewaluowany o ponad 60% w stosunku do marki niemieckiej, a długoterminowe stopy procentowe zwiększyły się do poziomów dotąd niespotykanych[1]. W końcu rządy włoski i hiszpański podjęły niezbędne kroki w celu zakwalifikowania się do Unii Gospodarczej i Walutowej, kursy walutowe uległy aprecjacji, a stopy procentowe zbieżności. Rozdział ten miał zatem szczęśliwe zakończenie, ale niech posłuży za ostrzeżenie, że ostatni etap zbieżności może być najbardziej niebezpieczny. Można by argumentować, że wczesne lata dziewięćdziesiąte były okresem szczególnie trudnym ze względu na recesję i wysokie realne stopy procentowe spowodowane niemiecką reakcją na zjednoczenie. Wydaje się jednak, że historia się powtarza: gdy kraje Europy Środkowej i Wschodniej szykują się do konwergencji, nad otoczeniem międzynarodowym znowu gromadzą się chmury. Będzie zatem dużo trudniej powtórzyć doświadczenie Grecji, która miała wręcz podręcznikową ścieżkę zbieżności: jednorazowa dewaluacja na początku, a po niej przebiegająca bez zakłóceń konwergencja.

W dalszej części opracowania rozwijamy oba wątki procesu konwergencji. Część druga koncentruje się na wiadomości dobrej, a mianowicie: spełnienie kryteriów z Maastricht nie powinno być zbyt wielkim pro-

[1] Zob. Gros i Thygesen (1998), gdzie czytelnik znajdzie szczegółową analizę. Pewien analityk pisząc w tym czasie w jednej z głównych gazet europejskich, porównał obligacje jednej z włoskich spółek płatnych autostrad do ...papieru toaletowego.

blemem, pod warunkiem że nadal będzie utrzymywać się wola polityczna panowania nad polityką fiskalną. Część trzecia skupia się na wiadomościach złych, a mianowicie że - jak wskazuje doświadczenie - spełnienie kryteriów z Maastricht nie wystarczy do uchronienia się przed kłopotami w obliczu wysokiego deficytu obrotów bieżących i potencjalnie zawyżonego kursu walutowego.

Perspektywy spełnienia kryteriów z Maastricht

W Unii Europejskiej nierzadko przyjmuje się za coś oczywistego, że członkostwo w Unii Gospodarczej i Walutowej nastąpi nieprędko po przystąpieniu do UE, ponieważ kandydaci rzekomo nie są jeszcze gotowi do wypełnienia kryteriów z Maastricht. Powodem tego założenia jest to, że większość ocen perspektyw dziesięciu krajów Europy Środkowej i Wschodniej w zakresie wypełnienia kryteriów z Maastricht opiera się na danych bieżących i przeszłych. Prowadzi to w nieunikniony sposób do wniosku, że kandydaci są jeszcze bardzo daleko od możliwości przystąpienia do obszaru euro. To podejście jest jednak mylące, co można pokazać, zadając sobie po prostu pytanie, jak można by było rokować perspektywy obecnych południowoeuropejskich krajów członkowskich Unii Gospodarczej i Walutowej, gdyby posłużyć się podobnym podejściem na początku lat dziewięćdziesiątych.

Jaka byłaby najwcześniejsza data, przed którą pewne kraje Europy Środkowej Wschodniej mogłyby aspirować do przyłączenia się do strefy euro? Punktem wyjścia musi być pełne członkostwo w UE, a ponieważ wymaga ono ratyfikacji przez wszystkie 15 parlamentów narodowych, to rzeczą rozsądną wydaje się zakładać, iż raczej nie stanie się to przed 1 stycznia 2004 r., choćby negocjacje skończyły się szybko. Minimalne opóźnienie między początkiem członkostwa w UE a przystąpieniem do obszaru euro to dwa lata uczestnictwa w mechanizmie kursowym ERM (jak w przypadku Grecji i Włoch). Jeżeli przodujące kraje członkowskie przystąpią do ERMII natychmiast po przystąpieniu do EU, tzn. na początku 2004 r., wówczas będą mogły przystąpić do UGW przed lipcem 2006 r. Decyzja o przyjęciu krajów Europy Środkowej i Wschodniej do obszaru euro mogłaby wówczas być podjęta przez spotkaniem Rady Europejskiej na początku 2006 r., na podstawie danych za 2005 r.[2]

Pouczające pod tym względem jest porównanie z uruchomieniem UGW. Decyzja co do tego, które kraje mogłyby utworzyć grupę początkową, została podjęta w 1998 r. na podstawie danych z 1997 r. Ocena kwalifikowania się krajów Europy Środkowej i Wschodniej na podstawie danych z 1998 r. byłaby zatem podobna do ewentualnego snucia na początku lat dziewięćdziesiątych prognozy na temat liczebności UGW na podstawie danych z 1990 i 1991 r. Na ile kandydaci zaliczają ten test?

Tabela 1 ukazuje główne zmienne, które są istotne dla kryteriów z Maastricht: stopy procentowe, inflację, deficyt fiskalny oraz dług rządowy. Tabela jest podzielona na dwie grupy krajów: CEE-3 oraz „Klub Śródziemnomorski". W grupie drugiej dane dla Grecji są dwa lata późniejsze niż dla pozostałych krajów, ponieważ kraj ten przystąpił do Unii Gospodarczej i Walutowej około dwóch lat po pozostałych.

Dolny rząd tabeli 1 przedstawia średnią dla Klubu Śródziemnomorskiego. Porównanie między danymi dla krajów CEE-3 a odpowiadającymi im danymi dla Klubu Śródziemnomorskiego sugeruje wyraźną konkluzję: Polska (i inne kraje CEE-3) są zdecydowanie bliższe spełnienia kryteriów z Maastricht niż kraje Klubu Śródziemnomorskiego były w analogicznym czasie przed wystartowaniem UGW. Inflacja, choć nadal wysoka, jest dużo niższa niż w Klubie Śródziemnomorskim na początku lat dziewięćdziesiątych. Deficyt fiskalny jest (przynajmniej według danych za 2000 r.) niższy niż połowa deficytu krajów Klubu Śródziemnomorskiego w tamtym czasie (średnio 8,6% PKB na początku lat dziewięćdziesiątych). To samo spostrzeżenie odnosi się do długu publicznego, którego wartość dla Polski wynosi mniej więcej połowę tego, co w przypadku Klubu Śródziemnomorskiego (80%) we wczesnych latach dziewięćdziesiątych.

Co więcej, we Włoszech i Hiszpanii między początkiem lat dziewięćdziesiątych a datą przystąpienia do UGW relacja długu do PKB w rzeczywistości **zwiększyła się** o ponad 20 punktów procentowych, podczas gdy w ciągu ostatnich pięciu lat w większości krajów kandydujących, w tym w Polsce, relacja ta spadła.

Z porównaniem, które milcząco przyjmuje tabela 1, można się nie zgadzać na tej podstawie, że w dzisiejszych czasach znacznie zaostrzyły się wymagania i przyjmuje się ambitniejszy punkt odniesienia. Ostatecznie inflacja i kryterium stopy procentowej są oceniane w relacji do trzech najlepszych krajów w obszarze euro. Dlatego można by twierdzić, że jeśli na początku lat dziewięćdziesiątych punktem odniesienia były Niemcy, to dzisiaj jest nim obszar euro, który lepiej sobie daje radę niż przed laty Niemcy, wówczas obciążone kosztem zjednoczenia. Porównanie to przeprowadzono w tabeli 1b. Daje ono podobny obraz. Poza inflacją w Polsce, obraz ten jest bliższy dzisiejszemu punktowi odniesienia niż sytuacja Klubu Śródziemnomorskiego na początku lat dziewięćdziesiątych.

Dane wskazują więc, że Polska oraz kraje CEE-3 jako całość są już znacznie bliżej spełnienia kryteriów

[2] Podobną procedurę przyjęto w przypadku Grecji. Decyzja podjęta na spotkaniu Rady Europejskiej na początku 2000 r. była oparta na danych z 1999 r. Grecja mogła wówczas przystąpić prawie natychmiast.

Tabela 1 *Wskaźniki makroekonomiczne istotne z punktu widzenia kryteriów z Maastricht*

	Długoterminowa stopa procentowa (początek 2001 r.)	CPI (oczekiwany w 2001 r.)	Deficyt budżetowy (% PKB, 2000 r.)	Dług publiczny (% PKB, 2001 r. prognoza)
Czechy	6,3	4,7	-4,2	31,0
Węgry	8,3	8,2	-3,5	62,2
Polska	10,2	7,3	-2,4	40,2
Dane za lata 1991/1993				
Portugalia	18,3	12,2	-6,0	66,1
Hiszpania	12,4	6,4	-4,5	43,1
Włochy	13,0	7,0	-10,0	100,6
Grecja	b/d	14,2	-13,8	110,2
Klub Śródziemnomorski (średnio)	15,0	10,2	-8,6	80,2
Niemcy	8,6	3,9	-3,4	47,1
Strefa euro (11)	10,2	3,9	-4,5	66,0
Strefa euro (12)	10,2	4,1	-4,6	66,8
EU-15	10,2	4,0	-4,1	64,6

Źródło: DB Enlargement Monitor, Gros (2000) i AMECO 2001, Eurostat.

Maastricht niż południowoeuropejskie kraje członkowskie Unii Europejskiej na początku lat dziewięćdziesiątych. Co więcej, doświadczenie wielokrotnie pokazało, że krótkie i ostre dostosowanie jest politycznie i ekonomicznie mniej bolesne niż długie i pozornie miękkie. Jako dalsza ilustracja tego zjawiska niech posłuży Grecja, która do niedawna uchodziła za przypadek stracony. Stosunkowo niewielka korekta fiskalna, która jest jeszcze wymagana od kandydatów, mogłaby nastąpić dość szybko i prawdopodobnie byłaby łatwiejsza do przeprowadzenia niż powolna korekta w niektórych krajach członkowskich o długim stażu. W krajach kandydackich raczej nie zostaną wywołane jakiekolwiek „strajki przeciw Maastricht", jak je nazywano we Francji.

Oceniany z perspektywy historycznej stosunkowo dobry punkt wyjścia dla krajów kandydujących nie oznacza oczywiście, że ze spełnieniem kryteriów z Maastricht nie będzie żadnych problemów. Jednakże z problemami, które pozostaną, będzie można dać sobie radę, zarówno w zakresie kryterium deficytu, jak i długu.

Deficyt. Osiągnięcie deficytu fiskalnego poniżej 3% jest właściwie kwestią woli politycznej. Przed przełomem 1999/2000 r. Polska i inne przodujące kraje kandydujące spełniały tę normę. Perspektywa na rok 2001 jest jednak dużo mniej zachęcająca. Sytuacja ta pokazuje nam, po raz kolejny, że dane bieżące nie są użytecznym wskaźnikiem i że raczej należy wypatrywać problemów strukturalnych, które mogą stanowić

Tabela 1b *Tabela porównawcza*

	Długoterminowa stopa procentowa	Inflacja CPI	Deficyt budżetowy	Dług publiczny
CEE-3 minus obszar euro w 2000 r.				
Czechy	0,9	0,7	-3,6	-53,6
Węgry	2,9	7,8	-3,8	-11,6
Polska	4,8	6,5	-2,3	-27,1
Średnio	**2,9**	**5,0**	**-3,2**	**-30,7**
Klub Śródziemnomorski minus Niemcy w 1991/1992				
Portugalia	8,6	6,8	-1,4	20,2
Hiszpania	4,0	2,5	-1,2	4,2
Włochy	5,1	2,2	-6,8	62,4
Grecja	Na	8,6	-8,8	67,3
Średnio	**5,9**	**5,0**	**-4,5**	**38,5**

Źródło: zob. tabela 1.

nieprzezwyciężoną przeszkodę w średnim okresie. Czy są jakiekolwiek bardziej długofalowe czynniki, które mogłyby wywierać trudną do przezwyciężenia presję na sektor finansów publicznych w Polsce i innych krajach kandydujących? Często się twierdzi, że presja taka mogłaby wynikać z potrzeby zbudowania nowoczesnej infrastruktury w CEE-3 oraz z presji na niedostatecznie rozwinięty system socjalny w tych krajach. Rzut oka na dane pokazuje jednak raz jeszcze, że problemy występujące w środkowej części Europy wcale nie są większe niż gdzie indziej.

Potrzeby w zakresie infrastruktury. Infrastruktura publiczna kandydatów jest z pewnością mniej rozbudowana niż infrastruktura obecnych członków Unii Europejskiej. W krajach kandydujących jest mniej autostrad i dróg asfaltowych na mieszkańca i kilometr kwadratowy, mniej stałych linii telefonicznych itd., ale to nie powoduje zaraz, iż obszar ten potrzebuje więcej inwestycji. To, czym kraje te dysponują, może być w istocie adekwatne do ich poziomu rozwoju[3]. Polska ma właściwie dużo większą infrastrukturę, niż można byłoby się spodziewać na podstawie jej dochodu na głowę mieszkańca. Trudno by więc argumentować, że infrastruktura publiczna stanowi główną przeszkodę wzrostu gospodarczego[4]. Co więcej: gdy Polska przystąpi już do Unii Europejskiej, będzie się kwalifikowała do pomocy w ramach polityki regionalnej Unii Europejskiej, która ma właśnie finansować tego typu wydatki.

Ponadto, w Unii Europejskiej twierdzi się często, że w Polsce, tak jak w innych krajach kandydujących, nie ma dostatecznie rozwiniętego systemu ubezpieczeń społecznych. To prawda, że wydatki emerytalno-rentowe są istotnym elementem obecnej dyskusji na temat kryzysu budżetowego w Polsce, ale przecież to samo można by powiedzieć o większości krajów Unii Europejskiej. I rzeczywiście, większość wskaźników, które powinny sygnalizować presję na wydatki w sferze socjalnej, wykazuje niewielkie zróżnicowanie między UE a krajami Europy Środkowej i Wschodniej.

Nie ma na przykład żadnych istotnych różnic pod względem profilu wiekowego między Unią Europejską a krajami kandydującymi, a Polska nie stanowi tu tak wyrazistego problemu jak UE. Pod względem wydatków publicznych na zdrowie i edukację (w ujęciu % PKB) występują niewielkie różnice między krajami kandydującymi (około 5%) a średnią UE (poniżej 6%).

Ogólnie rzecz biorąc, wygląda na to, że z presją budżetową będzie można sobie w dłuższym okresie poradzić, zarówno w Polsce, jak i w pozostałych krajach CEE-3, co pozwoli tym krajom dokonać dalszej redukcji deficytu.

Dług. Kryterium długu nie powinno stanowić jakiejś dodatkowej, zasadniczej przeszkody. W przypadku Polski udział długu (około 40% PKB) kształtuje się znacznie poniżej średniej dla obszaru euro. Poziomy długu zazwyczaj zmieniają się powoli, tak więc w tym wypadku dane bieżące są bardziej miarodajne niż w poprzednim. Ale czy dane nie są zbyt dobre, by były prawdziwe? Jak pokazuje przypadek Czech, proces oczyszczania bilansów systemu bankowego może czasami doprowadzić do dużych zobowiązań sektora publicznego. Relacja długu do PKB mogłaby się zatem w niektórych krajach zwiększyć wraz z oczyszczaniem przez kraje kandydujące swoich systemów bankowych. Większość tych operacji zostanie jednak przeprowadzona przed akcesją. Procentowy udział kredytów niepracujących w PKB (na podstawie danych EBOR) jest obecnie na poziomie jednocyfrowym. Ponadto, polski system bankowy jest obecnie zdominowany przez banki zagraniczne. Dalsza presja na finanse publiczne z tej strony powinna być ograniczona[5]

Co więcej, zdrowy wzrost gospodarczy w połączeniu z niskim deficytem (powiedzmy około 3%) powinien doprowadzić do dość silnej presji na spadek relacji długu do PKB, tak iż można będzie zaciągnąć nieco więcej długu bez narażania się na niespełnienie kryterium długu. Jeżeli na przykład zaczniemy od relacji długu do PKB w wysokości 40%, to nie powinna się ona zwiększać nawet wówczas, gdyby zakładany deficyt plus nowo zaciągany dług miały osiągnąć 4% PKB, jeśli nominalny PKB pozostanie na poziomie 10% rocznie (na przykład 4-5% wzrostu gospodarczego plus inflacja w wysokości 5-6%).

Pułapki w trakcie ostatniego etapu zbieżności

CEE-3 powinny zatem móc się zakwalifikować do pełnego członkostwa w UGW najpóźniej na początku 2006 r., po decyzji UE, która zakończy ten proces już w 2005 r. Nie powoduje to jednak automatycznie, że zbieżność przebiegnie gładko. Ataki spekulacyjne zniszczyły Europejski System Walutowy na początku lat dziewięćdziesiątych - właśnie wtedy, kiedy proces zbieżności wydawał się już uwieńczony sukcesem.

Dlaczego w ogóle ataki te nastąpiły? Rynki zaczęły mieć wątpliwości, czy zainteresowane kraje będą potra-

[3] Zob. Gros i Suhrcke (2000), CES/ifo Working Paper Nr 627.

[4] Jest więcej powodów, aby wątpić w potrzebę dużych wydatków na infrastrukturę publiczną. W Unii Europejskiej nie ma właściwie żadnego powiązania między inwestycjami publicznymi a wzrostem PKB. Irlandia, zdecydowanie najszybciej się rozwijająca gospodarka w Unii Europejskiej w ostatnich dziesięcioleciach, ma wskaźnik inwestycji publicznych do PKB nieco poniżej średniej. Co więcej, nawet gdyby chciano dać krajowi, w którym mieszkają kierowcy skód, autostrady, które są bardziej odpowiednie dla mercedesów, to i tak nie ma potrzeby, aby powiększać deficyt sektora publicznego. Ze względu na zmiany na rynkach finansowych, które się dokonały w ciągu ostatnich dziesięciu lat, uznaje się obecnie ogólnie, że większość projektów infrastrukturalnych mogłaby również być finansowana i czasami nawet eksploatowana ze znacznym udziałem sektora prywatnego. W krajach kandydujących duże projekty, takie jak autostrady, są już realizowane głównie z udziałem sektora prywatnego.

[5] Dalsze szczegóły w: Pelkmans i inni (2000).

Tabela 2 *Deficyt rachunku obrotów bieżących (jako procent przychodów eksportowych)*

	1998	1999	2000
Polska	-14,1	-28,9	-46,7
	1990	**1991**	**1992**
Portugalia	-1,1	-2,4	-0,5
Hiszpania	-21,1	-18,0	-17,3

Źródło: MFW, IFS i Deutsche Bank.

fiły przeprowadzić wymagane dostosowania fiskalne i czy niektóre waluty nie mają zawyżonych kursów. Z uwagi na lepszą pozycję wyjściową krajów CEE-3 pod względem polityki fiskalnej pierwsze zastrzeżenie mogłoby nie być aż takim problemem. Są jednak z pewnością oznaki tego, że waluty niektórych krajów CEE-3 mają istotnie zawyżone kursy.

W szczególności niektóre kraje CEE-3 wykazują pewne cechy gospodarek tych krajów, którym ataki spekulacyjne w latach 1992-1995 zaszkodziły najbardziej. Mają mianowicie duże deficyty na rachunku obrotów bieżących finansowane przez duży, zdawałoby się stabilny, napływ bezpośrednich inwestycji zagranicznych i towarzyszącą mu aprecjację realnego kursu walutowego.

Pod wszystkimi tymi trzema względami w takich krajach jak dzisiejsza Polska występuje potencjalnie dużo większa nierównowaga niż w przypadku Hiszpanii, Portugalii czy Włoch przed laty. Użyteczne będzie udokumentować to dla tych trzech kwestii osobno.

Deficyt obrotów bieżących

Deficyt obrotów bieżących przedstawia się zazwyczaj w ujęciu procentowym PKB, co jest użyteczne, jeśli chcemy się skupić na możliwości obsługi długu zagranicznego przez rząd. Jeśli jednak chcemy wyrobić sobie pogląd na to, jakie dostosowanie kursu walutowego będzie potrzebne w celu przywrócenia równowagi rachunku obrotów bieżących, musimy powiązać deficyt z przychodami eksportowymi ogółem (towary i usługi). Przyjmując pewne rozsądne warunki, można by właściwie twierdzić, że deficyt mierzony jako odsetek przychodów eksportowych wyznacza bezpośrednio procent deprecjacji wymaganej do wyeliminowania deficytu bez obniżenia popytu krajowego, tzn. deficyt równoważny 30% eksportu wymagałby mniej więcej tej samej wielkości dewaluacji[6].

Pod tym względem dane wcale nie są zachęcające. Polski deficyt wynosi obecnie prawie 50% eksportu, w porównaniu z „tylko" około 20% w Hiszpanii na początku lat dziewięćdziesiątych (w tym okresie Portugalia miała jedynie nieznaczny deficyt).

Z danych tych wynika, że gdyby taki kraj jak Polska miał kiedykolwiek szybko osiągnąć zbilansowany rachunek bieżący, to musiałby mieć bardzo dużą deprecjację, prawie 50%. Zazwyczaj jednak się twierdzi, iż nie będzie to potrzebne, ponieważ deficyt jest finansowany stabilnym napływem bezpośrednich inwestycji zagranicznych. Argument ten był często stosowany przed 1992 r. w przypadku Hiszpanii i Portugalii.

Duży napływ bezpośrednich inwestycji zagranicznych

Tabela 3 pokazuje, że w Hiszpanii i Portugalii również wystąpił duży napływ bezpośrednich inwestycji zagranicznych, tak jak poprzednio w ujęciu przychodów eksportowych. W przypadku Hiszpanii napływ bezpośrednich inwestycji zagranicznych wynosił średnio ponad 10% eksportu w okresie przed kryzysem i tylko Portugalia miała nieco mniejszy napływ.

W przypadku dzisiejszej Polski napływ bezpośrednich inwestycji zagranicznych odgrywa prawie dwa ra-

[6] Warunki te są takie, że import jest stosunkowo nieelastyczny cenowo i że krzywa popytu dla eksportu ma elastyczność równą jedności, co wcale nie odbiega daleko od typowych szacunków w literaturze empirycznej.

Tabela 3 *Napływ bezpośrednich inwestycji zagranicznych (jako procent przychodów eksportowych)*

	1998	1999	2000
Polska	13,9	18,8	29,4
	1990	**1991**	**1992**
Portugalia	11,4	9,2	5,0
Hiszpania	12,5	9,0	11,1

Źródło: IMF, IFS oraz Deutsche Bank.

Tabela 4 *Aprecjacja realnych kursów walutowych*

		Początek roku 2001 w porównaniu z	
		1996	**1999**
Polska	CPI	21,1	18,1
	ULC	64,4	8,6
Klub Śródziemnomorski		**koniec 1991 r. w porównaniu z**	
		1980	**1987**
Włochy	CPI	30,8	10,9
	ULC	-1,0	8,5
Hiszpania	CPI	24,1	25,6
	ULC	1,9	28,0

Aprecjacja procentowa w relacji do wskazanego okresu bazowego. ULC oznacza jednostkowe koszty pracy.

Źródło: Gros i Thygesen (1995), s. 216 dla Klubu Śródziemnomorskiego w porównaniu z Niemcami. Dla Polski realne efektywne kursy walutowe przedstawił DB Londyn (waga UE wynosi 93%).

zy większą rolę. W 2000 r. stanowił on prawie 30% eksportu, finansując większą część rachunku obrotów bieżących.

Kluczowym pytaniem jest zatem, jak długo kraje CEE-3 mogą liczyć na napływ środków tej wielkości. W ciągu ostatnich lat w krajach CEE-3 nastąpiły dość stabilne przepływy, średnio wzrastające z roku na rok. Czy to jednak może trwać wiecznie? Znowu pouczające jest tu doświadczenie Hiszpanii i Portugalii. Napływ bezpośrednich inwestycji zagranicznych do Hiszpanii zmniejszył się o połowę w rok po pierwszym ataku spekulantów (1993), a potem jeszcze raz o połowę po drugim istotnym ataku (1995). Do 1997 r. Hiszpania, a zaraz po niej Portugalia, stały się eksporterem netto bezpośrednich inwestycji zagranicznych. Przy takiej huśtawce przepływów zewnętrznych wcale nie zaskakuje, że potrzebna była duża korekta realnego kursu walutowego pesety. Prowadzi to trzeciego zagadnienia: czy kursy walut krajów CEE-3 nie są zawyżone.

Realnie zawyżony kurs

Na początku lat dziewięćdziesiątych toczyła się ożywiona dyskusja na temat tego, czy kursy walut Klubu Śródziemnomorskiego nie są zawyżone. Ogólnej zgody nie było, ponieważ odpowiedź zależała, jak zwykle, od stosowanego wskaźnika oraz okresu bazowego. Dwa wskaźniki najczęściej stosowane do mierzenia konkurencyjności, którymi posługiwano się wówczas (podobnie jak teraz), to realny kurs walutowy deflowany CPI oraz jednostkowe koszty pracy. Te dwa wskaźniki zazwyczaj dają różne wskazania. I teraz, i wówczas.

W przypadku Hiszpanii twierdzono, że nie ma potrzeby dużej korekty kursu walutowego, ponieważ nie jest on wcale realnie zawyżony, chyba żeby jako wskaźnik konkurencyjności stosować jednostkowe koszty pracy, a rok 1980 przyjąć za okres bazowy. Podobny argument stosowano w przypadku Włoch, gdzie również wystąpiła duża rozbieżność miedzy jednostkowymi kosztami pracy a wskazaniami opartymi na CPI.

Dzisiejsza Polska prezentuje bardzo podobny wizerunek. W zależności od okresu bazowego i wybranego wskaźnika złoty można by traktować jako walutę, której kurs jest zawyżony o dowolną wielkość procentową w przedziale od 8 do 64%. (W przypadku Węgier i Czech potencjalne zawyżenie większości wskaźników i okresów bazowych jest dużo mniejsze.).

Argument, że kurs złotego nie może być zawyżony, ponieważ polski eksport rośnie szybko, stosowano również w przypadku Hiszpanii, której eksport w istocie się podwoił w ujęciu dolarowym w ciągu pięciu lat przed atakiem spekulantów w 1992 r. Stanowiło to nawet lepszy wynik, niż osiągnęła Polska. Sytuacja ta jest typowa dla krajów, które niedawno się otworzyły na handel zagraniczny, takich jak obecne kraje dokonujące przekształceń gospodarczych lub Hiszpania w 1992 r., kiedy kraj ten zniósł swoje ostatnie taryfy handlowe wobec ówczesnej Wspólnoty Europejskiej. W takich przypadkach zarówno eksport, jak i import rosną przeważnie szybko, niezależnie od kursu walutowego, i coraz więcej sektorów jest wystawionych na konkurencję międzynarodową[7].

Dane te wskazują, że prędzej czy później może być potrzebna korekta kursu walutowego. Nasze rozważania skupiły się na przypadku złotego, który może mieć potencjalnie najbardziej zawyżony kurs ze względu na niedawną ostrą aprecjację. Jednak i inne kraje CEE-3 mogłyby wkrótce stanąć przed podobną sytuacją. Jakie ma to skutki dla polityki kursu walutowego realizowanej przez te kraje?

[7] Analizę doświadczeń krajów dokonujących przekształceń gospodarczych zawiera De Broeck i Slok (2001).

Polska i Czechy oficjalnie mają kurs płynny, któremu towarzyszy krajowy cel inflacyjny. Są zatem w zupełnie innej sytuacji niż Hiszpania i Włochy na początku lat dziewięćdziesiątych, które należały do systemu korygowalnego kursu sztywnego, ERM. Teoretycznie więc korekta kursu walutowego mogłaby być dokonana jedynie stopniowo i bez zaburzeń.

Doświadczenie pokazało jednak, że duże korekty kursu walutowego prawie zawsze prowadzą do jakichś zaburzeń na rynkach finansowych. Tak było w Hiszpanii, która tak naprawdę miała duże pole manewru w 1992 r. w ramach ERM (Hiszpania miała pasmo wahań +/-6%). Nagła i duża deprecjacja zazwyczaj zmusza bank centralny do zwiększenia stóp procentowych w celu ograniczenia krajowej presji inflacyjnej, która w przeciwnym wypadku zaostrzyłaby inflację. Co więcej, warunki szoku handlowego (wynikające z deprecjacji) w połączeniu z wyższymi stopami procentowymi mogłyby początkowo prowadzić do ograniczenia popytu (jak we Włoszech lub Hiszpanii). To z kolei wywiera presję na budżet, prowadząc do wyższego deficytu, co mogłoby naruszyć zaufanie i w ten sposób pogorszyć deprecjację.

Taka negatywna spirala wcale nie musi się rozkręcić. Przypadek Grecji pokazuje, że możliwe jest dojście do UGW „gładką ścieżką". Z pewnością byłoby jednak rzeczą bardzo niebezpieczną, gdyby kraje CEE-3 przystąpiły do jakiegoś mechanizmu typu ERM, który związałby ich waluty z euro, zanim wyrobiłyby sobie jaśniejszy pogląd na to, czy obecny kurs walutowy da się utrzymać na dłuższą metę. Pouczający jest tu przypadek Grecji, która przygotowała niespodziewaną dewaluację w jednym posunięciu.

Wnioski

Wydaje się, że Polska jest dobrze nastawiona na przyjęcie euro szybko po przystąpieniu do Unii Europejskiej. Doświadczenie jednak pokazało, że ostatni etap konwergencji może być najbardziej niebezpieczny, zwłaszcza w przypadku krajów z potencjalnie zawyżonymi kursami walutowymi, których poziom opiera się na dużym napływie kapitału, a na kapitał nie zawsze będzie można liczyć jako coś oczywistego. Pouczające w tym zakresie jest doświadczenie niektórych członków strefy euro. Są przykłady krajów, które potrafiły dość szybko przeprowadzić konwergencję, np. Grecja i, w mniejszym stopniu, Portugalia. Jednak w przypadku Hiszpanii i Włoch członkostwo w UGW było poprzedzone nadzwyczaj niestabilnym okresem, w którym kursy walutowe ulegały ostrej deprecjacji, a stopy procentowe poszły ostro do góry. W obu przypadkach rynki finansowe zaniepokojone były nie tylko zawyżonymi kursami walutowymi, ale również nie najlepszą polityką fiskalną.

Przypadek dzisiejszej Polski wykazuje wiele podobieństw do przypadku Hiszpanii sprzed dziesięciu lat: gospodarka hiszpańska była również dość dynamiczna, ale charakteryzowała się wysokim bezrobociem i dużymi różnicami regionalnymi; dokładnie tak jak dzisiejsza Polska. Do początku lat dziewięćdziesiątych polityka fiskalna była generalnie pod kontrolą, co prowadziło do niskiej relacji długu do PKB. To jednak wydawało się zagrożone w trakcie politycznie i ekonomicznie niestabilnych wczesnych lat 90.

Rządy, które są naprawdę zdeterminowane do przystąpienia do UGW, potrafią zazwyczaj wytrzymać presję ze strony rynków finansowych. W przypadku Hiszpanii i Włoch rynki w końcu się uspokoiły i konwergencja została wznowiona w szybkim tempie. To był *happy end*. Jednak wcześniejsze niestabilne lata były dla tych krajów bardzo kosztowne. Wyzwaniem dla decydentów w Polsce będzie uniknięcie podobnych niestabilności przy sterowaniu złotym do jego ostatniej bezpiecznej przystani - euro.

Bibliografia

1. M. de Broeck, T. Slek (2001): *Interpreting Real Exchange Rate Movenents in Transtion Countries*. Bank of Finland, Institute for Economies in Transition (BOFIT), Discussion Paper No. 7.
2. D. Gros, A. Steinherr (1995): *Winds of Change, Economic Transition in Central and Eastern Europe*. Londyn: Addison-Wesley Longman.
3. D. Gros, M. Suhrcke (2000): *Ten Years After: What is special about transition countries?* CEPS Working Document No. 143, Centre for European Policy Studies, Bruksela, maj.
4. D. Gros, N. Thygesen (1998): *European Monetary Integration from EMS to EMU*, Londyn: Addison-Wesley Longman.
5. J. Pelkmans, D. Gros, J.N. Ferrer (2000): *Long-Run Economic Aspects of the European Union's Eastern Enlargement*, WRR Working Document No. 109, Scientific Council for Government Policy, Haga, wrzesień.

Systemy kursowe przy dochodzeniu do UGW: niektóre argumenty na rzecz wczesnego wprowadzenia euro

Fabrizio Coricelli

Wstęp

Na drodze do przystąpienia do Unii Europejskiej kraje Europy Środkowo-Wschodniej muszą sprostać zasadniczym wyzwaniom w zakresie prowadzenia polityki makroekonomicznej. Kraje te charakteryzują się większymi stopami wzrostu niż państwa Unii Europejskiej. W związku z tym mają również duże deficyty obrotów bieżących. Szybki wzrost wydajności w sektorach dóbr handlowych pociąga za sobą aprecjację realnego kursu walutowego, który dąży do osiągnięcia równowagi. Duży deficyt na rachunku obrotów bieżących wywołuje akumulację długu zagranicznego. W krajach Europy Środkowo-Wschodniej dług zagraniczny odgrywa już większą rolę niż dług krajowy. Co więcej, w niektórych państwach, mianowicie w Polsce, występuje duży wolumen depozytów w walucie obcej. Czynniki te narażają te kraje na niekorzystne skutki wahań kursów walutowych. Doświadczenie rynków wschodzących wskazuje, że elastyczność kursu walutowego staje się prędzej czy później raczej gorsetem niż narzędziem większej swobody polityki krajowej czy amortyzatorem szoków. W świecie, w którym istnieje swobodny przepływ kapitału, elastyczny kurs walutowy wiąże się przeważnie z wysokimi marżami odsetkowymi, wysokimi realnymi stopami procentowymi i podatnością gospodarki krajowej i sektora finansowego na szoki zewnętrzne.

Chcąc poradzić sobie z tymi problemami, sformułowano propozycje dolaryzacji gospodarek wschodzących. Wydaje się, że propozycje te są jeszcze bardziej właściwe dla krajów przystępujących do Unii Europejskiej, które ostatecznie przyjmą euro. W niniejszym artykule chcielibyśmy dodać kilka elementów do dyskusji nad celowością wczesnego przyjęcia euro, skupiając się na wadach systemu wyznaczonego przez ERMII i inflacyjne kryterium z Maastricht.

Systemy kursowe w krajach Europy Środkowo-Wschodniej

W procesie dochodzenia do Unii Europejskiej czołówkę stanowią Republika Czeska, Estonia, Węgry, Polska i Słowenia (odtąd CEEC5). Kraje te osiągnęły godne uwagi wyniki zarówno w zakresie reform instytucjonalnych, jak i stabilizacji makroekonomicznej[1]. Pomimo jednak podobieństw ich osiągnięć kraje CEEC5 charakteryzują się wyraźnie odmiennymi systemami kursów walutowych (tabela 1).

Niejednorodność systemów kursowych w Europie Środkowo-Wschodniej można tłumaczyć różnicami doświadczeń w zakresie programów stabilizacji i różnicami strukturalnymi. Jednak różnorodność ta jest uderzająca, jeśli wziąć pod uwagę, że wszystkie te kraje przechodzą proces negocjowania przystąpienia do Unii Eu-

[1] Według wskaźników transformacji EBRD, kraje CEEC5 już prawie zakończyły proces transformacji pod względem budowy instytucji, liberalizacji i prywatyzacji. Nuti (2000) wskazuje jednak, że wskaźniki te trzeba przyjmować z ostrożnością. Wykazuje on w istocie, że wskaźniki te malują zbyt optymistyczny obraz postępu osiągniętych zmian instytucjonalnych i strukturalnych.

Tabela 1 *Systemy kursowe i polityki pieniężnej w CEBC5*

Kraj	System kursowy	Interwencja oficjalna	Ograniczenia przepływu kapitału	Cel pieniężny
Republika	stosunkowo	interwencja od czasu	w znacznym stopniu	oficjalnie ogłaszane
Czeska	swobodnie	do czasu w celu	zliberalizowane	cele inflacyjne
	płynny	wyrównania dużej		(z wyjątkiem cen urzędowych):
		niestabilności kursu		4-5%, pod koniec 1999 r.,
		walutowego		3,5-5,5%, pod koniec 2000 r.
Estonia	system izby		w pełni zliberalizowane	utrzymuje stały kurs
	walutowej			walutowy w stosunku do euro
Węgry	kurs kroczący	interwencje na	zliberalizowane	niska inflacja
	w stosunku do euro	krawędzi pasma	ograniczenia	(2-3% ponad strefę euro)
	z szerokim pasmem		kapitału	i trwała pozycja zewnętrzna
	+/-15%		długoterminowego;	
			pozostają ograniczenia	
			kapitału	
			krótkoterminowego	
Polska	stosunkowo	interwencja od czasu	zliberalizowane	oficjalnie ogłaszany
	swobodny	do czasu w celu	ograniczenia kapitału	cel inflacyjny
	kurs walutowy	wyrównania dużych	długoterminowego;	(cel w zakresie inflacji ogólnej)
		wahań kursu walutowego	pewne ograniczenia	6,7-7,8% - koniec 1999 r.;
			przepływu kapitału	5,4-6,8% - koniec 2000 r.,
			krótkoterminowego	poniżej 4% - 2003 r.
Słowenia	kurs płynny	kurs ściśle kierowany	zliberalizowanie	oficjalnie ogłaszane
	kierowany	na ścieżce stopniowej	ograniczeń kapitału	cele w zakresie rocznego
		deprecjacji	długoterminowego	wzrostu M3; również
			(wrzesień 1994 r.); pozostają	interwencje bieżące
			ograniczenia krótkoterminowe	w celu zredukowania różnic
				kursu walutowego w stosunku
				do UE i ograniczenia nadmiernej
				niestabilności kursu walutowego

Źródło: Corker i inni (2000).

ropejskiej i charakteryzują się koncentracją obrotów handlowych z UE.

Jak wyjaśnić tę niejednorodność?

Spośród głównych różnic strukturalnych, które mogą wyjaśniać różnice systemów kursowych w krajach CEEC5, najnowsza literatura wskazuje dwie główne cechy: wielkość - Polska jest dużo większa niż pozostałe kraje, a Estonia najmniejsza - oraz elastyczność rynków pracy - Węgry i Estonia wykazują większy stopień elastyczności niż Polska i Czechy. Jednak, jak podkreśla niedawne studium MFW: „...zbytnie akcentowanie różnic między tymi krajami nie byłoby właściwe. Na ogólniejszym poziomie wszystkie te kraje charakteryzują się wysokim stopniem otwartości, podobnymi strukturami handlu i produktu jak w Unii Europejskiej i, w większości, wystarczającą elastycznością rynku pracy, które pozwalają uzasadnić twierdzenie, że ich kursy walutowe są w pewnym stopniu dopasowane do euro" (Corker i inni, 2000, s. 6).

Dalej jeszcze idą De Grauwe i Aksoy (1997), twierdząc, że kraje Europy Środkowo-Wschodniej kwalifikują się do udziału w optymalnym obszarze walutowym z krajami Unii Europejskiej.

Na koniec, Boone i Maurel (1999) stwierdzili, że zachodzi wysoka korelacja między cyklem koniunkturalnym krajów Europy Środkowo-Wschodniej a cyklem koniunkturalnym Niemiec czy Unii Europejskiej. W wyniku przyjęcia euro kraje te poniosą zatem jedy-

nie nieznaczne straty spowodowane szokami asymetrycznymi.

Mówiąc ogólnie - tak jak to podkreśla Frankel (1999) - kryteria *ex ante* prowadzące do oceny, czy kraj kwalifikuje się do przystąpienia do unii walutowej, pomijają podstawowy wpływ, który przystąpienie do unii walutowej wywiera na cechy krajów do niej przystępujących, a mianowicie: zbieżność struktur wzrasta po przystąpieniu do unii. Korelacja dochodów między krajami rośnie wraz z integracją handlową, a ta ostatnia zwiększa się po przystąpieniu do Unii Europejskiej. Integracja handlowa krajów Europy Środkowo-Wschodniej z Unią Europejską jest już bardzo wysoka i będzie się jeszcze zwiększać (wykres 1)[2].

Znaczenie czynników realnych i strukturalnych przy ocenie słuszności przyjęcia euro jest przereklamowane i prowadzi często do nieporozumień. W Unii Europejskiej występuje bardzo duża asymetryczność między regionami, a mobilność pracy jest niska nawet wewnątrz poszczególnych krajów. Można to jednak pogodzić z jednolitymi walutami w poszczególnych krajach i z euro w Unii Europejskiej jako całości. Dużo ważniejsze, niż przeważnie się zakłada w literaturze na temat optymalnych obszarów walutowych, są natomiast czynniki finansowe.

Ciekawe jest to, że z czasem bardziej zaawansowane kraje realizujące przekształcenia gospodarcze (CEE5) zwiększyły elastyczność swoich systemów kursowych, przynajmniej na papierze (tabela 2). Zachowanie zilustrowane w tabeli 2 częściowo uzasadnia pogląd o istnieniu procesu polaryzacji, który wydaje się zachodzić w skali światowej: kraje orientują się w kierunku systemów skrajnych (kursu płynnego lub bardziej sztywnego), odchodząc od rozwiązań pośrednich (Frankel, 1999).

Czy zmiany te są spójne z celem przystąpienia do Unii Europejskiej? Opiszmy najpierw w zarysie, jak zgodnie z obecnymi wiążącymi ustaleniami byłby realizowany proces integracji z Unią Gospodarczą i Walutową. Po przystąpieniu do Unii Europejskiej nie ma żadnej ustalonej daty przystąpienia do UGW. Zanim to nastąpi, kraje ERMII mają prawo swobodnie wybierać kurs walutowy. W dłuższym okresie nie ma jednak żadnej możliwości pozostawania poza obszarem euro (brak klauzuli zwalniającej). Co więcej, pewne istotne kroki (takie jak liberalizacja przepływów kapitałowych) trzeba podjąć w momencie przystąpienia do Unii Europejskiej.

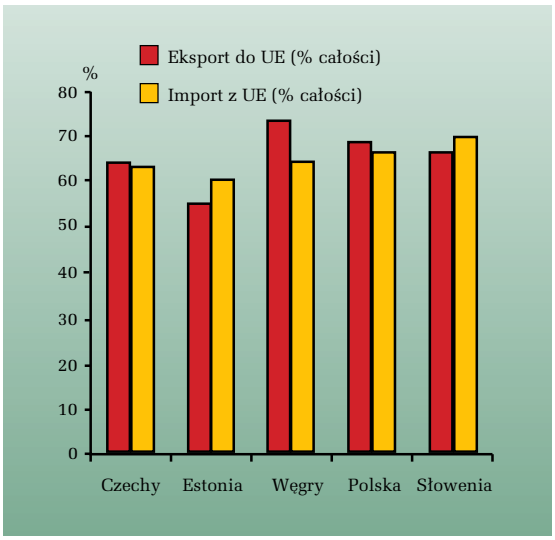
Przystąpienie do euro pociąga za sobą uczestnictwo w ERMII, z którego wynika, że przez dwa lata kurs walutowy musi być utrzymywany w 30-procentowym paśmie (15% w górę i 15% w dół) wokół sztywnego parytetu centralnego, który może być jedynie rewaloryzowany. Co więcej, przez rok przed przystąpieniem do Unii Gospodarczej i Walutowej będą stosowane kryteria z Maastricht, chociaż ich spełnienie nie stanowi warunku członkostwa w UE.

Z formalnego punktu widzenia elastyczne systemy Republiki Czeskiej, Polski i Słowenii wydają się do pogodzenia nawet z systemem ERMII. Główna różnica polegałaby na wyborze wyraźnego parytetu. Również istniejący w Słowenii system izby walutowej wydaje się do pogodzenia z ERMII.

Krótko mówiąc, nawet jeśli wejście do UGW dałoby się odwlec, nie jest jasne, dlaczego kraje Europy Środkowej i Wschodniej powinny realizować tę strategię w warunkach swobody przepływów kapitałowych. Jeśli nawet jest to uproszczenie, powinniśmy się skoncentrować na ERMII i kryteriach z Maastricht, które porównamy z opcją wczesnego przyjęcia euro.

[2] Chociaż inni autorzy twierdzą, że większa integracja prowadzi do większej specjalizacji. Przy obecności szoków idiosynkratycznych wraz z większą integracją spadałaby korelacja dochodów między krajami. Argument ten zdaje się jednak nieprzekonujący (zob. skuteczną krytykę tego poglądu we: Frankel, 1999). Nie trzeba dodawać, że kwestii tej nie da się rozwiązać teoretycznie, lecz wymaga ona badań empirycznych. Frankel i Rose (1998) pokazują, że wraz z integracją handlu korelacja dochodów rzeczywiście wzrasta.

Wykres 1 *Przepływy handlowe CEEC5 (w 1998 r.)*



Uzasadnienie przystąpienia do ERMII przez kraje Europy Środkowo-Wschodniej

Utrzymanie dostatecznej elastyczności kursu walutowego i, przypuszczalnie, niezależności monetarnej krajów Europy Środkowo-Wschodniej ma dwojakie uzasadnienie:

1) tzw. efekt Balassy-Samuelsona, pociągający za sobą tendencję do realnej aprecjacji kursu walutowego w przypadku krajów, w których wzrost wydajności jest wyższy niż u ich partnerów handlowych - wpływ na re-

Tabela 2 *Kursy walutowe w gospodarkach realizujących przekształcenia gospodarcze**

	Sztywne		Ograniczona płynność		Bardziej płynne	
	system izby walutowej	zwykły kurs sztywny	*explicite* wąskie pasmo	ściśle kierowana	szerokie pasmo	stosunkowo swobodnie płynny
Republika Czeska			•			• → X
Estonia	X					
Węgry		•	• →		→ X	
Polska		•	•		• →	X
Słowenia				X		

* X wskazuje obecny system walutowy, • oznacza poprzedni system, a —> oznacza zmianę systemu.

Źródło: Corker i inni (2000).

alny kurs walutowy ma, dodatkowo, sama transformacja, poprzez zmiany strukturalne - (Greig i Wyplosz, 1999)[3];

2) okres elastyczności umożliwiłby przetestowanie walutowego kursu równowagi.

Ad 1. Efekt Balassy-Samuelsona (B-S) wynika z faktu, że wzrost wydajności bywa przeważnie wyższy w sektorach dóbr handlowych (np. przemyśle) niż w sektorach dóbr niehandlowych (np. usługach). Wzrost wydajności przekłada się na wzrost płac w sektorach handlowych, co z kolei przenosi się na wzrost płac w sektorze dóbr niehandlowych. Ten ostatni skutek wpływa na względną cenę dóbr niehandlowych i, co za tym idzie, na realną aprecjację kursu walutowego, jeśli mierzymy go w ujęciu względnych cen konsumpcyjnych. Nie powoduje to utraty konkurencyjności zewnętrznej, ponieważ aprecjacja realnego kursu walutowego nie występuje, jeśli mierzymy ją w ujęciu względnych kosztów pracy. Kraje Europy Środkowo-Wschodniej charakteryzują się znacznie niższym dochodem na głowę mieszkańca niż kraje Unii Europejskiej. Jeżeli zatem pojawi się zbieżność między dochodami na głowę mieszkańca, stopy wzrostu w krajach Europy Środkowej i Wschodniej będą dużo wyższe niż w krajach Unii Europejskiej. Tabela 3 przedstawia pewne szacunki prognozowanych stóp wzrostu, pochodzące z dobrze znanych modeli wzrostu, i oblicza liczbę lat niezbędną do uzyskania zbieżności z krajami Unii Europejskiej o niskim dochodzie (Grecja, Hiszpania i Portugalia). Dane wskazują, że proces zbieżności będzie dość powolny i potrwa długo. Tak więc efekt Balassy-Samuelsona będzie się utrzymywał przez długi czas i nie da się go wyeliminować, utrzymując elastyczność nominalnych kursów walutowych jedynie przez kilka lat. Zróżnicowanie stóp wzrostu spowoduje, że realny kurs walutowy oparty na CPI będzie w przypadku krajów Europy Środkowo-Wschodniej ulegał aprecjacji.

[3] Jazbec (2000) pokazuje, że w przypadku zaawansowanych krajów Europy Środkowo-Wschodniej rola przemian strukturalnych typowych dla procesu transformacji staje się nieistotna po pięciu latach tego procesu.

Tabela 3 *Prognozowana stopa wzrostu dla krajów Europy Środkowo-Wschodniej*

	Roczne prognozy wzrostu (roczna zmiana procentowa realnego PKB na głowę mieszkańca)		Zbieżność z krajami Unii Europejskiej o niskim dochodzie (średnia Grecji, Portugalii i Hiszpanii) (liczba lat niezbędnych do uzyskania zbieżności)	
Kraj	**Barro**	**Levine-Renelt**	**Barro**	**Levine-Renelt**
Republika Czeska	5,44	4,40	11	15
Estonia	5,23	4,93	16	17
Węgry	5,28	5,02	20	22
Polska	5,42	4,75	18	23
Słowenia	5,31	4,58	19	24

Źródło: Fischer i inni (1998).

Przy elastycznych cenach takie dostosowanie realnego kursu walutowego nastąpiłoby poprzez wzrost cen dóbr niehandlowych. Co więcej, ponieważ proces ten oznacza przewidywalne długofalowe zmiany w zakresie wydajności, prawdopodobne jest, iż będzie on antycypowany. Spowoduje to, że zmiana cen dóbr niehandlowych będzie miała charakter początkowego skoku, a nie ciągłego wzrostu tych cen w czasie. Z uwagi na nieelastyczność cen w sektorze dóbr niehandlowych, efekt Balassy-Samuelsona pociągałby za sobą aprecjację nominalnego kursu walutowego, a przez to realnego kursu walutowego. Empiryczne szacunki roli efektu Balassy-Samuelsona zmieniają się w zależności od kraju i wahają się między 2 a 4%, w zależności od badań i krajów (Szapary, 2000). Badania krajów Unii Europejskiej o niskim dochodzie wykazały, że w latach 1960-1996 efekt B-S wyjaśniał 1% dodatkowej inflacji rocznej, a w przypadku Portugalii efekt ten był większy i wynosił około 2%. Kraje te mogą stanowić dobry punkt odniesienia dla prawdopodobnych efektów w krajach Europy Środkowo-Wschodniej.

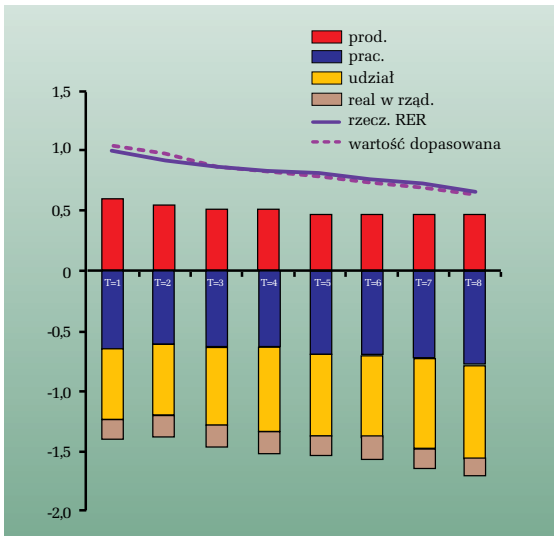
Jeśli chodzi o realny kurs walutowy, to Jazbec (2000) stwierdził, że w latach dziewięćdziesiątych elastyczność kursu walutowego w stosunku do zróżnicowania wydajności wynosiła około 1/2. Jeśli dla krajów Europy Środkowo-Wschodniej przyjmiemy typową 2-procentową roczną stopę zbieżności (zob. Barro i Sala-I-Martin), wówczas presja na realny kurs walutowy spowodowana efektem Balassy-Samuelsona byłaby rzędu jednego procenta w okresie średnim i długim. Jest to jednak efekt, który zachodzi przy założeniu *ceteris paribus*. W istocie realny kurs walutowy zależy również od innych czynników, w szczególności od wydatków rządowych (zob. np. Obstfeld i Rogoff, 1996). Według Fischera i innych (1998), uzasadnione jest założenie, że konsumpcja rządowa w krajach Europy Środkowo-Wschodniej obniży się z czasem o znaczną kwotę (autorzy zakładają spadek PKB o 10 punktów procentowych). Spadek tej wielkości może częściowo zniwelować efekt Balassy-Samuelsona. Wykres 2 wskazuje na rolę różnych czynników przy kształtowaniu dynamiki realnego kursu walutowego w krajach Europy Środkowo-Wschodniej.

Uzasadnienie utrzymywania elastyczności kursu walutowego z uwagi na potrzebę aprecjacji realnej spowodowanej efektem B-S wydaje się raczej mało przekonujące[4].

Zróżnicowanie inflacji, wiążące się z efektem B-S, jest odzwierciedleniem zjawiska równowagi bez jakichkolwiek skutków negatywnych. Jak to przekonująco wyartykułował Rostowski (2000), dlaczego kraje Unii Europejskiej lub Europejski Bank Centralny mają się przejmować cenami polskich fryzjerów? Zamiast uzasadniać elastyczność nominalnego kursu walutowego, obecność silnego efektu E-S wskazuje na wady inflacyjnego kryterium z Maastricht w odniesieniu do inflacji Europy Środkowo-Wschodniej lub jakiegokolwiek innego kraju przystępującego do UGW. Szapary (2000) omawia kilka opcji modyfikacji takiego kryterium. Kryterium z Maastricht dotyczące zbieżności inflacji wymaga tego, aby kraj przystępujący do UGW miał stopę inflacji nie większą niż 1,5% powyżej średniej z trzech najniższych stóp inflacji w Unii Europejskiej. Czy nie rozsądniej byłoby nałożyć warunek dla krajów Europy Środkowo-Wschodniej, którego punktem odniesienia byłyby trzy najwyższe stopy inflacji w Unii Europejskiej? Porównań dokonywano by wówczas z Irlandią, Hiszpanią i Portugalią, a kraje te nieprzypadkowo przecież wykazują najwyższe stopy inflacji, ponieważ mają najniższy dochód na jednego mieszkańca i, co za tym idzie, najwyższe stopy wzrostu. Tak naprawdę w chwili obecnej Irlandia nie spełniłaby inflacyjnego kryterium z Maastricht. Powiedzmy to ogólniej: skoro kraj ceduje swoją politykę pieniężną na Europejski Bank Centralny, dlaczego ma podlegać dodatkowym ograniczeniom stopy inflacji?

Ad 2. Potrzeba przetestowania poziomu równowagi wydaje się co najmniej słabym uzasadnieniem. Przyjęcie szerokiego pasma wywoła prawdopodobnie niestabilne przepływy kapitału, które - z kolei - spowodują wahania kursu walutowego niezwiązane z ewolucją

Wykres 2 *Dane na temat realnego efektywnego kursu walutowego w krajach Europy Środkowo-Wschodniej bez Bułgarii i Rumunii*



[4] Inne ostrzeżenie przed ryzykiem zbytniego przeceniania roli efektu B-S wynika ze spostrzeżenia, że zarówno dobra handlowe, jak i niehandlowe nie dadzą się reprezentować przez pojedyncze dobro reprezentatywne. Jeżeli weźmiemy Ricardowski model Dornbuscha i Samuelsona, obejmujący kontinuum dóbr handlowych, bez trudu zorientujemy się, że kurs walutowy wywiera zasadniczy wpływ na przedział dóbr handlowych, które kraj będzie produkował. Tak więc wnioskowanie, prowadzące do ustalenia odpowiedniego poziomu kursu walutowego opartego na względnej cenie „reprezentatywnych" dóbr handlowych i niehandlowych, może być mylące.

fundamentów ekonomicznych. Ponieważ wykluczone są dewaluacje wybranego parytetu, jedyną dopuszczalną opcją jest rewaloryzacja parytetu. W warunkach niepewności oznacza to skłonność do przyjęcia parytetu zdeprecjonowanego, co kłóci się z punktem 1. Doświadczenie Grecji pokazało, że zamiast odgrywać rolę użytecznego testu, ERMII prowadzi do gry w konwergencję, w której napływ kapitału krótkoterminowego zależy od oczekiwań dotyczących ostatecznie wybranego parytetu.

Podsumujmy: argumentacja za utrzymywaniem elastyczności kursów walutowych w krajach Europy Środkowo-Wschodniej wydaje się niedostatecznie ugruntowana. Ciekawe jest spostrzeżenie, że dyskusja na temat tego, jakie kursy walutowe są pożądane w Unii Europejskiej, skupiała się na czynnikach „realnych", w niedostatecznym stopniu uwzględniając wiarygodność polityki pieniężnej. Takie zaniedbywanie aspektów finansowych jest zaskakujące, jeśli wziąć pod uwagę doświadczenia rynków wschodzących z kryzysami walutowymi i finansowymi. A przecież argumenty na rzecz dolaryzacji rynków wschodzących, zwłaszcza w Ameryce Łacińskiej, kładły nacisk na ich wrażliwość na nagłe zmiany przepływów kapitałowych i procykliczne zmiany stóp procentowych (zob. Calvo, 2000; Hausmann i inni, 1999).

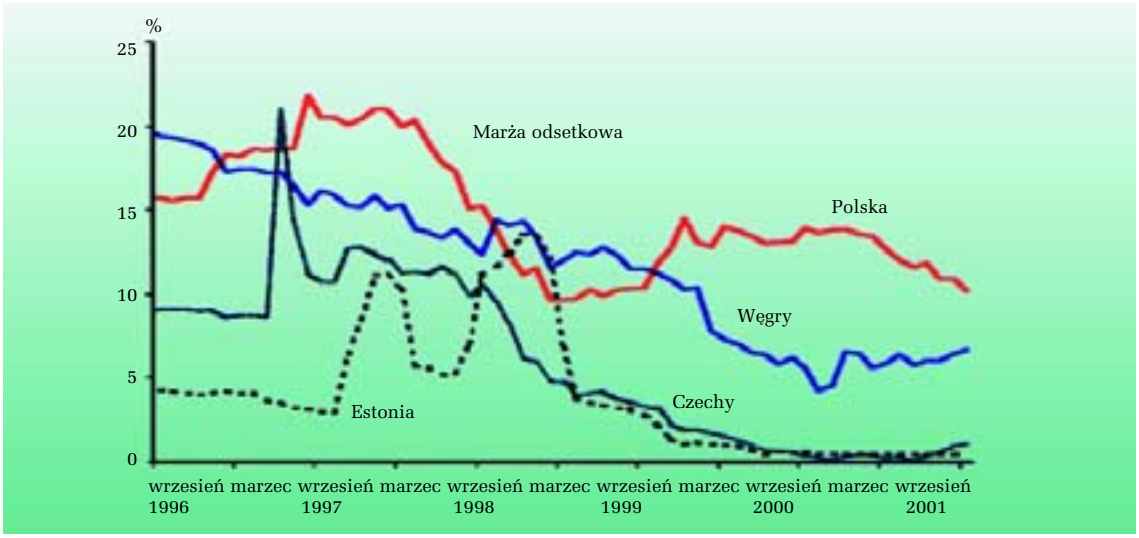
Uzasadnienie wczesnego przyjęcia euro

Z perspektywy krajów Europy Środkowo-Wschodniej przyjęcie euro dałoby natychmiastową korzyść w postaci wyeliminowania premii stóp procentowych i, co za tym idzie, w postaci cięć stóp procentowych. Przy zliberalizowalizowanych przepływach kapitałowych przyjęcie euro wyeliminowałoby wrażliwość tych krajów na nagłe odwrócenie przepływów kapitałowych i towarzyszące im wypaczenia rynków finansowych.

Podstawowe tendencje, zarysowane w poprzedniej części opracowania, wskazują, że kraje Europy Środkowo-Wschodniej są podatne na kryzysy finansowe. Szybki wzrost doprowadzi do dużych deficytów na rachunku obrotów bieżących i, co za tym idzie, akumulacji długu zagranicznego. Doświadczenie rynków wschodzących pokazuje, że prowadzenie polityki makroekonomicznej w tym kontekście jest dość trudne. Przy dużych i niestabilnych przepływach kapitału iluzją wydaje się zakładanie, że elastyczne kursy walutowe umożliwią zachowanie niezależności polityki pieniężnej i wzrost niezależności prowadzenia polityki krajowej. Kraje Europy Środkowo-Wschodniej charakteryzują się dość niskimi wskaźnikami długu publicznego, jednakże jest on denominowany przeważnie w walucie obcej. Co więcej, zwłaszcza w Polsce wydaje się istnieć duży wolumen depozytów w walucie obcej (około 20% depozytów ogółem). Calvo i Reinhart (2000) ilustrują problemy z płynnością kursu walutowego, określając to zjawisko jako „lęk przed pływaniem" (tak jak jest lęk przed lataniem). Jeśli nawet kursy walutowe są płynne na papierze, to przy prowadzeniu polityki krajowej na rynkach wschodzących dominuje potrzeba utrzymania stabilnego kursu walutowego.

Doświadczenie Polski wydaje się dość dobrze wpasowywać w te ramy. Od początku okresu przekształceń gospodarczych Polska eksperymentowała z różnymi systemami kursów walutowych. Przeszła od systemu sztywnego, stosowanego na początku okresu przekształceń, do bardziej elastycznych mechanizmów (system kroczący z pasmem), których ukoronowaniem był kurs płynny wprowadzony w kwietniu 2000 r.

Wykres 3 *Marża stóp procentowych względem stóp procentowych wyrażonych w euro*



Wykres 3 przekonująco unaocznia, w jaki sposób premie odsetkowe zwiększały się w Polsce wraz z przechodzeniem do większej elastyczności kursu walutowego. Przyjęcie systemu płynnego wcale nie zabezpieczyło krajowych stóp procentowych przed wahaniami zewnętrznymi. Przeciwnie, wyższa elastyczność spowodowała zdecydowane odchylenie zachowania polskich stóp procentowych od stóp procentowych w innych krajach Europy Środkowo-Wschodniej.

Coraz większa elastyczność kursu walutowego zwiększała ryzyko kursowe i towarzyszącą mu marżę odsetkową (zob. wykres 3). Chociaż premia stóp procentowych w stosunku do stóp niemieckich (a ostatnio również EURIBOR) stale się obniżała w przypadku Węgier, Republiki Czeskiej i Estonii, to zwiększyła się w Polsce po przejściu na kurs płynny, wahając się wokół 10%. Realne stopy procentowe pozostały nadzwyczaj wysokie. Poza tym elastyczności kursu walutowego towarzyszyła znaczna aprecjacja realnego kursu walutowego. Po kryzysie z 1997 r. Republika Czeska przyjęła elastyczny kurs walutowy i cel inflacyjny. Jednak Czechy charakteryzują się znacznie niższym długiem w ujęciu statycznym. Co więcej, nawet widoczny sukces tego kraju pod względem redukcji inflacji i stóp procentowych należy oceniać w kontekście długiego okresu stagnacji działalności gospodarczej po 1997 r.

„Pułapka" ERMII

System kursowy ERMII ma dla krajów Europy Środkowo-Wschodniej zasadnicze wady. Wybrany parytet prawdopodobnie stanie się pułapem rzeczywistych wahań kursu walutowego, co oznaczać będzie, że kraje przeważnie będą się sytuować po zaprecjowanej stronie pasma. Wszelkie fluktuacje powyżej parytetu wywołują dwa skutki. Po pierwsze, mnożyć się będą oczekiwania niezdolności do przystąpienia do euro, wywołując automatyczny proces osłabiania waluty. Ponieważ parytetu nie można zdewaluować, wywołuje to działania zaradcze ze strony banku centralnego w celu wspomagania kursu walutowego, mianowicie wysokie stopy procentowe.

Drugim, bardziej prawdopodobnym, skutkiem jest to, że kraj będzie antycypował te potencjalne trudności w swojej polityce pieniężnej, dążąc do osiągnięcia „silnej" waluty. Poprzez wysokie stopy procentowe kurs walutowy utrzymywany będzie w niższej części przedziału (aprecjowanej). Pod koniec ERMII parytet będzie mógł być albo utrzymany, albo zrewaloryzowany. To drugie jest prawdopodobne, ponieważ realne kursy walutowe będą przeważnie znajdować się poniżej starego parytetu. Mechanizm ten częściowo należy do kategorii tzw. gry w konwergencję. Polega ona na tym, że inwestorzy zagraniczni spekulują na temat wartości parytetu, która będzie wybrana pod koniec dwuletniego okresu, i zysków kapitałowych wynikających ze spadku nominalnych stóp procentowych od obligacji o stałej stopie procentowej.

Pouczające jest tu doświadczenie Grecji w ERMII (zob. wykres 4). Po przystąpieniu do ERMII Grecja zdewaluowała drachmę o około 13%. Po takiej początkowej deprecjacji nastąpiło szybkie odwrócenie sytuacji i przesunięcie w kierunku niższego końca pasma. Na okres dwóch lat ERMII drachma utknęła w niższej części pasma. W wyniku tego zrewaloryzowano parytet wynegocjowany przy przystępowaniu do euro.

Jeśli chodzi o stopy procentowe, to trzeba uznać, że spadek stóp krajowych był bardzo powolny i uległ przyspieszeniu dopiero wówczas, gdy zbliżało się przystąpienie do euro. Jednak nawet wówczas utrzymywała się istotna marża w stosunku do stóp procentowych euro (wykres 5).

Wnioski

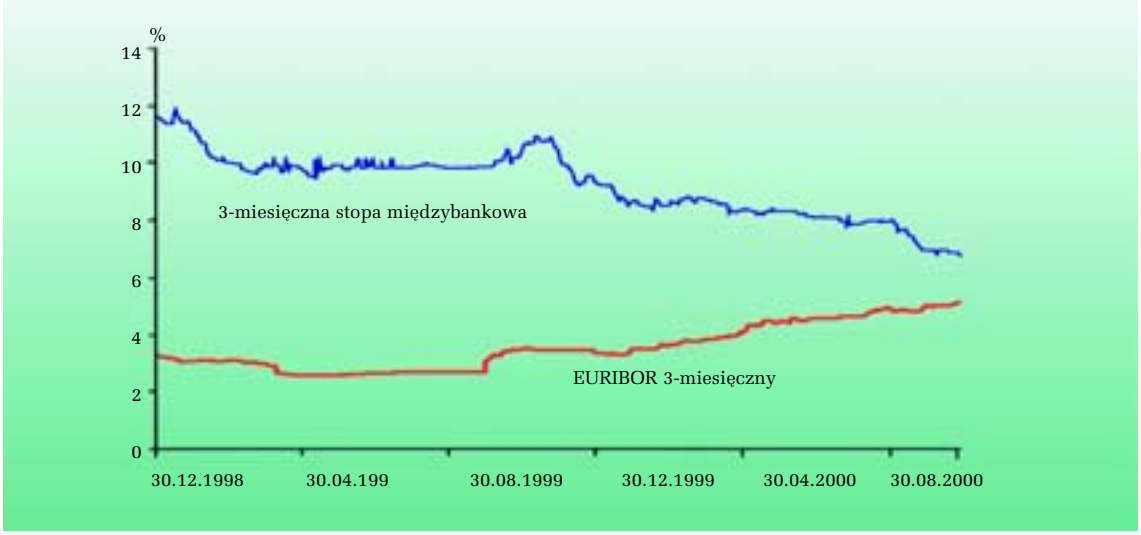
Podsumowując, można powiedzieć, że wczesne przyjęcie euro wydaje się dla krajów Europy Środkowo-Wschodniej rzeczą pożądaną. Korzyści stąd płynące mogą nie być identyczne dla każdego kraju Europy Środkowo-Wschodniej (zob. Nutti, 2000a). Co więcej, by przejść na euro, państwa te będą musiały mieć dostatecznie dużo rezerw walutowych. Korzyści wydają się szczególnie istotne dla Polski i, z innych powodów, dla Estonii, która - mając izbę walutową - będzie musiała wykonać jeszcze niewielki „skok" w kierunku euroizacji. Korzyści z przyjęcia euro będą większe, jeśli wszystkie kraje Europy Środkowo-Wschodniej przyjmą euro jednocześnie.

Dla Unii Europejskiej proces euroizacji przyniósłby istotne korzyści pod względem stabilności regionu. Co więcej, obecność silnego efektu Balassy-Samuelsona spowodowałaby, że kraje Europy Środkowo-Wschodniej wniosłyby do euro dodatkową siłę, ponieważ ich waluty przejawiają zasadniczą tendencję do aprecjacji. Może to również nadać istotną dynamikę miedzynarodowej roli euro, co będzie istotnym sygnałem siły instytucji europejskich.

Podobnie jak w przypadku propozycji dolaryzacji, pozostają pewne otwarte kwestie, dotyczące wykorzystania renty menniczej i roli Europejskiego Banku Centralnego jako pożyczkodawcy ostatniej instancji. Najnowsza literatura na temat dolaryzacji formułuje mocny postulat istnienia takiego mechanizmu dla rynków wschodzących i dla Stanów Zjednoczonych. Argumenty te stosują się do krajów Europy Środkowo-Wschodniej. W przypadku Europy są one nawet istotniejsze, ze względu na przyjęcie celu poszerzenia Unii Europejskiej o kraje Europy Środkowo-Wschodniej.

Wykres 4 *Kurs walutowy drachma/euro*

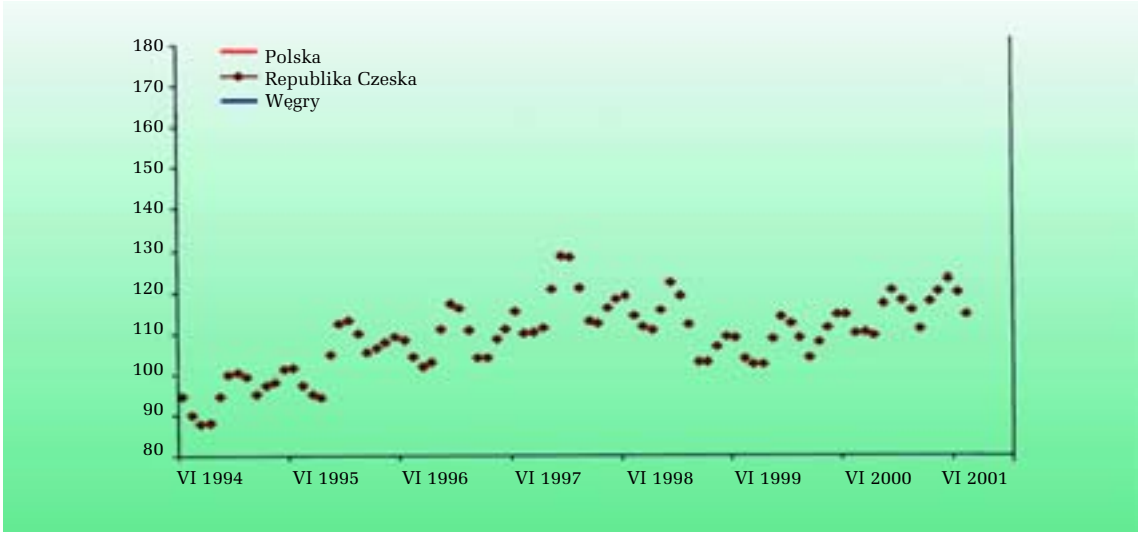
Wykres 5 *Grecja: krótkoterminowe stopy procentowe w okresie przynależności do ERMII*



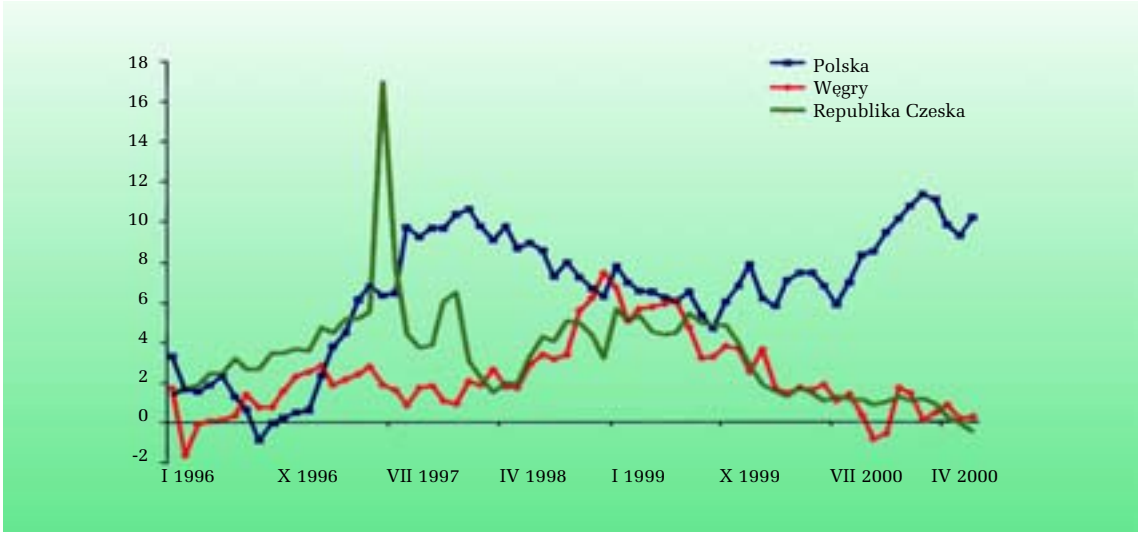
W niniejszym artykule próbowaliśmy wnieść drobne uwagi do tej dyskusji, koncentrując się na niebezpieczeństwach, przed którymi będą stały szybko rozwijające się kraje Europy Środkowo-Wschodniej, jeśli utrzymywać będą własną walutę w okresie dużych deficytów na rachunku obrotów bieżących i swobodnego przepływu kapitału.

Załącznik

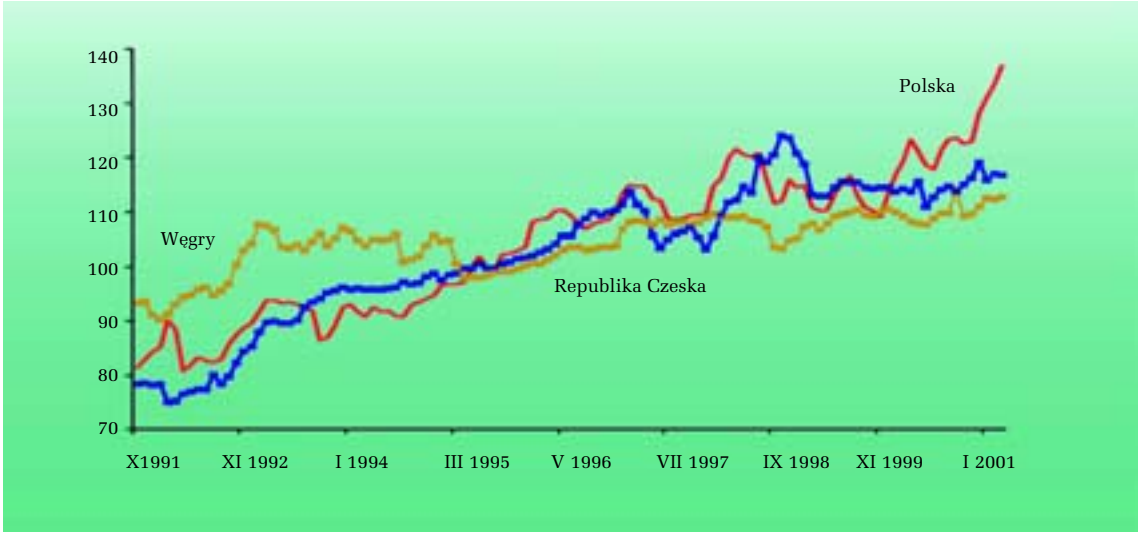
Wykres A1 *Produkcja przemysłowa*



Wykres A2 *Realny kurs walutowy*



Wykres A3 *Realny efektywny kurs walutowy*



Bibliografia

1. L. Boone, M. Maurel: *An optimal currency area perspective of the EU enlargement to the CEECs*. CEPR Discussion Paper Series, nr 2119.
2. G. Calvo, C. Reinhart (2000): *Fear of Floating*. University of Maryland, maszynopis powielany.
3. G. Calvo (2000): *Testimony on Dollarization*. Zeznanie złożone podkomitetowi polityki krajowej i pieniężnej ds. usług bankowych i finansowych. Waszyngton, D.C., 22 czerwca, 2000.
4. R. Corker, C. Beaumont, R. van Elkan, D. Iakova: *Exchange Rate Regimes in Selected Advance Transition Economies. Coping with Transition*, Capital Inflows, and EU Accession. IMF Policy Discussion Paper, PDP/00/3. Waszyngton D.C., 2000.
5. P. De Grauwe, Y.Aksoy (1997): *Are Central European Countries Part of the European Optimum Currency Area?* Maszynopis powielany.
6. J. Frankel (1999): *No Single Currency Regime is Right for All Countries or at All Times.* NBER Working Paper Series, nr 7338.
7. R. Hausmann, M. Gavin, C. Page-Serra, E. Stein (1999): *Financial Turmoil and the Choice of Exchange Rate Regime*. IADB. Waszyngton D.C.
8. B. Jazbec (2000): *Real Exchange Determination in Transition Economies.* University of Ljubljana.
9. D.M. Nuti (2000a): *The Costs and Benefits of Euro-Isation in Central-Eastern Europe before or instead of EMU Membership*. University of Rome i London Business School, maszynopis powielany.
10. D.M. Nuti (2000b): *On the Over-Optimistic Bias of EBRD Indicators of Transition Progress.* Seminar Paper, ESRC, 7 czerwca LBS.
11. M. Obstfeld, K. Rogoff (1996): *Foundations of International Macroeconomics.* MIT Press.
12. J. Rostowski (2000): *The Eastern Enlargement of the EU and the Case for Unilateral Euroization.* Central European University, maszynopis powielany.
13. G. Szapáry (2000): *Maastricht and the Choice of Exchange Rte Regime in Transition Countries during the Run-Up to EMU.* NBH Working Paper, 2000/7.

Polska droga do euro: przegląd opcji

Stanisław Gomułka

Długofalowe korzyści ekonomiczne wynikające z przyjęcia euro

Euroizacja stanowi ważną część czegoś, co wydaje się być nową ogólną tendencją w gospodarce światowej: mniej walut, ale lepsze (Dornbusch, 2001).

Główne argumenty przemawiające za przyjęciem wspólnej waluty przez kraje Unii Europejskiej dzielą się, jak sądzę, na trzy kategorie: a) argumenty wiążące się z handlem międzynarodowym oraz korzyściami w zakresie efektywności statycznej, b) argumenty wiążące się ze stabilnością oraz c) argumenty wiążące się ze wzrostem gospodarczym. Chociaż wszystkie te argumenty są dobrze znane, to chciałbym je tutaj krótko przypomnieć w celu podkreślenia, że argumenty a) odnoszą się do wszystkich krajów, natomiast argumenty b) i c) odnoszą się głównie do najmniej rozwiniętych gospodarek członków Unii Europejskiej i kandydatów do UE.

Handel i efektywność. Wyeliminowanie ryzyka kursowego w ramach Wspólnego Obszaru Walutowego (WOW) redukuje koszt transakcyjny w handlu międzynarodowym, co stymuluje integrację krajowych rynków na dobra będące przedmiotem tego handlu (*traded goods*). To z kolei tworzy możliwości redukcji kosztów poprzez korzyści wynikające z większej skali produkcji i wzrostu konkurencji. Tego rodzaju wzrost efektywności wystąpi we wszystkich krajach WOW, przede wszystkim jednak w tych, które mają duże obroty handlowe z innymi krajami Unii Europejskiej.

Stabilność. Należące do tej kategorii argumenty zwracają uwagę na to, że kraje, które w przeszłości nie mogły się poszczycić dużą stabilnością, mogą znacznie poprawić wiarygodność swoich polityk makroekonomicznych. Wzrost wiarygodności w tych krajach doprowadziłby do niższych oczekiwań inflacyjnych, co z kolei obniżyłoby zarówno bieżące stopy procentowe, jak i koszt utrzymywania inflacji na niskim poziomie. Dalsze skutki to niższy koszt obsługi długu publicznego oraz niższy napływ z zagranicy spekulacyjnego i destabilizującego kapitału. Tego rodzaju korzyści wystąpiły już w niektórych krajach Unii Gospodarczej i Walutowej (*European Economic Monetary Union*, w skrócie EMU), zwłaszcza we Włoszech, Hiszpanii, Portugalii i Grecji. Wzrost wiarygodności byłby jednak znaczny w przypadku nowych członków EMU zaliczanych do grupy wschodzących gospodarek rynkowych, takich jak Polska czy Turcja. Wiarygodność polityk makroekonomicznych w krajach tej grupy jest bowiem niska, ponieważ kryzysy niestabilności makroekonomicznej skoncentrowane były w przeszłości w tych właśnie gospodarkach.

Wzrost. Niektóre wschodzące gospodarki rynkowe, w tym gospodarka Polski, charakteryzują się również niskimi oszczędnościami krajowymi. W Chinach i krajach Azji Południowo-Wschodniej oszczędności krajowe stymulowała w przeszłości sama perspektywa szybkiego wzrostu. W latach 1960-2000 stopy oszczędzania w tych krajach zwiększyły się z 15-20% PKB do poziomów w przedziale 30-50% PKB. W krajach tych

jednak wydatki publiczne i, co za tym idzie, obciążenia podatkowe, były (i są nadal) bardzo niskie w porównaniu z praktyką europejską. Sektor niepaństwowy (zazwyczaj prywatny) mógł w tej sytuacji reagować na możliwości inwestycyjne, zwiększając swoje oszczędności. Podobne równoległe tendencje zaobserwowano w latach dziewięćdziesiątych również w Polsce. Obniżenie obciążeń podatkowych wywołało wzrost stopy oszczędności krajowych; w obu tendencjach nastąpiły zmiany o około 5% PKB. Jednakże stopa oszczędności krajowych w dalszym ciągu wynosi jedynie 20-22% PKB. To dużo mniej, niż trzeba do utrzymania stopy wzrostu 6-7%, którą szacuję jako potencjalną stopę wzrostu gospodarczego w obecnej dekadzie. Sądząc po doświadczeniach dobrze funkcjonujących wschodzących gospodarek rynkowych, stopa inwestycji niezbędna do utrzymania wzrostu PKB w wysokości 6-7% w dłuższym okresie wynosi w Polsce około 30-35% (Gomułka, 2000).

Strategię dla Polski (publikacja rządu polskiego, 1999) zaprojektowano właśnie tak, aby usunąć lukę między tymi wymaganymi inwestycjami ogółem a podażą oszczędności krajowych poprzez wzrost tych ostatnich o około 8% PKB oraz poprzez przyjęcie polityki gospodarczej, która utrzymywałyby napływ oszczędności zagranicznych na obecnym poziomie około 5% PKB. Wygląda jednak na to, że centralne składniki tej strategii, dotyczące wydatków publicznych (innych niż inwestycje publiczne) oraz oszczędności krajowych, nie zostały wprowadzone w życie. W związku z tym jest mało prawdopodobne, aby wydatki publiczne w średnim okresie (znacznie) spadły w relacji do PKB. Jest więc mało prawdopodobne, aby (w sposób istotny) zwiększyły się oszczędności krajowe. Nie byłoby to żadnym problemem, gdyby Polska już teraz była członkiem EMU. Wtedy bowiem przedsiębiorstwa polskie miałyby bezpośredni dostęp do puli oszczędności całego Eurolandu, po niskich stopach procentowych i bez żadnego ryzyka kursowego. Wzrost napływu oszczędności do Polski o 8% jej PKB stanowiłby jedynie około 0,2% PKB Eurolandu. Wzrost ten, choć duży dla Polski, nie wymagałby praktycznie żadnych dostosowań stóp procentowych Unii Europejskiej ani kursu euro wobec dolara.

Chociaż ekonomiści dobrze rozumieją potencjalnie duży wpływ euroizacji na podaż oszczędności, to rzadko zwracali dotąd uwagę na pewien aspekt polityczny, dotyczący równoległego wpływu euroizacji na inwestycje. Chodzi mianowicie o to, że oszczędności zagraniczne mogłyby być, i prawdopodobnie byłyby, wykorzystywane przede wszystkim przez przedsiębiorstwa będące własnością polską w celu uzupełniania finansowania inwestycji z zysków własnych. Nie dzieje się tak w ramach obecnego płynnego mechanizmu kursowego, ponieważ ryzyko kursowe kredytowania się w euro jest szczególnie wysokie w przypadku przedsiębiorstw, które sprzedają swoje produkty i usługi głównie na rynkach krajowych, a te akurat przedsiębiorstwa są głównie własnością polską. Euroizacja usunęłaby zatem tę formę dyskryminacji kredytowej. To z kolei oznaczałoby, że stopień wykorzystania oszczędności zagranicznych nie byłby już tak bardzo, jak obecnie, skorelowany z wielkością bezpośrednich inwestycji zagranicznych.

Jaki jest wpływ wyższych inwestycji na wzrost i zatrudnienie?

Fakty (stylizowane) dotyczące międzynarodowego wzrostu gospodarczego w pełni uzasadniają twierdzenie, że gospodarkę światową charakteryzuje silny dualizm. To trochę tak, jak gdyby składała się ona z dwóch całkowicie odmiennych części. W szczególności prawie cała działalność innowacyjna skupia się w części najbardziej rozwiniętej, w której mieszka około 15% ludności świata, ale która wytwarza większość światowego PKB (około 60%, jeśliby stosować kursy walutowe według parytetu siły nabywczej i, około 80%, stosując rynkowe kursy walutowe). Klasyczna teoria wzrostu - którą na ogół łączy się z nazwiskami ekonomistów Ramseya, Harroda, Swana i Solowa (Kaleckiego w Polsce) - lepiej przystaje, jak się zdaje, do tej najbardziej rozwiniętej części, którą nazywam *Technology Frontier Area* (TFA), niż do krajów mniej rozwiniętych, w tym wschodzących gospodarek rynkowych. W szczególności, średnia stopa wzrostu w TFA jest - tak właśnie, jak to przewiduje teoria praktycznie niezależna od stopy inwestycji. Jednakże w krajach poza TFA inwestycje w kapitał trwały i ludzki silnie się wiążą z transferem technologii z TFA. Mogą zatem oddziaływać na trend wzrostu wydajności pracy i kapitału i, co za tym idzie, również na stopę wzrostu produkcji. Kluczowa różnica między TFA a krajami poza TFA jest podobna do tej między torującym drogę a idącym w jego ślady czy między nowatorem a naśladowcą.

Chcąc dokonać oceny wpływu euroizacji na wzrost i bezrobocie, przyjmijmy, że relacja między kapitałem trwałym (K), pracą (L), technologią (T) i produkcją (Y) ma postać równania Cobb-Douglasa:

$$Y = F(K,TL) = AK^{a}(TL)^{1-a} \qquad (1)$$

gdzie A jest stałą oraz $0 < a < 1$. Założenie (neo)klasyczne, że technologia T jest wspólna dla wszystkich krajów, jest błędne w świetle danych empirycznych. W rzeczywistości trzeba założyć, że T jest zróżnicowane w zależności od kraju.

W TFA zmiany poziomu T są determinowane głównie przez własną działalność wynalazczą w tych

krajach. Działalność ta zależy od prowadzonych w przeszłości badań, stąd zmiany technologiczne podlegają tam znacznej inercji. W krajach poza TFA, takich jak Polska, nowa technologia pochodzi głównie z importu. Poziom technologii w tych krajach jest - co wiadomo z badań empirycznych - związany ze wskaźnikiem *K/L*. Stąd można przyjąć, że funkcja technologiczna dla Polski ma postać:

$$T = a\frac{K}{L} + be^{at} \qquad a,b > 0, \tag{2}$$

gdzie wyrażenie be^{at} odzwierciedla skumulowany napływ tych technologii, które nie wymagały jakiegokolwiek kapitału trwałego. Na podstawie (2) uzyskujemy stopę wzrostu *T*, oznaczoną poniżej przez g_T,

$$g_T = \lambda\left(g_K - g_L\right) + \left(1-\lambda\right)\alpha, \tag{3}$$

gdzie λ oznacza udział w technologii ogółem tego rodzaju technologii, których transfer wymaga inwestycji w kapitał trwały. Stopę wzrostu kapitału g_K wyznacza stopa inwestycji *s*,

$$g_K = \frac{\Delta K}{K} = \frac{sY - \delta K}{K} = s/v - \delta, \tag{4}$$

gdzie β oznacza stopę amortyzacji, *v* jest zaś współczynnikiem kapitałochłonności. Transfer technologii powoduje, że na dłuższą metę v nie może różnić się zbytnio od v występującego w TFA, które oznaczymy przez *v**. W średnim okresie v może różnić się od *v** oraz, jeśli różnica będzie duża, będzie się posuwać w kierunku *v**.

Na podstawie (1) stopa wzrostu g_Y jest następująca:

$$g_Y = a\, g_K + (1 - a)(g_T + g_L). \tag{5}$$

Po uwzględnieniu (3) i (4) równanie (5) dla gY ma postać:

$$g_Y = a\left(\frac{s}{v} - \delta\right) + \left(1-a\right)\left[\lambda\left(\frac{s}{v} - \delta\right) - \lambda g_L + \left(1-\lambda\right)\alpha + g_L\right].$$

Po przekształceniach uzyskujemy:

$$g_Y = \beta_S + \gamma g_L + c, \tag{6}$$

gdzie:

$$\beta = \frac{1}{v}\left[a + \lambda\left(1-a\right)\right],$$
$$\gamma = \left(1-\lambda\right)\left(1-a\right),$$
$$c = \left(1-a\right)\left(1-\lambda\right)\alpha - \delta.$$

W krótkim okresie *v* i *λ* można potraktować jako dane, chociaż żadna z tych wielkości nie musi być stała. Równanie wzrostu (6) wskazuje, że stopę inwestycji oraz stopę wzrostu zatrudnienia można uważać za dwie główne i niezależne determinanty wzrostu PKB.

W warunkach wzrostu zrównoważonego powinniśmy oczekiwać, że *v* = *v**, gdzie *v** jest wspólnym dla całego świata współczynnikiem *K/Y*, przyjętym za stały. Wraz z równaniem (5) implikuje to, że:

$$g_Y = g_K = g_T + g_L. \tag{7}$$

Oba równania (7), a ponadto (3) i (4), wyznaczają stopy wzrostu g_K, g_Y, g_T oraz g_L jako funkcje stopy inwestycji *s*.

$$g_T = \alpha, \tag{8}$$

$$g_Y = g_K = s/v^* - \delta, \tag{9}$$

$$g_L = s/v^* - \delta - \alpha. \tag{10}$$

Zgodnie z tym rozwiązaniem, stopa inwestycji determinuje nie tylko wzrost dochodu narodowego, ale również wzrost zatrudnienia.

Można by jednak wprowadzić zastrzeżenie, że dekada 2001-2010 to średni, a nie długi okres, w którym g_T może się różnić od α, a współczynnik *K/Y* może się różnić od *v**. Chcąc przystosować model do „okresu średniego" w celu określenia skutków dla polityki gospodarczej, przyjmijmy pewne założenia na temat wielkości jego współczynników. Przyjmijmy, że: λ = 1/2, *a* = 1/3, α = 0,05, δ = 0,03, *v* = 3. Stąd β = 2/9, γ = 1/3 zaś *c* = -4/3%. W tym przykładzie liczbowym równania wzrostu wyglądają następująco:

$$g_Y = \frac{2}{9}s + \frac{1}{3}g_L - 1\frac{1}{3}, \qquad \text{na podstawie (6)} \tag{11}$$

$$g_K = \frac{1}{3}s - 3, \qquad \text{na podstawie (4)} \tag{12}$$

$$g_T = \frac{1}{2}\left(g_K - g_L + 5\right), \qquad \text{na podstawie (3)} \tag{13}$$

Wzrost stopy inwestycji o jeden punkt procentowy spowodowałby więc wzrost g_Y o 2/9%, g_K o 1/3%, a g_T o 1/6%. Zwiększenie stopy wzrostu zatrudnienia o jeden punkt procentowy spowodowałoby wzrost g_Y o 1/3% oraz spadek g_T o 1/2%. Liczby te wskazują na to, że znaczny wzrost napływu oszczędności zagranicznych, który wynikałby z euroizacji, mógłby mieć niebagatelny wpływ na stopy wzrostu dochodu narodowego, kapitału i technologii, natomiast dużo mniejszy na stopę wzrostu zatrudnienia.

Sformułowany powyżej wniosek odnosi się zarówno do krótkiego, jak i długiego okresu, jeśli każda zmiana technologiczna wymaga inwestycji w kapitał trwały (*b* = 0 w (2), tak że λ = 1 w (3)). W tym przypadku *Y* = *AK*, tak że $g_Y = g_K = As - \delta$ oraz $g_T = g_K - g_L = As - g_L - \delta$. Zwiększenie stopy wzrostu zatrudnienia, przy

danej stopie inwestycji *s*, nie miałoby więc żadnego wpływu na stopę wzrostu gospodarczego, ponieważ stopa wzrostu wydajności pracy uległaby zmniejszeniu o tę samą wielkość. W tym tak zwanym modelu *AK* do zwiększenia obu stóp wzrostu, dochodu narodowego i zatrudnienia niezbędny jest wzrost stopy inwestycji.

Czynniki średniookresowe przy wyborze euro-strategii

Chociaż długofalowe korzyści płynące z euroizacji są na tyle duże, by przemawiały za wyborem szybkiej ścieżki, to w średnim okresie potencjalne ryzyka i koszty netto będą mocno zależałoby od wyboru strategii. Należy szczególnie mieć na uwadze wpływ wybranej strategii na: (1) tempo dezinflacji i, co za tym idzie, ryzyko niespełnienia kryteriów z Maastricht dotyczących inflacji i stóp procentowych, (2) wielkość deficytu obrotów bieżących oraz (3) wielkość długu zagranicznego, ryzyko polegające na tym, że zarówno saldo obrotów bieżących, jak i dług mogą zwiększyć się do nadmiernych rozmiarów. Inne powody do zaniepokojenia to negatywne szoki po stronie podaży i popytu - mogą one okazać się nadmierne, jeśli zmiany kursu złotówki postępować będą zbyt szybko i będą zbyt duże. W niniejszej części artykułu omówię te kwestie ogólnie. W następnych dwóch częściach przedstawię je bardziej szczegółowo.

Inflacja i stopy procentowe

To, że w Polsce nie udało się, jak dotąd, zreformować finansów publicznych, zwiększa atrakcyjność strategii wczesnej euroizacji. Tym samym jednak zwiększa się również ryzyko tego, że Polska w najbliższej przyszłości nie będzie w stanie spełnić kryteriów z Maastricht dotyczących inflacji i stóp procentowych. Na te sprzeczne implikacje możliwe są zasadniczo trzy reakcje strategiczne.

A. Pierwsza reakcja polegałaby na przyjęciu jednostronnej euroizacji tak wcześnie, jak to tylko możliwe, na podstawie czysto wewnętrznych przesłanek praktycznych, tzn. wkrótce po przystąpieniu do Unii Europejskiej (prawdopodobnie w styczniu 2004 r.).

B. Druga reakcja polegałaby na przyjęciu polityk wyraźnie dążących do spełnienia kryteriów z Maastricht najpóźniej w latach 2007-2008, które stanowią prawdopodobnie najwcześniejszą możliwą datę przystąpienia przez Polskę do EMU.

C. Trzecia reakcja polegałaby na opóźnieniu wejścia Polski do EMU na tej podstawie, że koszty spełnienia warunków tego wejścia są tak znaczne, że muszą być rozłożone na dłuższy okres, np. 10 lat.

Strategia (A) niesie ze sobą korzyści wynikające z wczesnego przystąpienia, w szczególności dużo niższe stopy procentowe. Jednocześnie omija przeszkodę kosztową, bo odkłada spełnienie inflacyjnego kryterium z Maastricht na późniejszy termin. W kolejnym rozdziale omówię ryzyka związane z tą opcją.

Strategie (B) i (C) są wariantami tego, co nazywam podejściem standardowym. Zakłada ono pełną współpracę z Europejskim Bankiem Centralnym oraz władzami Unii Europejskiej.

Rachunek obrotów bieżących i dług zagraniczny

Strategia wysokiego wzrostu przy niskich oszczędnościach krajowych zakłada akceptację wysokiego deficytu obrotów bieżących. Jeżeli stopa inwestycji ma wzrosnąć do poziomu około 30% PKB, to deficyt ten będzie musiał ulec zwiększeniu z obecnego poziomu około 5-7% PKB do poziomu prawdopodobnie w przedziale 9-11% PKB. Zagraniczne inwestycje bezpośrednie oraz transfery z Unii Europejskiej mogą wynosić 5-6% PKB. Stąd też kredyty zagraniczne banków i przedsiębiorstw musiałyby wynosić około 4-6% PKB. Ze względu na niski obecnie poziom zadłużenia zagranicznego Polski, roczny jego wzrost o około 5% PKB byłby jednak do zaakceptowania przez kilka lat okresu przejściowego. Jeśli wiarygodna byłaby perspektywa przystąpienia Polski do EMU w ciągu około 6 lat, to całkowite zadłużenie zagraniczne Polski można by jeszcze znacznie zwiększyć bez poważnego ryzyka dla stabilności makroekonomicznej. Jeśli oficjalne rezerwy międzynarodowe NBP pokrywać będą (z wygodnym marginesem) zadłużenie krótkoterminowe wraz z kapitałem portfelowym oraz spłatą długu długoterminowego przypadającą na dany rok, wówczas maksymalny bezpieczny poziom całkowitego zadłużenia zagranicznego mógłby wynieść około 70% PKB, co stanowi dwa razy więcej niż jego obecny poziom: około 35% PKB. Dodatkowe zadłużenie w maksymalnej wysokości 35% PKB wystarczyłoby na sfinansowanie dodatkowego deficytu obrotów bieżących w wysokości do 5% PKB przez następne 7 lat. Ograniczenie w postaci maksymalnego zadłużenia zagranicznego mogłoby zatem być aktywnym ograniczeniem dla strategii (C), ale nie musi być takim ograniczeniem dla strategii (B).

Szoki po stronie popytu i podaży

Euroizacja polskiej gospodarki pozbawiłaby ją możliwości elastycznego reagowania na szoki zewnętrzne poprzez odpowiednie korygowanie kursu złotego. Koszt utraty tego instrumentu uważa się jednak za stosunkowo niski. Dużo większym potencjalnie problemem dla gospodarki realnej jest to, że w trakcie dochodzenia do euro kurs złotówki może być wysoce niestabilny, powodując znaczne szoki podażowe dla importe-

rów, szoki popytowe dla eksporterów oraz szoki płynności dla posiadaczy długu zagranicznego. Niestabilność kursu walutowego byłaby szczególnie wysoka, gdyby deficyt obrotów bieżących był wyższy niż w chwili obecnej. Co więcej, przy strategiach B i C wzrost deficytu obrotów bieżących zakłada pewną ciągłą realną aprecjację złotówki. Należałoby również oczekiwać, że aprecjacja taka będzie powodować koszty po stronie podażowej. Teoretycznie, koszt wysokiej niestabilności szoków kursowych byłby ograniczony mechanizmem ERMII. W praktyce, pod silną presją rynku pasmo (+/–15% może ulec przesunięciu.

Jednostronna strategia euroizacji

Ideę, polegającą na jednostronnym przyjęciu jednej z głównych walut światowych, takiej jak dolar amerykański, euro czy jen, jako waluty krajowej, proponowano już wcześniej dla kilku krajów. Pomysł ten przedstawiano na ogół jako lepsze rozwiązanie niż mechanizm izby walutowej i jako jeszcze lepsze niż standardowa polityka kursu sztywnego.

Bratkowski i Rostowski zmodyfikowali tę ideę dla Polski (i niektórych innych jeszcze krajów kandydujących do Unii Europejskiej, zob. Rostowski, 2001a, b). Modyfikacja ta zakłada, że jednostronna euroizacja stanowi jedynie politykę przejściową, po której nastąpi pełne członkostwo w EMU.

Kluczowe zalety

Strategia jednostronnej euroizacji ma dwie ściśle ze sobą powiązane zalety: dostęp do dużych oszczędności zagranicznych i znacznie niższe stopy procentowe. Zalety te w sam raz zatem pasują do takiego kraju jak Polska, w którym oszczędności krajowe są i prawdopodobnie pozostaną niskie, z przyczyn kulturowych i politycznych, natomiast pula wysoce rentownych projektów inwestycyjnych jest duża z uwagi na wcześniejsze reformy i duży kapitał przedsiębiorczości.

Kluczowe ryzyka

Ze strategią tą wiążą się, niestety, również znaczne ryzyka. Głównym ryzykiem jest to, że z uwagi na tzw. efekt Harroda-Balassy-Samuelsona Polska przez jeszcze bardzo długi czas nie będzie w stanie spełnić inflacyjnego kryterium z Maastricht. Sinn i Reutter (2001) policzyli, że efekt ten byłby dużo wyższy w Polsce niż w Niemczech, w wyniku czego przy sztywnych kursach wymiany inflacja w Polsce byłaby wyższa o 4,2 punktu procentowego. Wyliczenie to opiera się na empirycznie uzasadnionym założeniu, że wzrost wydajności pracy w Polsce wynosi 10,3% w sektorze dóbr będących przedmiotem handlu międzynarodowego oraz 3,9% w sektorze dóbr nie będących przedmiotem handlu międzynarodowego. Zakłada się również, że płace nominalne będą rosły w obu sektorach w tym samym tempie.

Można sobie wyobrazić, że kraje Unii Europejskiej dadzą się przekonać do zmodyfikowania inflacyjnego kryterium z Maastricht w przypadku tych państw, które wprowadzą euro jednostronnie. Istnieje jednak znaczne ryzyko, że utrzymają to kryterium bez zmiany. Ryzyko to zostałoby wzięte pod uwagę przez rynki pieniężne; w rezultacie stopy procentowe od polskiego długu zagranicznego byłyby odpowiednio wyższe. Jeśli ryzyko to zostałoby ocenione jako wysokie, to potencjalne zalety jednostronnej euroizacji uległyby znacznemu zmniejszeniu lub w ogóle zostałyby zniwelowane.

Innym ryzykiem jest to, że przyjęcie tej strategii zmniejszyłoby presję na potrzebne reformy, między innymi reformy fiskalne. I to ryzyko byłoby zdyskontowane przez rynki pieniężne, co jeszcze bardziej zredukowałoby potencjalne zalety strategii jednostronnej euroizacji.

Na koniec, dopóki Polska nie przystąpi do EMU, dopóty występować będzie ryzyko zwykle towarzyszące sztywnemu kursowi walutowemu, mianowicie ryzyko eksplozji kredytowania się przez przedsiębiorstwa za granicą, tak jak stało się w Republice Czeskiej w 1995 r. (Dedek, 2001).

Strategia standardowa: wariant szybkiej ścieżki

Zarys ogólny i harmonogram

Opcja ta nadal jest, jak sądzę, bieżącą strategią oficjalną. Jej podstawowe sformułowanie stwierdza, że: „Z uwagi na duże korzyści związane z wczesnym przystąpieniem do EMU Polska po wejściu do UE wystąpi z ofertą podporządkowania swojej polityki kursowej rygorom ERMII" (publikacja rządu polskiego, 1999, s. 26). Gdyby Polska miała przystąpić do Unii Europejskiej 1 stycznia 2004 r., sformułowanie to proponuje przystąpienie do ERMII w trakcie 2004 r., być może 1 stycznia 2005 r., i przystąpienie do EMU dwa lata później lub wkrótce potem.

Już ten ogólny harmonogram wyznacza dość dokładnie bardzo konkretną ścieżkę dezinflacji, niezbędną do spełnienia kryterium inflacyjnego z Maastricht. Mianowicie ścieżka ta rozpoczynałaby się od inflacji pożądanej przez NBP w 2001 r., tzn. 6 do 8%, a kończyłaby się osiągnięciem stopy inflacji około 2% (wymaganej przez Traktat z Maastricht jako warunek wejścia do EMU) w roku 2006 lub 2007. Przy założeniu dezinflacji stopniowej, przebiegającej bez większych zakłóceń, cele pośrednie powinny się kształtować następująco: 5 do

7% w 2002 r., 4 do 6% w 2003 r., 3 do 5% w 2004 r., 2 do 4% w 2005 r. oraz 1 do 3% w 2006 r. Ścieżka ta odbiega nieco, choć wcale nie tak znacznie, od ścieżki zaproponowanej w 1997 r. przez rząd i Narodowy Bank Polski i przyjętej przez Radę Politykę Pieniężnej NBP w 1998 r., która na 2003 r. przewidywała stopę inflacji poniżej 4%.

Warunki początkowe i polityka makroekonomiczna

Warunki początkowe przechodzenia do EMU należy uważnie odnotować, będą one bowiem miały istotny wpływ na politykę gospodarczą, ryzyka makrofinansowe oraz tempo wzrostu w okresie przejściowym. Standardowej strategii euroizacji dopomoże niski obecnie poziom długu zagranicznego i wysoka stopa bezrobocia. Jak już wcześniej zwróciłem uwagę, niski poziom długu pozwala na znaczny wzrost deficytu obrotów bieżących z obecnych 5-6% PKB. Wzrost taki służyłby dwóm celom. Pozwalałby na pewną realną aprecjację złotego i umożliwiałby wysoką stopę wzrostu gospodarczego. Wysoka stopa bezrobocia utrzymywać będzie na niskim poziomie wzrost płac nominalnych, co powinno wspomagać dezinflację. Spadek inflacji umożliwiłby NBP utrzymanie stóp procentowych w trendzie spadkowym. To ostatnie będzie niezbędne do spełnienia kryterium z Maastricht w zakresie stóp procentowych. Niższe stopy procentowe stymulowałyby również zaciąganie kredytów bankowych przez przedsiębiorstwa. Kredyty bankowe w większym stopniu niż obecnie finansowane byłyby przez środki kredytowe pozyskane za granicą. Do brania kredytów skłaniałoby w tym przypadku oczekiwanie, że w okresie dochodzenia do euro złoty będzie raczej ulegał realnej aprecjacji niż deprecjacji. Jednak realna aprecjacja powinna być umiarkowana. Kawalec i Krzak (2001) ostrzegają, że obecna polityka w pełni płynnego kursu może doprowadzić do aprecjacji nadmiernej, grożącej zdławieniem rozwoju gospodarczego. Bronią oni polityki „aprecjacji kontrolowanej". Akceptuję sugestię autorów, że należy unikać zbyt szybkiej realnej aprecjacji. Cel ten można jednak i należy osiągać, utrzymując jednocześnie gospodarkę na wybranej ścieżce dezinflacyjnej. Stąd zaproponowany w niniejszym artykule zrównoważony zestaw polityk: umiarkowane tempo dezinflacji, dużo niższe niż obecne realne stopy procentowe, wyższy deficyt na rachunku obrotów bieżących, liberalizacja rynku pracy, utrzymywanie rezerw oficjalnych na poziomie powyżej długu krótkoterminowego, dopuszczenie szybszego wzrostu długoterminowego długu przedsiębiorstw.

Interesujące - chociaż może nie zaskakujące - jest to, że obecna dyskusja na temat polityki kursowej ujawniła duże różnice zdań między zwolennikami kursu sztywnego i płynnego (Reinhart, 2000; Obstfeld i Rogoff, 2000), co skłoniło Williamsona (2000) do wystąpienia przeciw jakimkolwiek rozwiązaniom skrajnym. Władze monetarne i rządy w większości krajów i tak przejawiają tendencję do wdrażania doktryny Williamsona (Calvo i Reinhart 2000). Planowane przez Polskę przystąpienie do ERMII oznaczałoby przyjęcie na pewien czas tej doktryny w odniesieniu do euro. Po przystąpieniu do EMU Polska będzie miała sztywny kurs w stosunku do transakcji z Eurolandem oraz w pełni płynny kurs w stosunku do transakcji poza jego obszarem. Mechanizm ten, łączący dwa rozwiązania skrajne, będzie też pewnego rodzaju rozwiązaniem pośrednim.

Istotną cechą warunków początkowych w Polsce jest ostry „deficyt reform" w zakresie finansów publicznych i rynku pracy. Znaczne, i nadal rosnące, bezrobocie powinno pomóc w przeprowadzeniu szeroko zakrojonej, w istocie bardzo potrzebnej, radykalnej liberalizacji kodeksu pracy. To z kolei pomogłoby utrzymać na niskim poziomie zarówno wzrost płac nominalnych, jak i naturalną stopę bezrobocia. W celu uwolnienia oszczędności na inwestycje i wzrost gospodarczy niezbędna jest reforma finansów publicznych w kierunku zmniejszenia transferów socjalnych. Jeśli tego rodzaju reforma nie nastąpi, a może tak się zdarzyć w okresie poprzedzającym wejście do EMU, to stopa bezrobocia będzie w dalszym ciągu bardzo wysoka. Chociaż rezultat ten mógłby doprowadzić do wzrostu napięć społecznych, powinien on również pomóc w utrzymaniu gospodarki na potrzebnej ścieżce dezinflacji. Jedynym koniecznym wymogiem fiskalnym jest kryterium z Maastricht, nakazujące utrzymanie deficytu sektora finansów publicznych poniżej 3% PKB. Jednak ten akurat warunek przystąpienia do EMU można prawdopodobnie spełnić bez żadnych istotnych reform fiskalnych. Pakt Stabilności i Wzrostu z Maastricht wymaga, aby Polska miała po przystąpieniu do EMU zbilansowany budżet w średnim okresie oraz nadwyżkę budżetową w latach szybkiego wzrostu. Spełnienie tego warunku po przystąpieniu ułatwiłyby jednak niższe koszty obsługi długu, transfery netto z Unii Europejskiej do budżetu oraz około 6-7 lat wzrostu PKB między chwilą obecną a datą przystąpienia.

Ryzyka makroekonomiczne

Z tym szybkim wariantem standardowej strategii euroizacji („szybką ścieżką") wiązać się będą znaczne ryzyka. Ryzyka te mają pięć ostatecznych przyczyn. Są nimi: (1) zbytnio rozdęte wydatki publiczne, w dodatku nie mające struktury sprzyjającej wzrostowi, (2) niskie oszczędności krajowe, (3) dobrze zreformowana gospodarka, zdolna do uzyskiwania wysokiego tempa wzrostu wydajności pracy oraz wysokiej rentowności inwe-

stycji, (4) duży wzrost podaży pracy oraz (5) duża pula mało wykwalifikowanej siły roboczej. Pierwsze dwie przyczyny są ze sobą związane (zob. drugi rozdział niniejszego artykułu). Próby usunięcia tych dwóch przyczyn, jak dotąd, w dużym stopniu się nie powiodły. Jeśli jednak oszczędności krajowe nadal będą pozostawać na niskim poziomie, wówczas - z uwagi na wysoki potencjał wzrostu (przyczyny 3. i 4.) - mamy wiele możliwości między następującymi dwoma krańcowymi scenariuszami.

Jeden z takich scenariuszy to ten, którego początek możemy już obserwować w latach 2000-2001: umiarkowany deficyt obrotów bieżących, niski wzrost zadłużenia zagranicznego, nadzwyczaj wysokie realne stopy procentowe i, w rezultacie, kosztowna recesja w przemyśle i budownictwie oraz bardzo wysokie i nadal rosnące bezrobocie. Przy takim scenariuszu ryzyko niestabilności makroekonomicznej jest bliskie zera. Stopa bezrobocia może jednak dojść do poziomu trudnego do zaakceptowania, bardzo poważnie wpływając na sytuację społeczną w niektórych częściach kraju i poziom życia niektórych grup ludności. To doświadczenie szybkiego i trwałego wzrostu ubóstwa, zamiast wzrostu gospodarczego, musiałoby prowadzić do kwestionowania prowadzonej polityki makroekonomicznej, a zwłaszcza słuszności dokonanego przez decydentów NBP wyboru tempa dezinflacji i optymalnego poziomu ryzyka makroekonomicznego.

Drugim krańcowym scenariuszem jest ten, który już zarysowałem powyżej: wysoki deficyt obrotów bieżących, umiarkowanie szybki wzrost zadłużenia zagranicznego przedsiębiorstw, dużo niższe realne i nominalne stopy procentowe, szybki wzrost PKB oraz stabilne lub spadające bezrobocie. Przy takiej polityce gospodarczej złoty może ulegać umiarkowanej aprecjacji w ujęciu realnym, ta zaś aprecjacja, wraz z wysokim bezrobociem i reformami rynku pracy, pomoże spełnić kryteria z Maastricht w zakresie inflacji i stóp procentowych. Ryzyko niestabilności makroekonomicznej byłoby wyraźnie wyższe niż w chwili obecnej. Mogłoby nawet stać się znaczące, wzrastając wraz z wielkością zadłużenia zagranicznego w relacji do PKB. Jak już jednak w tym artykule argumentowałem, ryzyko to nie musi być nadmierne, gdyby przewidywana data wejścia do EMU, lata 2006-2007, była wiarygodna. By utrzymać to ryzyko na akceptowalnym poziomie, trzeba spełnić następujące warunki: wzrost zadłużenia musi przebiegać równomiernie i w umiarkowanym tempie, struktura terminów spłaty (zapadalności) musi być tak ułożona, aby wypadały one w większości po przystąpieniu do EMU, a rezerwy oficjalne muszą z pewnym marginesem przewyższać krótkoterminowe zobowiązania płatnicze. Głównej intelektualnej i strategicznej innowacji tego wariantu standardowej strategii euroizacji i szybkiego wzrostu gospodarczego należy upatrywać w zaakceptowaniu wysokiego deficytu obrotów bieżących już w okresie dochodzenia do EMU.

Przypadki pośrednie to takie, które znajdują się pomiędzy tymi dwoma krańcowymi scenariuszami. Omawianie ich w niniejszej pracy nie dałoby jednak znaczących korzyści.

Strategia standardowa: wariant wolnej ścieżki

Straty związane z opóźnieniem w przystąpieniu do EMU są oczywiste. Czy są jednak jakieś istotne korzyści? Czy koszty i ryzyka szybkiego wariantu strategii standardowej dadzą się w znacznym stopniu zredukować poprzez opóźnienie przystąpienia o kilka lat?

Przypomnijmy sobie, że koszty i ryzyka tej strategii są współzależne. Te pierwsze wiążą się przede wszystkim z oczekiwaną realną aprecjacją złotego, te drugie natomiast wiążą się z prognozowanym wysokim deficytem obrotów bieżących i coraz wyższym poziomem długu zagranicznego. Ze względu na wysoką skalę efektu Harroda-Balassy-Samuelsona pewna aprecjacja realna może być niezbędna jako instrument wspomagania polityki dezinflacyjnej, natomiast z uwagi na niski poziom oszczędności krajowych duży deficyt obrotów bieżących będzie potrzebny do wspomagania polityki szybkiego wzrostu.

Koszty te i ryzyka można obniżyć, jeżeli zostaną zainicjowane zdecydowane reformy w celu zwiększenia zarówno oszczędności krajowych, jak i elastyczności oraz konkurencyjności rynków krajowych, zwłaszcza rynku pracy. Chociaż podejmowane przez rząd Buzka i Balcerowicza próby takich reform nie zostały uwieńczone sukcesem, to w nowych okolicznościach - bardzo wysokiego bezrobocia - potrzeba tego typu reform może stać się dla przywódców politycznych i opinii publicznej czymś bardziej oczywistym. Co więcej, przygotowanie takich reform oraz samo ich wdrożenie wymaga być może więcej czasu, niż rząd Buzka i Balcerowicza miał bądź gotów był przeznaczyć.

Nie da się jednak wykluczyć scenariusza, w którym tak bardzo potrzebne reformy fiskalne nie zostaną w bieżącej dekadzie podjęte. W średnim okresie może w istocie nastąpić pewien regres w zakresie finansów publicznych, począwszy od niekorzystnego z fiskalnego punktu widzenia obrotu wydarzeń w 2001 r. Niemniej jednak mogą nastąpić zasadnicze reformy rynku pracy. Rządy mogą też podjąć inne reformy strukturalne, w tym takie, które - choć społeczne drażliwe - dadzą się wprowadzić bez zbytniego obciążenia dla finansów publicznych. Czy taki mieszany scenariusz reform stanowiłby jakiekolwiek uzasadnienie dla przyjęcia wolniejszego wariantu standardowej strategii euroizacyjnej?

Odpowiedź zależy od wielkości ryzyka, którą można by racjonalnie zaakceptować. Jeśli regres w finan-

sach publicznych miałby charakter poważny, wówczas ryzyko niestabilności makroekonomicznej, związane z próbą wdrożenia wariantu szybkiej ścieżki, bardzo by wzrosło. W którymś momencie strategia taka stałaby się suboptymalna.

Uwagi końcowe

Jeśli strategia jednostronnej euroizacji zostałaby przyjęta, to Polska mogłaby uzyskać istotne korzyści przez przyjęcie euro jako waluty krajowej. Strategia ta jednak pociąga za sobą ryzyko, że data oficjalnego przystąpienia do EMU będzie w wysokim stopniu niepewna, być może nawet ulegnie dużemu opóźnieniu. Stąd też strategia ta mogłaby i powinna poważnie kandydować do rozpatrzenia tylko wówczas, gdyby istniała możliwość renegocjacji kryteriów z Maastricht dotyczących inflacji i stóp procentowych. W obecnej sytuacji wybór drogi do euro efektywnie musi się dokonać między różnymi wariantami tego, co nazywam strategią standardową. Koszty i ryzyka związane z szybkim wariantem tej strategii są znaczne. Jednak warunki początkowe i potencjalne zyski netto są tego rodzaju, że w mojej ocenie Polska powinna spróbować ten właśnie wariant wprowadzić.

Bibliografia

1. G.A. Calvo, C.M. Reinhart (2000): *Fear of Floating.* WP nr 7993, NBER, listopad.
2. G.A. Calvo (2000): *Capital Markets and the Exchange Rate: With Special Reference to the Dollarization Debate in Latin America.* Ma się ukazać w „Journal of Money, Credit and Banking".
3. O. Dedek (2001): *Currency Shake-up* '97: *A Case Study of the Czech Economy*. Mimeo.
4. S. Dibooglu, A.M. Kutan (2001): *Sources of Real Exchange Rate Fluctuations in Transition Economies*: *The Case of Poland and Hungary.* „Journal of Comparative Economics" 29 (2): 257-275, czerwiec.
5. R. Dornbusch (2001): *Fewer monies, better monies.* NBER, Cambridge MA, http://www.nber.org/papers/w8144
6. B.M. Friedman (2000): *Monetary Policy.* NBERWP nr 8057, grudzień, mimeo.
7. S. Gomułka (2000): *Macroeconomic Policies and Achievements in Transition Economies,* 1989-1999. „Economic Survey of Europe", UN, Economic Commission for Europe, Genewa i Nowy Jork, nr 2/3, s. 69-83.
8. S. Gomułka (2001): *Macroeconomic performance of the main Central European candidates for joining the European Union.* „Ekonomia", nr 2, Uniwersytet Warszawski.
9. L. Halpern, Ch. Wyplosz (1997): *Equilibrium Exchange Rates in Transition Economies.* „IMF Staff Papers", tom 44, nr 4, s. 430-460.
10. S. Kawalec, M. Krzak (2001): *Polityka kursowa i wzrost gospodarczy.* http://www.gazeta.pl/alfa/artykul
11. G. Kopits (1999): *Implications of EMU for Exchange Rate Policy In Central and Eastern Europe.* IMF WP nr 99/9, Waszyngton D.C., styczeń.
12. F.S. Mishkin (2001): *Financial Policies and the Prevention of Financial Crises in Emerging Market Countries.* NBER WP No.8087, styczeń, mimeo (http://www.nber.org/papers/w8087).
13. M. Obstfeld, K. Rogoff (2000): *The Mirage of Fixed Exchange Rates.* „Journal of American Perspectives", jesień, 9, 73-96.
14. Publikacja rządu polskiego (1999): *Strategia finansów publicznych i rozwoju gospodarczego*, *Polska 2000-2010*, czerwiec, Warszawa.
15. C.M. Reinhart (2000): *The Mirage of Floating Exchange Rates.* „American Economic Review", tom 90, maj.
16. J. Rostowski (2001a): *Why unilateral euroization makes sense for (some) applicant countries, with particular reference to Poland.* „Focus on Transition", Oesterrichisches Nazionalbank, Vienna, ma się ukazać.
17. J. Rostowski (2001b): *The eastern enlargement of the EU and the case for unilateral euroization.* W: *Financial Vulnerability and Exchange Rate Regime Emerging Markets Experience,* M. Blejer, M. Skreb (red.), MIT Press, Cambridge, Mass.
18. H.W. Sinn, M. Reutter (2001): *The minimum inflation rate for euroland.* NBER, WP nr 8085, mimeo.
19. J. Williamson (2000): *Exchange Rate Regimes for Emerging Markets: Reviving the Intermediate Option.* Institute for International Economics, Waszyngton, D.C., wrzesień.

BANK I KREDYT listopad-grudzień 2001

Dlaczego jednostronna euroizacja ma sens w przypadku Polski i (niektórych) innych krajów kandydujących

Andrzej Bratkowski i Jacek Rostowski

1. Kluczowe elementy propozycji jednostronnej euroizacji

Propozycję jednostronnej euroizacji po raz pierwszy przedstawiliśmy dwa i pół roku temu. Uwagi ze strony niektórych ekonomistów wskazują, że szczegóły naszej propozycji nie zawsze zostały jasno zrozumiane. Chcielibyśmy zatem rozpocząć od rekapitulacji głównych elementów naszej propozycji.

Proponujemy, aby tak szybko, jak to jest praktycznie możliwe, złoty został zastąpiony w Polsce przez euro[1]. Oznacza to, że złotowa gotówka w obiegu i w skarbcach banków zostałaby zastąpiona banknotami i monetami euro, zakupionymi za część - w przypadku Polski bardzo wysokich - rezerw walutowych. Jednocześnie wszystkie denominowane w złotych depozyty bankowe, umowy prywatne, zobowiązania płacowe i podatkowe zostałyby przeliczone na euro po „parytecie wymiany" wybranym przez rząd polski. Kwestia, czy euro stałoby się polską „walutą narodową", czy może po zniesieniu złotego przestałaby w Polsce istnieć waluta narodowa, jest zagadnieniem prawnym, które pozostawiamy prawnikom. Z ekonomicznego punktu widzenia jest to sprawa drugorzędna. W każdym razie - chcemy to bardzo jasno podkreślić - nie proponujemy i nigdy nie proponowaliśmy wprowadzenia „polskiego euro" - tzn. nowej waluty, która byłaby odmienna od waluty emitowanej przez Europejski Bank Centralny (EBC).

Jesteśmy przekonani, że najkorzystniejsze dla Polski byłoby przeprowadzenie jednostronnej euroizacji przy akceptacji Unii Europejskiej. Tak więc przez określenie „jednostronna euroizacja" rozumiemy to, iż euroizacja zostanie wdrożona poprzez zakup niezbędnych euro przy wykorzystaniu rezerw walutowych Polski, zanim Polska stanie się członkiem Unii Gospodarczej i Walutowej (a nawet być może zanim stanie się członkiem Unii Europejskiej). Nie chcemy przez to powiedzieć, że jednostronna euroizacja zostanie wdrożona bez wcześniejszych dyskusji z Unią Europejską i bez próby uzyskania akceptacji Unii. W chwili obecnej Unia Europejska sprzeciwia się jednostronnej euroizacji. Jesteśmy przekonani, że sprzeciw ten nie jest dobrze uzasadniony prawem europejskim ani nawet interesami obecnych państw członkowskich UGW. Powinno być zatem możliwe przekonanie Unii Europejskiej, że jednostronna euroizacja jest korzystna dla obu stron, oraz uzgodnienie warunków, które nie pomijałyby uzasadnionych niepokojów UE czy EBC. Polska powinna więc rozpocząć rozmowy bezpośrednio nastawione na przekonanie Unii Europejskiej do zmiany jej stanowiska, jednocześnie przygotowując prawne i instytucjonalne fundamenty tej zmiany[2]. Niepowodzenie tych negocjacji nie oznaczałoby jeszcze, że Polska musiałaby porzucić ideę jednostronnej euroizacji (mogłaby dalej realizować „jednostronną euroizację"). W tych okolicznościach lepsze jednak mogłoby być przyjęcie rozwiązania izby walutowej. System ten jest bardzo po-

[1] Przygotowania techniczne zajęłyby prawdopodobnie około półtora roku do dwóch lat.

[2] Na przykład ustanawiając Fundusz Płynności Sektora Bankowego, który omawiamy poniżej.

dobny do jednostronnej euroizacji, byłby jednak nieco mniej korzystny dla Polski (Rostowski, 2001a).

Panuje również duże zamieszanie co do skutków jednostronnej euroizacji dla zdolności do wypełnienia kryterium inflacyjnego z Maastricht. W krajach szybko rozwijających się, takich jak kraje akcesyjne dokonujące transformacji gospodarczej, występuje zazwyczaj efekt Harroda-Balassy-Samuelsona (efekt H-B-S), zgodnie z którym ceny dóbr nie będących przedmiotem handlu międzynarodowego rosną szybciej niż ceny dóbr będących przedmiotem handlu międzynarodowego, a tempo wzrostu względnych cen dóbr nie będących przedmiotem handlu międzynarodowego jest wyższe niż w krajach, które rozwijają się wolniej[3]. Oznacza to, że gdyby wzrost cen dóbr będących przedmiotem handlu międzynarodowego był w Polsce taki sam jak w Unii Gospodarczej i Walutowej (co miałoby miejsce w ramach jednostronnej euroizacji), wówczas inflacja ogólna byłaby wyższa - niewykluczone, że na tyle wyższa, aby uniemożliwić Polsce spełnienie warunku inflacyjnego z Maastricht. Przy elastycznym kursie walutowym inflację można by obniżyć do wymaganego poziomu (w chwili obecnej 1,5% powyżej średniej stopy inflacji w trzech krajach UGW o najniższej inflacji) poprzez nominalną aprecjację waluty krajowej. Wywarłoby to presję na obniżenie krajowych cen dóbr będących przedmiotem handlu międzynarodowego (które być może musiałyby spaść w ujęciu nominalnym)[4] oraz zmniejszyłoby inflację krajowych dóbr nie będących przedmiotem handlu międzynarodowego. Ponieważ opcja ta nie byłaby dostępna w ramach jednostronnej euroizacji czy izby walutowej, przeciwnicy tych rozwiązań twierdzą, że każdy z tych systemów uniemożliwiłby spełnienie kryterium inflacyjnego z Maastricht, a więc przystąpienie do Unii Gospodarczej i Walutowej jeszcze przez wiele lat (może nawet dwadzieścia) (Gomułka, 2001).

Zdecydowanie nie zgadzamy się z tym poglądem. Przede wszystkim w ramach jednostronnej euroizacji wystarczy dostatecznie zmniejszyć popyt krajowy (i nic więcej). Pozwoli to na tyle obniżyć wzrost cen dóbr nie będących przedmiotem handlu międzynarodowego, by średnia inflacja spełniała wartości referencyjne kryterium inflacyjnego z Maastricht. Obecnie wartość ta wynosi 1,5% powyżej średniej stopy inflacji w trzech krajach UGW o najniższej inflacji. W przypadku Polski dobra nie będące przedmiotem handlu międzynarodowego, których ceny są wyznaczane rynkowo, obejmują około 30-40% koszyka wskaźnika cen towarów i usług konsumpcyjnych (CPI). Gdyby inflacja trzech krajów UGW o najniższej inflacji wynosiła 1,5% (zob. przypis 4), wówczas wartość referencyjna wynosiłaby 3%. Aby łączny wzrost cen zarówno dóbr będących przedmiotem handlu międzynarodowego, jak i dóbr nie będących przedmiotem handlu międzynarodowego był w Polsce taki sam jak w UGW, trzeba by maksymalny poziom inflacji dóbr nie będących przedmiotem handlu międzynarodowego wynosił w Polsce 5,25-6,5%. Nie wydaje się to aż tak niewyobrażalnie niskim poziomem, by nie dało się go osiągnąć. Gdyby inflacja dóbr będących przedmiotem handlu międzynarodowego w UGW (i w Polsce) była niższa, wówczas dopuszczalny poziom inflacji dóbr nie będących przedmiotem handlu międzynarodowego w Polsce byłby nawet wyższy.

Jak już zostało omówione, w wypadku płynnego kursu walutowego przejściowe zacieśnienie polityki pieniężnej doprowadzi do nominalnej aprecjacji waluty i presji na obniżenie inflacji zarówno dóbr będących przedmiotem handlu międzynarodowego, jak i dóbr nie będących przedmiotem handlu międzynarodowego. W przypadku sektora dóbr będących przedmiotem handlu międzynarodowego może to wymagać obniżki krajowych cen nominalnych i znacznego wzrostu bezrobocia w działalności produkcyjnej. W przypadku jednostronnej euroizacji więcej kosztów przejściowego zmniejszenia inflacji poniżej poziomu wymaganego przez kryterium inflacyjne z Maastricht ponosiłby sektor dóbr nie będących przedmiotem handlu międzynarodowego (usługi i budownictwo). Można by to osiągnąć dzięki tymczasowemu „paktowi socjalnemu", ograniczającemu płace w sektorze dóbr nie będących przedmiotem handlu międzynarodowego i ograniczającemu wzrost cen urzędowych lub poprzez tymczasowe zacieśnienie polityki fiskalnej czy też przez kombinację wszystkich trzech czynników. Warto podkreślić, że w obu przypadkach (kursu płynnego oraz jednostronnej euroizacji) ograniczenia będą miały stosunkowo krótkoterminowy charakter (rok lub dwa lata), ponieważ wartości referencyjne kryterium inflacyjnego z Maastricht będą musiały być spełnione przez krócej niż rok. Wydaje się nam zatem, że problem ten został sztucznie wyolbrzymiony.

Co więcej, zalecamy, aby po przystąpieniu do Unii Europejskiej Polska (i inni nowi członkowie) orędowali za skorygowaniem kryterium inflacyjnego z Maastricht. Samo kryterium wymaga jedynie „trwałej i da-

[3] Jest to wynikiem szybszego wzrostu wydajności pracy w ich sektorze dóbr będących przedmiotem handlu międzynarodowego niż w: 1) sektorze dóbr nie będących przedmiotem handlu międzynarodowego oraz 2) sektorze dóbr będących przedmiotem handlu międzynarodowego w wolno rozwijających się krajach, takich jak kraje UE.

[4] Musiałyby na pewno wzrosnąć mniej niż w trzech krajach członkowskich UGW o najniższej inflacji. Z uwagi na to, że cel Europejskiego Banku Centralnego w zakresie średniej inflacji w UGW wynosi 2%, w krajach o najniższej inflacji będzie to prawdopodobnie 1,5%. Nawet w UGW inflacja dóbr będących przedmiotem handlu międzynarodowego będzie niższa niż inflacja średnia, co praktycznie nie pozostawia miejsca na stabilne ceny dóbr będących przedmiotem handlu międzynarodowego w Polsce. Kluczowe pytanie jest następujące: jak duża recesja dóbr będących przedmiotem handlu międzynarodowego musiałaby wystąpić w Polsce, aby spowodowała umiarkowany spadek krajowych cen nominalnych w przypadku dóbr będących przedmiotem handlu międzynarodowego?

jącej się utrzymać zbieżności stóp inflacji", a wymagany stopień zbieżności określa wartość referencyjna. Jednakże samą wartość referencyjną może zmieniać Rada Europejska[5] i nie wymaga to zmiany Traktatu. Biorąc pod uwagę, że większość nowych członków będzie znajdować się pod wpływem działania efektu H-B-S, a niektóre będą miały izby walutowe[6], istnieć będzie silne lobby za taką korektą kryterium inflacyjnego z Maastricht, by odnosiło się jedynie do inflacji dóbr będących przedmiotem handlu międzynarodowego. Będzie to tym bardziej przekonujące, że kryterium inflacyjne z Maastricht wymaga „trwałej zbieżności". Z uwagi jednak na efekt H-B-S kraje szybko rozwijające się gospodarczo, takie jak Irlandia, zdołały spełnić kryterium inflacyjne z Maastricht jedynie przez krótki czas przed wejściem do UGW, po czym znacznie je przekroczyły. Podobnie jak w przypadku szybko rozwijających się gospodarczo członków UGW, w krajach, które dokonały jednostronnej euroizacji, inflacja przekraczająca obecne wartości referencyjne może być jedynie skutkiem działania efektu H-B-S. Ceny ich towarów będących przedmiotem handlu międzynarodowego będą bowiem takie same, jak w Unii Gospodarczej i Walutowej[7]. Co więcej, o kraju, który dokonał euroizacji, utrzymuje pod kontrolą finanse publiczne i szybko się rozwija (dowodząc w ten sposób, że zachowuje konkurencyjność w sektorze dóbr będących przedmiotem handlu międzynarodowego), można powiedzieć, że osiągnął zgodność z duchem kryterium inflacyjnego z Maastricht, nawet jeśli w danym momencie nie może osiągnąć jego wartości referencyjnej. Jest zatem nie tylko prawdopodobne, że po 2004 r. uformuje się znaczne lobby na rzecz zmiany kryterium inflacyjnego z Maastricht, ale istnieją także poważne obiektywne powody modyfikacji tego kryterium w odniesieniu do krajów, które dokonały jednostronnej euroizacji.

Jednostronna euroizacja ma oczywiście sens tylko w przypadku tych krajów akcesyjnych w okresie transformacji, które potrafią utrzymać zasadniczą dyscyplinę fiskalną. Jest to (i słusznie!) wymogiem uczestnictwa w UGW. Jednostronna euroizacja zmniejszy koszty obsługi długu publicznego. Przyjmujemy założenie, że ulga ta zostanie spożytkowana raczej do zmniejszenia deficytu fiskalnego niż zwiększenia wydatków publicznych przy utrzymywaniu tego deficytu na jego obecnym nieakceptowalnie wysokim poziomie. Jednostronną euroizację traktujemy jako lepszą (mniej bolesną) ścieżkę do UGW niż ścieżka tradycyjna. Nie traktujemy jej jako sposobu uniknięcia potrzeby przyłączenia się do UGW ze wszystkimi jej ograniczeniami. Obecne problemy fiskalne Polski stawiają pod znakiem zapytania zarówno zdolność do osiągnięcia członkostwa w UGW (a nawet UE), jak i sens jednostronnej euroizacji. Jednostronna euroizacja może pomóc Polsce w uporządkowaniu jej sytuacji fiskalnej. Nie może jednak, i nie powinna być substytutem dyscypliny fiskalnej czy szybkiego osiągnięcia członkostwa w UGW.

Wreszcie, nasza propozycja jednostronnej euroizacji jest odpowiedzią na coraz ostrzejsze tzw. problemy sukcesu, przed którymi stoją zaawansowane w transformacji gospodarki, zbliżając się do uzyskania członkostwa w Unii Europejskiej. Przeprowadzone z powodzeniem reformy rynkowe w transformujących się krajach akcesyjnych i perspektywa przystąpienia do Unii Europejskiej prowadzą do oczekiwań szybkiego wzrostu. To z kolei oznacza, że mieszkańcy kraju chcą oszczędzać mniej, tak aby „wygładzić" zmiany poziomu konsumpcji, podczas gdy środki finansowe niezbędne do wypełnienia luki między oszczędnościami a inwestycjami skłonni są zapewnić inwestorzy zagraniczni. Wynikiem tego są wysokie nadwyżki na rachunku obrotów kapitałowych i towarzyszący im wysoki deficyt na rachunku obrotów bieżących. Powoduje to, że kraje akcesyjne realizujące przekształcenia gospodarcze są bardzo podatne na „zastopowanie" napływu kapitału (nie jest wcale konieczne odwrócenie kierunku jego przepływu). W przypadku Polski deficyt obrotów bieżących wynosił w ciągu ostatnich trzech lat około 5-8% PKB. Poziom taki na ogół uważa się za znajdujący się w „strefie zagrożenia", w której - ze względu na obawy inwestorów, że jest on nie do utrzymania - może dojść do „zastopowania" napływu środków dewizowych.

Nie można liczyć na utrzymanie tych zjawisk pod kontrolą ani za pomocą polityki pieniężnej, ani fiskalnej. Przy kursie płynnym restrykcyjna polityka pieniężna spowoduje aprecjację waluty krajowej, co jeszcze bardziej powiększy deficyt rachunku obrotów bieżących. Ekspansywna polityka pieniężna doprowadzi do szybszego wzrostu inflacji i uniemożliwi osiągnięcie kryteriów z Maastricht. Przy kursie sztywnym w ogóle nie dysponujemy instrumentem polityki pieniężnej. Polityka fiskalna (którą można stosować albo z płynnym, albo sztywnym kursem walutowym) może również okazać się nieskutecznym narzędziem poprawy salda na rachunku obrotów bieżących. Jej zacieśnienie może bowiem spowodować, że kredytodawcy zagraniczni chętniej będą kredytować kredytobiorców sektora prywatnego (wiemy, że w dzisiejszych czasach inwestorzy patrzą na ogólne zadłużenie rezydentów kraju, zarówno publicznych, jak i prywatnych). Z kolei rozluźnienie polityki fi-

[5] Głosami wszystkich, a więc także nowo przyjętych, krajów będących w tym momencie członkami UGW

[6] Co najmniej Estonia i ewentualnie Bułgaria (której przyjęcia oczekuje się po roku 2008).

[7] Mogłyby one mieć wyższą inflację popytową w sektorze dóbr nie będących przedmiotem handlu międzynarodowego, gdyby wystąpił u nich duży wzrost deficytu budżetowego. Naruszyłyby jednak przez to kryterium deficytu z Maastricht i z tego powodu nie mogłyby wejść do UGW.

skalnej zwiększyłoby zagregowany popyt i tym samym prowadziłoby do zwiększenia deficytu rachunku obrotów bieżących.

Z uwagi na problemy z obniżaniem wysokiego deficytu na rachunku obrotów bieżących wiele krajów akcesyjnych w fazie transformacji naraża się na ryzyko ostrej deprecjacji swojej waluty, zwanej zazwyczaj kryzysem walutowym. W krajach o bardzo wysokich poziomach „euroizacji pasywów" (Calvo, 1998) kryzysy takie doprowadzają do wzrostu realnego obciążenia długiem i do depresji (której niedawnym przykładem jest Indonezja). W Polsce nie występuje wysoki poziom euroizacji pasywów. Nawet jednak w Polsce konieczność zabezpieczenia się przed inflacyjnym efektem ostrej deprecjacji poprzez wyższe stopy procentowe spowodowałyby skutki w wysokim stopniu recesyjne. Dlatego też proponujemy, aby te kraje akcesyjne w okresie transformacji, które dysponują dostatecznie dużymi rezerwami, uniknęły tego ryzyka poprzez jednostronną wymianę wszystkich swoich krajowych monet i banknotów na euro oraz redenominację wszystkich swoich wyrażonych w walucie krajowej depozytów bankowych na euro tak szybko, jak to tylko będzie praktycznie możliwe (przygotowania techniczne zajęłyby prawdopodobnie rok do dwóch lat).

W pozostałej części pracy nie będziemy już powtarzać naszych argumentów za jednostronną euroizacją *in extenso*. Zainteresowanych odsyłamy do naszych wcześniejszych prac (Bratkowski i Rostowski, 2001 oraz Rostowski, 2001b). Zajmiemy się natomiast jedynie kwestiami, które zostały podniesione przez Wójcika (2000). Wybraliśmy tę pracę, ponieważ jak dotąd stanowi ona najbardziej kompleksowy i gruntowny atak na propozycję jednostronnej euroizacji, a także dlatego, że zawiera wiele wymagających sprostowania błędów rzeczowych i analitycznych. Części od 2. do 5. zajmują się zagadnieniami polityki pieniężnej, fiskalnej i kursowej (w tym także problemami związanymi z pytaniem, czy transformujące się kraje akcesyjne już teraz stanowią optymalny obszar walutowy z krajami UGW). Części od 6. do 8. poświęcone są fiskalnym oraz finansowym kosztom i korzyściom jednostronnej euroizacji.

2. Efektywność polityki pieniężnej i fiskalnej przy braku jednostronnej euroizacji w okresie dochodzenia do Unii Europejskiej i członkostwa w UGW

Wójcik twierdzi, że polityka fiskalna może odgrywać efektywną rolę przy ograniczaniu deficytu na rachunku bieżącym: „restrykcyjna polityka fiskalna niekoniecznie musi, poprzez to, że czyni kraj bardziej atrakcyjnym dla inwestorów zagranicznych, spowodować napływ kapitału...takie posunięcie może doprowadzić do niższych stóp procentowych...co powinno zmniejszyć presję na wzrost kursu. Chodzi o to, który z tych dwóch efektów będzie wówczas dominował". No właśnie. Równoważący efekt, który opisujemy wyżej, może zniwelować wpływ restrykcyjnej polityki fiskalnej na rachunek obrotów bieżących. Na przykład przejście w latach dziewięćdziesiątych w Stanach Zjednoczonych do nadwyżki fiskalnej nie przeszkodziło w narastaniu deficytu obrotów bieżących. Podejrzewamy, że do obniżenia deficytu obrotów bieżących w Polsce do około 5% PKB, co jest podobno bezpiecznym poziomem, potrzebne byłoby znaczne zacieśnienie fiskalne. Jesteśmy przekonani, że takie zacieśnienie (powiedzmy w wysokości 4 punktów procentowych PKB) nie da się zrealizować z przyczyn politycznych (w ciągu ostatnich lat deficyt fiskalny obniżył się jedynie nieznacznie - 3,3% do 2% PKB, a w tym roku prawdopodobnie wzrośnie do 4,5% PKB). Nie znaczy to, że jesteśmy przeciwnikami restrykcyjnej polityki fiskalnej. Chcielibyśmy tylko, by była ona realizowana jako cel samoistny, służący uwolnieniu zasobów na rozwój sektora prywatnego, a nie dla osiągnięcia wątpliwej poprawy na rachunku obrotów bieżących. Jednak z rozwiązaniem problemu poprawy rachunku obrotów bieżących nie można zwlekać.

Wójcik nie kwestionuje naszego poglądu, że trudno jest poprawiać sytuację na rachunku obrotów bieżących za pomocą polityki pieniężnej. W istocie niedawne wydarzenia w Polsce wskazują, że zarówno on, jak i my byliśmy zbyt pesymistyczni. Bardzo wysokie realne stopy procentowe (przekraczające 13%, jeśli deflować je CPI, i 16%, jeśli deflować je PPI) wystarczająco ograniczyły zagregowany popyt, tak iż rachunek obrotów bieżących uległ zmniejszeniu do około 5,5% PKB pomimo dużej nominalnej i naprawdę dużej realnej - aprecjacji złotego w stosunku do euro w zeszłym roku. Koszt tego był jednak dość znaczny: realny wzrost PKB zmniejszył się z ponad 6% w 1997 r. do około 2-3% w 2001 r.[8] Tak więc tradycyjna ścieżka przystępowania do UE i UGW albo naraża szybko rozwijające się kraje akcesyjne na wysokie ryzyko kryzysu walutowego, albo zmusza je do rozwijania się dużo wolniej, niż rozwijałyby się przy jednostronnej euroizacji. Ponieważ zbieżność realna jest jednym z celów transformujących się krajów akcesyjnych przy przystępowaniu do Unii Europejskiej, ścieżka ortodoksyjna oddala osiągnięcie ostatecznego celu, co jest ze wszech miar niepożądane. Takie jest właśnie sedno naszej argumentacji.

[8] Z uwagi na wielkość realnej aprecjacji złotego nawet ten niższy deficyt obrotów bieżących może nie stanowić adekwatnej ochrony przed kryzysem walutowym.

3. Zagadnienia optymalnego obszaru walutowego

Wójcik sporo czasu poświęca na podkreślenie zagrożeń, jakie dla wzrostu gospodarczego Polski po euroizacji stanowić będą szoki asymetryczne. Twierdzi, że można by ich uniknąć poprzez właściwie dobraną kombinację polityki kursowej i pieniężnej, których to instrumentów „oczywiście" nie będzie po jednostronnej euroizacji. Szoki asymetryczne stanowią zagrożenie, jeśli dany kraj i unia walutowa, do której kraj ten chce się przyłączyć, nie są częścią optymalnego obszaru walutowego (OOW). Wójcik zmuszony jest przyznać, że badania formalne nie wykazują, że kraje akcesyjne realizujące przekształcenia gospodarcze nie są częścią OOW, do którego należałyby też kraje UGW. Pozostaje mu zatem jedynie twierdzić, że gdyby kraje te nie stanowiły części OOW, wówczas szoki asymetryczne odgrywałyby istotną rolę, a ponadto jest mniej prawdopodobne, że Polska jest częścią OOW, niż w przypadku innych krajów akcesyjnych realizujących przekształcenia gospodarcze.

Uważamy, że wiele transformujących się krajów akcesyjnych (Polski nie wyłączając) spełnia warunki OOW prawie w tym samym stopniu, co obecni członkowie UGW. Ponieważ kraje akcesyjne zaakceptowawszy *acquis communautaire*, są zobowiązane do przystąpienia w którymś momencie do UGW, to co jest dobre dla obecnych członków UGW, powinno być dostatecznie dobre dla nich. Nawet jeśli niektóre kraje akcesyjne w nieco mniejszym stopniu spełniają warunki OOW niż obecni członkowie UGW, to naraża je to jedynie na trochę wyższe ryzyko szoków idiosynkratycznych niż te, na które wystawieni są obecni członkowie UGW. Przy podejmowaniu decyzji co do jednostronnej euroizacji to nieco wyższe ryzyko należy zestawić z opisanymi powyżej bardzo wysokimi kosztami wynikającymi z utrzymania waluty krajowej w okresie przed przystąpieniem do Unii.

Głównym argumentem za tym, że - naszym zdaniem - wiele krajów akcesyjnych w okresie transformacji zbliża się do spełnienia wymogów OOW w podobnym stopniu, co wielu obecnych członków UGW, jest bardzo wysoki poziom integracji handlowej z krajami UGW. Dobrą orientację co do stopnia, w jakim idiosynkratyczne szoki dla gospodarki kraju będą prawdopodobnie amortyzowane jego obrotami handlowymi z resztą obszaru walutowego, daje procentowy udział w PKB obrotów handlowych z innymi członkami obszaru walutowego. Udział obrotów handlowych z innymi krajami obszaru walutowego w obrotach handlowych ogółem zapewnia natomiast dobrą orientację co do stopnia narażenia danego kraju na wahania wspólnej waluty w stosunku do walut „krajów trzecich". Tabela 1 pokazuje, że w 1999 r. :

1) obroty handlu zagranicznego Polski z krajami UGW miały większy udział w PKB Polski niż w przypadku średniej ważonej członków UGW w roku poprzedzającym wprowadzenie euro;

2) obroty handlu zagranicznego Polski z krajami UGW miały większy udział w PKB kraju niż w przypadku sześciu z obecnych dwunastu członków UGW (w tym czterech największych: Niemiec, Francji, Włoch i Hiszpanii);

3) obroty handlu zagranicznego ogółem Polski z krajami UGW miały większy udział w obrotach handlu zagranicznego kraju ogółem niż w przypadku niemal wszystkich (poza dwoma) członków UGW.

Ponieważ Polska jest największym krajem akcesyjnym, obroty handlowe z UGW prawie każdego innego kraju akcesyjnego mają jeszcze wyższy udział w PKB tego kraju niż w Polsce, w pięciu zaś z tych krajów udział handlu z UGW w PKB jest wyższy niż w jakimkolwiek kraju UGW poza Beneluksem. Niemniej jednak większość krajów akcesyjnych jest nieco bardziej niż Polska eksponowana na handel z krajami spoza UGW. Niemniej jednak przynajmniej siedem krajów akcesyjnych kieruje wiekszą część swojego handlu do krajów UGW niż trzy kraje UGW. Gdyby zatem te wskaźniki były jedynymi kryteriami spełnienia wymogów OOW, to moglibyśmy już teraz dojść do wniosku, że spełnia je Polska i wiele innych krajów akcesyjnych.

Twierdzi się (np. Fidrmuc i Schardax, 2000), że większy udział handlu wewnątrzbranżowego (WB) w ramach obszaru walutowego prowadzić będzie do bardziej synchronicznych cyklów biznesowych, ponieważ szoki popytowe i podażowe charakterystyczne dla danego sektora będą wówczas z większym prawdopodobieństwem symetryczne w poszczególnych krajach. Dlatego właśnie mierzymy wewnątrzbranżowe obroty handlowe z UGW w stosunku do PKB dla członków UGW i krajów akcesyjnych (tabela 1) i stwierdzamy, że przypadku Polski udział w PKB wewnątrzbranżowych obrotów handlowych z UGW jest dużo wyższy niż w przypadku Grecji, a mniej więcej taki sam, jak w przypadku Finlandii i Włoch. Czechy, Estonia, Węgry, Słowacja i Słowenia osiągają nawet wyższy udział, natomiast Bułgaria ma mniej więcej taki sam. Tak więc nawet na gruncie tego dość restrykcyjnego kryterium siedem transformujących się krajów akcesyjnych, w tym Polska, osiąga dostatecznie wysoki wynik, aby spełnić wymogi OOW równie dobrze, co przynajmniej trzech innych członków UGW.

Należy jednak pamiętać, że również handel wewnątrzbranżowy przyczynia się do zbieżności cyklów biznesowych na obszarze walutowym. Chociaż nie musi chronić kraju przed asymetrią szoków charakterystycznych dla danej branży, występujących w innych krajach obszaru, niemniej jednak zmniejsza asymetrię szoków zagregowanych. Tak więc wzrost zagregowane-

Tabela 1 *Stopień integracji handlowej transformujących się krajów akcesyjnych z UGW w porównaniu z poszczególnymi krajami UGW*

	Obroty handlowe z UGW/PKB	Wewnątrzbranżowe obroty handlowe z UGW/PKB (szacunek)*	Obroty handlowe z UGW/obroty handlowe ogółem
Belgia, Luksemburg	81,4	59	56,8
Węgry	73,2	43	68,7
Czechy	65,1	43	61,7
Estonia	62,0	24	45,1
Słowenia	61,8	37	67,1
Słowacja	58,9	29	56,8
Holandia	48,8	38	47,9
Irlandia	44,2	22	33,2
Bułgaria	39,3	13	54,2
Portugalia	38,5	19	67,1
Austria	37,6	26	63,2
Rumunia	34,7	10	66,4
Łotwa	30,9	7	46,8
Polska	27,6	12	58,5
Litwa	26,5	6	36,0
Hiszpania	25,5	17	58,3
Francja	21,7	18	51,9
Niemcy	20,8	17	43,8
Finlandia	20,7	10	34,0
Włochy	19,5	12	49,3
Grecja	17,4	5	53,4

* Udział w PKB obrotów wewnątrzbranżowych (WB) z krajami UGW szacuje się biorąc udziały z 1997 r. obrotów handlowych WB z UE podane w Fidrmuc i Schardax (2000) i stosując je do kolumn 2. i 4.

Źródło: Eurostat. Prezentowane dane za 1999 r. dla krajów akcesyjnych i za 1998 r. dla krajów UGW.

go popytu w UGW, bez względu na jego charakter, przenosić się będzie na kraje akcesyjne poprzez wzrost popytu na ich eksport. Ponadto, asymetryczny wzrost zagregowanych kosztów (na przykład w wyniku wzrostu cen energii, które mają większy wpływ na kraje w okresie transformacji niż na UGW) będzie częściowo amortyzowany mniejszym spadkiem produkcji i - co za tym idzie - popytu, w Unii Gospodarczej i Walutowej.

Nie dziwi zatem, że badania pokazują, iż cykle biznesowe są bardziej skorelowane między zaawansowanymi w procesie transformacji krajami akcesyjnymi i Niemcami niż między istotnymi członkami UGW. Boone i Maurel (1999), za pomocą pozbawionych trendu danych o bezrobociu pokazują, że od 55% (Polska) do 86% (Węgry) cyklów zaawansowanych w transformacji krajów akcesyjnych da się wyjaśnić cyklami niemieckimi, podczas gdy w ten sposób można wyjaśnić tylko 43% cyklów hiszpańskich i 18% cyklów włoskich. Fidrmuc i Schardax (2000) stwierdzają, że produkcja przemysłowa Polski jest równie ściśle skorelowana z niemiecką co austriacka, a bardziej jeszcze niż szwajcarska lub włoska. Produkcja przemysłowa Węgier i Słowenii bardziej jest skorelowana z niemiecką niż włoska, chociaż produkcje Republiki Czeskiej i Słowackiej są daleko mniej skorelowane.

Należy jednak odnotować, że w przypadku małych krajów synchroniczność cyklów biznesowych nie jest warunkiem koniecznym przystąpienia do większego obszaru walutowego. Jeśli szoki są głównie wywoływane popytem, to mały kraj, którego autonomiczny zagregowany popyt jest *ex ante* ujemnie skorelowany z popytem dużego obszaru walutowego, może skorzystać na przystąpieniu do tego obszaru. Spadek popytu krajowego będzie amortyzowany wzrostem popytu w reszcie obszaru, co zmniejszy ogólną zmienność PKB. Przyłączenie się do obszaru walutowego zwiększy obroty handlowe z tym obszarem i dlatego może zwiększyć efekt wygładzania w większym stopniu, niż zredukuje go wyeliminowanie kursu walutowego[9]. *Ex post* zaowocuje to zatem większą korelacją wahań.

4. Inflacja i niedopasowanie kursu walutowego po zamianie waluty

Wójcik martwi się niedopasowaniem kursu walutowego w wyniku inercji inflacyjnej po zamianie waluty kra-

[9] „Efekt wygładzania kursu walutowego" jest spowodowany spadkiem wartości waluty w kraju, w którym popyt spada, w stosunku do kraju, w którym popyt rośnie.

jowej na euro. Naszym rozwiązaniem jest przeprowadzenie zwykłej dewaluacji „na wejściu", w momencie euroizacji (Rostowski, 2001). Wójcik twierdzi, iż uczyni to inflację „trudniejszą do opanowania". Oczywiście, trudność ta wystąpi, jeśli efekty „transmisyjne" dewaluacji będą duże[10]. Jeśli jednak rzeczywiście będą, to każda dewaluacja w niewielkim stopniu wpłynie na realny kurs walutowy - możliwość dokonywania dewaluacji nie będzie wiele warta. Można więc z niej zrezygnować i przystąpić do euroizacji. Jest też mało prawdopodobne, aby znaczny „efekt transmisyjny" i wysoka inercja inflacyjna wystąpiły jednocześnie[11].

Nasze zalecenie wynika także z faktu, że w gospodarkach transformujących się jest wysokie tempo wzrostu wydajności pracy. Z jednej strony stanowi to źródło problemu, ponieważ to właśnie szybki oczekiwany wzrost PKB powoduje, że rezydenci chcą być dużymi kredytobiorcami netto, a cudzoziemcy dużymi kredytodawcami netto w tym kraju. Z drugiej jednak strony szybki wzrost wydajności pracy oznacza, że problem niekonkurencyjności produkcji krańcowej, wynikajacy z błędu w początkowym wyborze kursu przejścia, może być szybko naprawiony[12]. Oczywiście wskazuje to, że kraje akcesyjne w okresie transformacji, z wolnym wzrostem wydajności pracy - takie jak Czechy - mogą po przyjęciu jednostronnej euroizacji mieć mniej do zyskania, a więcej do stracenia.

Nie przekonuje również inny argument za obroną elastyczności kursu walutowego wysunięty przez niektórych polskich przeciwników jednostronnej euroizacji. Twierdzą oni mianowicie, że stopa wzrostu wydajności pracy jest nieistotna, ponieważ związki zawodowe wymuszą większy wzrost płac realnych niż wynoszą zyski z wydajności, tak że jednostkowe koszty pracy zwiększą się bez względu na wzrost wydajności. Związki zawodowe, które są na tyle silne i inteligentne, że potrafią przejąć więcej niż pełną kwotę wzrostu wydajności, prawdopodobnie będą równie silne i inteligentne, by narzucić podwyżki płac, które zrekompensują ich członkom jakąkolwiek deprecjację realną.

Nie widzimy na koniec żadnego powodu, dla którego wiarygodność systemu kursowego miałaby być drastycznie naruszona, co sugeruje Wójcik, tylko dlatego, że euroizacja ma charakter jednostronny. Chociaż w pełni liczymy się z tym, że euroizacja będzie trochę mniej wiarygodna niż pełne członkostwo w UGW, to oczekujemy, że będzie ona nieco bardziej wiarygodna niż mechanizm izby walutowej taki, jaki istnieje w Estonii czy Bułgarii. A izby walutowe okazały się bardzo wiarygodne, daleko bardziej wiarygodne niż „złagodzone" kursy sztywne z pasmem w rodzaju ERM. Oczekujemy, że jednostronna euroizacja okaże się bardziej wiarygodna niż tradycyjna izba walutowa w kraju nieakcesyjnym z następujących dwóch powodów.

1. Chociaż waluta krajowa mogłaby zostać przywrócona w celu umożliwienia deprecjacji, to przygotowania techniczne byłyby długie i skomplikowane, a ponadto niemożliwe do utrzymania w tajemnicy; spekulanci otrzymaliby zatem dostatecznie wyraźne wczesne ostrzeżenie. Już samo to zmniejszyłoby korzyści dla rządu liczącego się z takim posunięciem. Zmniejszałoby zatem oczekiwanie takiego zdarzenia przez spekulantów. W izbach walutowych natomiast waluta krajowa już istnieje, wystarczy więc zmienić przepisy konstytucyjne określające mechanizm działania izby walutowej. Tak więc przy euroizacji obrona przed spekulacją za pomocą efektu „zatrutej pigułki„ jest jeszcze silniejsza niż w (już bardzo mocnym) przypadku izby walutowej.

2. Oczekiwano by, że jednostronna euroizacja trwać będzie stosunkowo krótko (powiedzmy pięć lat), zanim dany kraj akcesyjny nie wejdzie do UGW jako pełnoprawny członek[13]. Ponadto, przywracanie waluty krajowej byłoby czymś absurdalnym dla kraju, którego strategicznym celem jest przystąpienie do UE oraz UGW (w ciągu, odpowiednio, 4 i 6 lat).

Ogólnie rzecz biorąc, wiarygodność systemu jednostronnej euroizacji znalazłaby odzwierciedlenie w stopach procentowych, które występowałyby w tym systemie. Do tej absolutnie kluczowej sprawy wracamy w części 6.

5. Ewolucja realnego kursu walutowego przed euroizacją jednostronną i po niej

Wcale nie uważamy, by występowanie lub niewystępowanie efektu Harroda-Balassy-Samuelsona było sprawą kluczową dla naszej argumentacji na rzecz jednostronnej euroizacji. Jest to raczej argument przeciwko adekwatności obecnej wartości referencyjnej inflacyjnego kryterium z Maastricht dla transformujących się krajów akcesyjnych. Jeśli efekt H-B-S jest silny, to spełnienie kryterium inflacyjnego może wymagać dość silnej aprecjacji nominalnej przez rok czy dwa. Niekoniecznie musi to uderzać w konkurencyjność sektora dóbr będących przedmiotem handlu międzynarodowego w danym kraju akcesyjnym. Piszemy „niekoniecznie", ponieważ jak tylko dany kraj przystąpi do UGW, to powróci wszelkie zróżnicowanie inflacji spowodowane efektem H-B (Bratkowski i Rostowski, 2001).

[10] Przeprowadzona „z góry" dewaluacja będzie oczywiście miała pewien efekt inflacyjny, nie oczekujemy jednak, aby był on bardzo duży.

[11] W pierwszym przypadku inflacja zależy głównie od kursu walutowego, w drugim od wartości inflacji w przeszłości. Nie może zależeć od obu!

[12] Jesteśmy wdzięczni Eduardo Borensztajnowi za tę uwagę.

[13] Ten czynnik zwiększa wiarygodność jednostronnej euroizacji w porównaniu z izbą walutową w krajach nieakcesyjnych; nie czyni oczywiście euroizacji bardziej wiarygodną niż izba walutowa w kraju, który ma wkrótce przystąpić do UE i UGW.

W rzeczywistości, jeśli - co sugeruje Wójcik - efekt H-B-S nie przejawia się silnie w transformujących się krajach akcesyjnych, usuwa to pewną trudność, przed którą stoi jednostronna euroizacja: w jaki sposób przejściowo spełnić kryterium inflacyjne bez możliwości wywołania aprecjacji nominalnej. Kwestią tą zajęliśmy się szczegółowo w części 1.

Wójcik przytacza twierdzenie Gotz-Kozierkiewicz (2000), że kwestia pokrycia kosztów (*cost recovery*) wymaga tego, by zostały uwolnione pozostałe ceny urzędowe, i że może to spowodować aprecjację realnego kursu walutowego poza poziom równowagi. Po pierwsze, w gospodarce o szybkim wzroście wydajności pracy (zob. powyżej) nie powinno to stanowić żadnego problemu. Po drugie, większość pozostających jeszcze cen urzędowych dotyczy raczej usług nie będących przedmiotem handlu międzynarodowego niż towarów, więc ich zniesienie nie będzie miało znacznych skutków dla konkurencyjności, uderzając głównie w gospodarstwa domowe. Patrząc wreszcie z punktu widzenia istniejącego deficytu budżetowego, wyeliminowanie cen urzędowych usuwa potrzebę dotacji do dostawców tych usług, zmniejsza obciążenie podatkowe innych firm, zwiększając w ten sposób ich konkurencyjność[14].

6. Czy w przypadku jednostronnej euroizacji spadną stopy procentowe?

Jednym z najbardziej zaskakujących twierdzeń w pracy Wójcika jest to, że jednostronna euroizacja nie musi doprowadzić do obniżenia średnio- i długoterminowych stóp w Polsce. Twierdzenie to opiera się na trzech argumentach:

1. Zniesienie waluty krajowej, choć prowadzi do zniesienia ryzyka walutowego dla kredytobiorców w Polsce, może zwiększyć ich ryzyko kredytowe. Mogłoby tak się zdarzyć, bo nie będzie już można stosować dewaluacji jako narzędzia zwiększania konkurencyjności producentów polskich. Stopy procentowe od kredytów dla polskich przedsiębiorstw mogłyby zatem *per saldo* wzrosnąć, podobnie jak stopy od kredytów dla rządu polskiego (którego przychody podatkowe zależą od rentowności polskich przedsiębiorstw).

2. Brak możliwości drukowania euro przez Narodowy Bank Polski oznacza, że nie może on działać w sposób nieograniczony jako pożyczkodawca ostatniej instancji dla systemu bankowego. Mogłoby to doprowadzić do wzrostu premii od kredytów zagranicznych dla polskich banków albo do potrzeby zwiększenia przez te banki ich marż odsetkowych[15], co pociągnęłoby za sobą wzrost stóp procentowych dla kredytobiorców.

3. Gdyby rząd polski zaczął zaciągać kredyty w sposób nierozważny, wzrosłyby stopy procentowe od jego obligacji.

Argument (1) ilustrowany jest przypadkiem Argentyny. Wójcik wykazuje, że realne stopy procentowe są podobne w Argentynie i Polsce, dając do zrozumienia, że polskie stopy procentowe nie muszą spaść po euroizacji, bo w Argentynie istnieje mechanizm izby walutowej „sztywno" związanej z dolarem, wykazujący wiele podobieństw do jednostronnej euroizacji. Wójcik przyznaje, że „Przypadek Argentyny jest, do pewnego stopnia, splotem okoliczności wyjątkowych", a w przypisie stwierdza dodatkowo: „...jednym z najważniejszych czynników jest znaczna aprecjacja dolara amerykańskiego... i równoczesna drastyczna dewaluacja [waluty] głównego partnera handlowego kraju, Brazylii". Wójcik nie pisze jednak, jak bardzo wyjątkowa jest sytuacja Argentyny. Obroty handlowe ze Stanami Zjednoczonymi stanowią jedynie 16% obrotów jej handlu międzynarodowego ogółem i 2,7% jej PKB[16]. Kontrastuje to z, odpowiednio, 58,7% oraz 27,6% w przypadku obrotów handlowych Polski z krajami UGW. Tak naprawdę to Argentyna jest (w skali całego świata) jednym z krajów, które najmniej spełniają konwencjonalne kryteria OOW, jeśli chodzi o ustanawianie unii walutowej ze Stanami Zjednoczonymi[17]. To właśnie naraziło ten kraj na problemy, które opisał Wójcik. Widzieliśmy jednak (tabela 1), że Polska i wiele innych transformujących się krajów akcesyjnych spełnia wymogi OOW przynajmniej w równie wysokim stopniu, co około połowa istniejących członków UGW. Przykład Argentyny, choć polemicznie nośny, jest zatem w praktyce nieistotny, chyba że ktoś chce twierdzić, jak wielu ekonomistów amerykańskich, że i obecnej Unii Europejskiej daleko do stania się OOW.

Do argumentu (2) odnieśliśmy się już obszernie w naszej publikacji (Bratkowski i Rostowski, 2000), gdzie poczyniliśmy następujące uwagi:

1. Czysta działalność pożyczkodawcy ostatniej instancji zmierza do zapobieżenia niepłynności banków wypłacalnych. W 1999 r. w Polsce 53% aktywów bankowych znajdowało się w bankach z ponad 50% własnością zagraniczną (EBRD 2000)[18]. Właściciele zagraniczni powinni znać kondycję finansową tych banków dostatecznie dobrze, by zapewnić im płynność w sytuacji, gdy będą niepłynne, lecz wypłacalne. Sytuacja jest podobna w wielu innych, obecnych lub potencjalnych, transformujących się krajach akcesyjnych (choć nie wszystkich).

[14] Jeżeli podatki nałożone w celu finansowania regulowanych cen urzędowych są opłacane przez konsumentów, to ich wyeliminowanie nie zmienia niczego. Negatywny wpływ na realny kurs walutowy wystąpi tylko wówczas, jeśli konsumenci płacić będą podatki w celu finansowania cen regulowanych, podczas gdy firmy zapłacą wyższe uwolnione ceny.

[15] Tak by zrekompensować wyższe stopy rezerw obowiązkowych, które - jak sugeruje Wójcik - byłyby potrzebne do poprawy płynności tych banków.

[16] Argentyna ma nawet o 60% większe obroty z Unią Europejską niż ze Stanami Zjednoczonymi!

[17] Są inne, niekonwencjonalne, kryteria niehandlowe, które Argentyna może spełniać lepiej; zob. (Mundell, 1973).

[18] Wójcik odnotowuje, że 56% kapitału w polskich bankach było w 1999 r. własnością zagraniczną, sugeruje jednak - błędnie - że w wielu przypadkach cudzoziemcy nie mają pakietu kontrolnego.

Tabela 2 *Zagraniczna własność banków według aktywów*

Albania	20,0	Węgry	56,6
Bułgaria	12,4	Litwa	59,8
Chorwacja	83,2	Polska	70,0
Czechy	70,0	Rumunia	52,6
Estonia	97,0	Słowacja	50,0

Źródło: IMF World Economic and Financial Surveys and EBRD Investment Profiles (2001).

2. Jeśli chodzi o pozostałe banki kontrolowane przez kapitał polski, to zaproponowaliśmy utworzenie Funduszu Płynności Sektora Bankowego, w którym umieszczono by rezerwy walutowe Narodowego Banku Polskiego (NBP) pozostające po euroizacji. Wójcik jest świadom tej propozycji, znacznie jednak niedoszacowuje prawdopodobną wielkość FPSB, porównując dostępne rezerwy walutowe z M1 i M2. Otrzymuje odpowiednio wskaźniki 56% i 20%. W istocie pozostające rezerwy powinno się porównywać z depozytami a vista i depozytami banków ogółem. M1 i M2 obejmują krajową gotówkę w obiegu wewnątrz kraju, która zostanie zamieniona na banknoty i monety euro, tak więc nie będą musiały być utrzymywane żadne rezerwy na gotówkową część M1 i M2. Po uwzględnieniu skromnej 10% wstępnej dewaluacji złotego w momencie konwersji, prawidłowe podejście zapewnia „pokrycie" przez FPSB 100% depozytów a vista i 25% depozytów ogółem. Co więcej, w przypadku kryzysu FPSB musiałby zapewnić płynność jedynie bankom kontrolowanym przez polski kapitał. Nawet przy dzisiejszym udziale własności zagranicznej w bankach polskich, ograniczając problem do banków kontrolowanych przez polski kapitał uzyskujemy ponad dwukrotne - do około 270% - „pokrycie" przez FPSB depozytów a vista i prawie 70% depozytów ogółem[19]. Winniśmy na koniec odnotować, ze względu na zakup polskich banków przez kapitał zagraniczny, szybko rośnie udział depozytów ulokowanych w bankach z przewagą kapitału zagranicznego. Kiedy udział ten dojdzie do 100%, FPSB w ogóle nie będzie potrzebny.

3. Jeśli chodzi kryzysy wypłacalności (w odróżnieniu od płynności), to wymagają one rekapitalizacji, a nie wspomagania przez pożyczkodawcę ostatniej instancji. Są zatem uzależnione od wypłacalności rządu kraju (w charakterze „pożyczkobiorcy ostatniej instancji"), a nie od płynności banku centralnego. Polska i wiele innych transformujących się krajów akcesyjnych (choć nie wszystkie) to kredytobiorcy o dobrym *standingu*.

Argument (3) jest prawdziwy w sposób oczywisty. Euroizacja nie może zrekompensować braku rozwagi fiskalnej, wyleczyć kryzysów bankowych ani zwykłej grypy. Przeciwnicy euroizacji ciągle nam przypominają, że nie jest ona panaceum i musimy się z tym pokornie zgodzić. Nie twierdziliśmy też - my ani nikt inny - że euroizacja będzie z konieczności katalizatorem reform strukturalnych.

Historia odpowiedzialności polityki fiskalnej w różnych transformujących się krajach akcesyjnych wyglądała różnie. W ciągu ostatnich pięciu lat Polska potrafiła zapewnić sobie stały spadek o około 2-3 punkty procentowe PKB rocznie relacji długu publicznego do PKB z, i tak już umiarkowanego, poziomu około 55%. Nawet obecny ostry wzrost deficytu budżetowego nie zagrozi pozycji zadłużenia publicznego, pod warunkiem że będzie miał jedynie przejściowy charakter. Obecnie trzeba w Polsce zastosować środki konsolidacji fiskalnej. Znaczny jednak spadek stóp procentowych, którego oczekujemy w wyniku euroizacji, pomógłby poprawić pozycję fiskalną jeszcze bardziej. Również Węgry zmniejszają swoją relację długu publicznego do PKB pomimo wyższego deficytu fiskalnego. Czechy natomiast przyjęły ryzykowną politykę fiskalną, pociągającą za sobą szybko rosnące i duże deficyty, chociaż zaczynały od niskiego poziomu długu publicznego do PKB.

7. Szacunkowe określenie obniżenia stóp procentowych w wyniku euroizacji

Jakiego spadku stóp procentowych możemy oczekiwać w Polsce w wyniku euroizacji? Pomimo jego sugestii, że stopy mogą właściwie wzrosnąć, w swoim artykule Wójcik szacuje spadek stóp procentowych (trzymiesięcznych rynku pieniężnego) na 5-6 punktów procentowych. Dokonuje tego, obliczając to, co nazywa „średnią premią za ryzyko od tych stóp", poprzez odjęcie oficjalnej stopy deprecjacji centralnego parytetu złotego od trzymiesięcznych stóp rynku pieniężnego[20]. By uzyskać oczekiwany

[19] Nawiasem mówiąc, rozwiewa to niepokój Wójcika, że brak narodowego pożyczkodawcy ostatniej instancji da bankom zagranicznym przewagę konkurencyjną. Istnienie programu funduszu gwarancyjnego bardziej jeszcze zmniejsza niebezpieczeństwo niepłynności wypłacalnych banków polskich (niezależnie od narodowości ich właścicieli), a także zmniejsza prawdopodobną potrzebę rekapitalizacji banków niewypłacalnych.

[20] Średnie nominalne 3-miesięczne stopy złotowe wynosiły 14% w okresie maj 1997-październik 2000, o którym pisze Wójcik. Średnia stopa dewaluacji centralnego parytetu złotego wynosiła 7,1% rocznie.

spadek polskich stóp procentowych, Wójcik odejmuje następnie średnią premię od euroobligacji rządu polskiego denominowanych w dolarach w stosunku do porównywalnych obligacji skarbowych rządu amerykańskiego (1,4 punktu procentowego), co przyjmuje jako przybliżenie „premii za ryzyko kredytowe" od kredytów dla polskich kredytobiorców o wysokiej jakości.

Podejście to niestety obarczone jest poważnym błędem. By uzyskać „całkowite ryzyko walutowe" uwzględnione *implicite* w polskich stopach procentowych, powinno się porównać rzeczywiste krótkoterminowe złotowe stopy procentowe w danym okresie ze stopami, które by występowały w przypadku euroizacji. Różnica składa się z dwóch części: (1) oczekiwanej „premii za deprecjację", która rekompensowałaby oczekiwaną deprecjację złotego wobec euro w całym okresie trwania kredytu, oraz (2) „premii za czyste ryzyko walutowe", stanowiącej jedynie rekompensatę za zmienność kursu walutowego złotego. Wójcik szacuje jedynie tę ostatnią „premię za czyste ryzyko walutowe" (właśnie ją szacuje na 5-6 punktów procentowych), kompletnie ignorując „premię za deprecjację", która oczywiście też zniknęłaby po euroizacji. Kiedy weźmiemy pod uwagę premię za „całe ryzyko walutowe" (tzn. dodamy z powrotem „oczekiwaną deprecjację" w wysokości 7,1% rocznie, którą odejmuje Wójcik), otrzymujemy spadek krótkoterminowych stóp procentowych w wysokości 12-13%.

Innym sposobem uchwycenia tego problemu jest odnotowanie, że Wójcik zakłada, że między majem 1997 r. a październikiem 2000 r. oczekiwana stopa deprecjacji złotego została wyznaczona przez oficjalną stopę deprecjacji „centralnego parytetu" pasma wahań złotego[21]. W istocie, w tym okresie złoty ulegał deprecjacji w stosunku do euro (czyli waluty, która nas interesuje) o średnio 2,3% rocznie, a nie o stopę oficjalnej deprecjacji (wynoszącą wtedy 7,1%), którą posługuje się Wójcik[22]. Co więcej, od czasu upłynnienia złoty uległ nominalnej aprecjacji o 15%[23]. Tak więc dla okresu od maja 1997 r. do maja 2001 r. mamy nieznaczną, średnią aprecjację nominalną w stosunku do euro w wysokości około 1% rocznie. Czy mamy zakładać, że oczekiwania okazały się aż tak błędne? A gdybyśmy przyjęli prostsze założenie, że oczekiwania były prawidłowe, a to, co się w rzeczywistości wydarzyło, było zgodne z oczekiwaniami rynku? W tym przypadku nie ma żadnej „premii deprecjacyjnej", ale przeciwnie: „aprecjacyjna zniżka". Daje to czystą „premię za czyste ryzyko walutowe" a la Wójcik w wysokości 13-14% między majem 1997 r. a majem 2001 r., zamiast 5-6%[24].

Posługując się dowolnym z powyższych „spekulatywnych" szacunków spadku krótkoterminowych stóp procentowych po to, by dostosować przeprowadzony przez samego Wójcika szacunek wpływu niższych stóp procentowych po euroizacji na fiskalną pozycję Polski, otrzymujemy roczny spadek wydatków fiskalnych rzędu 2,6-2,8% PKB. Jak wskazuje Wójcik, całej tej poprawy nie osiągnięto by od razu, ponieważ jakieś 20% polskiego długu rządowego występuje w postaci obligacji o stałej stopie procentowej z ponad pięcioletnimi terminami do wykupu. Oczywiście, rząd polski uzyskałby ten sam (lub nawet nieco większy) spadek stóp procentowych wchodząc do UGW drogą tradycyjną. Różnica polega na tym, że euroizacja zapewnia te zalety już teraz, a nie za pięć czy siedem lat.

Szacunkowe określenie wpływu euroizacji (poprzez oddziaływanie na stopy procentowe) na stopę wzrostu gospodarczego jest jeszcze bardziej niepewne niż szacunek, który przeprowadziliśmy powyżej. Jeśli jednak przyjmiemy, że:

1) stosunkowo niskie stopy wzrostu gospodarczego, które osiągnęła Polska w tym i w zeszłym roku (średnio około 3,5% rocznie), są wynikiem bardzo wyśrubowanych stóp procentowych potrzebnych do zmniejszenia niebezpiecznie wysokiego deficytu na rachunku obrotów bieżących,

2) potencjalne tempo wzrostu Polski pozostaje na poziomie około 6% rocznie (tak jak w późnych latach dziewięćdziesiątych), wówczas euroizacja powinna umożliwić krajowi wypełnienie tej „luki wzrostu". Jeżeliby euroizację wprowadzono w styczniu 2003 r., wówczas do 2006 r. Polska miałaby PKB o 10% wyższy niż bez tej zmiany, a zysk skumulowany w ciągu czterech lat euroizacji wyniósłby 25% tegorocznego PKB.

8. Koszt euroizacji w postaci utraconej renty z emisji

Wójcik oblicza zarówno „dynamiczny", jak i „statyczny" koszt euroizacji w zakresie renty z emisji. Definiu-

[21] "dla systemu płynnego...zachowany był w istocie kurs kroczący obowiązujący przed upłynnieniem...".

[22] Kurs ten był oparty na koszyku walut, w którym euro stanowiło 60%.

[23] Podczas gdy średnie stopy procentowe pozostały niezmienione.

[24] W rozmowie Stanisław Gomułka wskazał, że można oczekiwać, iż krótkoterminowe nominalne stopy procentowe w Polsce w najbliższej przyszłości spadną, wobec tego zyskiem z jednostronnej euroizacji będzie różnica między przyszłymi niższymi stopami złotowymi a jeszcze niższymi stopami euro w Polsce. Zgadzamy się, że ze względu na niski wzrost, niską inflację i spadek deficytu na rachunku bieżącym stopy krótkoterminowe będą w dalszy ciągu spadać. Niemniej widzimy, że główna presja na wysoki wzrost stóp procentowych ma swoje źródło w niebezpiecznie wysokim deficycie obrotów bieżących, który występuje w Polsce w okresach szybkiego wzrostu gospodarczego. Wraz z powrotem szybkiego wzrostu gospodarczego deficyt na rachunku obrotów bieżących ponownie będzie się zwiększał do niebezpiecznych proporcji, a stopy procentowe ponownie trzeba będzie podnieść do bardzo wysokich poziomów (chociaż mogą one rzeczywiście być nieco niższe niż w czasie ostatniego szczytu w 2000 r.).

je „dynamiczny koszt renty z emisji" jako stratę rocznej renty z emisji trafiającej do rządu via bank centralny. Jest ona równa rocznemu przyrostowi bazy monetarnej (M0), który by się pojawił przy braku euroizacji. Wójcik twierdzi, że średni wzrost M0 wynosił w każdym roku okresu 1995-1999 do 1,5% PKB. Przyznaje, że trzeba odjąć od tego koszt sterylizacyjnych interwencji walutowych, który w latach 1997-1998 wynosił 0,8-0,9% PKB. Twierdzi jednak, że w przyszłości nie trzeba będzie odejmować tej wielkości, ponieważ NBP zaprzestał interwencji na rynku walutowym. Sugeruje w ten sposób, że ponoszony przez Polskę „dynamiczny koszt renty menniczej" będzie rzędu 1,5% PKB rocznie.

Nasze podejście jest prostsze. Obliczamy ΔM0/GDP dla kwietnia 1998 (kiedy Narodowy Bank Polski zaprzestał interwencji na rynku operacji walutowych) i dla grudnia 2000 r. (najświeższe dostępne dane). Uzyskujemy średnio wielkość 0,43% PKB. Przyjmujemy, że kwota ta musi być odjęta od redukcji wydatków fiskalnych w wysokości 2,6-2,8% PKB, którą otrzymaliśmy w ostatniej części w wyniku pomniejszenia płatności odsetkowych od długu rządowego. Niemniej jednak daje nam to nadal możliwą w wyniku euroizacji poprawę netto salda fiskalnego o *ceteris paribus* 2,2-2,4% PKB.

Wójcik twierdzi również, że w przypadku euroizacji zostanie poniesiony „statyczny koszt renty emisyjnej" „... związany z wycofywaniem waluty krajowej z obiegu i jej wymiany na nowo przyjętą walutę zagraniczną, przy wykorzystaniu rezerw walutowych". W przypadku Polski Wójcik szacuje ten koszt na 8,8% rocznego PKB. Jest to bardzo wysoki koszt[25]. W rzeczywistości jednak żaden koszt tego rodzaju nie wchodzi w rachubę w przypadku krajów, które później przystąpią do UGW, tak jak to szczegółowo jest opisane w pracy Rostowskiego, 2001). Powód tego jest taki, że po przystąpieniu do UGW narodowy bank centralny będzie zobowiązany przekazać do EBC cały dochód z aktywów, które odpowiadają jego zobowiązaniom monetarnym (czy też „pokrywają" te zobowiązania). Przychody ze wszystkich narodowych banków centralnych, które są członkami Europejskiego Systemu Banków Centralnych, zostaną następnie rozdzielone między narodowe banki centralne na podstawie ich udziału w kapitale EBC[26]. Udział każdego narodowego banku centralnego w kapitale EBC zależeć będzie w równych proporcjach od liczby ludności i PKB danego kraju i jest zupełnie niezależny od zobowiązań monetarnych narodowych banków centralnych[27]. Kraj akcesyjny, który wcześniej zeuroizował się jednostronnie i który wykupił wszystkie swoje zobowiązania monetarne w zamian za banknoty i monety euro[28], przystąpi następnie do UGW bez żadnych zobowiązań monetarnych. W wyniku tego nie będzie musiał transferować jakiegokolwiek dochodu do EBC, otrzyma jednak taki sam dochód ze swojego udziału w kapitale EBC jak ten, którym dysponował by, gdyby nie został wcześniej zeuroizowany. Ten system redystrybucji przychodów z renty emisji równoważny konieczności przetransferowania przez narodowe banki centralne do EBC aktywów odpowiadających ich bazie monetarnej. Jeszcze prościej to ujmując, jest to równoważne konieczności kupienia w EBC przez narodowe banki centralne euro użytych do zastąpienia ich bazy monetarnej[29]. Kraj euroizujący się jednostronnie jedynie realizuje tę transakcję przed przystąpieniem do UGW, czy raczej w momencie przystąpienia. Dlatego nie istnieje dla tych krajów żaden „statyczny koszt renty emisji".

9. Podsumowanie

Rozsądne, szacunkowe określenie ponoszonego przez Polskę „dynamicznego kosztu renty emisji" płynącego z euroizacji to około jednej trzeciej tego, co sugerował Wójcik, i około jednej piątej, do jednej szóstej spadku wydatków fiskalnych, którego się spodziewamy po euroizacji. Co więcej, nie będzie żadnego „statycznego kosztu renty emisji" dla krajów kandydackich euroizujących się jednostronnie. Spadek krótkoterminowych stóp procentowych w Polsce powinien być znacznie wyższy niż wyliczył to Wójcik (gdyby jednostronna euroizacja nastąpiła już w latach 1997-2000, to zostałaby osiągnięta redukcja o 12-14 punktów procentowych). W wyniku tego oszczędności w wydatkach rządowych powinny również być dużo wyższe (2,6-2,8% PKB za okres 1997-2000). Szacunkowe określenie wynikającego z euroizacji „efektu wzrostu" jest bardzo trudne, ale może być on większy niż dwa punkty procentowe wzrostu gospodarczego rocznie.

Sugestia, że krótkoterminowe stopy procentowe mogą w wyniku euroizacji nie spaść, jest słabo uzasadniona. Przykład Argentyny nie jest tutaj stosowny, ponieważ kraj ten wyraźnie nie tworzy optymalnego obszaru walutowego ze Stanami Zjednoczonymi, z którymi jego waluta jest związana sztywnym kursem. Większość zaś transformujących się krajów akcesyjnych, w tym Polska, należy do OOW z krajami UGW w takim samym stopniu, jak wiele obecnych krajów UGW. Według niektórych kryteriów, należą one do tego obszaru w więk-

[25] Wójcik posługuje się relacją M0 do PKB w 1999 r. Nawet to jest błędne, ponieważ na euro trzeba wymienić jedynie banknoty złotowe i monety. Pozostała część M0 (depozyty banków komercyjnych w banku centralnym) musi być jedynie redenominowana w euro, a nie wymieniona na nie. W 1999 r. ta ostatnia część M0 wynosiła 14,7 miliarda złotych, czyli 2,4% PKB.

[26] Po potrąceniu kosztów EBC.

[27] Po wygaśnięciu okresu przejściowego. Okres ten ma się zakończyć, zanim jakikolwiek kraj akcesyjny przystąpi do UGW, bez względu na to, czy odbędzie się to ścieżką tradycyjną, czy po okresie jednostronnej euroizacji.

[28] Które kupuje za swoje rezerwy walutowe.

[29] Ponieważ unia walutowa powstaje po tej transakcji, bazę można zakupić w EBC za jakiekolwiek aktywa o dobrej jakości, w tym aktywa krajowe. Nie muszą być używane do tego rezerwy walutowe.

szym stopniu niż większość obecnych członków UGW. Brak po euroizacji nieograniczonej funkcji pożyczkodawcy ostatniej instancji nie powinien w sposób istotny zwiększać ryzyka dla systemu bankowego w tych krajach, w których jest już znaczny udział zagranicznej własności banków (jak w Polsce i w wielu innych transformujących się krajach akcesyjnych). W przypadku banków będących własnością krajową istnieje możliwość ustanowienia funduszu płynności sektora bankowego[30]. Pokazaliśmy, że dokonane przez Wójcika wyliczenia wielkości obu tych zabezpieczeń są niedoszacowane.

[30] Jak również programów gwarancji bankowych (ubezpieczeń depozytów).

Jakiegokolwiek początkowego niedopasowania kursu walutowego w czasie konwersji powinno się uniknąć poprzez dewaluację „kursu przejścia". Tak czy owak błąd w wyborze kursu przejścia zostanie z czasem wyeliminowany, jeśli w krajach akcesyjnych będzie występował szybszy wzrost wydajności niż w obecnej strefie euro. Zgodnie z tym, co twierdzi Wójcik, polityka pieniężna i fiskalna może być skutecznym sposobem ograniczania niebezpiecznie wysokiego deficytu na rachunku obrotów bieżących. Pytanie tylko, czy rzeczywiście będzie to sposób efektywny. Jesteśmy przekonani, że pokazaliśmy, iż nie możemy na to liczyć. Dlatego bez euroizacji transformujące się kraje akcesyjne narażają się na poważne ryzyko „zastopowania" napływu kapitału oraz na kryzysy walutowe.

Bibliografia

1. L. Boone, M. Maurel (1999): *An Optimal Currency Area Perspective of the EU Enlargement to the CEECs.* Discussion Paper 2118, Centre for Economic Policy Research, Londyn.
2. A. Bratkowski, J. Rostowski (2001): *The EU Attitude to Unilateral Euroization: Misunderstandings, Real Concerns and ill-designed Admission Criteria.* W: *A Liberating Economic Journey: Post-communist Transition, Essays in Honour of Ljubo Sirc.* A. Brzeski i J. Winiecki (red.), CRCE Londyn, s. 379.
3. G. Calvo (1999): *On Dollarization* dostępny w Internecie pod: http://www.bsos.umd.edu/econ/ciecpn5.pdf
4. EBRD (2000): *Transition Report. European Bank for Reconstruction and Development*, Londyn.
5. EBRD (2001): *Investment Profiles. European Bank for Reconstruction and Development,* Londyn.
6. J. Fidrmuc, F. Schardax (2000): *More 'Pre-Ins' Ante Portas? Euro Area Enlargement, Optimum Currency Area, and Nominal Convergence.* Transition, 2000:2, s. 28-47, Oesterrichisches Nazionalbank, Wiedeń.
7. S. Gomułka (2001): *Polska droga do euro*: *przegląd opcji.* Maszynopis powielany.
8. D. Gotz-Kozierkiewicz, (2000) *Exchange Rate Policy in Transition Economies: Controversial View on the REER Developments.* Maszynopis powielany.
9. IMF (2000, 2001): *World Economic Outlook.* International Monetary Fund, Waszyngton D.C.
10. R. Mundell (1973): U*ncommon Arguments for Common Currencies.* W: *The Economics of Common Currencies eds.* H.G.Johnson i A.K. Swoboda, Allen and Unwin, s. 114-32.
11. J. Rostowski (2001a): *Do euro na skróty, przez currency board i dwu walutowość.* „Polityka", wrzesień.
12. J. Rostowski (2001b): *The Eastern Enlargement of the EU and the Case for Unilateral Euroization.* W: *Financial Vulnerability and Exchange Rate Regimes. Emerging Markets Experience* pod redakcją. M. Blejer i M. Skreb, MIT Press, Cambridge, Mass.
13. C. Wójcik (2000): *A Critical Review of Unilateral Euroization Proposals: the Case of Poland.* Transition, 2000:2, s. 48-76, Oesterrichisches Nazionalbank, Wiedeń.

Globalizacja a dylematy polityki pieniężnej

W poszukiwaniu optymalnej strategii dla Polski na drodze do euro

Karol Lutkowski

Uwagi wprowadzające

Dwie istotne innowacje, które zakreślały ramy funkcjonowania polityki pieniężnej w Polsce w ostatnich trzech latach, polegały na: 1) formalnym przyjęciu strategii **„bezpośredniego celu inflacyjnego"** w połowie 1998 r. (decyzja) i wprowadzeniu jej od początku 1999 r. oraz 2) przejściu na **kurs płynny** w kwietniu 2000 r., częściowo w odpowiedzi na presje płynące ze zglobalizowanego rynku kapitałowego (na którego działanie Polska jest coraz bardziej podatna), a częściowo po to, aby oprzeć strategię bezpośredniego celu inflacyjnego na bardziej pewnych podstawach. To drugie posunięcie zakończyło długą fazę polityki kursowej typu BBC[1] (jak można by ją określić według terminologii J. Williamsona) realizowaną przez bank centralny od końca 1991 r.

Przejście na bezpośredni cel inflacyjny nastąpiło po dwóch krótkotrwałych (i nie do końca udanych) eksperymentach z opanowywaniem inflacji - w pierwszym przypadku poprzez wyznaczenie ilościowego celu pieniężnego na dany rok (1997), w drugim zaś, równie krótkotrwałym, poprzez skupienie się na kontrolowaniu stopy procentowej rynku pieniężnego (1998). Takie spiętrzenie zmian w strategii pieniężnej w krótkim okresie, obserwowane stosunkowo niedawno na tle zdestabilizowanego otoczenia finansowego, może zniechęcać do podejmowania jakiejkolwiek próby ogólnej oceny osiągnięć nowej strategii, która obecnie jest wprowadzana. Jednakże oczywista potrzeba odniesienia się do paru pytań, które pozostały bez odpowiedzi, wynikających z napięć towarzyszących dostosowywaniu gospodarki polskiej do wyzwań otwartości, sprawia, iż bardzo użyteczne jest zastanowienie się nad kilkoma kontrowersyjnymi aspektami rozwijanego w chwili obecnej eksperymentu kontroli pieniądza. Powód jest taki, że na aspekty te nie zwrócono jeszcze, jak dotąd, tyle uwagi, na ile zasługują.

Chociaż brak wystarczającej perspektywy sprawia, że bardzo trudno jest obecnie uzasadnić jakiekolwiek opinie na ten temat niezbitymi dowodami, można jednak twierdzić, że obie zmiany (tzn. przejście na bezpośredni cel inflacyjny oraz decyzja upłynnienia złotego) były słuszne i że w istotnym stopniu przyczyniły się do zbicia inflacji do obecnej stopy rocznej 5,2%. Pozwala nam to realistycznie spodziewać się osiągnięcia do 2003 r. stopy poniżej 4%, zgodnie z tym, co przewiduje oficjalna średniookresowa strategia polskiego banku centralnego (chyba że nastąpią nieprzewidziane zaburzenia, np. napięcia w sektorze finansów publicznych). Jednakże - jak wskazuję poniżej - pożądane, nawet konieczne, wydają się obecnie pewne modyfikacje strategii antyinflacyjnej, jak również polityki kursowej. Modyfikacje, o które tu chodzi, można wprowadzić jak niżej argumentuję - bez ryzykownych rewolucji systemowych i bez nadmiernego niebezpieczeństwa, że obie części strategii ogólnej nie będą do siebie pasowały.

[1] „BBC" oznacza: „Basket, Band, Crawl" - koszyk, pasmo, pełzanie (kurs kroczący). J. Williamson: *The Exchange Rate Regimes for Emerging Markets - Reviving the Intermediate Option*. Waszyngton 2000, Institute for International Economics, s. 7.

Przeciwnie, wygląda na to, że można doprowadzić do ich wzajemnego wspierania się.

Tło ogólne wprowadzania strategii bezpośredniego celu inflacyjnego w Polsce

Jest zrozumiałe, że polskie władze monetarne zwróciły uwagę na strategię bezpośredniego celu inflacyjnego z uwagi na jej wyraźne zalety w kontekście wyzwań wynikających z obecnej fazy transformacji. Faza ta, z jednej strony, charakteryzuje się wyraźnym spadkiem bardzo wysokiej początkowo stopy inflacji, z drugiej jednak strony, cechuje się szybkimi zmianami instytucjonalnymi i gwałtownymi szokami zewnętrznymi. Iluzoryczne byłoby zatem oczekiwać od gospodarki kraju takiego stopnia stabilności parametrycznej, który byłby niezbędny do udanej realizacji strategii alternatywnych, takich jak np. wyznaczanie pośrednich, ilościowych celów pieniężnych. Strategia bezpośredniego celu inflacyjnego ma atut dalekowzrocznej gotowości do uwzględnienia nieuniknionych przesunięć czasowych, które są immanentną cechą polityki pieniężnej. Jej cechą charakterystyczną jest zdolność uwzględniania potrzeb zmieniających się okoliczności, zdolność do amortyzowania wstrząsów oraz elastyczność wdrażania, na którą strategia ta pozwala. W przypadku gospodarki wschodzącej cechy te korzystnie kontrastują ze względną nieelastycznością strategii alternatywnych, pod warunkiem - rzecz jasna - że władze konsekwentnie będą realizować najważniejsze punkty nadrzędnej strategii transformacji.

Strategia bezpośredniego celu inflacyjnego dąży do zmniejszenia ryzyka powtarzania się niepowodzeń w realizacji ogłaszanych celów inflacyjnych (dzięki stosunkowo odległym horyzontom czasowym, typowym dla większości strategii bezpośredniego celu inflacyjnego, w porównaniu np. ze strategiami celu pieniężnego). Ułatwia lepsze kontakty banku centralnego ze społeczeństwem, umożliwiając mu bardziej wiarygodne komunikowanie swoich intencji. Tak więc polityka pieniężna ma większe szanse na lepsze zrozumienie przez wszystkie warstwy społeczeństwa. Słowa banku centralnego mogą być lepiej przez ludzi odebrane, nikt bowiem nie musi się bać, że zostanie pozostawiony w nieświadomości co do rozwoju sytuacji pieniężnej w przyszłości (oczywiście pod warunkiem, że władze zachowają swoją prawdomówność i determinację w realizowaniu przyjętych zasad). Jest to kwestia o kluczowym znaczeniu z uwagi na to, że zasadniczym warunkiem sukcesu we wprowadzaniu jakiejkolwiek strategii pieniężnej jest ostatecznie właśnie wpływanie na oczekiwania społeczeństwa w sposób, który prowadzić będzie do obniżenia społecznych kosztów osiągania stabilności. Krótko mówiąc, w porównaniu z alternatywnymi sposobami działania strategia bezpośredniego celu inflacyjnego zazwyczaj bywa bardziej efektywna pod wszystkimi najważniejszymi względami. Wydają się to zresztą na ogół potwierdzać wyniki najnowszych badań empirycznych na całym świecie[2]. Niemniej jednak jest rzeczą jasną, że ze strategią bezpośredniego celu inflacyjnego wiąże się niebezpieczeństwo osłabienia zdolności banku centralnego do kształtowania oczekiwań (która zmniejsza społeczne koszty stabilizacji), jeżeli horyzont czasowy tej strategii zbyt odległy, jeśli docelowy zakres tej strategii zdefiniowany jest zbyt szeroko i, ogólnie mówiąc, jeśli zalety elastyczności są w jakikolwiek sposób nadużywane.

Należy jednak zauważyć - co podkreśla większość badaczy tematu - że po to, by mogła być efektywna, strategia bezpośredniego celu inflacyjnego musi działać w środowisku spełniającym pewne warunki, które Mishkin i Schmidt-Hebbel wymieniają w następującym porządku:

1) brak innych kotwic nominalnych (takich jak sztywny kurs walutowy czy stabilny poziom zatrudnienia),

2) zobowiązanie instytucjonalne do prymatu stabilności cenowej,

3) brak dominacji problematyki fiskalnej nad priorytetami banku centralnego, z jego najważniejszym celem zmniejszania inflacji,

4) niezależność „instrumentowa" polityki banku centralnego,

5) przejrzystość polityki, jak również odpowiedzialność, tj. możliwość rozliczenia banku[3].

Oceniając sytuację w Polsce w świetle powyższych kryteriów, można - jak sądzę - zasadnie stwierdzić, że Narodowy Bank Polski wykazuje w tej chwili jednoznaczną determinację w dążeniu do stabilności poziomu cen jako swojego najważniejszego celu. Dysponuje wymaganym stopniem autonomii instrumentowej polityki pieniężnej i formalnie nie jest obciążony, w chwili obecnej, jakąkolwiek alternatywną kotwicą nominalną. Publikując okresowe, stale ulepszane, „Raporty o inflacji" i inne bogate treściowo dokumenty, jak również poprzez publiczne wypowiedzi swoich przedstawicieli, NBP dokonał zdecydowanego postępu w stronę wzmocnienia swojej wiarygodności i poprawy wizerunku instytucji, wykazując przy tym poczucie odpowiedzialności za wynik swojej misji określonej w konstytucji i prawie bankowym (co oczywiście nie wyklucza ostrej krytyki ze strony niektórych kręgów politycznych odnoszącej się do sposobu określenia tej misji przez obowiązujące ustawodawstwo). Największą przeszkodą w rytmicznym wdrażaniu polityki stabilizacji w Polsce jest dobrze znana napięta sytuacja w sektorze

[2] Por. np.: F.S. Mishkin, K. Schmidt-Hebbel: *One Decade of Inflation Targeting in the World - What Do We Know and What Do We Need to Know?* NBER Working Paper nr 8397, lipiec 2001.
[3] Op.cit., s. 3.

finansów publicznych, chociaż ważny jest również stan rachunku obrotów bieżących, który ciągle powraca jako źródło niepokoju. Kompleksowe omówienie tematu finansów publicznych leży jednak poza zakresem niniejszego referatu. Sednem poruszanych tu zagadnień jest natomiast niepokój o stan rachunku obrotów bieżących oraz możliwe konflikty między polityką pieniężną, wycelowaną w inflację, a polityką kursową. Dlatego też celowe będzie ogólne sformułowanie w tym miejscu zasadniczej tezy referatu, która odnosi się do charakteru ich wzajemnej relacji.

Warunek wstępny, który głosi, że efektywność strategii bezpośredniego celu inflacyjnego w sposób istotny zależy od uwolnienia polityki pieniężnej od ograniczeń wynikających z innych czynników niż dążenie do celu inflacyjnego, w moim rozumieniu, implikuje przede wszystkim uwolnienie banku centralnego od zobowiązania do obrony sztywnego kursu walutowego lub sztywnego pasma jego dopuszczalnych wahań. W przypadku takiego zobowiązania mamy, oczywiście, do czynienia z potencjalnym konfliktem. Nie ma jednak powodu, by zakładać, że to samo zastrzeżenie odnosi się do bardziej elastycznych metod sterowania kursem w sposób z grubsza pokrywający się ze ścieżką wyznaczoną - zgodnie z najlepszym osądem banku centralnego - czynnikami fundamentalnymi, przy czym kurs nie byłby zmuszany do pozostawania stale i we wszystkich okolicznościach w przedziale, w którym by w przeciwnym razie nie pozostał. Poza tym bardzo istotny jest wymiar czasowy. Długofalowo bank centralny będzie musiał serio potraktować swoje zobowiązanie do uznawania celu inflacyjnego jako jedynego wiążącego celu, pozwalając jednocześnie fundamentalnym siłom rynkowym na odegranie decydującej roli przy ustalaniu trendu ewolucji kursu walutowego. Z przedstawionego poniżej przeglądu sytuacji na tym obszarze i jej immanentnych wyzwań wyraźniej powinna wyniknąć - jak mam nadzieję - potrzeba uzupełnienia efektywnej (choć nieco bardziej elastycznej niż do tej pory) strategii bezpośredniego celu inflacyjnego elastyczną, ale bardziej aktywną i dalekowzroczną polityką, dążącą do zachowania konkurencyjności kraju w obliczu presji globalnego rynku kapitałowego.

Upłynnienie złotego w kwietniu 2000 r. oznaczało zniesienie kursu centralnego (wyrażonego jako koszyk dwóch walut: euro i dolara amerykańskiego) oraz rezygnację z dotychczasowego zobowiązania utrzymania kursu rynkowego w przestrzeganym do tej pory „tunelu", który tym samym przestał istnieć. Wartość zewnętrzną jednostki polskiej waluty ustala odtąd gra sił rynkowych, chociaż bank centralny zachowuje prawo interweniowania na rynku, kupując i sprzedając rezerwy walutowe, ilekroć uważa to za właściwe. Sprowadza się to do wniosku, że z formalnego punktu widzenia jest to kurs płynny typu „kierowanego" w odróżnieniu od tzw. czystego kursu płynnego.

Powiedzmy od razu, że obecnie działający mechanizm kursowy z pewnością wyraźnie się różni od podręcznikowego paradygmatu swobodnie działających sił popytu i podaży. Istnienie tzw. specjalnego rachunku dewizowego utrzymywanego przez rząd polski można potraktować jako przypomnienie o gotowości władz do interweniowania na rynku. Problem polega jednak na tym, że poza izolowanymi działaniami *ad hoc* nikt nie podał jeszcze przekonującej argumentacji za regulowaniem polskiego rynku walutowego w sposób spójny i dalekowzroczny i nie opracowano żadnego projektu przejrzystej, systematycznej strategii w tym zakresie. Sama sugestia takiego działania, leżące u jego podstaw zasady mogą wywołać sprzeciw z uwagi na możliwy konflikt ze strategią bezpośredniego celu inflacyjnego. Nie jest jednak prawdą, że ten konflikt jest tu nieunikniony. Pomysł zasługuje na poważne rozważenie i nie jest z góry skazany na niepowodzenie - z powodów, które (mam nadzieję) okażą się dalej jaśniejsze.

Celem rachunku „specjalnego" jest zatrzymanie części przychodów z prywatyzacji aktywów państwowych. Zatrzymane środki są głównie przeznaczone na skupowanie długu (co jest, z pewnością, samo w sobie celem wartościowym). Oczywiście rachunek, o którym tu mowa, może być również istotnym czynnikiem zdolnym do wywierania pożądanego, równoważącego wpływu na rynkowy kurs walutowy (początkowy projekt tej idei odnosił się właśnie do łagodzenia i, tym samym, neutralizowania presji destabilizujących rynek walutowy w wyniku wielkich transakcji prywatyzacyjnych). W praktyce jednak rachunek „specjalny" nie funkcjonuje jako instrument jakiejkolwiek spójnej, przemyślanej polityki kursowej, która byłaby prowadzona pod kątem długofalowego celu. Znajduje się on pod presją polityki budżetowej, stanowiąc przypadek „dominacji fiskalnej" w rozumieniu Mishkina-Schmidta-Hebbela, o której już wspomniałem, i - o ile wiadomo - organy decyzyjne nie rozważają żadnej zmiany polityki w tym zakresie, przynajmniej na dzień dzisiejszy. Oficjalne interwencje na rynku walutowym, jeśli występują, mają - zgodnie obecnie obowiązującymi mechanizmami - charakter *ad hoc*. Nie wygląda na to, by kierowała nimi jakaś długofalowa strategia (doraźnego manipulowania stopą procentową nie należy mieszać z celowym sterowaniem).

Z perspektywy czasu można powiedzieć, że upłynnienie złotego ponad rok temu mogło być uzasadnione koniecznością przeprowadzenia na tym etapie niezakłóconego odwrotu od kroczącego kursu walutowego. Trudno sobie wyobrazić, w jaki inny sposób można by było przeprowadzić tę delikatną i ryzykowną operację. Można uznać za zrozumiałe, że walutę należało potem na jakiś czas pozostawić w swobodnym dryfie. Można

jednak przytoczyć istotne racje na poparcie poglądu, że taka bierna polityka nie da się już utrzymać (w istocie należało ją porzucić parę miesięcy temu).

Dlaczego należy zrezygnować z całkowicie płynnego kursu złotego

Płynne kursy walutowe są szeroko stosowane na całym świecie od prawie trzydziestu lat, w krajach dużych i małych, zaawansowanych i mniej rozwiniętych. Ogólnie mówiąc, ekonomiści oceniają je jako mechanizm pod wieloma względami lepszy niż ten, który zastąpiły (tzn. lepszy niż kurs sztywny korygowalny). W szczególności zaczęto uważać, iż kursy te są właściwie nie do uniknięcia w obecnych warunkach globalnego rynku kapitałowego z jego dużą pulą wysoce mobilnych zasobów, gotowych do transferu z jednego zakątka kuli ziemskiej na drugi, w skali nierzadko przekraczającej łączne zasoby wszystkich banków centralnych i międzynarodowych instytucji finansowych. Wnikliwa ocena funkcjonujących płynnych kursów walutowych w świetle rzeczywistego doświadczenia doprowadziła jednak wielu specjalistów monetarnych do obniżenia oceny ich funkcjonowania w porównaniu z początkowymi oczekiwaniami. W rzeczywistej praktyce funkcjonowania płynnego kursu walutowego doszukano się bowiem wielu niepokojących wad, które sprawiają, że kurs ten jest mniej efektywny jako mechanizm dostosowawczy, niż początkowo sądzono, np. przy stosowaniu tego kursu do małej otwartej gospodarki (co jest jednym z powodów wyjaśniających tendencję do coraz większej integracji walutowej w niektórych regionach świata). Znaczna część uwag krytycznych zgłaszanych w tym kontekście przez ekspertów odnosi się także do krajów realizujących przekształcenia gospodarcze, w tym do Polski, o czym przypomina huśtawka wahań złotego od czasu jego upłynnienia.

Obecnie dobrze już wiemy, że wśród kłopotliwych wad płynnego mechanizmu walutowego wymienić trzeba, przede wszystkim, jego wyraźną skłonność do przekraczania poziomu równowagi i długie okresy niedopasowania, z poważnymi konsekwencjami strukturalnymi dla gospodarki, która źle znosi powstałe w ten sposób zniekształcenia. Niedopasowanie w postaci uporczywego niedowartościowania stanowi zagrożenie dla krajowej stabilności pieniądza i jest potencjalnym źródłem trwałych i trudnych do wyeliminowania impulsów inflacyjnych oraz napięć bilansowych w sektorze przedsiębiorstw i banków, jak również w sferze finansów publicznych (zwłaszcza w bardzo zadłużonym kraju). Zachowanie kursu walutowego może więc kolidować z ogólną tendencją polityki pieniężnej do zmniejszania stopy inflacji lub utrzymania jej w przepisanym limicie. Próba powstrzymania presji inflacyjnej wywołanej przez spadający kurs walutowy (zgodnie z wymogami polityki antyinflacyjnej) poprzez podniesienie stopy procentowej może doprowadzić do pogłębienia recesji, co często stawia władze wobec trudnych wyborów polityczno-gospodarczych.

Niemniej jednak rosnący kurs walutowy i jego trwałe przeszacowanie mogą zniszczyć konkurencyjność i spowodować, że gospodarka bardziej będzie pracować na użytek wewnętrzny, niepotrzebnie rezygnując z niektórych rodzajów produkcji, w przypadku których byłoby lepiej, aby kraj rozwijał je długofalowo. Może to również zwiększyć presję krajową na wprowadzenie ograniczeń handlowych na import. Jednakże próba obniżenia kursu walutowego poprzez obniżenie stóp procentowych może spowodować wzrost inflacji, zwłaszcza gdy sektor bankowy jest płynny.

Jak dobrze wiadomo, jeden z największych problemów dnia dzisiejszego polega na tym, że kraje wschodzące, otwierające się na swobodne sprzężenia z siłami rynków międzynarodowych, są coraz bardziej zagrożone napływem destabilizującego kapitału. Napływ ten jest na ogół napędzany krótkoterminowymi czynnikami spekulacyjnymi. Odróżnia go to od pożądanego napływu bezpośrednich inwestycji zagranicznych, które mają na ogół bardziej stabilny charakter, ale raczej nie są kierowane do regionów narażonych na potencjalne ryzyko destabilizacji, powstające w ten sposób. Okrutną ironią historii jest to, że szczególnie narażone na niebezpieczeństwo są kraje, które walczyły z problemem wysokiej inflacji, a teraz są już w tej fazie, kiedy z powodzeniem ją zbijają za pomocą restrykcyjnej polityki pieniężnej, w tym poprzez użycie - z konieczności wysokich - stóp procentowych. Ponieważ kraje te próbują na ogół wzmocnić swoją wiarygodność finansową w oczach wierzycieli oraz potencjalnych inwestorów, podejmując wysiłek utrzymania stabilności kursów swoich walut, właściciele funduszy spekulacyjnych próbują skorzystać z tej okazji do osiągnięcia szybkich, bezpiecznych i wyjątkowo wysokich zysków, najpierw szeroką ławą wchodząc do kraju (i doprowadzając przez to do podwyżki kursu walutowego), a następnie wepchnąwszy go w głębszy deficyt handlowy i zadłużenie wycofując się. Powoduje to niepowetowane straty w postaci zniekształcenia struktury produkcji, osłabienia konkurencyjności, podminowania sektora bankowego i pogorszenia zewnętrznej sytuacji finansowej państwa. Czynniki te są szczególnie istotne dla Polski na etapie jej przystosowań do zbliżającego się członkostwa w Unii Europejskiej, kiedy to kraj dochodzi do krytycznego momentu (prawie) pełnej otwartości gospodarki na globalny rynek kapitałowy. Istnieje niebezpieczeństwo, że okres preakcesyjny może charakteryzować się szczególną niestabilnością kursu walutowego w wyniku zintensyfikowanego napływu kapitału, po którym nastąpi - z różnym opóźnieniem - jego odpływ.

Taka niestabilność zaczęła się już, gdy kurs dolara do złotego wahał się między 4,65 zł jesienią 2000 r. a 3,55 zł na wiosnę 2001 r. i znowu ponad 4,30 zł jakiś czas potem. Jeśli się nie powstrzyma tego procesu, to może być niszczący dla wiarygodności kraju. Może on zdecydowanie zniechęcić poważnych inwestorów, zaszkodzić konkurencyjności polskich producentów, paraliżując procesy restrukturyzacji proeksportowej, i stać się źródłem potężnych impulsów inflacyjnych, bez przerwy się odnawiających.

Scenariusz bardziej optymistyczny zakłada, że do podtrzymania zaufania inwestorów wystarczy przyszłe członkostwo w Unii Europejskiej i udane wprowadzenie programu dostosowań instytucjonalnych. Nawet jednak w tym przypadku dalsze utrzymywanie pełnego kursu płynnego doprowadzi jednak w końcu kraj do najeżonego trudnościami dylematu. Zgodnie z warunkami potencjalnego przystąpienia Polski do Unii Europejskiej zapisanymi w oficjalnych akcesyjnych dokumentach Unii, oczekuje się, że Polska - podobnie jak inne kraje kandydujące - przystąpi, jakiś czas po staniu się członkiem UE, do Europejskiego Systemu Walutowego w jego obecnej (zmodyfikowanej) wersji. Wynika stąd zobowiązanie do przywrócenia centralnego kursu złotego, wyrażonego w ujęciu euro, i wprowadzenia rynkowego kursu naszej waluty w pasmo dopuszczalnych wahań, które początkowo może być tak szerokie, jak pasmo stosowane kiedyś przez NBP (±15%). Chociaż kurs centralny nie będzie jeszcze ustalony ostatecznie (bo celem członkostwa w ERM jest właśnie sprawdzenie zdolności gospodarki do funkcjonowania bez zakłóceń przy pewnym ograniczeniu niestabilności kursu), to wszelkie przyszłe korekty kursu walutowego będą jednak nieść ze sobą koszty, przynajmniej koszty „moralne" opłacane wiarygodnością. Modyfikacje kursu centralnego będą traktowane jako coś, czego należałoby unikać tak dalece, jak to tylko możliwe. Decyzja ustalająca nowy parytet na początku będzie zatem jak najbardziej istotna, w więcej niż jednym sensie tego terminu. Będzie musiała być podjęta z pełną i należytą starannością, ponieważ wszelkie jej przyszłe modyfikacje będą politycznie niezręczne i ekonomicznie kosztowne.

Problem polega na tym, że jest bardzo mało prawdopodobne, by kurs walutowy złotego, w momencie podejmowania decyzji, był dokładnie na poziomie, który zasługiwałby na unieruchomienie na nieokreśloną przyszłość. Przeciwnie, jest wysoce prawdopodobne, że w międzyczasie swoje zrobią potężne siły rynkowe, odchylając kurs od poziomu odpowiadającego długoterminowej równowadze kraju albo za bardzo w dół, albo za bardzo w górę.

Nietrudno znaleźć powody takiego obrotu wydarzeń. Z jednej strony presję na wzrost złotego będą wywierać ci inwestorzy, którzy przewidywać będą coraz większą poprawę długofalowych perspektyw ekonomicznych kraju, niedługo przecież mającego przystąpić do dużego i prawdopodobnie prężnego ugrupowania gospodarczego. Z drugiej strony złoty podlegać będzie również presji na zniżkę kursu, wynikającej z przekonania spekulantów, że złoty będzie zdewaluowany przed doniosłą decyzją ustalenia na zawsze jego centralnego kursu w stosunku do euro. Trudno przewidzieć, która tendencja ma większe szanse wygranej w tym konkursie. Pozostawienie sprawy na etapie zwiększonej niepewności całkowicie spontanicznym, niekierowanym siłom rynkowym, bez udzielenia im jakiejkolwiek wskazówki dotyczącej przybliżonego poziomu, na którym powinien ustalić się kurs walutowy, byłoby - moim zdaniem - taktyką niebezpieczną. Mogłoby to w końcu postawić władze polskie przed przykrym wyborem między uwiecznieniem kursu na zbyt wysokim poziomie oraz wielkim utrudnieniem w przeprowadzeniu programu stabilizacyjnego w konsekwencji szoku inflacyjnego w wyniku dewaluacji (lub spadkowego trendu kursu na rynku). Oznaczałoby to groźne potknięcie na samym progu integracji: to bycie wypychanym, to z powrotem przyjmowanym, ale z garbem poważnej destabilizacji. By uniknąć tej pułapki, potrzebne jest szybkie przystąpienie do polityki kierowania kursem walutowym.

Czy jakiś system sztywnego kursu jest dla Polski właściwym rozwiązaniem ?

W ostatnim czasie wiele uwagi poświęcono doświadczeniom niektórych wschodzących gospodarek Europy i Ameryki Łacińskiej, które przyjęły alternatywną wersję rozwiązań „skrajnych" - mianowicie: kurs sztywny - albo w formie izby walutowej albo w (jeszcze sztywniejszej) formie całkowitego wprowadzenia stabilnej waluty zagranicznej w miejsce waluty krajowej poprzez „dolaryzację". Tę opcję strategiczną zalecają obecnie, w tej czy innej formie, niektórzy niezależni eksperci krajów Europy Środkowej przygotowujących swoje gospodarki do integracji z Unią Europejską (co pociąga za sobą zobowiązanie dążenia do przyłączenia się do UGW w późniejszym terminie). Zgodnie z tą modą, także w Polsce zaproponowano podobne programy jako rzekomo właściwą odpowiedź na ryzyka i wyzwania, przed którymi stoi kraj na tym etapie (mimo negatywnego stosunku do tego pomysłu wyrażanego przy wielu okazjach przez przedstawicieli organów Unii Europejskiej).

Na pozór program euroizacji ma bardzo wiele frapujących zalet. Radykalnie eliminuje najbardziej bezpośrednie niebezpieczeństwa upłynnienia. Może to być szczególnie istotne w małej, otwartej gospodarce, która jest szczególnie wrażliwa na huśtawkę kursu walutowego. Nawet w przypadku gospodarki kraju o średniej

wielkości, takiego jak Polska, należy uznać pewne istotne zalety euroizacji. Wydają się one wskazywać, że projekt jest przydatny dla kraju. Na przykład, wiarygodna stabilność kursu walutowego, którą by ten program gwarantował, usunęłaby wszelkie powody do spekulacji walutowej, jednocześnie rozpraszając niepewność dealerów i inwestorów co do tego konkretnego ryzyka (w przeciwieństwie do innych typów ryzyka, które mogłaby zintensyfikować - trzeba uważać!). Przede wszystkim jednak oparłaby system pieniężny kraju na solidnej podstawie, najwyraźniej - raz na zawsze - eliminując ryzyko wysokiej inflacji. Na pierwszy rzut oka wydawałoby się również, że stworzyłaby warunki do obniżenia na stałe stóp procentowych, ponieważ Polska efektywnie stałaby się *de facto* członkiem jednorodnego europejskiego obszaru walutowego (choćby bez formalnej reprezentacji w organach EBC) ze zniesieniem wszelkich barier dla przepływów finansowych, w tym pewnych nieformalnych utrudnień dla transferów kapitałowych, takich jak wcześniej wspomniane rodzaje ryzyka walutowego.

Zamrożenie jednak na zawsze kursu (w momencie utworzenia systemu izby walutowej lub jednostronnego przejścia na euro) oznacza w rzeczywistości zrezygnowanie po wsze czasy z jakiejkolwiek możliwości korygowania relacji między poziomami cen krajowych a światowych za pomocą dewaluacji czy rewaloryzacji. Pokrewną cechą tego mechanizmu jest również to, że wielkość bazy monetarnej (w ujęciu uproszczonym wolumenu gotówki) staje się zależna jedynie od ewolucji bilansu płatniczego i stąd nie jest już dłużej pod kontrolą władz krajowych.

Do tego samego sprowadza się zasadniczo bardziej radykalna wersja tego rozwiązania, mianowicie: zastąpienie waluty krajowej walutą zagraniczną („euroizacja"). Dodatkowo występuje tu tylko element palenia mostów, eliminujący jakąkolwiek pokusę powrotu do narodowej kontroli nad wolumenem środków płatniczych (mosty się pali dla nadania większej wiarygodności intencji). W przypadku Polski, tzn. kraju średniej wielkości, realizującego przekształcenia gospodarcze, który utknął w niedokończonym procesie przemian strukturalnych i dlatego daleko mu do tego stopnia realnej konwergencji, potrzebnej, by stał się integralną częścią szerzej ujętego „optymalnego obszaru walutowego" - poświęcenie takie może być słusznie uważane za zbyt wysoką cenę do zapłacenia na tym etapie. W rezultacie stanęlibyśmy wówczas nie tylko wobec trudnego wyzwania poniesienia przejściowych kosztów dostosowania się do zupełnie nowego otoczenia konkurencyjnego na wszystkich rynkach i we wszystkich rodzajach produkcji. Główne problemy polegałyby odtąd na sprostaniu wymogowi życia i funkcjonowania w tym otoczeniu już zawsze.

W szczególności w literaturze ekonomicznej ostatnich kilku lat podnoszono poważne wątpliwości co do możliwości dostosowania się bez zakłóceń do konsekwencji tzw. szoków asymetrycznych (które muszą wystąpić w przyszłości) w unii walutowej. Szoki takie mogą prawdopodobnie wystąpić nawet w tych krajach, które potrafiły sprostać wymaganiom kryteriów z Maastricht i formalnie stały się członkami europejskiej unii walutowej. Pomimo przedstawianych w literaturze krzepiących ducha spostrzeżeń na temat „endogeniczności" tych wymogów, które musi spełnić dany kraj, jeżeli ma efektywnie funkcjonować w ramach takiego ugrupowania, trzeba przyznać, że nie rozstrzygnięto jeszcze kwestii adekwatności tego podejścia, nawet w przypadku tamtych krajów. A pamiętać należy, że w większości obecni członkowie UGW mieli całe dziesięciolecia na uzyskanie zbieżności w tym najważniejszym, „realnym" sensie tego terminu, zanim podjęli wyzwanie zbieżności finansowej w sensie Traktatu z Maastricht. Jeśli zaś chodzi o kraje - takie jak Polska - realizujące przekształcenia gospodarcze, w których proces dostosowania się do otwartości poprzez restrukturyzację jest jeszcze na wczesnym etapie i czasami utyka w martwym punkcie, to ryzyko porzucenia tak ważnego instrumentu realnego dostosowania jak kurs walutowy jest, jak sądzę, nadzwyczaj wysokie. Mogłoby to przekształcić kraj w permanentnie zaniedbane peryferium z klęską chronicznego bezrobocia. Pamiętajmy również, że polskie związki zawodowe są dostatecznie silne, by mogły blokować spadek płac nominalnych, podczas gdy przepływ ludzi do innych krajów, gdzie znalazłoby się dużo więcej pracy, przez wiele lat na pewno napotykać będzie bariery.

Jest możliwe - tak jak twierdzą niektórzy obrońcy euroizacji - że pewne konkretne cechy strukturalne kraju takiego jak Polska - realizującego przekształcenia gospodarcze - mogą doprowadzić na samym początku do obfitości płynnych funduszy dostępnych po ostro obniżonej stopie procentowej. Można sobie wyobrazić, że sytuacja taka rzeczywiście będzie istniała przez krótki okres. Jest nawet bardzo prawdopodobne, że stanie się to natychmiast po jednostronnym wprowadzeniu twardej waluty europejskiej na naszym terytorium w ramach takiego programu. Należy jednak wątpić, czy obfitość „europłynności" pozostawałaby stałą cechą naszej sceny bankowej. Jest jeszcze mniej prawdopodobne, że zostałaby przekształcona w przyrost potencjału wytwórczego, stając się podstawą trwałego procesu realnego wzrostu gospodarczego. Jest daleko bardziej prawdopodobne, że nakręcałaby po prostu boom spekulacyjny, po którym nastąpiłby odpływ środków, „wykrwawienie się" kraju z pieniędzy i zawalenie się jego systemu finansowego.

Co by się stało, gdybyśmy dokonali jednostronnej euroizacji?

Mówiąc bardziej konkretnie - zakładając, że euroizacja istotnie byłaby przeprowadzona w Polsce, wyobrażam

sobie, że sytuacja ewoluowałaby mniej więcej następująco.

Z uwagi na różnice (typowe dla krajów mniej rozwiniętych gospodarczo) między stopą wzrostu wydajności sektora dóbr będących przedmiotem handlu zagranicznego a sektora dóbr nie będących przedmiotem handlu zagranicznego i z powodu dobrze znanego zjawiska przodującej roli płac w branżach najbardziej dynamicznych, należy oczekiwać że inflacja pozostanie wyższa w Polsce niż na centralnym obszarze bloku euro (jak to przewiduje wielu ekonomistów, zgodnie ze zjawiskiem znanym jako efekt Harroda-Balassy-Samuelsona, czyli efekt H-B-S). Nie musiałoby to od samego początku stać się czynnikiem szkodzącym konkurencyjności kraju, ponieważ ceny dóbr będących przedmiotem handlu zagranicznego pozostawałyby niezmienione, przynajmniej na jakiś czas. Niemniej jednak rozpoczęłaby się erozja bazy wytwórczej, najpierw podskórna i niewidoczna, lecz nieco później już jawna i widoczna w pełnej rozciągłości. Zaszkodziłoby to poważnie gospodarce, osłabiłoby dynamikę wzrostu kraju i zniechęciłoby do dalszego kierowania inwestycji bezpośrednich.

Popychając ogólny poziom cen w górę, efekt H-B-S wywierałby również presję w kierunku wzrostu stopy procentowej, przyciągając płynne fundusze z innych obszarów unii walutowej, przynajmniej przez jakiś czas (tak że w wyniku tego napływu nominalne krótkoterminowe stopy procentowe mogłyby pozostać prawie tak samo niskie, jak na reszcie obszaru). Nadmiar płynności i sztucznie niska krótkoterminowa realna stopa procentowa - dużo niższa niż w przeszłości, ale również niższa w kraju niż w podstawowej części UGW z uwagi na wyższą inflację (w powiązaniu z możliwym efektem demonstracji i zrozumiałym pragnieniem dołączenia do bardziej zamożnej części bloku euro) - prowadziłyby prawdopodobnie do krótkotrwałego wzrostu wydatków. Boom ten prawdopodobnie wkrótce by się przerodził w boom głównie konsumpcyjny, charakteryzujący się przede wszystkim stałym pogarszaniem się bilansu handlowego i wywołujący prawdopodobnie efekt „bańki mydlanej aktywów". Wkrótce zaczęłyby się pogarszać perspektywy producentów krajowych. Rosnący napływ towarów z zagranicy i wzrost kosztów materiałów krajowych coraz bardziej odbijałyby się na bilansie handlowym, wpędzając krajowy sektor finansowy i sektor przedsiębiorstw, jak również gospodarstwa domowe, w coraz większe długi.

Zrezygnowawszy z instrumentów kontroli nad tymi procesami (ponieważ nie byłby już dostępny kurs walutowy ani stopa procentowa), władze nie byłyby właściwie zdolne do odwrócenia procesu osuwania się kraju w recesję i w coraz większe zadłużenie, po wygaśnięciu słomianego ognia początkowej ekspansji. Bez wprowadzenia procesu proeksportowych przemian strukturalnych, będących warunkiem wstępnym realnej konwergencji, niezbędnej do długofalowego prosperowania kraju w ramach zintegrowanego bloku, struktura produkcyjna kraju - niezdolna do wytrzymania presji konkurencji - stopniowo coraz bardziej zaczęłaby przyjmować nastawienie „introwertyczne", przekształcając kraj w obszar peryferyjny, pozostający permanentnie w zapaści. Nie trzeba dodawać, że napływ inwestycji, początkowo tak obiecujący, w obliczu takich zdarzeń wkrótce by się wyczerpał.

Należy w tym kontekście zdać sobie sprawę, że jednorodny poziom stóp procentowych w całym bloku euro (w szerokim sensie terminu) może - zgodnie z rozsądnymi oczekiwaniami - odnosić się wyłącznie do stóp krótkoterminowych, które reprezentują cenę „płynności", w odróżnieniu od stóp długoterminowych, które można by określić jako „cenę kapitału". W przeciwieństwie do stóp krótkoterminowych, długoterminowe stopy procentowe instrumentów o różnej jakości i zapadalności, które - poza odzwierciedlaniem oczekiwań inflacyjnych - biorą również pod uwagę ogólną ocenę ryzyka danej inwestycji, różnią się znacznie w zależności od kraju. Różnice długoterminowych stóp procentowych są znaczne nawet wśród krajów podstawowego obszaru euro (UGW), tzn. wśród krajów, które z powodzeniem przeszły przez długi proces wzajemnego dostosowania i spełniły niezbędne wymogi konwergencji Traktatu z Maastricht. Należałoby zatem logicznie oczekiwać, że w przypadku Polski, która jeszcze nie spełniła tych warunków, po zastąpieniu złotego przez euro, poziomy stóp długoterminowych, jak również model ich ewolucji jeszcze bardziej odbiegałyby od ogólnego trendu na obszarze podstawowym, tzn. bardziej niż w przypadku dzisiejszych peryferyjnych, ale regularnych członków ugrupowania. Mogłoby to być bodźcem do napływu funduszy na polski rynek kapitałowy na zasadzie „dzisiaj wskakujemy, jutro wyskakujemy", co odciągnęłoby dające się zainwestować fundusze od sektora produkcyjnego. Wynikiem tego mógłby być cykl boomu i depresji aktywów, a to unicestwiłoby nadzieję na długotrwały i stabilny wzrost gospodarki dzięki importowi akumulacji.

Podsumujmy: można uznać za prawdopodobne, że w istniejących okolicznościach jednostronne przyjęcie euro przez Polskę, któremu towarzyszyłoby usunięcie wszystkich pozostających jeszcze barier przepływów finansowych w obu kierunkach, wytworzyłoby potężne bodźce, prowadzące polski sektor przedsiębiorstw i finansowy, jak również konsumentów w poważne bilansowe tarapaty. Zwiększyłoby to spekulację polskimi papierami wartościowymi, wynosząc kursy giełdowe na niebotyczne wysokości, a następnie z powrotem strącając je w dół, destabilizując w ten sposób gospodarkę kraju i niszcząc jej potencjał wzrostowy. Problem polega więc na tym, że zniesienie kursu walutowego

poprzez jednostronną euroizację mogłoby po prostu przesunąć ośrodek działalności spekulacyjnej z jednego segmentu sektora finansowego na drugi (z rynku walutowego na rynek papierów wartościowych) zamiast ją w ogóle wyeliminować.

Wniosek jest taki, że mechanizmy kursu sztywnego, w tym ich najbardziej radykalna wersja jednostronnej euroizacji, nie wydają się oferować praktycznych, alternatywnych strategii pomagających rozwiązać problemy Polski na etapie przed akcesją. Już same argumenty ekonomiczne wystarczą do odrzucenia programu euroizacji, niezależnie od politycznych kosztów niepotrzebnych tarć, które wystąpiłyby, gdybyśmy próbowali wyważyć bramę do bloku euro przy zdeterminowanej opozycji głównych organów Unii Europejskiej. Zachowanie złotego i uprawnienia do wpływania na jego kurs walutowy na wiele lat wydaje się rozwiązaniem bezpieczniejszym i pod wieloma względami lepszym niż ryzykowne eksperymenty ze strategiami skleconymi bez uwzględnienia konkretnych zalet i słabości gospodarki polskiej.

Jakiego typu politykę kursową powinniśmy teraz realizować?

Po dokonaniu krytycznego omówienia dwóch skrajnych rozwiązań problemu optymalnej polityki kursowej i stwierdzeniu, że nie nadają się do zaspokojenia potrzeb polskiej gospodarki na obecnym etapie, zostaje nam tylko opcja pośredniego systemu kursu walutowego (jakiegoś rodzaju takiego systemu) - tzn. alternatywa przekonująco broniona przez J. Williamsona we wspomnianym już wcześniej opracowaniu. Prawdą jest jednak, że pośredni mechanizm kursowy ma wysoce niepochlebną opinię wśród ekonomistów na całym świecie. Powód tego jest taki, że zaczęto go utożsamiać z wieloma rozwiązaniami zgrupowanymi pod nagłówkiem „kursu korygowalnego" bądź takiego „kierowanego" kursu płynnego - wysoce wadliwego z punktu widzenia przejrzystości - który obecnie funkcjonuje w Polsce. Mechanizm ten cierpi na chroniczną niestabilność i prawdopodobnie będzie przeszkodą jeszcze w późniejszym okresie, zwłaszcza kiedy kraj będzie przystępował do Unii Europejskiej, o czym już była mowa powyżej. Szkodzi on wiarygodności celu inflacyjnego i podważa reputację samego banku centralnego, ponieważ wywołuje - raz po raz - niebezpieczeństwo kryzysu walutowego i wszystkich konsekwencji z nim związanych, które albo nadmiernie ograniczają gospodarkę, albo wywołują wstrząsy inflacyjne.

Niemniej jednak rozwiązaniem odpowiadającym obecnym potrzebom Polski w odpowiedzi na wyzwania otwartości nie wydaje się również rozwiązanie alternatywne: całkowicie sztywny kurs walutowy. Jest mało prawdopodobne, by w chwili obecnej Polska uzyskała jakiekolwiek realne korzyści ze związania złotego „na sztywno" z euro poprzez mechanizm izby walutowej lub poprzez jednostronne przyjęcie euro jako prawnego środka płatniczego na jej terytorium. W świetle niedawnych doświadczeń stało się jasne, że tym bardziej należałoby odrzucić wszelką myśl o powrocie do tradycyjnego systemu korygowalnego. Pewne swoiste cechy korygowalnego sztywnego systemu walutowego w ogólności czynią go niepokojąco podatnym na destabilizujące działania spekulacyjne. W obliczu napięć może się więc załamać. Ocenę tę uogólniono i zaczęto ją interpretować, ogólnie mówiąc, jako prawdziwą nawet w przypadku bardziej elastycznych wersji systemu, takich jak systemy kursu kroczącego, w tym także systemy kursu kroczącego z pasmem o dość znacznej szerokości. Ostatecznie taki był właśnie powód tego, że rozwiązania skrajne stały się tak modne na arenie międzynarodowej w ostatnich latach. Myśl tę wydaje się potwierdzać świeże jeszcze wspomnienie wielu kryzysów w latach 1997-1998.

Niemniej jednak ta negatywna ocena nie powinna się rozciągać na to rozwiązanie pośrednie, które czerpie inspirację z idei Williamsona. Jego krytyka rozwiązań pośrednich starego typu wydaje się zupełnie przekonująca. Istotną przyczyną słabości, charakterystycznej dla rozwiązań stosowanych w przeszłości, był właśnie „sztywny" charakter górnych i dolnych ograniczeń pasm wahań (w przypadku kursów sztywnych korygowalnych) i ogólny brak przejrzystości intencji władz monetarnych w przypadku kierowanego kursu płynnego, który jest obecnie stosowany w wielu krajach, w tym również w Polsce. Nie jest jednak uzasadnione utożsamianie rozwiązań pośrednich wyłącznie z tego typu mechanizmem.

Uznając przekonujący charakter analizy Williamsona w ogólności i jej istotność dla obecnych problemów Polski, trzeba wszakże koniecznie pamiętać, że wszelki nowy mechanizm, który chcemy stosować w praktyce, należy dostosowywać do konkretnej sytuacji kraju, jego doświadczeń i obecnych aspiracji (w naszym przypadku np. aspiracji stosunkowo wczesnego przystąpienia do Unii Europejskiej). Można w związku z tym wyobrazić sobie wiele wykonalnych, pośrednich typów mechanizmów kursowych, które - jako przejrzyste i wiarygodne - mogą dobrze posłużyć potrzebom kraju. Tytułem przykładu pragnę tu sformułować kilka luźnych sugestii, które temu celowi mogłyby służyć.

Z uwagi na rosnącą otwartość coraz bardziej globalizującego się światowego rynku kapitałowego Polska powinna podjąć próbę utrzymania kursu walutowego, który byłby jednocześnie **elastyczny** (bo jest to konieczne) i stosunkowo **stabilny** (bo jest to pożądane z kilku powodów) dzięki mniejszej podatności na presje spekulacyjne. Cel ten, jak sądzę, NBP będzie mógł osią-

gnąć, jeśli **rynek w sposób wiarygodny będzie mógł rozpoznać** długotrwały trend kursu walutowego. Oznacza to wysoki stopień przejrzystości ogólnej, bardziej długofalowej strategii pieniężnej (obecna chwiejność kursu jest, moim zdaniem, spowodowana właśnie brakiem przejrzystości co do celu i tym, że władzom brakuje instrumentów do jego realizacji). Jednocześnie ścieżka czasowa kursu nominalnego (która dzięki temu da się teraz przez rynek przewidzieć tak dalece, jak to jest możliwe na podstawie prognoz korygowanych przez racjonalny osąd) powinna być wyznaczana potrzebą zachowania konkurencyjności kraju w handlu zagranicznym. Implikuje to potrzebę utrzymania w czasie - poprzez odpowiednie sterowanie kursem nominalnym - stabilności **kursu realnego** na poziomie niezbędnym do zachowania zrównoważonej pozycji bilansu płatniczego (co można wyrazić w terminologii Williamsona jako: utrzymywanie kursu realnego na poziomie „fundamentalnego efektywnego kursu równowagi").

Sterowanie kursem nominalnym w celu utrzymania stabilnego kursu realnego w długim okresie można zrealizować za pomocą wielu instrumentów, stosowanych łącznie lub osobno: interwencje na rynku walutowym, polityka stóp procentowych, działania w sferze polityki fiskalnej i inne (takie, jak zgodne z rynkiem krótkoterminowe ograniczenia na przepływ kapitału). Na pierwszy rzut oka można odnieść wrażenie, że możliwości sterowania kursem walutowym w obliczu presji rynku są nadzwyczaj ograniczone, jeśli w ogóle istnieją w dzisiejszych warunkach otwartości na swobodny transgraniczny przepływ kapitału. Sytuacja ta może pojawić się zwłaszcza przy strategii bezpośredniego celu inflacyjnego, który - w zasadzie - nie pozwala polityce pieniężnej na kierowanie uwagi na inne cele niż wewnętrzna stabilność pieniężna. Wniosek taki jest jednak uproszczony i może być mylący.

Pesymistyczna teza o rzekomej kompletnej niezdolności banku centralnego do kontrolowania wahań kursu walutowego w ramach polityki pieniężnej zorientowanej na stabilizację, podobnie jak zarzuty dotyczące nieefektywności wysiłków uzyskania trwałego wpływu na kurs walutowy za pomocą sterylizowanych interwencji przy pełnej otwartości na zglobalizowany rynek kapitałowy (co skrótowo ujmuje teoria tak zwanego niemożliwego trójkąta) opierają się na założeniach, co do których na szczęście jest mało prawdopodobne, aby w pełni odnosiły się do obecnej sytuacji Polski (takich jak założenie pełnej substytucji aktywów krajowych i zagranicznych, by nie wspomnieć już o założeniu w pełni swobodnych przepływów kapitałowych, które nie całkowicie odpowiada rzeczywistości, przynajmniej jeszcze nie teraz). Teza ta z pewnością będzie bardziej do przyjęcia w przyszłości niż obecnie. Omawiana tu strategia ma być jednak przewodnikiem działania jedynie przez czas ograniczony. W późniejszym okresie zostanie zastąpiona konsekwentnym przyjęciem przez Polskę zbioru zasad, które obowiązują członków Europejskiego Systemu Walutowego.

Ważne, by w tym kontekście pamiętać o następującej sprawie: sterowanie kursem walutowym w ramach zaproponowanego tutaj ogólnego podejścia nie jest jednoznaczne z blokowaniem kursu walutowego na poziomie arbitralnym (lub wpychaniem go siłą na ten poziom). Tyle chyba wystarczy, aby odpowiedzieć na dużą część tego rodzaju krytyki. Kurs walutowy podlega siłom rynkowym i jest nadal elastyczny, chociaż w praktyce ma tendencję do dużej stabilności. Ostatecznie to właśnie rynek odgrywałby decydującą rolę w ustalaniu kursu walutowego. Bank centralny próbuje jedynie przewidywać, jak najtrafniej, jaki będzie ostateczny długofalowy skutek działania sił rynkowych (czyli to, co ostatecznie termin „równowaga fundamentalna" w rzeczywistości implikuje), i dzieli się tą wiedzą z uczestnikami rynku.

Przez cały czas kurs miałby jednak szerokie pasmo (lub docelowy zakres), w ramach którego mógłby poruszać się bez przeszkód. Może nawet od czasu do czasu przekraczać granicę tego pasma - tak jak przewiduje to williamsonowski paradygmat „pasm miękkich" (lub „pasm monitorowania"). Dojście do ograniczeń pasma nie powinno automatycznie zobowiązywać banku centralnego do interwencji. Niemniej jednak oczekuje się w tym mechanizmie, że bank wiarygodnie, lecz w sposób intuicyjny zakomunikuje rynkowi, że będzie działał w taki sposób, by spowodować powrót kursu do pasma po pozwoleniu mu, pod presją, na odchylenie się na jakiś czas od zwykłej ścieżki. Tak naprawdę to pomysł ten sprowadza się do próby „zaprzęgnięcia" sił racjonalnej spekulacji do służby w charakterze siły stabilizacyjnej. Cała sztuka polegałaby na umożliwieniu tym siłom lepszego przewidywania przyszłości, skłonieniu ich do pomocy bankowi zamiast przeszkadzania w jego zamierzeniach (jak to się często zdarza przy „pasmach o nieprzekraczalnych granicach"), poprzez udzielanie im pomocy w wysiłkach prowadzących do prawidłowego rozpoznania długofalowej ścieżki kursu równowagi, jak również działań banku wspomagających ścieżkę kursu równowagi.

Przystosowanie tego mechanizmu do konkretnych realiów gospodarki polskiej wymagałoby prawdopodobnie podzielenia drogi jego realizacji na fazy, np. według wzorca, który mógłby wyglądać następująco: najpierw można by przyjąć nieformalne „pasmo monitorowania", oznaczające orientacyjny „docelowy zakres" kursu. Celem byłoby tu umożliwienie rynkowi samodzielnego wyrobienia sobie orientacji, że bank działa na rynku aktywnie, chociaż nie zostało podjęte żadne konkretne zobowiązanie do stabilizacji kursu. Wkrótce potem bank powinien zacząć „edukować" rynek, nieformalnie wyjaśniając swoje intencje, cele, które zamie-

rza realizować, i środki, które będzie stosował do tego celu. Można następnie formalnie ogłosić zasady polityki kursowej, przy czym kurs centralny byłby ustalony w ujęciu euro. Zostałaby też ogłoszona publicznie szerokość pasma docelowego, przy podkreśleniu jego nieobligatoryjnego, „orientacyjnego" charakteru.

Przystąpienie do Europejskiego Systemu Walutowego w późniejszym terminie (w jakiś czas po uzyskaniu przez Polskę członkostwa w Unii Europejskiej) oznaczałoby oczywiście już oficjalne usztywnienie ograniczeń pasma, najlepiej przy maksymalnej szerokości dopuszczonej przez zasady Europejskiego Systemu Walutowego (±15%). Posunięcie to oznaczałoby rozpoczęcie formalnego procesu zbieżności finansowej, którego obowiązek Traktat z Maastricht nakłada na wszystkich potencjalnych kandydatów do członkostwa w UGW.

Czy mechanizm „miękkiego pasma" jest spójny ze strategią bezpośredniego celu inflacyjnego?

Jest to oczywiście kwestia o centralnym znaczeniu, od której zależy stosowalność czy niestosowalność rozważanego tu podejścia. Nie byłoby oczywiście mądre zaprzeczać, że można w tym kontekście podnieść pewne zasadne wątpliwości co do tego, czy idea ta jest pod każdym względem dobrze ugruntowana. Zagadnienie to z pewnością zasługuje na dalszą analizę krytyczną i dyskusję. Ostatecznie powszechnie się przyjmuje, że brak jakichkolwiek celów polityki pieniężnej konkurujących z celem inflacyjnym, takich jak kontrolowanie wahań kursu walutowego lub zapewnienie wysokiego zatrudnienia, jest jednym z koniecznych warunków efektywności strategii bezpośredniego celu inflacyjnego. Jest oczywiste, jak łatwo można podminować (choćby niechcący) bezpośredni cel inflacyjny, próbując wpłynąć na kurs walutowy poprzez interwencje na rynku walutowym (bez względu na to, czy mają charakter sterylizowany) w warunkach otwartości na globalne przepływy finansowe. I na pierwszy rzut oka może się wydawać, że wszelkie próby łączenia tych dwóch wątków działania w jedną wewnętrznie spójną strategię byłyby z tego powodu od razu skazane na niepowodzenie. Taki pesymizm można jednak uważać za przesadzony. Można uzasadnić pogląd, że polityka ta da się realizować z powodzeniem, że jej warunki wstępne mogą, ogólnie rzecz biorąc, być obecne w polskiej gospodarce, co sprawia, że zagadnienie to nabiera znaczenia nie tylko teoretycznego.

Chcąc jednak uniknąć nieporozumień, należy w tym kontekście pamiętać o następujących sprawach:

1. Bank centralny może wywierać stabilizujący wpływ na kurs nie tylko bezpośrednimi interwencjami, drogą zakupu i sprzedaży walut, ale również innymi kanałami. Można (i należy) stosować głównie bardziej subtelne mechanizmy kształtowania oczekiwań dotyczących przyszłej ewolucji kursu walutowego. Strategia bezpośredniego celu inflacyjnego nadaje duże znaczenie przekazaniu rynkowi jak najbardziej wiarygodnej informacji w celu umożliwienia wytworzenia za jej pomocą dobrze uzasadnionych oczekiwań inflacyjnych. Takie stanowisko wydaje się rodzić właściwe przesłanki efektywnej komunikacji z uczestnikami rynku foreksowego i przekazywania im wiarygodnych wskazówek co do przyszłych trendów, do których przewidywania władze monetarne są lepiej wyposażone niż prywatne podmioty rynkowe.

2. Do tego celu mogą czasami być użyteczne inne, niemonetarne środki polityki gospodarczej - przynajmniej w pewnym stopniu, bez zagrażania realizacji innych celów polityki gospodarczej, którym instrumenty te powinny przede wszystkim służyć (do tego zostały zaprojektowane).

3. W przeciwieństwie do tego, co utrzymują zwolennicy „niemożliwego trójkąta", w gospodarce wschodzącej jest również dużo miejsca dla efektywnej, sterylizowanej interwencji. Może ona mieć miejsce dzięki pozostającym jeszcze ograniczeniom dewizowym, które nadal się utrzymują i prawdopodobnie będą się utrzymywać w dającej się przewidzieć przyszłości, ale również dzięki niedoskonałej substytucji aktywów finansowych oferowanych inwestorom zagranicznym przez rynki wschodzące.

4. Pewien stopień elastyczności **w kontekście krótkoterminowym** oferują same długoterminowe horyzonty wyznaczania celu inflacyjnego oraz przedziały celów inflacyjnych o odpowiedniej szerokości. Ten stopień elastyczności polityka kursowa może wykorzystywać do własnych celów, poprzez okresowe bezpośrednie interwencje niesterylizowane lub przez manipulowanie stopą procentową w tym samym celu, bez poważnego zaszkodzenia integralności i wiarygodności bardziej długofalowego celu inflacyjnego.

5. *Last but not least,* cały czas należy pamiętać, że w ramach przewidywanej tu strategii sam nominalny kurs walutowy pozostałby elastyczny, nie sztywny, ponieważ celem polityki kursowej byłoby ułatwienie długoterminowej ewolucji tego kursu wzdłuż ścieżki wyznaczonej czynnikami fundamentalnymi, a nie kaprysem władz.

BANK I KREDYT *listopad-grudzień 2001*

Kiedy euro zastąpi złotego?

Edmund Pietrzak

Konferencja Narodowego Banku Polskiego pt. „Polska droga do euro" przypada w dosyć szczególnym momencie zabiegów naszego kraju o członkostwo w Unii Europejskiej oraz strefie euro. **Już w połowie 2001 r. stało się jasne, że Polska wypadła z grona liderów spośród 12 państw[1] kandydujących do członkostwa w Unii Europejskiej.** W momencie kończenia niniejszej prezentacji (połowa sierpnia 2001 r.) ta niekorzystna ewolucja pozycji konkurencyjnej naszego kraju była jeszcze bardziej widoczna. Ścisłą czołówkę pretendentów do członkostwa w Unii Europejskiej stanowią teraz: Cypr, Węgry, Estonia, Słowenia, Malta i Czechy.

W rezultacie, w 2001 r. prawdopodobne stało się to, co wydawało się niemożliwe jeszcze dwa lata temu: Polska może się nie znaleźć w pierwszej grupie państw, które będą przyjmowane do Unii Europejskiej w roku 2004, 2005 lub 2006. Zgadzam się z komentatorem „Rzeczpospolitej", który twierdzi[2], że gdyby rzeczywiście tak się stało, oznaczałoby to dla Polski kompromitację o doniosłych skutkach politycznych i ekonomicznych, zarówno międzynarodowych, jak i wewnętrznych.

Jednym z najważniejszych skutków ekonomicznych tego wielkiego niepowodzenia byłoby znaczne opóźnienie ewentualnego członkostwa Polski w strefie euro. Przypomnieć bowiem należy, że udział w tej strefie nie jest możliwy bez wcześniejszego członkostwa w Unii Europejskiej.

Wprawdzie autor niniejszego opracowania nie jest zwolennikiem szybkiego zastępowania złotego przez euro (o czym dalej), ale brak Polski w pierwszej grupie państw kandydujących, które staną się członkami Unii Europejskiej w którymś z lat 2004-2006, odsunąłby uczestnictwo naszego kraju w strefie euro w bliżej nieokreśloną przyszłość. A taki obrót rzeczy nie byłby już korzystny dla Polski.

Ale nie tylko moment dyskusji nad włączeniem Polski do strefy euro, w kontekście zabiegów naszego kraju o członkostwo w Unii Europejskiej, jest szczególny. **Szczególny jest również sposób i charakter toczących się w Polsce od kilku lat dyskusji o jednym i drugim zagadnieniu.**

Otóż o ile perspektywa zastąpienia złotego przez euro wywołuje pojawianie się różnych (mniej lub bardziej realnych) pomysłów, jak tego dokonać, oraz żywą dyskusję - czego odzwierciedleniem jest m.in. tegoroczna konferencja NBP - o tyle czas i warunki uczestnictwa Polski w Unii Europejskiej są, jak się wydaje, wewnętrzną sprawą grupy polskich negocjatorów z UE oraz kilku nadzorujących ich polityków. O jakiejkolwiek poważniejszej dyskusji nie słychać - tak jakby nie było nad czym dyskutować, gdyż grupa negocjatorów wszystko wie lepiej. Tymczasem bliższe przyjrzenie się ich stanowisku w negocjacjach pokazuje, że raczej nie jest ono zgodne z interesem Polski, lecz odzwierciedla fatalne dla Polski fobie i mity niektórych środowisk politycznych oraz samych negocjatorów[3]. Zagadnienie to omawiam szczegółowo nieco dalej.

Niniejsze opracowanie zawiera dwie kluczowe tezy.

[1] W kolejności alfabetycznej są to: Bułgaria, Cypr, Czechy, Estonia, Litwa, Łotwa, Malta, Polska, Rumunia, Słowacja, Słowenia, Węgry.

[2] Zob. J. Majcherek: *Negocjacje z Unią Europejską są paraliżowane przez fobie i mity*. Nie koniec impasu. „Rzeczpospolita" nr 184 z 8 sierpnia 2001.

[3] Tamże.

Pierwsza z nich sprowadza się do tego, że najwcześniejszą możliwą datą zastąpienia złotego przez euro jest - według mnie - rok 2007. Jest to jednak termin mało prawdopodobny. Do uczynienia jednostki europejskiej prawnym środkiem płatniczym w Polsce dojdzie nieco później: najprawdopodobniej w 2008 r. albo w 2009 r.

Druga teza to przekonanie, że chociaż uczestnictwo Polski w strefie euro leży w strategicznym interesie Polski, to spieszenie się z włączeniem złotego do tej strefy - w przeciwieństwie do członkostwa w Unii Europejskiej - nie jest wskazane. Przeciwnie, opóźnienie zastąpienia złotego przez euro o dwa-trzy lata będzie korzystne dla naszego kraju - z tej prostej przyczyny, że będziemy lepiej przygotowani do tego historycznego przedsięwzięcia.

Członkostwo Polski w Unii Europejskiej a udział w strefie euro

W strategicznym interesie Polski jest przystąpienie do Unii Europejskiej. Gdyby nasz kraj zdecydował się nie zabiegać o członkostwo w tej organizacji, byłoby to zaprzepaszczeniem szansy szybkiego awansu cywilizacyjnego Polski, a jednocześnie spowodowałoby obniżenie bezpieczeństwa państwa. Z tych powodów przystąpienie Polski do Unii Europejskiej jest popierane przez zdecydowaną większość polskiego społeczeństwa, a także przez wszystkie liczące się ugrupowania polityczne.

Proces integracji Polski z Unią Europejską[4] jest w znacznym stopniu zaawansowany, co nie oznacza niestety że jest to stopień wystarczający. Początkiem tego procesu była decyzja rządu z lipca 1990 r. o rozpoczęciu negocjacji nad Układem Europejskim[5], który został podpisany 16 grudnia 1991 r. i wszedł w życie 1 lutego 1994 r.

Pierwszym dokumentem rządowym, który całościowo odnosił się do celów i sposobu integracji Polski z Unią Europejską, był przygotowany przez Komitet Integracji Europejskiej w styczniu 1997 r. dokument pt. *Narodowa Strategia Integracji*[6].

Drugim natomiast był, przygotowany w kwietniu 1998 r. także przez Komitet Integracji Europejskiej, *Narodowy Program Przygotowania do Członkostwa w UE*[7]. Dokument ten potwierdzał oraz uzupełniał założenia z 1997 r.

Najnowszym dokumentem rządowym odnoszącym się do integracji Polski z Unią Europejską jest przygotowana w czerwcu 1999 r. przez Radę Ministrów i Ministerstwo Finansów *Strategia Finansów Publicznych i Rozwoju Gospodarczego. Polska 2000-2010*[8].

Dokument ten różni się od poprzednich głównie w dwóch punktach. Pierwsza różnica to przesunięcie przewidywanej daty członkostwa Polski w Unii Europejskiej z 1 stycznia 2002 r. na 1 stycznia 2003 r. Druga różnica polega natomiast na znacznym rozbudowaniu problematyki dotyczącej integracji finansowej z Unią Europejską, w tym kwestii udziału naszego kraju w strefie euro. Jest o tym mowa obszerniej nieco dalej.

W 1990 r. polskie władze sądziły, że proces włączania Polski do Unii Europejskiej potrwa około 10 lat. We wspomnianych dokumentach rządowych z lat 1997 i 1998 była mowa już o 2002 r., natomiast w tym z 1999 r. nastąpiło przesunięcie daty spodziewanego przystąpienia na 2003 r.

Dziś (połowa sierpnia 2001 r.) jest oczywiste, że wszystkie wcześniejsze przymiarki grzeszyły nadmiernym optymizmem, najwcześniejszą możliwą datą wejścia Polski do Unii Europejskiej jest zaś 2004 r. Moim zdaniem, bardziej realistyczną datą jest rok 2005 lub 2006. Nie jest jednak wykluczone, że termin przyjęcia do UE okaże się jeszcze późniejszy, jeżeli w ciągu najbliższych kilku miesięcy nie dojdzie do przełamania impasu w negocjacjach Polski z Unia Europejską.

Członkostwo Polski w Unii Europejskiej to nie tylko korzyści, lecz również koszty. Nie trzeba jednak przekonywać, że w długim (a także średnim) okresie zdecydowanie przeważają korzyści - z tego powodu, że dostosowanie do standardów Unii Europejskiej zapewni Polsce włączenie się do grupy państw o bardzo dobrze rozwiniętych strukturach ekonomicznych, społecznych, a także politycznych.

Przystąpienie do Unii Europejskiej wymaga spełnienia wielu warunków o charakterze ekonomicznym i politycznym. Zostały one sformułowane na forum Rady Europejskiej w Kopenhadze w czerwcu 1993 r. Można je sprowadzić do trzech grup:

- po pierwsze, konieczne jest osiągnięcie stabilności instytucji gwarantujących demokrację, rządy prawa, przestrzeganie praw człowieka oraz poszanowanie i ochronę mniejszości;

- po drugie, niezbędne jest zapewnienie funkcjonowania gospodarki rynkowej oraz powstanie potencjału mogącego sprostać konkurencji i siłom rynkowym Unii;

- po trzecie, konieczne jest uzyskanie zdolności do przyjęcia i wprowadzenia zobowiązań wynikających z członkostwa, w tym podzielanie celów unii politycznej, ekonomicznej oraz walutowej.

[4] Obszerniej na ten temat zob. K. Kołodziejczyk: *Geneza wspólnotowej waluty euro*. Warszawa 2000, Wydawnictwo Naukowe Scholar, rozdz. 5.

[5] Układ Europejski ustanawiający Stowarzyszenie między Rzeczpospolitą Polska z jednej strony a Wspólnotami Europejskimi i ich państwami członkowskimi z drugiej strony. Dz.U. z 1994 nr 11 poz. 38.

[6] *Narodowa strategia integracyjna*. Warszawa, styczeń 1997 r. Urząd Komitetu Integracji Europejskiej.

[7] *Narodowy program przygotowania do członkostwa w UE*. Warszawa, kwiecień 1998 r. Urząd Komitetu Iintegracji Europejskiej.

[8] *Strategia finansów publicznych i rozwoju gospodarczego. Polska 2000-2010*. Warszawa, czerwiec 1999 Rada Ministrów, Ministerstwo Finansów.

Pierwsza grupa warunków została już przez nasz kraj spełniona. Dostosowywanie się do warunków drugiej i trzeciej grupy jest już znacznie zaawansowane, jednak pełna adaptacja wymaga jeszcze bardzo dużego wysiłku reformatorskiego ze strony Polski.

Inne kraje kandydujące do Unii Europejskiej lepiej radziły sobie w ostatnich latach z dostosowaniem do warunków drugiej i trzeciej grupy. W rezultacie Polska wypadła[9] w 2001 r. - jak zaznaczaliśmy - z czołówki państw kandydackich najlepiej przygotowanych do członkostwa w Unii Europejskiej. Jednocześnie pojawiła się koncepcja „małego" rozszerzenia Unii Europejskiej, tj. takiego, które nie obejmowałoby Polski oraz od 1 do 3 państw ze wspomnianej szóstki najbardziej zaawansowanych krajów kandydackich. **W połowie 2001 r. do „małego" rozszerzenia Unii Europejskiej typowano Estonię, Słowenię, Cypr i Węgry.**

Ten niekorzystny dla Polski obrót spraw jest spowodowany w największym stopniu błędami polskich negocjatorów w rozmowach z Unią Europejską w ostatnich około 2 latach. Błędy są na tyle istotne, że stwarzają wrażenie, iż być może nie chodzi wcale o błędy, a coś więcej - mianowicie o zmianę koncepcji integracji Polski z Unią Europejską oraz sposobu postrzegania samej integracji europejskiej.

Wygląda bowiem na to, że polskiej stronie bardziej odpowiada integracja powolniejsza i luźniejsza niż szybka i pogłębiona, chociaż w strategicznym interesie Polski leży jak najszybsze i jak najgłębsze wtopienie się w struktury i mechanizmy integracji zachodnioeuropejskiej. Świadczy o tym m.in. upieranie się przez polskich negocjatorów przy nierealistycznym postulacie 18-letniego okresu ochronnego wobec zakupów ziemi przez obywateli Unii Europejskiej w Polsce, a jednocześnie domaganie się pełnej swobody w zatrudnianiu obywateli polskich na terytorium Unii Europejskiej. Świadczy o tym również popieranie przez wielu polskich polityków francuskich koncepcji luźniejszej integracji, a nie niemieckiej idei głębokiej integracji.

Znamiennym - chociaż może nie tak bulwersującym, jak powyższe przykłady - dowodem na rzecz tezy, że stronie polskiej bardziej odpowiada koncepcja integracji luźniejszej i płytszej, jest kwestia zniesienia ograniczeń wobec transakcji kapitałami krótkoterminowymi między Polską a światem zewnętrznym. Z uwagi na to, że jest to tematyka ważna także dla przyszłego udziału Polski w strefie euro, przedstawiamy ją szczegółowo poniżej.

Mimo imponującego postępu liberalizacyjnego, z punktu widzenia wymagań OECD oraz Unii Europejskiej polskie ustawodawstwo dewizowe pozostaje (mimo najnowszej liberalnej ustawy obowiązującej od 12 stycznia 1999 r.) do dziś zbyt restrykcyjne.

Zgodnie z umową z OECD z lipca 1996 r. złoty miał się stać pieniądzem całkowicie wymienialnym w relacjach z krajami tej organizacji od 1 stycznia 2000 r. Do tego jednak nie doszło.

11 stycznia 2000 r. rząd RP zwrócił się z prośbą do OECD o przedłużenie terminu wykonania zobowiązań w zakresie liberalizacji dewizowej obrotów kapitałami krótkoterminowymi.

Przekształcenie złotego w walutę w pełni[10] wymienialną w relacjach z OECD wymaga przede wszystkim zniesienia restrykcji wobec następujących krótkoterminowych transakcji kapitałowych. Chodzi o siedem grup takich transakcji.

1. Po pierwsze, nierezydenci, wśród nich także z krajów OECD, nie mogą bez zezwolenia dewizowego posiadać depozytów złotowych w polskich bankach na terminy krótsze niż trzy miesiące i kwoty większe niż 500 000 zł.

2. Po drugie, nierezydenci, w tym z krajów OECD, nie mogą nabywać w Polsce bez zezwolenia dewizowego krótkoterminowych papierów wartościowych oraz pochodnych instrumentów finansowych, zarówno w obrocie giełdowym, jak i pozagiełdowym, których nabywanie podlega jeszcze takim restrykcjom. Zauważmy, że przedstawione wyżej ograniczenie nie odnosi się do nabywania przez nierezydentów skarbowych papierów wartościowych oraz pochodnych instrumentów finansowych oferowanych na giełdach wymienionych w ustawie (GPW, CeTO, PGF) oraz licencjonowanych giełdach towarowych, a także nie odnosi się do nabywania przez nierezydentów krótkoterminowych papierów wartościowych i pochodnych instrumentów finansowych oferowanych przez upoważnione banki. Jedynym ograniczeniem dla banków w takiej sytuacji są normy ostrożnościowe.

3. Po trzecie, zezwolenia dewizowego wymaga udzielanie i zaciąganie w obrocie z zagranicą, w tym z nierezydentami z krajów OECD, kredytów i pożyczek krótkoterminowych o terminie spłaty poniżej jednego roku.

4. Po czwarte, rezydenci nie mogą bez zezwolenia dewizowego posiadać za granicą, w tym w krajach OECD, rachunków bankowych. Ograniczenie to nie dotyczy jednak rachunków bankowych otwieranych przez rezydentów w czasie ich pobytu za granicą oraz w związku z dokonywaniem przez nich za granicą inwestycji bezpośrednich lub portfelowych.

5. Po piąte, rezydenci nie mogą bez zezwolenia dewizowego emitować oraz wprowadzać do obrotu za

[9] Zob. J. Bielecki, P. Apanowicz: *Poszerzenie Unii Europejskiej. Estonia, Słowenia i Cypr liderami wśród kandydatów. Przełom, ale nie dla nas.* „Rzeczpospolita" nr 75 z 29 marca 2001 r.

[10] W praktyce nie będzie to pełna wymienialność, lecz prawie pełna. Chodzi o to, że pełna wymienialność złotego zależy nie tylko od ustawy dewizowej, ale również od ustaw dotyczących innych obszarów gospodarki, jak np. od ustawy o sprzedaży nieruchomości cudzoziemcom; o spółkach z udziałem zagranicznym lub ustawy o gospodarce nieruchomościami.

granicą, w tym w krajach OECD, krótkoterminowych papierów wartościowych oraz pochodnych instrumentów finansowych zarówno w obrocie giełdowym, jak i pozagiełdowym.

6. Po szóste, rezydenci nie mogą bez zezwolenia dewizowego nabywać za granicą, w tym w krajach OECD, krótkoterminowych papierów wartościowych (przez które ustawa rozumie papiery dłużne o pierwotnym terminie wykupu poniżej jednego roku) oraz pochodnych instrumentów finansowych zarówno w obrocie giełdowym, jak i pozagiełdowym. Ograniczenie to nie odnosi się jednak do upoważnionych banków, które podlegają tylko normom ostrożnościowym, wtedy gdy nabywają od nierezydentów krótkoterminowe papiery wartościowe denominowane w złotych i pochodne.

7. Po siódme, nierezydenci, w tym także z krajów OECD, nie mogą bez zezwolenia dewizowego wprowadzać do obrotu w Polsce krótkoterminowych papierów wartościowych oraz pochodnych zarówno w obrocie giełdowym, jak i pozagiełdowym.

Na początku 2001 r. minister finansów zapowiedział zniesienie powyższych ograniczeń do końca pierwszego kwartału 2001 r.[11]. Tak się jednak nie stało. Restrykcje nie zostały usunięte do dziś (14 sierpnia 2001 r.) i wiele wskazuje na to, że nie zostaną zniesione do końca 2001 r. Jeżeli tak - oznaczałoby to, że polski rząd przyjął koncepcję dostosowania się do wymogów OECD i Unii Europejskiej w zakresie liberalizacji dewizowej wtedy, gdy będzie to absolutnie konieczne. Taką ostateczną datą jest zaś dzień włączenia Polski do Unii Europejskiej.

Jednocześnie zauważmy, że Węgry zniosły podobne restrykcje walutowe wobec obrotów kapitałami krótkoterminowymi 15 czerwca 2001 r., w rezultacie czego forint stał się walutą w zasadzie całkowicie wymienialną[12]. Analogiczne posunięcia jeszcze w 2001 r. zapowiedziały Słowenia i Litwa.

Udział Polski w strefie euro jest pochodną uczestnictwa w Unii Europejskiej, jako że tylko członek Unii Europejskiej może uczestniczyć w strefie euro, a ściśle rzecz nazywając - w III etapie Unii Gospodarczej i Walutowej (UGW). Powołujący bowiem do życia Unię Europejską, podpisany 7 lutego 1992 r. i obowiązujący od 1 listopada 1993 r. Traktat z Maastricht uroczyście stwierdzał, że finalnym celem stopniowego i nieodwracalnego procesu tworzenia europejskiej unii gospodarczo-walutowej jest perspektywa stworzenia wspólnej waluty nie później niż 1 stycznia 1999 r. Jednocześnie Traktat z Maastricht wprowadził harmonogram tworzenia UGW, odnoszący się głównie do warunków i terminów jej drugiego, a w szczególności trzeciego etapu.

Pierwszy etap UGW rozpoczął się 1 lipca 1990 r. i zakładał osiągnięcie dwóch głównych celów: pełnej liberalizacji obrotów kapitałowych oraz zacieśnienia współpracy krajów członkowskich w zakresie polityki ekonomicznej, fiskalnej oraz pieniężnej i walutowej.

Drugi etap UGW rozpoczął się - zgodnie z Traktatem w Maastricht - 1 stycznia 1994 r. i był pomyślany jako etap przygotowawczy, przed wprowadzeniem w przyszłości wspólnej waluty. Jednym z najważniejszych środków, mających służyć temu celowi, było utworzenie Europejskiego Instytutu Walutowego, który był widziany jako zalążek późniejszego Europejskiego Banku Centralnego. Jednocześnie państwa członkowskie były zobowiązane do osiągania większej zbieżności gospodarczej, unikania nadmiernych deficytów budżetowych oraz rozpoczęcia działań prowadzących do uzyskania niezależności przez narodowe banki centralne.

Warunkiem uczestnictwa w trzecim etapie UGW, polegającym na zastępowaniu walut narodowych przez euro, który miał się rozpocząć najpóźniej 1 stycznia 1999 r. (i wtedy rzeczywiście się rozpoczął) było (i jest) spełnienie pięciu ilościowych kryteriów konwergencji. Poniżej przypominamy je w skrócie.

Pierwsze kryterium można nazwać inflacyjnym. Polega na tym, że stopa inflacji nie powinna przekraczać o więcej niż 1,5 punktu procentowego średniej z trzech, najlepszych pod tym względem, krajów Unii Europejskiej.

Drugie można nazwać kryterium stóp procentowych. Polega na tym, że długoterminowa nominalna stopa procentowa nie powinna przekraczać o więcej niż dwa punkty procentowe średniej w trzech krajach UE osiągających pod tym względem najlepsze rezultaty.

Trzecie i czwarte to kryteria fiskalne.

Maksymalna dopuszczalna relacja deficytu budżetowego do PKB to 3%. Traktat z Maastricht przewiduje jednak możliwość przekroczenia tego pułapu. Jest ono dopuszczalne wtedy, gdy jego rozmiary są nieduże lub gdy ma przejściowy charakter. Przekroczenie jest akceptowane nawet i wówczas gdy występuje w dłuższym okresie, pod warunkiem że widoczna jest tendencja do zmniejszania relacji deficytu do PKB.

Maksymalna dopuszczalna relacja długu publicznego do PKB to 60%. Także w tym przypadku Traktat z Maastricht dopuszcza przekroczenie, pod warunkiem że nie jest ono duże oraz widoczna jest tendencja spadkowa.

Piąte kryterium można nazwać kursowym. Polega na tym, że waluta zainteresowanego kraju musi uczestniczyć w Europejskim Mechanizmie Stabilizacji Kursów (Exchange Rate Mechanism) i być utrzymywana bez poważnych napięć w zwykłych granicach wahań (obecnie ±15%) przez co najmniej dwa lata przed momentem zakwalifikowania kandydatów do III etapu UGW. Jednocześnie żaden z bilateralnych kursów takiej waluty nie może być zdewaluowany z inicjatywy władz monetarnych jej kraju przez taki sam okres.

[11] E. Pietrzak: *Kiedy złoty stanie się walutą w pełni wymienialną? Bardzo bliski siódmy, ostatni krok.* „Rzeczpospolita" nr 17 z 20-21 stycznia 2001 r.
[12] Zob. przypis 10 oraz 26.

Obecnie Polska spełnia dwa kryteria fiskalne, natomiast kryterium inflacyjne i stop procentowych wydają się być poza zasięgiem naszego kraju w najbliższych kilku latach.

Z formalnego i merytorycznego punktu widzenia bardzo ważne jest to, że kraje członkowskie Unii Europejskiej nie muszą uczestniczyć w III etapie UGW. Zastąpienie waluty narodowej wspólną walutą europejską jest ich prawem, a nie obowiązkiem. Wielka Brytania, Szwecja i Dania od 1 stycznia 1999 r. do dziś (sierpień 2001 r.) skwapliwie korzystają z tego postanowienia Traktatu z Maastricht.

Polska deklarowała od początku, że jest zainteresowana nie tylko członkostwem w Unii Europejskiej, lecz również udziałem w unii walutowej, która ostatecznie przybrała formę III etapu UGW, czyli strefy euro.

Pierwszym dokumentem rządowym, który wyrażał takie właśnie stanowisko Polski, był przedstawiony w styczniu 1997 r. przez ówczesnego ministra finansów *Program Euro-2006*. Zakładał on, że Polska stanie się członkiem UGW w 2006 r. pod warunkiem uzyskania przez nasz kraj członkostwa w Unii Europejskiej w 2002 r. Dokument ten wyrastał ze wspomnianej wcześniej *Narodowej Strategii Integracji z 1997 r.*

Także wspomniany *Narodowy Program Przygotowania do Członkostwa w UE* z 1998 r. uznawał udział Polski w unii gospodarczo-walutowej za cel długoterminowy, chociaż dokument ten nie precyzował żadnych dat.

O latach 2005-2006 jako ewentualnej dacie wprowadzenia euro w Polsce mówi przygotowany wspólnie przez polski rząd oraz Komisję Europejską w 1998 r. dokument pt. *Średniookresowe priorytety polityki społeczno-gospodarczej Polski na lata 1999-2002*[13]. Jednocześnie zawierał on szczegółowe sugestie działań, które zapewniłyby Polsce spełnienie kryteriów konwergencji Traktatu z Maastricht.

Dokumentem rządowym, który najbardziej szczegółowo odnosi się do udziału Polski w strefie euro, jest wspomniana *Strategia Finansów Publicznych i Rozwoju Gospodarczego.* Polska 2000-2010 z czerwca 1999 r. Dokument ten zawiera bardzo ważne założenia, że Polska może uzyskać członkostwo w Unii Europejskiej w 2003 r. oraz może włączyć złotego do ERM2 w 2004 r., a następnie zastąpić złotego przez euro w roku 2006.

Dziś wiemy, że żadna z tych dat nie jest realna.

Którędy do euro?

Currency board (urząd emisji pieniądza)? Euroizacja? ERMII?

Teoretycznie rzecz biorąc, Polska mogłaby wejść do strefy euro na trzy sposoby. Wszystkie trzy występują też chociaż w różnym stopniu w dyskusjach na ten temat jako praktyczne drogi włączania złotego do strefy euro. Zdecydowanie najwięcej zwolenników ma droga klasyczna, polegająca na dwuletnim udziale złotego w ERMII w przyszłości. Ma ona dwa warianty: bardziej popularny wydaje się ten, który przewiduje możliwie wczesne włączenia złotego do tego systemu. W drugim wariancie - mniej popieranym- chodzi natomiast o możliwie późne ulokowanie złotego w ERMII.

Dwie pozostałe drogi dochodzenia Polski do strefy euro mają raczej niewielu zwolenników, ale doczekały się sporego nagłośnienia - być może dlatego, że są przedstawiane jako rzekomo mniej kosztowne i skracające czas osiągnięcia przez nasz kraj tego celu. Być może jednak powodem dużego zainteresowania pomysłami euroizacji Polski lub wprowadzenia systemu *currency board* jest zawarta w nich prowokacja intelektualna, w większej lub mniejszej mierze oparta na żarcie.

Zaczynamy od systemu *currency board*, który byłby najgorszym i najbardziej kosztownym sposobem wprowadzania Polski do strefy euro.

Chociaż koncepcja wprowadzenia systemu *currency board* w Polsce zrodziła się najprawdopodobniej z powodów wewnętrznych (jako alternatywa dla istniejącego systemu dewizowego i prowadzonej polityki pieniężnej i kursowej), a nie zewnętrznych (wprowadzenie złotego do strefy euro inaczej niż poprzez ERM2), to w praktyce - jeżeli zostałaby zrealizowana - miałaby podstawowe znaczenie dla sposobu dochodzenia Polski do strefy euro. Dodajmy jednocześnie, że w latach 2000-2001 walor praktyczności omawianej koncepcji wzmocniły te byłe kraje socjalistyczne, w których od wielu lat (Estonia od 1992 r., Litwa od 1994 r.) lub od kilku lat (Bułgaria od 1998 r. oraz Bośnia i Hercegowina od 1999 r.) funkcjonuje system *currency board*, a które jednocześnie myślą o członkostwie w Unii Europejskiej oraz udziale w eurolandzie. Szczególnie chodzi o najbogatszą i najbardziej rozwiniętą wśród nich Estonię, której premier Mart Laar zwrócił się[14] w styczniu 2000 r. do Unii Europejskiej o przedyskutowanie możliwości przyjęcia przez ten kraj euro przed przystąpieniem do Unii Europejskiej. Jak się można było spodziewać, nic z tego nie wyszło (i raczej nie wyjdzie) z przyczyn, o których niżej. Niemniej jednak, entuzjazm wobec drogi na skróty do eurolandu - tj. przed uzyskaniem członkostwa w Unii Europejskiej oraz przed wypełnieniem wszystkich kryteriów Traktatu z Maastricht - niektórych ekspertów z byłych krajów socjalistycznych, a wśród nich także z Polski, pozostaje niezmieniony.

Z uwagi na fakt, że system *currency board* tylko w bardzo małym stopniu był omawiany w polskiej lite-

[13] Zob. *Średniookresowe priorytety polityki społeczno-gospodarczej Polski na lata 1999-2002*. Warszawa 1998, Urząd Komitetu Integracji Europejskiej.

[14] *Estonia. Gotowi w 2001. Najpierw euro, potem unia.* „Rzeczpospolita" nr 18 z 22-23 stycznia 2000 r., s. B2.

raturze[15], warto przyjrzeć mu się trochę bliżej, właśnie z perspektywy ewentualnego zastosowania w Polsce oraz w kontekście włączania złotego do strefy euro.

Niech początkiem będzie polska nazwa. Trudno ją ustalić, ale najczęściej pojawiający się w Polsce termin - zarząd walutą - jest jednym z gorszych pomysłów, który jednak być może przyjmie się dlatego, że jest dosłownym, a jednocześnie błędnym językowo i merytorycznie tłumaczeniem zwrotu *currency board*. *Currency board* ma bowiem niewiele wspólnego tak z „zarządem", jak i z „walutą". Zwolennicy dosłownego przetłumaczenia przeoczyli, że jedno z dalszych znaczeń słowa „*currency*" to pieniądz, natomiast jedno z dalszych znaczeń słowa „*board*" to urząd lub izba, a nawet biuro. Sądzę, że dobrym polskim odpowiednikiem - zarówno językowo, jak i merytorycznie - pojęcia „*currency board*" jest termin „urząd emisji pieniądza", dalej UEP[16] .

Istota systemu UEP, po pierwsze, polega na ustawowym, bardzo ścisłym związaniu emisji pieniądza krajowego z zasobami walut wymienialnych i złota w dyspozycji władz monetarnych. Najczęściej stosuje się zasadę 1:1, która oznacza, że podaż pieniądza ma stuprocentowe pokrycie w rezerwach walutowych.

Po drugie, UEP polega na ustaleniu sztywnego (często drogą ustawową) kursu waluty krajowej wobec wybranej waluty międzynarodowej. W okresie funkcjonowania waluty złotej w pełnym zakresie (lata 1870-1914) taką walutą odniesienia był funt brytyjski, natomiast współcześnie jest nią najczęściej dolar USA, a w pewnym stopniu także marka niemiecka lub euro[17].

Po trzecie, podaż pieniądza w systemie UEP jest wyznaczana niemal automatycznie, jak w systemie waluty złotej, przez zmiany poziomu rezerw walutowych banku centralnego, sam bank nie ma zaś możliwości wpływania na ilość pieniądza w gospodarce. Patrząc praktycznie, w warunkach systemu UEP bank centralny może w ogóle nie mieć departamentu emisyjnego.

Kluczowym celem wprowadzania systemu UEP jest ustawowe zagwarantowanie dostatecznej twardości polityki pieniężnej poprzez pozbawienie rządu możliwości finansowania deficytu budżetowego drogą emisji pieniądza oraz poprzez eliminację uznaniowości z polityki pieniężnej.

Teoria i praktyka wyróżniają dwa warianty UEP: ortodoksyjny i współczesny. Podstawowa różnica między nimi polega na tym, że w wariancie współczesnym władze monetarne zachowują jednak pewien wpływ na kształtowanie podaży pieniądza, który w indywidualnych okolicznościach, w konkretnych krajach może okazać się znacznie większy, niż wynika to z modelowych założeń UEP.

Pierwszym, najbardziej widocznym i dotkliwym skutkiem ewentualnego wprowadzenia UEP w Polsce byłoby pozbawienie Rady Polityki Pieniężnej oraz Narodowego Banku Polskiego wpływu na politykę kursową oraz politykę pieniężną. Tym samym RPP stałaby się zbędna, podobnie jak część banku centralnego. Być może taki obrót spraw ucieszyłby licznych krytyków obydwu instytucji. Nie jest to jednak wcale jednoznaczne z sądem, że bez RPP i bez części NBP (departament emisyjny) polskiej gospodarce byłoby lepiej.

Gdyby w Polsce doszło do wprowadzenia systemu UEP, powiedzmy od października 2001 r., to kurs złotego wobec (raczej na pewno) euro zostałby usztywniony na poziomie najprawdopodobniej 4 złote za jednostkę euro lub zbliżonym. Nie jest specjalnie trudno wyobrazić sobie skutki makroekonomiczne takiego usztywnienia, gdyby pod wpływem kryzysu walutowego w jakimś kraju zaliczanym do tzw. rynków wschodzących (jak np. w Republice Czeskiej w maju 1997 r., w Rosji w sierpniu 1998 r. lub w Turcji w lutym 2001 r.) lub na skutek jakiegoś - prawdopodobnego zresztą - zamętu politycznego we Polsce - doszło do znacznego odpływu kapitału krótkoterminowego z Polski, a w konsekwencji do istotnego zmniejszenia wielkości oficjalnych rezerw walutowych.

W rekapitulacji można stwierdzić, że kryzysy walutowe w różnych krajach świata, poczynając od meksykańskiego pod koniec 1994 r., a skończywszy na tureckim z początku 2001 r. dają niezbite dowody na to, że polityka kierowanego płynnego kursu walutowego jest najlepszym sposobem na dostosowywanie gospodarki do zewnętrznych i wewnętrznych wstrząsów ekonomiczno-politycznych.

Jest wprawdzie faktem, że Polska prowadzi bardzo podobną politykę w pełni płynnego kursu walutowego dopiero od 12 kwietnia 2000 r. Niemniej jednak polityka kursowa Polski już od października 1991 r. zawierała coraz więcej elastyczności. Punktem zwrotnym w tej polityce było częściowe upłynnienie kursu złotego w maju 1995 r., a następnie eliminacja fixingu transakcyjnego w czerwcu 1999 r.

Wielokrotnie publicznie twierdziłem, a dziś podtrzymuję, że polityka kursu walutowego w Polsce była w latach 1990-2001 lepsza niż w którymkolwiek innym byłym kraju socjalistycznym. Dobrze wspierała politykę makroekonomiczną oraz w istotnym stopniu pomagała uniknąć kryzysu walutowego. Nie jest to jednoznaczne ze stwierdzeniem, że była to idealna polityka. Niestety, tak dobrze nie było. Polityce kursowej Polski w latach 1990-2001 można zarzucić przede wszystkim podejmowanie dobrych decyzji z opóźnieniem, ostatnio zaś niepodejmowanie interwencji walu-

[15] Pierwsze i - jak dotąd - jedyne obszerniejsze omówienie tego systemu w języku polskim zawarte jest w pracy E. Pietrzak: *Wymienialność złotego*. Biblioteka Menedżera i Bankowca. Warszawa 1996.

[16] Tamże, s. 165-167.

[17] Według stanu na połowę sierpnia 2001 r. w Estonii oraz Bośni i Hercegowinie jest nią marka niemiecka, natomiast na Litwie oraz w Bułgarii euro.

towych obliczonych na osłabienie kursu złotego wobec walut obcych, który nadzwyczajnie się wzmocnił od grudnia 2000 do czerwca 2001 r.

Jednocześnie warto pamiętać, że poważne błędy polityki kursowej Republiki Czeskiej, a w pewnym stopniu także Węgier przyczyniły się w dużym stopniu do wybuchu kryzysu walutowego w tych krajach.

Sądzę, że byłoby bardzo źle dla polskiej gospodarki, gdyby tak skuteczne i wyrafinowane narzędzie antykryzysowe i antywstrząsowe, jakim jest płynny kurs walutowy (całkowicie płynny, tj. *clean floating*) lub kurs kierowany płynny (*managed floating*) zostało zastąpione kursem nadzwyczajnie sztywnym, który jest cechą system UEP. Dodajmy, że sztywność kursowa systemu UEP jest znacznie większa niż w przypadku polityki klasycznego sztywnego kursu walutowego, którą była np. polityka kursowa stosowana w Polsce od stycznia 1990 do października 1991 r.

Po drugie, ewentualne zastosowanie UEP w Polsce pociągnęłoby za sobą obniżenie tempa wzrostu gospodarczego, które skądinąd osłabło w latach 2000-2001. Potwierdza to m.in. doświadczenie Estonii z pierwszych kilku lat po wprowadzeniu UEP, a także Meksyku i Argentyny z ostatnich około 7-8 lat. Otóż Meksyk po kryzysie walutowym z okresem 1994-1995 nie wprowadził systemu UEP, uczyniła to natomiast nieco wcześniej Argentyna. Tempo wzrostu gospodarczego Meksyku jest od tamtego czasu znacznie szybsze niż Argentyny.

Po trzecie, chociaż UEP sprzyja prowadzeniu twardej polityki fiskalnej, to nie musi automatycznie zapewniać obniżenia stopy inflacji.

Po czwarte, system UEP nie byłby w stanie w jakimkolwiek stopniu pomóc w rozwiązywaniu kluczowych problemów polskiej gospodarki, a mianowicie jej restrukturyzacji i prywatyzacji przestarzałych gałęzi produkcji.

Po piąte, wprowadzenie systemu UEP zwiększałoby ryzyko kryzysu bankowego.

Uznając system UEP za dziewiętnastowieczny, prymitywny sposób prowadzenia polityki pieniężnej i polityki kursowej oraz organizacji systemu dewizowego i systemu pieniężnego, w konkluzji stwierdzamy, że jego współczesne zastosowanie ma sens tylko w sytuacjach nadzwyczajnych dla gospodarki lub państwa. Do takich sytuacji można zaliczyć: stan bezpośrednio po uzyskaniu niepodległości, po zakończeniu wojny, po rewolucji, całkowite rozprzężenie finansów publicznych, a także niezdolność do samodzielnego prowadzenia polityki pieniężnej.

Każdy z krajów, które w latach 90. XX w. zastosowały system UEP, znajdował się co najmniej w jednej z wymienionych nadzwyczajnych sytuacji. Szczególnie dotyczy to Estonii, Litwy, Bośni i Hercegowiny.

Bez względu na to, jak krytycznie zostanie ocenione pogorszenie finansów publicznych w 2001 r. czy błędy Rady Polityki Pieniężnej w latach 2000-2001 oraz jej kłopoty w walce z inflacją w latach 1998-2001, system UEP zupełnie nie pasuje do realiów ekonomicznych, politycznych i społecznych Polski lat 2001-2002.

W Polsce pokomunistycznej był tylko jeden moment, w którym można było brać pod uwagę zastosowanie systemu *currency board*. Był to przełom 1989 i 1990 r., kiedy rozpoczęto budowę gospodarki rynkowej oraz uruchomiono tzw. terapię szokową. Teoretycznie rzecz biorąc, system UEP mógł być alternatywą dla tej szokowej terapii. Szczęśliwie dla Polski nie tylko nie wprowadzono tego systemu, ale nawet nie rozważano takiej ewentualności. Mimo że tzw. terapia szokowa była rozwiązaniem dotkliwym dla większości społeczeństwa, a jednocześnie obarczonym - jak się okazało w praktyce - kilkoma ważnymi błędami, w sumie była pomysłem skutecznym, przy którym system UEP wygląda znacznie gorzej i drożej.

Podpowiadanie naszemu krajowi wprowadzenia systemu UEP w dwunastym roku jednej z najbardziej udanych transformacji wśród byłych krajów socjalistycznych jest po prostu nieodpowiedzialne, a jednocześnie dowodzi nieznajomości rzeczy. Tym bardziej że właśnie Polska może pochwalić się w sumie najlepszymi wśród tych krajów głównymi parametrami makroekonomicznymi w latach 1990-2001.

Mimo że dyskwalifikacja wprowadzenia systemu UEP z przyczyn wewnętrznych jest wystarczająca, odrzucenie tego pomysłu można także łatwo uzasadnić z przyczyn zewnętrznych, tj. z punktu widzenia polskich zabiegów o członkostwo w Unii Europejskiej oraz udział w strefie euro.

Ewentualne wprowadzenie systemu UEP w Polsce zostałoby bowiem odebrane za granicą jako fiasko polityki makroekonomicznej powadzonej przez nasz kraj, a w pewnym zakresie nawet jako przejaw niepowodzenia transformacji. Byłaby to chyba jedna z najgorszych rekomendacji dla polskich zabiegów o udział w Unii Europejskiej i strefie euro.

I na koniec tego wątku wniosek najbardziej praktyczny. Jak pokazuje przykład Estonii, dojście do euro na skróty poprzez system UEP nie jest wykonalne także dlatego, że nie poprze takiego działania Unia Europejska. Naturalnie, Unia Europejska nie będzie protestowała przeciwko wprowadzeniu UEP w jakimkolwiek kraju kandydackim. Ale raczej na pewno nie zgodzi się na bezpośrednie przejście takiego kraju od UEP do strefy euro przed uzyskaniem przezeń członkostwa w Unii Europejskiej i przed spełnieniem kryteriów konwergencji z Maastricht.

Intelektualnie ciekawszym pomysłem od systemu *currency board* jest z pewnością propozycja euroizacji Polski[18]. Także merytorycznie jest to pomysł nieco

[18] Autorami koncepcji euroizacji Polski byli A.S. Bratkowski i J. Rostowski: Pierwsza wersja tej koncepcji zob. *Zlikwidować złotego.* „Rzeczpospolita" nr 55 z 6 marca 1999 r.

lepszy dla Polski niż system UEP. Jednak podobnie jak system UEP również euroizacja nie byłaby korzystna dla Polski jako sposób włączenia naszego kraju do strefy euro Gdyby ją można było zrealizować, byłaby po prostu mniej kosztowna od systemu *currency board*. Największą jednak słabością koncepcji euroizacji Polski jest to, że w przeciwieństwie do systemu UEP - jest ona praktycznie niewykonalna.

Koncepcja euroizacji, polegająca na jednostronnym zastąpieniu złotego przez euro jeszcze przed przystąpieniem Polski do Unii Europejskiej, ma dwie wersje[19]. Pierwszą z nich można określić jako romantyczno-naiwną, natomiast drugą jako ugodową.

Z uwagi na to, że pomysł euroizacji Polski był wielokrotnie prezentowany w polskiej prasie ekonomicznej, poniżej przedstawiamy tylko jego najważniejsze założenia.

Zarówno w wersji pierwotnej, jak i poprawionej były one następujące.

Po pierwsze i najważniejsze: wyznaczonego dnia x następuje zamiana prawnego środka płatniczego w Polsce ze złotego na euro. W następstwie tego posunięcia wszystkie ceny, należności i zobowiązania wyrażone do dnia x w złotych zostałyby po jednolitym kursie przeliczone na euro. Banknoty i monety złotowe pozostawałyby w obiegu do czasu ich naturalnego wycofania przez NBP - podobnie jak przy denominacji złotego 1 stycznia 1995 r.

Po drugie, przedstawiona w poprzednim punkcie zamiana złotego na euro sprawiłaby, że Polska stałaby się krajem stabilności walutowej: złotemu przestałby zagrażać jakikolwiek kryzys walutowy z tego prostego powodu, że nie byłoby już przedmiotu spekulacji. Można przyjąć, że byłaby to najważniejsza korzyść z euroizacji Polski.

Po trzecie, euroizacja Polski doprowadziłaby do szybkiego obniżenia stopy inflacji w Polsce do średniej Unii Europejskiej, a także do radykalnego obniżenia stóp procentowych z obecnego poziomu blisko 20% do 5% występujących w Unii Europejskiej.

Zasadniczą różnicą miedzy dwiema wersjami koncepcji euroizacji jest to, że w pierwszej autorzy w ogóle nie interesują się tym, czy warto zapytać o zgodę drugą stronę, tj. Unię Europejską. Nie tylko nie pytają o taką zgodę, ale w ogóle nie przejmują się tym, czy Unii Europejskiej pomysł się podoba, czy też nie, a nawet jakimikolwiek komentarzami ze strony tej organizacji. Wyjściową koncepcję euroizacji można by porównać z hipotetyczną jednostronną inicjatywą np. Albanii lub Tadżykistanu, której celem byłoby zastąpienie złotym odpowiednio albańskiego leka oraz tadżyckiego rubla bez jakiejkolwiek konsultacji czy rozmów władz monetarnych tych państw z polskim rządem i Narodowym Bankiem Polskim.

Wersja poprawiona, która pojawiła się blisko dwa lata później, nie zawiera już tego elementarnego błędu. Zwolennicy euroizacji dostrzegli w międzyczasie drugą stronę i proponują Unii Europejskiej negocjacje z Polską na temat jednostronnego zastąpienia złotego przez euro. Być może dlatego, że zachęcił ich wspomniany przykład Estonii z początku 2000 r. i Czarnogóry[20] z początku 2001 r., które zwróciły się z prośbą o konsultacje w tej sprawie do Unii Europejskiej.

Ciągle nie zdają sobie jednak sprawy z tego, że jakakolwiek inna droga - niż ta, którą odbyło 12 krajów eurolandu - dochodzenia do strefy euro przez kraje kandydackie w ogóle nie wchodzi w rachubę. Jest tak z tej prostej przyczyny, że byłoby to sprzeczne z traktatami europejskimi oraz wynikającą z nich zasadą równego traktowania obecnych i nowych członków UGW. Taką właśnie interpretację projektu euroizacji przedstawiły w czerwcu 2000 r. Komisja Europejska i Rada Europy. Stąd też Unia Europejska nie podejmie, bo nie może, jakichkolwiek dyskusji na temat drogi na skróty. Co najwyżej w rachubę mogą wchodzić rozmowy czysto akademickie.

Nowym elementem poprawionej wersji euroizacji - związanym także z dostrzeżeniem drugiej strony - jest przedmiot proponowanych negocjacji. Otóż w zamian za zgodę Unii Europejskiej na szybką jednostronną euroizację Polski nasz kraj miałby zaoferować opóźnienie od dwa lata przystąpienia do UGW oraz zgodę na zmianę kryteriów z Maastricht. W tym drugim przypadku miałoby chodzić głównie o złagodzenie kryterium inflacyjnego (co ułatwiłoby naszemu krajowi spełnienie najtrudniejszego dla polskiej gospodarki kryterium z Maastricht) oraz zaostrzenie kryterium fiskalnego.

Gdyby popuścić wodze fantazji i założyć, że Unia Europejska - wbrew ustalonym przez siebie zasadom - zgodzi się na jednostronną euroizację Polski, to z całą pewnością nie uczyniłaby tego na przedstawionych wyżej warunkach. Są one bowiem jednostronnie korzystne dla Polski i jednostronnie niekorzystne dla Unii Europejskiej. Gdyby zostały przez nią zaakceptowane, byłby to najgorszy traktat handlowy, jaki Unia Europejska podpisała w całej swojej dotychczasowej historii.

Ale wróćmy do rzeczywistości. Propozycja kontraktu z Unią Europejską o euroizacji Polski zawiera dwa błędne założenia.

Po pierwsze to, że nowi członkowie Unii Europejskiej być może będą wstępować do strefy euro według innych kryteriów niż sformułowane w Traktacie z Maastricht. Tak jednak nie będzie. Potwierdził to w stycz-

[19] Druga wersja była również autorstwa A. S. Bratkowskiego i J. Rostowskiego. Zob. *Polska - Unia Europejska. Warto przygotować się do jednostronnego zastąpienia złotego przez euro, a decyzję o tym, jaką drogę do EMU ostatecznie wybrać, uzależnić od wyników negocjacji z Unią. Albo kryzys walutowy, albo recesja.* „Rzeczpospolita" nr 35 z 10-11 lutego 2001 r.

[20] *Czarnogóra. Euro poza Eurolandem. „Gazeta Wyborcza" nr 44 z 21 lutego* 2001 r., s. 22.

niu 2001 r. wiceprezes Europejskiego Banku Centralnego Christian Noyer[21].

Po drugie to, że istnieje jakaś magiczna data, od której można by liczyć „opóźnienie o dwa lata przystąpienia do UGW". Otóż takiej daty nie ma. Być może autorzy mają na myśli koniec dwuletniego okresu uczestnictwa w ERMII, który teoretycznie powinien zaczynać się w momencie uzyskania członkostwa w Unii Europejskiej przez kandydata do strefy euro. Być może mają na myśli początek tego okresu. Jak pokazuje przykład Finlandii, taka stała data po prostu nie istnieje. Finlandia stała się członkiem Unii Europejskiej w styczniu 1995 r. Jednakże marka fińska nie została włączona do ERMI w styczniu 1995 r., lecz blisko dwa lata później, w październiku 1996 r. Zagadnienie to obszerniej jest omówione nieco dalej.

Oprócz praktycznej niewykonalności koncepcja euroizacji Polski ma wiele słabości merytorycznych. Są one na tyle istotne, że gdyby euroizacja była nawet praktycznie wykonalna, nie należałoby jej przeprowadzać.

Z tego punktu widzenia kluczowym mankamentem euroizacji jest duża nieadekwatność tego pomysłu do obecnej sytuacji makroekonomicznej, politycznej i społecznej Polski - podobnie jak analizowanego wcześniej systemu UEP. Otóż tak jak wprowadzenie systemu UEP zupełnie nie pasowałoby do realiów ekonomicznych, społecznych i politycznych Polski lat 2001-2002, tak równie nieprzystające do tych realiów byłoby jednostronne zastąpienie waluty narodowej nawet tak ważną walutą międzynarodową jak euro, które zresztą - co ważniejsze - wcześniej lub później stanie się prawnym środkiem płatniczym na obszarze Polski.

Chodzi o to, że dobrowolna oraz jednostronna rezygnacja z waluty narodowej na rzecz międzynarodowej miałaby sens - podobnie jak ewentualne uruchomienie systemu UEP - tylko w sytuacji nadzwyczajnej dla gospodarki lub państwa. Jak podkreślaliśmy wcześniej, do takich sytuacji można zaliczyć: stan bezpośrednio po uzyskaniu niepodległości, po zakończeniu wojny, po rewolucji, całkowite rozprzężenie finansów publicznych, a także niezdolność do samodzielnego prowadzenia polityki pieniężnej. Żadna z tych sytuacji nie występowała w Polsce w ostatnich latach i nic nie wskazuje na to, żeby miała wystąpić w dającej się przewidzieć przyszłości.

Możemy więc powtórzyć konkluzję sformułowaną wcześniej przy okazji rozważania ewentualności wprowadzenia systemu UEP w Polsce: bez względu na to, jak krytycznie zostanie ocenione pogorszenie finansów publicznych w 2001 r. czy błędy Rady Polityki Pieniężnej w latach 2000-2001 oraz jej kłopoty w walce z inflacją w latach 1998-2001, jednostronne zastąpienie złotego przez euro zupełnie nie pasuje do realiów ekonomicznych, politycznych i społecznych Polski lat 2001-2002.

W Polsce pokomunistycznej był tylko jeden moment, w którym można było brać pod uwagę zastąpienie złotego walutą międzynarodową. Był to przełom 1989 i 1990, kiedy rozpoczęto budowę gospodarki rynkowej oraz uruchomiono tzw. terapię szokową. Teoretycznie rzecz biorąc, alternatywą szokowej terapii lub jej kluczowym elementem mogła być - praktycznie znacznie zaawansowana w latach 70. i 80. XX wieku - dolaryzacja Polski. Do pełnej dolaryzacji Polski brakowało tylko ustanowienia dolara USA jako legalnego środka płatniczego we naszym kraju obok lub zamiast złotego. Taka pełna dolaryzacja gospodarki występuje od lat w Panamie oraz Liberii. Pierwszemu rządowi niekomunistycznemu w Polsce po II wojnie światowej nie zabrakło ani wiedzy, ani wyobraźni, żeby nie powtarzać przykładu Panamy czy Liberii. Byłoby to bowiem rozwiązanie znacznie gorsze od zastosowanej terapii szokowej ze złotym - jako walutą narodową - w roli głównej. Co więcej, pełna dolaryzacja Polski nie była wtedy - podobnie jak wprowadzenie systemu UEP - nawet poważnie rozważana.

Zauważmy jednocześnie, że samo sugerowanie, iż Polska mogłaby dokonać jednostronnej euroizacji lub że tylko rozważa taką ewentualność, mogło zostać niedobrze odebrane za granicą; przede wszystkim jako fiasko polityki makroekonomicznej powadzonej przez nasz kraj oraz wyraz niezdolności polskich władz monetarnych do samodzielnego prowadzenia polityki pieniężnej i braku umiejętności zapanowania nad finansami publicznymi. W pewnym stopniu pomysł euroizacji mógł zostać odebrany nawet jako przejaw niepowodzenia transformacji. Jeżeli tak to byłaby to chyba jedna z najgorszych rekomendacji dla polskich zabiegów o udział w Unii Europejskiej i strefie euro.

Pomysł euroizacji szczęśliwie raczej nie wyrządził tego typu szkód, jako że nie uzyskał najmniejszego nawet poparcia ze strony polskich władz walutowych. Narodowy Bank Polski szybko i lakonicznie zdystansował się bowiem od propozycji jednostronnego zastępowania złotego przez euro, natomiast rząd nie musiał nawet tego czynić, gdyż euroizacja jest z definicji sprzeczna z rządowym planem dochodzenia Polski do strefy euro, zawartym w przedstawionym wcześniej dokumencie przyjętym w czerwcu 1999 r. przez Radę Ministrów pt. *Strategia Finansów Publicznych i Rozwoju Gospodarczego. Polska 2000-2010.*

Stąd koncepcja euroizacji Polski nie zdobyła zainteresowania za granicą, tym bardziej, że w samej Polsce od początku została odebrana uznana za niekonwe-

[21] „Będziemy stosowali kryteria z Maastricht wobec nowych, wchodzących do strefy euro państw, w taki sam sposób, w jaki stosowaliśmy je wobec poprzednich". Zob. „The Financial Times" z 18 stycznia z 2001 r., s. 2.

ncjonalny, trochę prowokacyjny i trochę żartobliwy, nie mający umocowania politycznego oraz instytucjonalnego - pomysł ekspercki.

Bardzo ważną słabością projektu euroizacji jest wczesna rezygnacja z płynnego kursu walutowego złotego oraz zastąpienie go kursem sztywnym, a także brak precyzji w określeniu kursu, po którym złoty miałby zostać związany z euro, a następnie zastąpiony przez jednostkę europejską.

Jak wykazywaliśmy wyżej, kierowany płynny kurs walutowy jest doskonałym narzędziem polityki makroekonomicznej, które znakomicie ułatwia dostosowywanie się do wstrząsów zewnętrznych, a jednocześnie zdecydowanie pomaga unikać kryzysu walutowego. Pozbywanie się takiego narzędzia powinno mieć miejsce tylko wtedy, gdy uzyskiwana w zamian korzyść jest większa od poniesionej straty. Z całą pewnością nie jest nią jednostronna euroizacja.

Co więcej, autorzy projektu euroizacji Polski chcieliby szybkiego usztywnienia kursu złotego. Zarówno w wersji romantyczno-naiwnej, jak i ugodowej jest mowa o około półtorarocznym okresie przygotowawczym. Inaczej mówiąc, przez około półtora roku miałoby miejsce kształtowanie się kursu złotego do euro, po którym właśnie złoty byłby zastępowany przez euro.

Szybkie usztywnienie kursu złotego nie byłoby dla Polski korzystne z tego powodu, iż musiałoby się dokonać w warunkach realnej i nominalnej nadwartościowości polskiego pieniądza. Gdyby nawet wzięto pod uwagę tę nadwartościowość, drugą pod względem rozmiarów wśród 42 krajów zaliczanych do tzw. rynków wschodzacych[22] i zdecydowano się na dewaluacyjne obniżenie kursu złotego w momencie x (tj. zastąpienie złotego przez euro), to i tak złoty byłby zamieniany na euro po kursie zawyżonym (czyli ciągle nadwartościowym) w stosunku do tego, który wystąpi za kilka lat, powiedzmy w latach 2005 - 2007, kiedy polski pieniądz najprawdopodobniej zostanie włączony do systemu ERMII.

Zastąpienie złotego przez euro po zawyżonym kursie polskiego pieniądza uważam za szczególnie niebezpieczne z tego powodu, że zagrażałoby ekonomicznemu interesowi Polski. Otóż - jak pokazuje m.in. doświadczenie unii walutowej RFN i NRD z 1990 r. - przewartościowany kurs waluty znikającej (w tamtym wypadku marka NRD) wobec waluty przejmującej (w tamtym wypadku marki RFN) może doprowadzić do długotrwałej recesji w kraju tej pierwszej waluty.

Rzetelność nakazuje jednak zauważyć, że wczesne usztywnienie kursu złotego wobec euro jest wadą nie tylko projektu euroizacji. Ten sam zarzut dotyczy pomysłu wprowadzenia systemu UEP, a także zbyt wczesnego wejścia przez Polskę na tradycyjną drogę dochodzenia do strefy euro, tj. poprzez spełnienie kryteriów konwergencji z Maastricht oraz włączenie złotego do ERMII. Szczegółowiej omawiamy to zagadnienie nieco dalej.

Mankamentem projektu euroizacji jest również to, że w ogóle nie wspomina o bezpośrednich kosztach zastąpienia złotego przez euro, na które złożyłby się wydatek rzędu około 12-13 mld USD na kupno gotówki w Europejskim Banku Centralnym oraz utrata dochodów budżetowych wysokości około 1 mld dol. USA rocznie w postaci zwiększonej podaży pieniądza krajowego.

Koncepcja euroizacji nie budzi zaufania także z uwagi na towarzyszące jej „opakowanie" polityczne. Autorzy napisali: „Euroizacja powinna więc być atrakcyjna dla rządzących. Z tej okazji można skorzystać tylko jeden raz. Czy warto darować ją następnym rządom?"

Sadzę, że wejście Polski do Unii Europejskiej, a następnie do eurolandu powinno być-podobnie jak zakończone sukcesem w 1999 r. zabiegi o członkostwo w NATO - traktowane jako sprawa ogólnopaństwowa, a nie partyjna lub tego czy innego rządu. Strategiczny interes Polski wymaga - podobnie jak w przypadku starań o udział w NATO - ścisłego współdziałania rządu i opozycji w sprawie sposobu i terminu włączania Polski tak do Unii Europejskiej, jak i strefy euro - bez względu na to, jakie partie tworzą w danym momencie rząd, a jakie opozycję. Jakiekolwiek podważanie tej zasady - czy to przez polityków, czy też ekspertów jest - po prostu dla Polski niedobre.

Autorzy koncepcji jednostronnej euroizacji w jej wersji romantyczno-naiwnej (z marca 1999 r.) zakładali, że do zastąpienia złotego przez euro mogłoby dojść już w 2001 r. W momencie pisania tych słów do końca 2001 r. brakuje niespełna pięciu miesięcy i niewiele wskazuje na to, żeby euro stało się w tym czasie prawnym środkiem płatniczym w Polsce.

W wersji ugodowej (z lutego 2001 r.) autorzy koncepcji jednostronnej euroizacji Polski mówią o 2003 r. jako dacie wprowadzenia euro do Polski. Termin ten jest równie nierealny jak pierwszy oraz jakikolwiek inny termin jednostronnej euroizacji Polski. Koncepcja ta po prostu nie ma jakichkolwiek szans wprowadzenia w życie.

Skoro nie system *currency board* ani też jednostronna euroizacja Polski, to jedynym sposobem wprowadzenia naszego kraju do strefy euro pozostaje droga tradycyjna, tj. najpierw członkostwo w Unii Europejskiej, następnie dwuletnie członkostwo w ERMII, spełnienie kryteriów konwergencji z Traktatu z Maastricht i w końcu przystąpienie do UWG.

Szybko czy powoli do strefy euro?

Jestem zdania, że w strategicznym interesie Polski leży jej włączenie do eurolandu i związane z tym zastąpienie zło-

[22] Zob. kwartalne raporty J.P. Morgan pt. *J.P. Morgan real effective exchange rate indices.* Morgan Guaranty Trust Company, New York, s. 28.

tego przez euro. Jednocześnie za korzystniejsze dla naszego kraju uważam późniejsze, a nie wcześniejsze przystąpienie do strefy euro. Różnica między „późniejszym" i „wcześniejszym" udziałem w tej strefie sprowadza się do 2-3 lat. Szczegółowe obliczenie jest następujące. Bez względu na to, czy Polska przystąpi do Unii Europejskiej w roku 2004, 2005, 2006, czy też jeszcze później (najprawdopodobniej w 2005 lub 2006 r.), włączenie złotego do ERMII, a więc usztywnienie jego kursu wobec euro, może nastąpić wraz z datą przyjęcia do UE lub później. To pierwsze oznacza wariant „wcześniejszego" przystąpienia Polski do strefy euro, a to drugie - „późniejszego".

Gdyby więc Polska stała się członkiem Unii Europejskiej od 1 stycznia 2005 r. (co jest najbardziej prawdopodobna datą) i zdecydowała się na szybkie przystąpienie do strefy euro, to złoty zostałby włączony do ERM2 już 1 stycznia 2005 r., a po dwóch obowiązkowych (wymaganych Traktatem z Maastricht) latach, czyli 1 stycznia 2007 r., zostałby zastąpiony przez euro, Polska stałaby się zaś członkiem eurolandu.

Gdyby natomiast Polska zdecydowała się na późniejsze przystąpienie do strefy euro, złoty zostałby włączony do ERM2 nie 1 stycznia 2005 r., lecz 2 - 3 lata później. Jak wspomniano, Finlandia uczyniła to z blisko dwuletnim opóźnieniem. Sądzę, że dla Polski opóźnienie mogłoby wynosić nieco więcej, powiedzmy dwa, a nawet trzy lata. Oznaczałoby to, że polska waluta zostałaby włączona do ERMII 1 stycznia 2007 r. lub nawet dopiero 1 stycznia 2008 r. Jeżeli tak, to nasz kraj stałby się członkiem eurolandu po dalszych dwóch latach, czyli 1 stycznia 2009 r. lub 1 stycznia 2010 r.

Mogłoby się wydawać, że dwa - trzy lata wcześniej lub później w tak strategicznie korzystnej dla naszego kraju sprawie jak członkostwo w eurolandzie są bez większego znaczenia lub nawet, że im wcześniej, tym lepiej. Otóż tak nie jest.

Te dwa - trzy lata więcej są potrzebne po to, żeby nasz kraj mógł lepiej przygotować się do członkostwa w strefie euro. Dwunastoletnie doświadczenie transformacji w Polsce dowodzi bowiem, że w ciągu dwóch, a tym bardziej trzech lat gospodarka wyraźnie i korzystnie się zmienia zarówno tak pod względem stopnia rozwoju, jak i potencjału oraz struktury.

Trzy podstawowe przyczyny przemawiają za późniejszym, a nie wcześniejszym udziałem Polski w eurolandzie. Wszystkie trzy mają kluczowe znaczenie dla pomyślności polskiej gospodarki w najbliższych latach.

Po pierwsze chodzi o to, że - jak dowodziliśmy wyżej - szybkie usztywnienie kursu złotego nie byłoby dla Polski korzystne z tego powodu, że musiałoby się dokonać w warunkach realnej i nominalnej nadwartościowości polskiego pieniądza. To z kolei byłoby czynnikiem prorecesyjnym na długie lata.

Bardzo cenne w tym względzie jest dla Polski wzmiankowane doświadczenie Finlandii z lat 1995-1996, związane z opóźnianiem udziału tego kraju w ERM, a tym samym w UWG. Finlandia nie włączyła marki do ERM wraz z uzyskaniem członkostwa w Unii Europejskiej 1 stycznia 1995 r., lecz dopiero 24 października 1996 r. - dlatego, że nie chciała dopuścić do usztywnienia kursu marki wobec euro na zawyżonym dla Finlandii poziomie. Fińskie władze monetarne bardzo dobrze zdawały sobie bowiem sprawę z tego, że kurs marki z miesięcy bezpośrednio poprzedzających przystąpienie tego kraju do Unii Europejskiej był znacznie przewartościowany: wyraźnie przeszacowywałby potencjał gospodarczy Finlandii, natomiast odzwierciedlałby sztuczny popyt na fińską markę, wywołany entuzjazmem inwestorów wobec członkostwa Finlandii w UE. Władze monetarne Finlandii zakładały jednocześnie, że w pierwszych około dwóch latach członkostwa w Unii Europejskiej kurs marki wobec walut obcych musi się obniżyć. I tak się też stało. Na jesieni 1996 r. był on wyraźnie niższy w porównaniu do początku 1995 r. Sądzę, że decydując się na włączenie marki do ERM 24 października 1996 r., władze monetarne Finlandii wybrały jeden z najlepszych, a być może najlepszy moment na przeprowadzenie tej operacji.

Po drugie - co równie ważne, a być może nawet ważniejsze - spełnienie kryterium inflacyjnego Traktatu z Maastricht jest dla Polski praktycznie prawie niewykonalne w krótkim okresie. Teoretycznie można by próbować zduszać inflację do poziomu wymaganego przez Traktat, ale ceną musiałoby być dramatyczne obniżenie tempa wzrostu gospodarczego oraz równie dramatyczny wzrost bezrobocia. Założony przez Radę Polityki Pieniężnej średnioterminowy cel inflacyjny: 4% w 2003 r. (grudzień do grudnia), którego osiągnięcie wcale nie oznaczałoby jeszcze spełnienia kryterium inflacyjnego Traktatu z Maastricht, jest - według wielu ekonomistów[23] - nierealistyczny. Słusznie twierdzą oni, że dążenie do obniżenia stopy inflacji do 4% w końcu 2003 r. musiałoby bardzo wyraźnie wpłynąć na obniżenia tempa wzrostu gospodarczego oraz na wzrost stopy bezrobocia w Polsce. Jednocześnie niektórzy[24] z nich trafnie dodają, że dla Unii Europejskiej Polska byłaby znacznie większym problemem, gdyby stopa bezrobocia przekroczyła 20%, niż gdyby obniżanie stopy inflacji było wolniejsze niż wymagania związane z Traktatem z Maastricht.

Po trzecie, jak wykazywano wyżej przy okazji omawiania systemu UEP oraz koncepcji euroizacji, kierowany płynny kurs walutowy jest świetnym narzędziem polityki makroekonomicznej, z którego po prostu nie warto zbyt wcześnie rezygnować.

Wygląda na to, że większość polskich ekspertów z dziedziny finansów międzynarodowych i międzynarodowych stosunków walutowych opowiada się za

[23] Należą do nich m.in. Karol Lutkowski, Witold Orłowski i Andrzej Wojtyna.
[24] Taki pogląd wyraził w lipcu 2001 r. m.in. szef zespołu doradców ekonomicznych prezydenta RP Marek Belka.

wczesnym przystąpieniem Polski do strefy euro. Nieliczni z nich chcieliby to uczynić wręcz błyskawicznie, jak zwolennicy drogi na skróty, którą miałoby być wprowadzenie systemu UEP lub też jednostronna euroizacja Polski. Pozostali z tej grupy opowiadają się za szybkim wejściem Polski do eurolandu drogą tradycyjną, tj. poprzez ERMII.

Jak jednak pokazują doświadczenia polityczne i ekonomiczne wielu krajów, większość nie zawsze ma rację. Bardzo dużo wskazuje na to, że tak jest i w tym przypadku.

Autor niniejszego opracowania nie jest jedynym ekonomistą w Polsce, który tworzy opowiadającą się za późniejszym przystąpieniem Polski do strefy euro mniejszość. Najbardziej konsekwentny pod tym względem wydaje się być były minister finansów[25], który następująco przestrzega przed zbyt wczesnym przystąpieniem do strefy euro: „końska kuracja" systemu finansowego kraju, polegająca na prędkim wprowadzeniu do nieprzygotowanej na to gospodarki pieniądza tak twardego jak euro, mogłaby mieć fatalne skutki. Tego rodzaju terapie stosuje się głównie tam, gdzie sprawy pieniężne zostały tak „zabałaganione", że nie ma już nadziei na ich uporządkowanie metodami mniej wstrząsowymi (a Polska, na szczęście, w takiej sytuacji od dawna już nie jest).

Merytorycznym, a w pewnym stopniu moralnym wsparciem dla późniejszego zamiast wcześniejszego udziału Polski w strefie euro jest również stanowisko niektórych państw członkowskich Unii Europejskich oraz dwóch głównych krajów kandydujących do tego ugrupowania. Oprócz szczegółowo przedstawionego blisko dwuletniego powstrzymywania się Finlandii od udziału w ERM, przypomnijmy, że trzy kraje członkowskie Unii Europejskiej: Wielka Brytania, Szwecja i Dania, chociaż świetnie spełniają kryteria konwergencji Traktatu z Maastricht, ciągle pozostają - z własnego wyboru - poza strefą euro.

Z kolei Węgry i Czechy - liderzy (obok Estonii i Słowenii) wśród byłych krajów socjalistycznych w wyścigu o członkostwo w Unii Europejskiej, których determinacja w zabiegach o jak najszybsze przystąpienie do tej organizacji została ponownie[26] bardzo ważnymi decyzjami w czerwcu 2001 r. - konsekwentnie podtrzymują wyrażone kilka lat temu stanowisko, że do eurolandu nie będą się spieszyć.

Konkluzją niniejszego rozdziału opracowania oraz całości są dwa kluczowe, a jednocześnie praktyczne wnioski.

Po pierwsze, gdyby Polska została członkiem Unii Europejskiej 1 stycznia 2005 r., złoty nie powinien zostać w tym samym czasie włączony do ERMII, lecz dwa-trzy lata później, czyli między 1 stycznia 2007 r. a 1 stycznia 2008 r. Oznaczałoby to, że Polska zostałaby włączona do strefy euro, a złoty zastąpiony przez euro między 1 stycznia 2009 r. a 1 stycznia 2010 r.

Gdyby jednak Polska przystąpiła do Unii Europejskiej rok później, tj. 1 stycznia 2006 r., złoty powinien zostać zastąpiony przez euro także rok później, tj. między 1 stycznia 2010 r. a 1 stycznia 2011 r.

Po drugie, chociaż w strategicznym interesie Polski jest członkostwo zarówno w Unii Europejskiej, jak i w strefie euro, nie jest dla nas korzystne koncentrowanie się na szybkim wprowadzeniu euro do Polski zamiast zabiegania o szybkie członkostwo w Unii Europejskiej - bez względu na to, czy przyjmuje to formę pomysłów eksperckich, czy jakąkolwiek inną. Tym bardziej że od tego ostatniego zależy udział Polski w eurolandzie oraz zastąpienie złotego przez euro.

Co więcej, właśnie z punktu widzenia strategicznego interesu Polski ważne jest nie tylko szybkie przystąpienie naszego kraju do Unii Europejskiej, lecz również sposób i charakter integracji europejskiej w ramach tej organizacji. Polska może w jakimś stopniu wpływać zarówno na sposób, jak i na charakter integracji w ramach UE. Właśnie w 2001 r. ponownie można było zobaczyć wielkie różnice w rozumieniu tego, czym ma być Unia Europejska, przez jej dwa kluczowe państwa.

Zgadzam się z komentatorem „Rzeczpospolitej", który twierdzi[27], że w interesie Polski leży poparcie niemieckiej koncepcji ściślejszej integracji Europy niż francuskiej koncepcji luźniejszej integracji europejskiej, która czasami nazywana jest „Europą ojczyzn". W tym pierwszym przypadku Polska wtopiłaby się po prostu w wielką Europę, w tym drugim zaś zawsze może zostać z niej wyłuskana.

[25] Zob. K. Lutkowski: *Od złotego do euro.* „Prawo i Gospodarka. Magazyn Finansowy", nr 1 z 3 stycznia 2000 r. Zob. również tego autora: U*nifikacja walutowa Europy a przyszłość złotego.* „Bank i Kredyt" nr 7-8/1999.

[26] Po pierwsze, chodzi o decyzję rządu Węgier, znoszącą z dniem 15 czerwca 2001 r. wszystkie istniejące do tamtego momentu restrykcje walutowe wobec transakcji kapitałami krótkoterminowymi między Węgrami a światem zewnętrznym. Dzięki temu posunięciu forint stał się walutą w zasadzie całkowicie wymienialną. Używam zwrotu „w zasadzie" dlatego, że Węgry nadal stosują ograniczenia wobec zakupów nieruchomości przez nierezydentów (obrót nieruchomościami między nierezydentami a rezydentami uznawany jest przez OECD, MFW i Unię Europejską za ważny składnik obrotów kapitałowych). Niemniej jednak, od 15 czerwca 2001 r. Węgry są, obok Armenii, tym byłym krajem socjalistycznym, który stosuje najmniej ograniczeń dewizowych.
Po drugie, chodzi o zapowiedzi rządów Węgier i Republiki Czeskiej, także z czerwca 2001 r., że gotowe są przystać na żądanie Unii Europejskiej, żeby ograniczenia wobec zakupów nieruchomości przez nierezydentów nie trwały dłużej niż siedem lat od przystąpienia tych krajów do Unii Europejskiej (dla porządku przypomnijmy, że Polska żąda 18-letniego okresu ochronnego).

[27] Zob. J. Majcherek, wyd. cyt.

BANK I KREDYT listopad-grudzień 2001

Proces etapowego dochodzenia Polski do euro

*Konrad Szeląg**

Wprowadzenie

Na szczycie Rady Europejskiej w Kopenhadze (w czerwcu 1993 r.) ustalono, że przystąpienie państw Europy Środkowej i Wschodniej do Unii Europejskiej (UE) nastąpi niezwłocznie po przyjęciu zobowiązań wynikających z członkostwa, w drodze spełnienia przez nie warunków ekonomicznych i politycznych. Zgodnie z kryteriami kopenhaskimi, uzyskanie członkostwa w UE wymaga:

- stworzenia stabilnych warunków dla funkcjonowania instytucji demokratycznych, zapewniających rządy prawa, respektowanie praw człowieka oraz ochronę mniejszości narodowych;
- stworzenia sprawnie funkcjonującej gospodarki rynkowej, zdolnej do sprostania presji konkurencyjnej i siłom rynkowym UE;
- zdolności do przejęcia zobowiązań wynikających z członkostwa, w tym podzielania celów unii politycznej, gospodarczej i walutowej.

Kilka miesięcy po szczycie w Kopenhadze, 1 listopada 1993 r., wszedł w życie Traktat o Unii Europejskiej (Traktat z Maastricht), który postawił przed państwami członkowskimi UE (a pośrednio także przez państwami kandydującymi) następne kryteria - tym razem dotyczące kolejnego stadium integracji, tj. przystąpienia do Unii Gospodarczej i Walutowej (UGW). Kryteria te, zwane kryteriami zbieżności gospodarczej, dotyczą stabilności cen, długookresowych stóp procentowych, kursu walutowego, deficytu budżetowego, długu publicznego, a także niezależności banku centralnego.

Etapy dochodzenia państw członkowskich UE do euro

Na przełomie lat sześćdziesiątych i siedemdziesiątych po raz pierwszy pojawiła się idea utworzenia unii gospodarczej i walutowej w ramach EWG (na szczycie w Hadze w 1969 r.). Szczegółowy plan w tym zakresie przedstawiono w 1970 r. w tzw. raporcie lub planie Wernera. **Plan Wernera** zakładał utworzenie unii gospodarczej i walutowej w ciągu 10 lat, tj. do końca 1980 r. Plan ten przewidywał, że nastąpi to **w trzech etapach**, nie precyzując jednak konkretnych działań, które miałyby zostać przeprowadzone przez państwa członkowskie na poszczególnych etapach (z wyjątkiem etapu pierwszego 1971-1973 r.). Ostatecznie plan Wernera zakończył się niepowodzeniem, o czym zadecydowało wiele przyczyn, takich jak światowe kryzysy walutowe i gospodarcze (załamanie się systemu z Bretton Woods i tzw. pierwszy kryzys naftowy), brak odpowiednich podstaw prawnych (przepisów traktatowych dotyczących unii gospodarczej i walutowej), brak zbieżności gospodarczej wśród państw EWG.

Na przełomie lat osiemdziesiątych i dziewięćdziesiątych powrócono do koncepcji unii walutowej i wspólnej waluty. Istotną rolę w określeniu sposobu

*Autor pragnie serdecznie podziękować Pani Renacie Żak, Zastępcy Naczelnika Wydziału Integracji Europejskiej w Departamencie Zagranicznym NBP, za współpracę przy opracowywaniu niektórych fragmentów niniejszego wystąpienia.

dojścia do UGW odegrał tzw. **raport Komitetu Delorsa**, w którym zaproponowano podział procesu dochodzenia do jednolitej waluty na **trzy etapy**, nie precyzując jednak konkretnych dat rozpoczęcia tych etapów. Daty te ustalono później; datę rozpoczęcia pierwszego etapu - na szczycie Rady Europejskiej w Madrycie w czerwcu 1989 r., zaś daty rozpoczęcia drugiego i trzeciego etapu - na szczycie Rady Europejskiej w Maastricht w grudniu 1991 r., kiedy przyjęto Traktat o Unii Europejskiej.

Pierwszy etap rozpoczął się 1 lipca 1990 r., a zakończył się 31 grudnia 1993 r. Najważniejszym zadaniem na tym etapie było **utworzenie jednolitego rynku europejskiego**, opartego na tzw. czterech swobodach (swobodnym przepływie ludzi, towarów, usług i kapitału na terenie UE). Szczególny nacisk położono na zniesienie wszelkich istniejących ograniczeń w swobodnym przepływie kapitału zarówno wewnątrz Wspólnoty, jak i w relacjach z państwami trzecimi.

Drugi etap rozpoczął się 1 stycznia 1994 r., a zakończył się 31 grudnia 1998 r. Najważniejszym zadaniem na tym etapie było spełnienie przez państwa członkowskie **kryteriów zbieżności gospodarczej** warunkujących przystąpienie do UGW, powołanie Europejskiego Instytutu Walutowego jako prototypu przyszłego Europejskiego Banku Centralnego, a także zapewnienie pełnej **niezależności banków centralnych**, w tym harmonizacji ich statutów z Traktatem oraz Statutem EBC i ESBC.

Trzeci etap rozpoczął się 1 stycznia 1999 r. Etap ten to finalne stadium wdrażania UGW, na którym została wprowadzona **jednolita europejska waluta**, zastępująca waluty narodowe. Wraz z rozpoczęciem trzeciego etapu podjął działalność **Europejski Bank Centralny** (EBC) i **Europejski System Banków Centralnych** (ESBC). W związku z tym narodowe banki centralne musiały przekazać swe wcześniejsze uprawnienia do formułowania i realizacji samodzielnej polityki pieniężnej na rzecz EBC i prowadzonej przez niego **jednolitej polityki pieniężnej**.

Powyższy ogólny podział na etapy dochodzenia do UGW można uszczegółowić, wyróżniając w ich ramach krótsze okresy. Dotyczy to w szczególności etapów najbardziej zaawansowanych, tj. drugiego i trzeciego, które można podzielić na trzy charakterystyczne okresy wprowadzania euro w formie gotówkowej:

- **okres przygotowawczy** (od 1 maja 1998 r. do 31 grudnia 1998 r.) - ustalenie składu strefy euro, określenie nieodwołalnych kursów wymiany, a także utworzenie EBC;

- **okres przejściowy** (od 1 stycznia 1999 r. do 31 grudnia 2001 r.) - wprowadzenie euro w formie bezgotówkowej, a także rozpoczęcie działalności przez EBC i ESBC;

- **okres końcowy** (od 1 stycznia 2002 r. do 28 lutego 2002 r.)[1] - okres podwójnego obiegu walut narodowych UGW i euro; po jego zakończeniu waluty narodowe stracą status prawnego środka płatniczego i zostaną wycofane z obiegu, a jedynym prawnym środkiem płatniczym będą wprowadzone do obiegu w ich miejsce banknoty i monety euro[2].

Etapy dochodzenia Polski do euro

Państwa kandydujące, w tym również w Polska, dokonują stopniowej integracji z UE, co jest zgodne ze wspólnotową strategią rozszerzania UE. Potwierdza to ubiegłoroczny dokument Komisji Europejskiej *Enlargement Strategy Paper*, opublikowany razem z okresowym raportem o Polsce - *Regular Report from the Commission on Poland's Progress Towards Accession* - na początku listopada 2000 r. Dokument ten dzieli integrację państw kandydujących na trzy fazy:

1) fazę przedczłonkowską,
2) fazę członkostwa w UE,
3) fazę przystąpienia do UGW (przyjęcia euro).

Faza przedczłonkowska

Pierwszym ważnym krokiem Polski na drodze do UE są rozpoczęte w 1998 r. **negocjacje o członkostwo w UE** (jednym z 29 obszarów negocjacyjnych jest „Unia Gospodarcza i Walutowa"). Wstępnym etapem negocjacji był proces przeglądu prawa (tzw. *screening*) pod kątem jego zgodności z prawem wspólnotowym (*acquis communautaire*). Screening w obszarze „Unia Gospodarcza i Walutowa" odbył się w grudniu 1998 r., natomiast w grudniu 1999 r. negocjacje na tym obszarze zostały tymczasowo zamknięte.

Stanowisko negocjacyjne Polski w obszarze „Unia Gospodarcza i Walutowa" dotyczy koordynacji polityki gospodarczej, fiskalnej, pieniężnej i kursowej oraz docelowego etapu przyjęcia jednolitej waluty euro. Stanowisko zawiera deklarację gotowości przyjęcia przez Polskę ustawodawstwa wspólnotowego w tej dziedzi-

[1] Początkowo przewidywano, że okres końcowy będzie trwał sześć miesięcy (do 30 czerwca 2002 r.), zakładając jednocześnie, że może on zostać skrócony przez prawodawstwa poszczególnych państw członkowskich UE. Większość państw strefy euro postanowiła skrócić ten okres do dwóch miesięcy (do 28 lutego 2002 r.), a niektóre nawet jeszcze bardziej - Francja (do 17 lutego 2002 r.), Irlandia (do 9 lutego 2002 r.), Holandia (do 27 lutego 2002 r.).

[2] Wyjątkowa sytuacja będzie miała miejsce w Niemczech. Mimo że marka niemiecka zachowa status prawnego środka płatniczego tylko do 31 grudnia 2001 r., jednak - zgodnie ze wspólną deklaracją zrzeszeń zawodowych z 22 października 1998 r. do 28 lutego 2002 r. możliwe będzie posługiwanie się w handlu detalicznym banknotami i monetami nominowanymi w markach w zakresie określonym w powyższej deklaracji. Szerzej na ten temat: K. Szeląg, M. Glibowska, S. Jakubiec, B. Pawełczyk: *Analiza przygotowań państw członkowskich UE i państw kandydujących do wprowadzenia euro w formie gotówkowej*. Materiały i Studia NBP, zeszyt nr 122, Warszawa, maj 2001 r.

nie do dnia 31 grudnia 2002 r. **Polska** nie zgłasza problemów wymagających prowadzenia rozmów negocjacyjnych w ramach obszaru i **nie wnosi o ustanowienie okresów przejściowych.** Podjęto przy tym zobowiązanie do przeprowadzenia działań dostosowawczych, warunkujących w przyszłości uczestnictwo w UGW, uznając jednocześnie, że wypełnienie kryteriów zbieżności z Maastricht traktowane jest jako długofalowy cel prowadzonej polityki gospodarczej. Zadeklarowano także osiągnięcie gotowości do uczestnictwa w systemie kursowym ERMII, a następnie do przyjęcia jednolitej waluty euro.

Z procesu *screeningu* wynika przede wszystkim konieczność dokonania niezbędnych dostosowań o charakterze prawnym. Pracom harmonizacyjnym muszą jednak towarzyszyć także inne działania dostosowawcze, np. instytucjonalne czy makroekonomiczne.

Jeżeli chodzi o dostosowania prawne, to w ubiegłorocznym „Okresowym Raporcie - Polska 2000" Komisja Europejska stwierdziła, że najpóźniej do końca okresu przedczłonkowskiego państwa kandydujące powinny wdrożyć *acquis* z obszaru „Unia Gospodarcza i Walutowa" (zwłaszcza przepisy Tytułu VII Traktatu - Polityka gospodarcza i walutowa). Komisja oceniła, że Polska przyjęła już znaczną część *acquis*, a pozostałe przepisy prawne wymagające harmonizacji odnoszą się do niezależności banku centralnego. W opinii Komisji, bez względu na wysoki już poziom niezależności polskiego banku centralnego, niezbędna jest **nowelizacja ustawy o NBP**, a w szczególności dotychczasowych przepisów dotyczących udziału przedstawiciela rządu w posiedzeniach Rady Polityki Pieniężnej, gospodarki finansowej NBP i niezależnego zewnętrznego audytu banku centralnego. Zgodnie ze stanowiskiem negocjacyjnym, zmiany te zostaną wprowadzone najpóźniej do 31 grudnia 2002 r. (stosowny projekt nowelizacji ustawy został opracowany przez NBP w sierpniu 2000 r.).

Ponadto, zgodnie z deklaracjami złożonymi podczas negocjacji, Polska wprowadziła regulacje prawne wynikające z jej statusu jako państwa trzeciego wobec jednolitej waluty euro, uchwalając 25 maja 2001 r. **Ustawę o skutkach wprowadzenia wspólnej waluty euro w niektórych państwach członkowskich UE.** Uchwalenia ustawy wyraźnie oczekiwał też polski sektor bankowy[3]. Ustawa, podobnie jak rozporządzenia UE (1103/97, 974/98, 2866/98), reguluje wiele kluczowych zagadnień związanych z euro (ciągłość umów, nieodwołalne kursy wymiany dla euro, okres podwójnego obiegu)[4], a jej podstawowym celem jest zapewnienie płynnego wprowadzenia euro do obiegu i wycofania z obiegu walut narodowych UGW, a także bezpieczeństwa obrotu gospodarczego. Przepisy ustawy **wejdą w życie 1 stycznia 2002 r.**

Komisja Europejska podkreśliła, że uzyskanie zgodności z *acquis* na obszarze „Unia Gospodarcza i Walutowa" jest uwarunkowane zakończeniem procesu liberalizacji przepływu kapitału[5].

Jeżeli natomiast chodzi o dostosowania makroekonomiczne, to zgodnie ze stanowiskiem negocjacyjnym „Unia Gospodarcza i Walutowa", a także *Narodowym Programem Przygotowania do Członkostwa w UE* (NPPC 2000 i 2001), priorytetem polskiej polityki gospodarczej jest wypełnienie kryteriów zbieżności z Maastricht. W stanowisku negocjacyjnym Polska wyraziła również gotowość do **koordynacji polityki gospodarczej** z polityką prowadzoną w ramach UE. Przykładem tego był dokument *Wspólna ocena średniookresowych priorytetów polityki gospodarczej (Joint Assessment of Medium Term Economic Priorities)*, który został przyjęty wspólnie przez Rząd RP i Komisję Europejską w lutym 2000 r. Zgodnie natomiast z najnowszą inicjatywą Komisji Europejskiej, od 2001 r. państwa kandydujące będą opracowywać i przedstawiać tzw. *Przedczłonkowski Program Gospodarczy (Pre-accession Economic Programme)*. Celem tej inicjatywy jest przygotowanie państw kandydujących do członkostwa w UE, a także rozwój ich zdolności instytucjonalnych i analitycznych niezbędnych do uczestnictwa w UGW. Wszystkie państwa kandydujące miały opracować i przedstawić swoje programy do maja 2001 r. (grupa A) lub do października 2001 r. (grupa B, w której znalazła się Polska)[6]. W październiku 2001 r. Polska opracowała i przedstawiła Komisji Europejskiej swój średniookresowy program (do 2004 r.), który składa się z części dotyczących sytuacji makroekonomicznej kraju, finansów publicznych i reform strukturalnych.

Kolejna kwestia - **polityka pieniężna** - nie wymaga w zasadzie dostosowania w pierwszej fazie (przedczłonkowskiej), gdyż NBP zostanie objęty jednolitą polityką pieniężną dopiero w fazie trzeciej (przystąpienia do UGW). Mimo to w NPPC 2000 i NPPC 2001 został zapisany priorytet stwierdzający, że NBP - mając świadomość powyższego - uznaje za pożądane dostosowanie jeszcze w okresie przedczłonkowskim swojego zestawu narzędzi polityki pieniężnej do standardów istniejących w strefie euro. Dotyczy to przede wszystkim: wprowadzenia operacji depozytowych (*standing depo-*

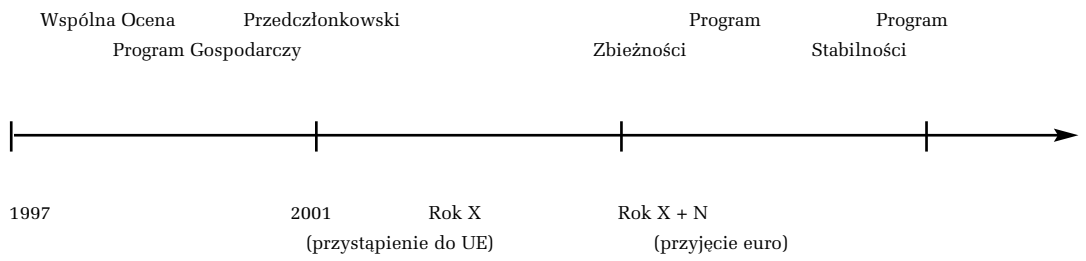
[3] Zob. K. Szeląg, R. Żak, S. Jakubiec, M. Glibowska: *Analiza wpływu wprowadzenia euro na polski system bankowy*. Materiały i Studia NBP, zeszyt nr 107, Warszawa, sierpień 2000 r. Por. także: K. Szeląg, R. Żak, M. Glibowska, B. Pawełczyk: *Analiza wpływu wprowadzenia euro na polski system bankowy* (druga edycja). Materiały i Studia NBP, zeszyt nr 128, Warszawa, lipiec 2001.

[4] Szerzej na ten temat: A. Jakubiak, K. Jakubiszyn, K. Szeląg: *Ustawa o skutkach wprowadzenia euro.* „Prawo Bankowe" nr 7-8/2001.

[5] Szerzej na ten temat: R. Żak, K. Szeląg: *Swobodny przepływ kapitału w procesie tworzenia Unii Gospodarczej i Walutowej. Perspektywa Unii Europejskiej i Polski.* „Prawo Bankowe" nr 1/2001 (dodatek „W drodze do UE").

[6] Podział na grupy A i B został dokonany na podstawie kolejności alfabetycznej. Do grupy A zaliczono Bułgarię, Cypr, Czechy, Estonię, Węgry i Łotwę, natomiast do grupy B Litwę, Maltę, Polskę, Rumunię, Słowację, Słowenię, a także Turcję.

Schemat 1 *Programy gospodarcze dla państw kandydujących prowadzące do przyjęcia euro*



Źródło: Komisja Europejska, Dyrekcja Generalna ds. Ekonomicznych i Finansowych.

sit facilities), dostosowania rodzajów i terminów operacji otwartego rynku, wprowadzenia kredytu spłacanego w ciągu dnia (*intra-day credit*), dostosowania poziomu stopy rezerwy obowiązkowej, sposobu jej naliczania i okresu utrzymywania, oprocentowania środków utrzymywanych przez banki na rachunku rezerwy obowiązkowej oraz rozszerzenia katalogu zabezpieczeń stosowanych w operacjach z bankami na nieskarbowe papiery wartościowe[7]. Tempo dostosowań poszczególnych instrumentów powinno jednak uwzględniać specyfikę rynku krajowego, a nie tylko potrzebę technicznej zbieżności.

Zarówno polityka pieniężna, jak i polityka gospodarcza powinny prowadzić w fazie przedczłonkowskiej do stopniowego wypełniania przez Polskę kryteriów zbieżności. I tak, w odniesieniu do stabilności cen należy zauważyć, że konsekwentne prowadzenie przez bank centralny antyinflacyjnej polityki pieniężnej umożliwiło przejście ze stanu hiperinflacji na przełomie lat osiemdziesiątych i dziewięćdziesiątych do inflacji jednocyfrowej pod koniec lat dziewięćdziesiątych. Gwarantem dalszego prowadzenia polityki antyinflacyjnej jest Narodowy Bank Polski, który - na mocy Konstytucji RP - zobowiązany został do dbania o wartość polskiego pieniądza, a jego podstawowym celem jest - zgodnie z ustawą o NBP - utrzymanie stabilnego poziomu cen. W najbliższych latach najważniejszą sprawą będzie obniżenie stopy inflacji z poziomu średniego do niskiego (aktualne dane i prognozy to 10,1% w 2000 r., 6,0% w 2001 r. i 5,1% w 2002 r. - w ujęciu średniorocznym). Zgodnie natomiast ze *Średniookresową strategią polityki pieniężnej na lata 1999-2003*, opracowaną przez Radę Polityki Pieniężnej, inflacja w 2003 r. ma zostać obniżona do poziomu poniżej 4%.

Kryterium zbieżności dotyczące **kursu walutowego** wymaga m.in. włączenia złotego do europejskiego Mechanizmu Kursowego 2 (*Exchange Rate Mechanism 2*). W *Średniookresowej strategii polityki pieniężnej na lata 1999-2003* uznano, że zostanie to poprzedzone okresem stosowania w pełni płynnego kursu walutowego, co pozwoli trafniej zbliżyć rynkowy kurs złotego do kursu równowagi - przed jego ponownym usztywnieniem w ramach ERMII. System płynnego kursu walutowego został wprowadzony od 12 kwietnia 2000 r. po okresie: (1) stopniowego rozszerzania dopuszczalnego pasma wahań kursowych i (2) zmniejszania tempa kroczącej (miesięcznej) dewaluacji. Jeżeli chodzi o koszyk walutowy, to początkowo był to koszyk pięciowalutowy, zdominowany przez dolara. Następnie, po wprowadzeniu euro, był to koszyk dwuwalutowy euro/dolar. Wraz z upłynnieniem kursu złotego koszyk walutowy został zniesiony.

Jeżeli chodzi o kryteria fiskalne, to zarówno dług publiczny, jak i deficyt budżetowy kształtują się w ostatnich latach na stosunkowo niskim poziomie. Stosunek **długu publicznego** do PKB wynosi obecnie niewiele ponad 40% (44,4% w 1999 r. i 40,9% w 2000 r.) i nie przekracza ani limitu przewidzianego w Konstytucji RP (60%), ani progu ostrzegawczego ustalonego w ustawie o finansach publicznych (50%), który jest ostrzejszy od wymogów wspólnotowych. Poziom **deficytu budżetowego** przekraczał nieco w ostatnich latach poziom 3% PKB (3,2% w 1999 r. i 3,1% w 2000 r.).

[7] Szerzej na ten temat: O. Szczepańska: *Dostosowanie instrumentarium polityki pieniężnej NBP jako warunek uczestnictwa w ESBC.* „Bank i Kredyt" nr 7-8/2000, s. 111-113.

Zgodnie z założeniami rządowej *Strategii finansów publicznych i rozwoju gospodarczego, Polska 2000-2010* finanse publiczne powinny zostać zrównoważone w 2003 r. Obecne problemy budżetowe mogą jednak znacznie utrudnić osiągnięcie tego celu w założonym terminie.

Faza członkostwa w Unii Europejskiej

Polska, starając się o uzyskanie członkostwa w UE, ma świadomość, iż - zgodnie z kryteriami kopenhaskimi oznacza ono jednocześnie uczestnictwo w UGW. W momencie przystąpienia do UE nowe państwa członkowskie (w tym Polska) zyskają status tzw. państwa członkowskiego objętego derogacją (Member State with a derogation) w rozumieniu art. 122 Traktatu, tzn. będą uczestniczyć w III etapie UGW w ograniczonym zakresie, przejawiającym się m.in. stosowaniem waluty krajowej. Należy przy tym wyraźnie zaznaczyć, że sytuacja nowych państw członkowskich będzie się zasadniczo różnić od sytuacji obecnych państw członkowskich objętych wyłączeniem, tj. Wielkiej Brytanii i Danii. Korzystają one z możliwości przewidzianych dla nich w specjalnych protokołach do Traktatu, stanowiących, iż nawet po wypełnieniu kryteriów zbieżności nie muszą automatycznie przystąpić do UGW, lecz mogą samodzielnie zadecydować, czy i kiedy chcą do niej przystąpić (*opt-out clause*). Nowe państwa członkowskie (w tym Polska) takiej możliwości mieć nie będą; nie zostaną bowiem objęte powyższym „nieograniczonym" wyłączeniem, lecz jedynie wyłączeniem „przejściowym" - do czasu trwałego spełnienia kryteriów zbieżności.

Z dniem uzyskania członkostwa **NBP wejdzie w skład ESBC**, a Prezes NBP stanie się członkiem Rady Generalnej EBC. Z uwagi na ograniczony zakres kompetencji, uczestnictwo w Radzie Generalnej umożliwia jedynie niewielki wpływ na działalność EBC, a w szczególności na prowadzoną przez niego politykę pieniężną. Jest to jednak zrozumiałe, gdyż Polska jako państwo członkowskie objęte derogacją nie będzie wówczas jeszcze w pełni włączona w realizację jednolitej polityki pieniężnej EBC. Będzie natomiast miała obowiązek konsultowania projektów wszelkich aktów prawnych dotyczących instrumentów polityki pieniężnej i zasad funkcjonowania systemu finansowego. W tej fazie instrumenty polityki pieniężnej NBP powinny być już w znacznej mierze dostosowane do instrumentarium EBC.

Udział w ESBC pociągnie za sobą także konieczność wniesienia przez NBP stosownego wkładu do **kapitału EBC** (wynoszącego 5 mld EUR), a także **rezerw walutowych EBC** (50 mld EUR) - według ustalonego klucza subskrypcji. Biorąc pod uwagę istniejące obecnie kryteria i zakładając, że kapitał EBC nie zostanie podwyższony, przewidywany udział NBP w kapitale EBC wyniósłby w tej fazie (przed przyjęciem euro) około 13,2 mln EUR, czyli 5% jej całkowitego wkładu, gdyż do wniesienia wkładu w takiej wysokości zobowiązane są państwa pozostające poza strefą euro. Jeżeli zaś chodzi o udział NBP w rezerwach EBC, to trudno obecnie przewidzieć, jaką część będzie musiał wnieść w fazie przed przyjęciem euro, gdyż zgodnie ze Statutem ESBC i EBC istnieje możliwość rozłożenia na raty wpłat rezerw walutowych (art. 30).

W fazie członkostwa Polska będzie zobowiązana nie tylko do koordynacji swojej polityki pieniężnej w ramach ESBC, ale również do **koordynacji polityki gospodarczej** zgodnie z postanowieniami Traktatu. Polska, jako państwo członkowskie UE, będzie zobowiązana do stosowania się do tzw. ogólnych wytycznych polityk gospodarczych (*broad guidelines of economic policies*). Realizacja wytycznych gospodarczych poddawana jest każdorazowo (corocznie) wielostronnemu przeglądowi, a następnie ocenie.

Ponadto, zgodnie ze wspomnianą inicjatywą Komisji Europejskiej, Polska będzie zobowiązana do opracowywania i przedstawiania tzw. *Programu Zbieżności* (*Convergence Programme*), przewidzianego dla nowych państw członkowskich, które - jak wspomniano - początkowo zostaną objęte wyłączeniem (derogacją) w kwestii przyjęcia jednolitej waluty. Będzie to miało na celu przygotowanie tych państw do osiągnięcia średniookresowego celu, jakim jest **trwałe spełnienie kryteriów zbieżności**, w tym równowagi lub nadwyżki budżetowej. Przewiduje się, że w fazie członkostwa zostanie w Polsce osiągnięty już bardzo wysoki poziom zaawansowania w tym zakresie.

Jak wspomniano, *Średniookresowa strategia polityki pieniężnej na lata 1999-2003* przewiduje, że średniookresowym celem jest obniżenie stopy **inflacji** poniżej 4% do 2003 r. Nie oznacza to bynajmniej stanu docelowego, gdyż zgodnie z oficjalnym stanowiskiem EBC, pojęcie „stabilność cen" mieści się w przedziale od 0 do 2%.

W fazie członkostwa w UE **złoty zostanie włączony do systemu ERMII.** W dokumencie Strategia finansów publicznych i rozwoju gospodarczego, Polska 2000-2010 rząd zakłada, że prowadzona polityka gospodarcza ma zapewnić gotowość Polski do uczestnictwa w europejskim mechanizmie kursowym ERMII w 2004 r. Po upłynnieniu kursu złotego w fazie przedczłonkowskiej i maksymalnym zbliżeniu jego kursu rynkowego do kursu równowagi, w fazie członkostwa w UE kurs złotego zostanie usztywniony wobec euro. W systemie ERMII złoty będzie powiązany sztywnym parytetem z euro, a kurs złotego będzie mógł wahać się w stosunku do tego parytetu w określonym przedziale. Mechanizm ERMII przewiduje, że maksymalny przedział wahań może wynosić +/-15% wokół kursu cen-

tralnego, choć pożądanym przedziałem jest +/-2,25%[8]. Również dla złotego możliwe będzie stosowanie węższego przedziału wahań niż +/-15%, który uznaje się w praktyce za zbliżony do kursu płynnego. Planowane jest włączenie złotego na co najmniej dwa lata do ERMII, zgodnie z oczekiwaniami Komisji Europejskiej. Należy jednak pamiętać, że Komisja może wziąć pod uwagę także ewentualną stabilność kursu złotego w okresie sprzed włączenia go do ERMII.

Po uzyskaniu członkostwa Polska będzie musiała bezwzględnie przestrzegać dyscypliny **finansów publicznych**. Na straży przestrzegania tej dyscypliny stoi Rada UE (wspierana przez Komisję Europejską). Ma ona możliwość zastosowania przewidzianych w *Pakcie Stabilności i Wzrostu (Stability and Growth Pact)* zaleceń i zestawu sankcji na wypadek przekroczenia przez państwa członkowskie wielkości deficytu budżetowego powyżej 3% PKB.

Faza przystąpienia do Unii Gospodarczej i Walutowej (przyjęcia euro)

Przystąpienie do strefy euro i przyjęcie jednolitej waluty uwarunkowane są spełnieniem kryteriów zbieżności gospodarczej. Należy tu zaznaczyć, że kryteria te wzbudzają pewne kontrowersje. Krytyka dotyczy zarówno ich ekonomicznej racjonalności, ustalonej wysokości, jak i samej zasady przyjęcia jednakowego zestawu warunków dla wszystkich państw niezależnie od ich poziomu rozwoju i strukturalnych odmienności (na zasadzie „*one size fits all*")[9]. W związku z planowanym rozszerzeniem UE na wschód, pojawiły się różne, często przeciwstawne, koncepcje modyfikacji kryteriów zbieżności. Państwa kandydujące proponują ich pewne złagodzenie (zwłaszcza w odniesieniu do poziomu inflacji), natomiast państwa członkowskie - zaostrzenie (poprzez wprowadzenie dodatkowych kryteriów dla nowych kandydatów).

Jak wspomniano, nowe państwa członkowskie przyjmą jednolitą walutę natychmiast po spełnieniu kryteriów zbieżności z Maastricht, pod warunkiem jednak, że Rada UE uzna to spełnienie za długookresowe (zgodnie z art. 121 Traktatu). Innymi słowy, Polska będzie musiała charakteryzować się wówczas tzw. **wysokim stopniem trwałej zbieżności** (*a high degree of sustainable convergence*), co oznacza, że podstawowe wskaźniki makroekonomiczne będą odpowiadać traktatowym wartościom referencyjnym. Niektóre wartości referencyjne są niezmienne, jak np. dopuszczalny poziom deficytu budżetowego i długu publicznego, które wynoszą odpowiednio 3% i 60% PKB. Inne wartości referencyjne, choć również jasno sprecyzowane, są natomiast zmienne, np. poziom inflacji i długookresowych stóp procentowych - które w latach 1997-1999 wynosiły odpowiednio 2,7%, 2,2% i 2,1% (inflacja) oraz 8,0%, 6,6% i 6,8% (długookresowe stopy procentowe). Od momentu przystąpienia Polski do UGW powyższe wskaźniki staną się wyznacznikiem rozwoju polskiej gospodarki w długim okresie.

W tym miejscu należy przytoczyć opinię Komisji Europejskiej, przedstawioną w wydanym wraz z *Okresowym Raportem - Polska 1999* dokumencie *Composite Paper* (będącym poprzednikiem cytowanego wcześniej *Enlargement Strategy Paper*). W dokumencie tym Komisja stwierdziła, że wysoki stopień trwałej zbieżności nie będzie mógł zostać stwierdzony, zanim gospodarki państw kandydujących nie osiągną zdolności do sprawnego funkcjonowania w ramach jednolitego rynku i nie zliberalizują przepływu kapitału, podobnie jak to było w przypadku państw członkowskich UE.

Po spełnieniu kryteriów zbieżności i przyjęciu jednolitej waluty euro Polska (i inne nowe państwa członkowskie) będzie opracowywać i przedstawiać Komisji Europejskiej tzw. *Program Stabilności (Stability Programme).* Jego celem będzie przygotowanie nowych państw strefy euro do **utrzymania wysokiego stopnia trwałej zbieżności**, a w szczególności do utrzymania zdrowych finansów publicznych - oznaczających równowagę lub nadwyżkę budżetową.

Spełnienie przez Polskę kryteriów zbieżności oznaczać będzie wejście do strefy euro, a tym samym zamianę złotego na euro. Należy zauważyć, że nastąpi to co najmniej kilka lat po zakończeniu okresu przejściowego i końcowego w UE. Przed przyjęciem euro będzie należało poczynić wiele przygotowań, m.in. o charakterze[10]:

a) **legislacyjnym** - powinny zostać wydane stosowne krajowe akty prawne dotyczące wprowadzenia i funkcjonowania euro w Polsce, które - podobnie jak w niektórych państwach UGW (np. w Niemczech) - miałyby znacznie szerszy zakres i byłyby uzupełniające w stosunku do ogólnych rozporządzeń UE o euro (wówczas już bezpośrednio wiążących dla Polski);

b) **instytucjonalnym** - powinien zostać powołany specjalny organ (komitet ds. euro), który miałby charakter międzyresortowy (główną rolę powinien odgrywać bank centralny); zadaniem tego organu byłoby kierowanie, nadzorowanie i monitorowanie procesu wprowadzania euro w Polsce;

c) **planistycznym** - powinien zostać opracowany szczegółowy scenariusz wprowadzenia euro w Polsce

[8] Potwierdzał to poprzedni skład ERMII, do którego należały Dania i - do końca 2000 r. - Grecja; dla greckiej drachmy obowiązywał przedział wahań +/-15%, natomiast dla korony duńskiej +/-2,25%.

[9] Szerzej na ten temat: D. Rosati: *Członkostwo Polski w Unii Gospodarczo-Walutowej. Kiedy i dlaczego?* Wyższa Szkoła Zarządzania i Administracji w Zamościu, Zamość, czerwiec 2001 r.; P. de Grauwe: *The Economics of Monetary Integration*, Oxford University Press, Oxford 1994.

[10] Zob. K. Szeląg: *Euro wprowadzenie banknotów i monet do obiegu*. Biblioteka Menedżera i Bankowca, Warszawa 2001.

(tzw. narodowy plan przejścia na euro), który zawierałby m.in. ramy czasowe całego procesu, podział zadań, kompetencji i odpowiedzialności między poszczególne instytucje, prognozę kosztów; powyższy plan powinien przewidywać także pewne rozwiązania alternatywne i(lub) awaryjne;

d) **informacyjnym** - powinna zostać przeprowadzona szeroka kampania informacyjna, uświadamiająca polskiemu społeczeństwu i podmiotom gospodarczym istotę całego procesu (unii walutowej), promująca jednolitą walutę i przyczyniająca się do akceptacji euro jako nowej polskiej waluty, zapoznająca ze wzorami banknotów i monet euro, podająca wszelkie praktyczne informacje nt. wymiany pieniędzy;

e) **logistycznym** - produkcja odpowiedniej liczby banknotów i monet euro, wcześniejsze zaopatrzenie określonych sektorów i społeczeństwa w gotówkę euro, wycofanie i utylizacja banknotów i monet nominowanych w złotych.

Wprowadzanie w Polsce euro w miejsce złotego powinno następować stopniowo i obejmować analogiczne fazy jak obecnie w przypadku państw UGW, tj.[11]:

1) **fazę przygotowawczą** - czyli okres funkcjonowania euro w formie bezgotówkowej, w którym kurs złotego do euro zostałby nieodwołalnie usztywniony, a ceny i inne sumy pieniężne byłyby podawane zarówno w złotych, jak i w euro. W tej fazie rozpoczęta zostałaby w Polsce produkcja banknotów i monet euro. Należałoby także dokonać wcześniejszego zaopatrzenia podmiotów gospodarczych i społeczeństwa w gotówkę euro, jak również dostosować bankomaty;

2) **fazę podwójnego obiegu** - czyli okres stopniowego wycofywania z obiegu złotych i wprowadzania w ich miejsce euro. W tej fazie zarówno złoty, jak i euro miałyby status prawnego środka płatniczego w Polsce. Podjęcie przez NBP decyzji co do długości podwójnego obiegu złotego i euro powinno uwzględniać doświadczenia państw UGW zbliżonych swoim potencjałem do Polski (np. Hiszpanii). Jak się wydaje, okres ten nie powinien być dłuższy niż 2 miesiące;

3) **fazę końcową** - czyli okres, w którym złoty starci status prawnego środka płatniczego, a jedynym środkiem płatniczym w Polsce będzie euro. Banknoty i monety nominowane w złotych będą jeszcze przez jakiś czas wymieniane przez banki komercyjne (nie dłużej jednak niż kilka miesięcy), po czym już tylko przez NBP (monety co najmniej przez kilka lat, banknoty zaś przez kilkanaście lat, choć możliwe, że monety i banknoty będą wymieniane bezterminowo).

W fazie przystąpienia Polski do strefy euro NBP - znajdujący się już w ESBC - wejdzie w skład tzw. twardego rdzenia ESBC, czyli **Eurosystemu**. Tym samym zostanie on objęty **jednolitą polityką pieniężną**. Będzie to oznaczać konieczność przekazania dotychczasowych uprawnień do formułowania narodowej polityki pieniężnej na rzecz EBC i stosowania się do wytycznych jego ponadnarodowej polityki pieniężnej. Wejście do strefy euro umożliwi jednak NBP współudział w decyzjach EBC, a tym samym w kształtowaniu tej polityki, gdyż Prezes NBP - wchodzący wcześniej w skład Rady Generalnej o ograniczonych kompetencjach - wejdzie wówczas w skład Rady Zarządzającej, która decyduje o jednolitej polityce pieniężnej strefy euro (każdy z jej członków ma jeden głos, a więc ma jednakowy wpływ).

Konsekwencją wejścia do Eurosystemu będzie konieczność **wniesienia w całości** przez NBP przypisanej mu - według ustalonego klucza subskrypcji części **kapitału EBC** (wynoszącego 5 mld EUR), a także **rezerw walutowych** EBC (50 mld EUR), które w poprzedniej fazie (członkostwa w UE) zostały opłacone jedynie w części. Biorąc pod uwagę wspomniane uprzednio kryteria i zakładając, że kapitał EBC nie zostanie podwyższony, przewidywany całkowity udział NBP w kapitale EBC wyniósłby około 264 mln EUR, natomiast całkowity udział NBP w rezerwach EBC - około 2,6 mld EUR.

Koncepcja jednostronnego wprowadzenia euro

W ostatnim czasie w niektórych państwach kandydujących pojawiła się koncepcja jednostronnego wprowadzenia euro (tzw. euroizacji). Rozważania nad możliwością zastosowania jej w praktyce należałoby rozpocząć od pewnych analogii z przeszłości.

Plan Wernera z 1970 r., zakładający utworzenie UGW do końca 1980 r., opierał się na założeniach „**monetarystycznych**", zgodnie z którymi najpierw należy wprowadzić jednolitą walutę, a to w rezultacie wymusi uzyskanie zbieżności gospodarczej w poszczególnych państwach. Wyciągając wnioski z tych doświadczeń, w **Traktacie z Maastricht** z 1992 r. przyjęto odwrotną koncepcję. Oparto się na założeniach „**ekonomicznych**", zgodnie z którymi najpierw należy osiągnąć zbieżność sytuacji gospodarczej poszczególnych państw, a dopiero potem można wprowadzić w tych państwach jednolitą walutę. Plan Wernera zakończył się niepowodzeniem, natomiast Traktat z Maastricht - sukcesem. Propozycja przyjęcia euro w drodze euroizacji nawiązuje do koncepcji przyjętej w planie Wernera.

W raporcie **Komitetu Delorsa** z 1989 r. (którego wnioski zostały następnie wykorzystane w Traktacie) podkreślono, że UGW składa się z dwóch integralnych części, tj. **unii gospodarczej** (polegającej na uzyskaniu trwałej zbieżności w sytuacji gospodarczej poszczególnych państw) oraz **unii walutowej** (polegającej na przyjęciu jednolitej waluty przez te państwa). Propozycja przyjęcia euro w drodze euroizacji zwraca uwagę wyłącznie na jeden aspekt UGW.

[11] Tamże.

Postanowienia traktatowe dotyczące przyjęcia euro

Postanowienia Traktatu z Maastricht nie odnoszą się wprost do możliwości jednostronnego wprowadzenia euro przez jakiekolwiek państwo nie należące do UGW. Na etapie tworzenia Traktatu państwa członkowskie nie brały pod uwagę takiej możliwości. Traktat opisuje jednak wyraźnie procedurę przyjęcia euro przez państwa członkowskie UE wraz z ich przejściem do trzeciego etapu UGW.

Zgodnie z postanowieniami Traktatu, podstawą oceny gotowości państw członkowskich do przystąpienia do UGW jest trwałe spełnienie kryteriów zbieżności gospodarczej, które zostały szczegółowo określone w stosownych protokołach do Traktatu. Traktat wymienia kryteria odnoszące się do stabilności cen, długookresowych stóp procentowych, kursu walutowego, deficytu budżetowego oraz długu publicznego (art. 121). Państwa członkowskie zobowiązane są ponadto do zapewnienia zgodności ustawodawstwa krajowego ze wspólnotowym, w tym zgodności statutu banku centralnego z Traktatem i Statutem ESBC (art. 108 i 109).

Jeżeli dane państwo nie spełnia kryteriów traktatowych, umożliwiających pełne uczestnictwo w UGW, wówczas zyskuje status państwa członkowskiego objętego derogacją w rozumieniu Traktatu (art. 122), tzn. uczestniczy w jednolitym rynku, ale nie może przyjąć jednolitej waluty.

Mimo że postanowienia traktatowe nie odnoszą się bezpośrednio do euroizacji, należy podkreślić, że wskazana w Traktacie procedura przyjmowania jednolitej waluty jest jedynym prawnie dopuszczalnym rozwiązaniem. Każda inna propozycja (zakładająca wcześniejsze przyjęcie euro) traktowana będzie jako naruszenie prawa wspólnotowego.

Stanowisko Komisji Europejskiej

Na wniosek Rady ECOFIN Komisja Europejska przygotowała na nieformalne posiedzenie Rady ECOFIN w listopadzie 2000 r. specjalny dokument *Exchange rate strategies for EU candidate countries.* W raporcie tym zawarte zostały następujące zarzuty dotyczące euroizacji:

- **niezgodność z prawem wspólnotowym.** Jednostronne wprowadzenie euro przed przystąpieniem do UE, bez uprzedniego spełnienia warunków zapisanych w Traktacie, byłoby całkowitym złamaniem obowiązującego prawa, a ponadto naruszałoby zasadę równego traktowania obecnych i przyszłych państw członkowskich UE;

- **niezgodność z regułami procesu negocjacji.** Podstawą procesu negocjacji jest założenie, że kraje kandydujące muszą przyjąć, a następnie wdrożyć obowiązujące *acquis communautaire*. Euroizacja prawo to narusza, więc nie może być przedmiotem rozmów negocjacyjnych;

- **niezgodność z ekonomiczną logiką procesu przystępowania do UE**. W pierwszej kolejności państwa kandydujące powinny przeprowadzić reformy gospodarcze i liberalizację rynków finansowych, aby móc funkcjonować w ramach jednolitego rynku. W dalszej kolejności powinny osiągnąć i być w stanie utrzymać wysoki poziom zbieżności i stabilności gospodarczej. Dopiero wtedy mogą przyjąć jednolitą walutę;

- **brak możliwości jednostronnego przyjęcia waluty innego obszaru walutowego.** Wiarygodność euro zależy od podstaw gospodarczych państw członkowskich należących do UGW, w pełni uczestniczących w procesie decyzyjnym dotyczącym polityki pieniężnej i koordynacji polityki gospodarczej. Przyjęcie euro przez państwa nie należące do systemu mogłoby tę wiarygodność podważyć.

Konsekwentnie, stanowisko to zostało podtrzymane przez Komisję w dokumencie *Macroeconomic and Financial Stability*, przygotowanym na nieformalne posiedzenie Rady ECOFIN i krajów kandydujących, które odbyło się w Malmö w kwietniu 2001 r. W dokumencie tym znalazło się stwierdzenie: **„jednostronne przyjęcie jednolitej waluty w drodze tzw. euroizacji nie jest rozwiązaniem możliwym do zastosowania”**.

Stanowisko Europejskiego Banku Centralnego

Stanowisko EBC nt. procesu przystępowania państw kandydujących do UE i UGW zostało zaprezentowane w dokumencie *The Eurosystem and the accession process* z października 1999 r. Ponad rok później (w grudniu 2000 r.) do tego dokumentu załączono *Addendum to the Position Paper on the Eurosystem and the accession process*, w którym przedstawione zostało m.in. oficjalne stanowisko EBC nt. euroizacji. W dokumencie tym stwierdza się.

- EBC odnotowuje fakt, że kwestia euroizacji, czyli możliwości przyjęcia euro przez dane państwo kandydujące - poza procedurą przewidzianą w Traktacie - jako *de jure* jego własnej waluty, została podniesiona w państwach kandydujących jako alternatywna droga prowadząca do przyjęcia jednolitej waluty;

- Zdaniem EBC, euroizacja jest złożoną kwestią, wymagającą gruntownych badań i być może dalszych rozważań na późniejszym etapie. Jest ona specyficznym rodzajem powiązań monetarnych (*monetary arrangements*), który nie został w wystarczający sposób zbadany empirycznie, a zatem ma charakter bezprecedensowy (nie tylko w Europie, ale i poza nią). Z tego względu uzasadnione jest bardzo ostrożne podejście do kwestii euroizacji;

- EBC reprezentuje pogląd, że państwa kandydujące, które zdecydowałyby się na euroizację, byłyby narażone na specyficzne koszty i różnego rodzaju ryzyko.

Biorąc pod uwagę postanowienia Traktatu, a w szczególności wynikające z niego upoważnienia i zakres odpowiedzialności, EBC nie widzi możliwości zawarcia jakichkolwiek porozumień wspierających euroizację w jakimkolwiek państwie. Ponadto, bez możliwości refinansowania ze strony emitenta (tj. EBC) takie państwo nie byłoby w stanie pełnić funkcji pożyczkodawcy ostatniej instancji w stosunku do własnych instytucji kredytowych;

- W szerszym wymiarze instytucjonalnym EBC uważa, że euroizacja nie jest godną polecenia procedurą przyjęcia euro dla państw kandydujących. Podważałaby bowiem podstawowe przesłanki ekonomiczne UGW, zgodnie z którymi ostateczne przyjęcie euro stanowi uwieńczenie całego procesu konwergencji.

Stanowisko Rady ECOFIN i Rady Europejskiej

Na podstawie omówionych powyżej dokumentów Komisji i EBC, Rada ECOFIN opracowała w listopadzie 2000 r. dokument *Report by the ECOFIN Council to the European Council in Nice on the exchange rate aspects of enlargement.* Na szczycie Rady Europejskiej w Nicei (7-9 grudnia 2000 r.) raport ten został oficjalnie przyjęty - stanowi aneks do wniosków ze spotkania (*Presidency Conclusions*).

W raporcie tym znalazło się wyraźne stwierdzenie, że jednostronne przyjęcie jednolitej waluty przez którykolwiek z krajów kandydujących w drodze tzw. euroizacji mogłoby oznaczać podważenie przesłanek ekonomicznych, na których opiera się Traktat. Przewiduje on bowiem przyjęcie euro w końcowej fazie procesu integracji w ramach jednolitego rynku oraz dokonującego się na wielu płaszczyznach procesu nominalnej konwergencji gospodarczej. Wszystkie kraje kandydujące będą musiały przejść kolejno przez poszczególne etapy procesu integracji gospodarczej i walutowej. **Euroizacja nie może być brana pod uwagę jako rozwiązanie umożliwiające ominięcie którego-kolwiek - z przewidzianych w Traktacie - etapów dochodzenia do euro.**

Podsumowanie i wnioski

Przed rozpoczęciem rozważań na temat ewentualnych korzyści i kosztów wynikających z jednostronnego przyjęcia euro przez Polskę, należy odpowiedzieć na pytania: (1) czy euroizacja jest w ogóle możliwa do zastosowania w praktyce i (2) czy jest do zaakceptowania politycznie (zob. schemat 2). Jeżeli chodzi o pierwszą kwestię, to odpowiedź jest twierdząca - propozycja euroizacji jest możliwa do przeprowadzenia i zastosowania w praktyce (z technicznego i organizacyjnego punktu widzenia). Natomiast co do drugiej kwestii odpowiedź jest przecząca - koncepcja euroizacji jest w chwili obecnej politycznie nie do zaakceptowania na szczeblu UE. Nie wydaje się też, aby była do zaakceptowania przez polskie elity polityczne.

Propozycja jednostronnego przyjęcia euro jest politycznie nie do zaakceptowania, gdyż jest sprzeczna z prawem wspólnotowym, a także podważa logikę procesu integracji, wynikającą z postanowień Traktatu. Mimo że w Traktacie nie ma postanowień odnoszących się do euroizacji, to jednak każda inna - niż przewidziana w Traktacie - procedura przyjęcia euro jest z nim sprzeczna. Jedyną możliwą drogą prowadzącą do przyjęcia euro przez państwa kandydujące jest więc proces etapowy, dla którego euroizacja nie jest uznawana jako alternatywa.

Koncepcja euroizacji stwarza nierówne warunki traktowania obecnych i przyszłych członków UGW. Jedne państwa musiałyby bowiem najpierw osiągnąć i móc utrzymać określoną zbieżność i stabilizację gospodarczą przed przyjęciem jednolitej waluty, inne natomiast przyjęłyby euro bez tego rodzaju dostosowań gospodarczych. Niemniej jednak kwestia jednakowych warunków traktowania jest szczególnie mocno podkreślana przez same państwa kandydujące, które domagają się, aby nie wprowadzać żadnych nowych kryteriów kwalifikujących do UGW.

Niespełnienie kryteriów kopenhaskich - wymagających m.in. konieczności podzielania przez państwa kandydujące celów unii politycznej, gospodarczej i walutowej - oznacza niemożność uzyskania członkostwa w UE. Koncepcja euroizacji jest natomiast podważeniem założeń i celów zarówno unii gospodarczej, jak i walutowej.

Propozycja przyjęcia euro w drodze euroizacji jest zaprzeczeniem deklaracji negocjacyjnych Rządu RP, które zostały uzgodnione i zaakceptowane przez UE. W stanowisku negocjacyjnym w obszarze „Unia Gospodarcza i Walutowa" (z 29 stycznia 1999 r.) została zawarta deklaracja, że Polska zmierza do wypełnienia ekonomicznych kryteriów kopenhaskich, mając za długofalowy cel wypełnienie kryteriów zbieżności z Maastricht. Zadeklarowano także osiągnięcie gotowości do uczestnictwa w systemie ERMII, a następnie do przyjęcia jednolitej waluty euro.

Jak wspomniano, propozycja euroizacji jest politycznie nie do zaakceptowania na szczeblu UE. Wszystkie instytucje UE (Komisja Europejska, EBC, Rada ECOFIN, Rada Europejska), a także państwa członkowskie (zwłaszcza Niemcy) są przeciwne koncepcji euroizacji i absolutnie nie przewidują takiej możliwości. Sprzeciwiają się koncepcji euroizacji jako procesowi jednostronnemu i dokonywanemu w dowolnym momencie. Przyjęcie jednolitej waluty przez państwa kandydujące pojmują bowiem jako proces wielostronny i dokonywany dopiero po spełnieniu określonych warunków. Proces ten, jako że jest złożony i długotrwały, musi być roz-

łożony w czasie i podzielony na następujące po sobie, coraz bardziej zaawansowane etapy (fazy):

- **fazę przedczłonkowską** - na tym etapie państwa kandydujące powinny skoncentrować się przede wszystkim na wypełnieniu kopenhaskich kryteriów członkostwa, w szczególności na przeprowadzeniu transformacji i reform gospodarczych, liberalizacji, dostosowaniu prawa krajowego do wspólnotowego, wzmocnieniu instytucji;

- **fazę członkostwa w UE** - nowe państwa członkowskie zyskają status tzw. państwa członkowskiego objętego derogacją w rozumieniu art. 122 Traktatu, tzn. będą uczestniczyć w trzecim etapie UGW w ograniczonym zakresie, przejawiającym się m.in. stosowaniem waluty krajowej. Oczekuje się, że - mimo iż uczestnictwo w ERMII jest dobrowolne - nowe państwa członkowskie przystąpią do tego mechanizmu kursowego, w ramach którego powiążą kurs swojej waluty z euro;

- **fazę przyjęcia euro** - nowe państwa członkowskie przyjmą jednolitą walutę natychmiast po spełnieniu kryteriów zbieżności z Maastricht, jednak pod warunkiem, że Rada UE (po uwzględnieniu opinii Komisji, EBC i Parlamentu Europejskiego) uzna to spełnienie za długookresowe (zgodnie z art. 121 Traktatu). Państwa te będą musiały charakteryzować się wówczas tzw. wysokim stopniem trwałej zbieżności, co oznacza, że ich podstawowe wskaźniki makroekonomiczne będą musiały odpowiadać traktatowym wartościom bazowym i być utrzymywane w długim okresie. Nowe państwa członkowskie powinny osiągnąć wówczas zarówno realną, jak i nominalną zbieżność gospodarczą.

Czy jednostronna euroizacja w Polsce jest właściwą drogą do osiągnięcia integracji monetarnej z UGW?*

*Cezary Wójcik***

Wstęp

Ostrość niedawnych kryzysów walutowych, ich nieprzewidywalność oraz tendencja do łatwego przenoszenia się z kraju do kraju nadały nowy impet długotrwałej i zawsze kontrowersyjnej dyskusji na temat polityk i systemów kursowych. W trakcie tej dyskusji wzrastało poparcie dla poglądu, że w coraz bardziej zintegrowanej gospodarce światowej pośrednie systemy kursowe są z natury podatne na niszczące ataki spekulacyjne i kryzysy walutowe, niezależnie od kształtowania się fundamentów ekonomicznych. Ze względu na to uważa się, że jedyne realistyczne systemy kursowe to tzw. rozwiązania skrajne, tzn. albo kurs swobodnie płynny (niekierowany), albo sztywny (izba walutowa, jednostronne przyjęcie waluty obcej, unia walutowa)[1].

Chociaż stanowisko to pozostaje dość kontrowersyjne[2], zdołało ono skłonić pewne kraje do przewartościowania swoich strategii kursowych. W Argentynie, w której funkcjonuje izba walutowa, rząd publicznie zastanawiał się na początku 1999 r. nad oficjalną dolaryzacją gospodarki. Później jednak z opcji tej ponownie zrezygnowano. W marcu 2000 r. Ekwador, przeżywszy wcześniej ucieczkę kapitału, kryzys bankowy i ostrą recesję, oficjalnie zdecydował się przyjąć dolara amerykańskiego jako prawny środek płatniczy w kraju.

* Tłumaczenie z języka angielskiego.

** Autor jest pracownikiem Wydziału Badań Zagranicznych, Oesterreichische Nationalbank. Wcześniejsza wersja artykułu ukazała się w „Focus on Transition" nr 2/2000, Oesterreichische Nationalbank. Artykuł podlega standardowym ograniczeniom odpowiedzialności za jego treść. Chciałbym podziękować Peterowi Backé, Jarko Fidrmucowi, Danucie Gotz-Kozierkiewicz, Ryszardowi Kokoszczyńskiemu, Maciejowi Krzakowi, Barbarze Liberskiej, Karolowi Lutkowskiemu, Piotrowi Szpunarowi, Franzowi Schardaxowi, Leonowi Podkaminerowi, Richardowi Portesowi, Thomasowi Reiningerowi oraz Doris Ritzberger-Grünwald za ich cenne uwagi i propozycje. Chciałbym również wyrazić wdzięczność uczestnikom seminarium Instytutu Nauk Ekonomicznych Polskiej Akademii Nauk, które odbyło się w Warszawie w dniu 15 lutego 2001 r., 51. konferencji Międzynarodowego Atlantyckiego Towarzystwa Ekonomicznego w Atenach w dniach 14-20 marca 2001 r., warsztatu ACE/Phare, który odbył się w Budapeszcie w dniach 6-8 marca 2001 r., jak również Letniej Szkoły dla Młodych Ekonomistów: „Finansowe aspekty rozszerzania Unii Europejskiej", która odbyła się w Centrum Europejskich Badań Ekonomicznych (ZEW) w Mannheim w dniach 9-19 maja 2001 r. Jestem również wdzięczny Andreasowi Naderowi za pomoc w zakresie statystyki.

[1] Zob. np. Mundell (1999) lub Dornbusch i Giavazzi (1999), Eichengreen (1994), jak również Obstfeld i Rogoff (1995). To dwie istotne pionierskie prace głoszące upadek pośrednich mechanizmów kursowych.

[2] Pogląd przeciwny znajdzie czytelnik np. w: Frankel (1999), Mussa et al. (IMF, 2000).

Dyskusja w tej sprawie odbiła się szerokim echem poza kontynentem Ameryki Łacińskiej, w tym także w krajach Europy Środkowej i Wschodniej, dokonujących przekształceń gospodarczych. Fakt ten, wraz z udanym wprowadzeniem wspólnej waluty europejskiej, przyczynił się również do pojawienia się koncepcji, poglądów i opinii, w szczególności w środowiskach akademickich, które zachęcają te kraje do jednostronnego przyjęcia euro[3]. Na pierwszy rzut oka pomysł ten może być kuszący, przynajmniej dla niektórych krajów Europy Środkowej i Wschodniej aspirujących do przystąpienia do Unii Europejskiej, zwłaszcza jeśli będzie (błędnie) postrzegany jako realistyczna i nadająca się do przejścia droga na skróty do integracji walutowej z obszarem euro.

Unia Europejska oświadczyła natomiast, że nie traktuje jednostronnej euroizacji jako realistycznej opcji integracji walutowej krajów kandydujących. Unia reprezentuje stanowisko zdecydowane: droga do ewentualnego przyjęcia euro przez kraj kandydujący musi mieć charakter etapowy. Integracja będzie przebiegać w trzech etapach, a mianowicie: po pierwsze, przystąpienie do Unii Europejskiej, następnie uczestnictwo w Europejskim Mechanizmie Kursowym (ERMII), a na koniec wejście do obszaru euro. Przyjęcie euro będzie możliwe po spełnieniu kryteriów zbieżności z Maastricht oraz po przejściu przez procedurę badania zbieżności, przewidzianą w Traktacie o Wspólnocie Europejskiej.

Ponadto, z inicjatywy Komisji Europejskiej, Rada ECOFIN Unii Europejskiej wyraźnie oświadczyła w listopadzie 2000 r., że „jakiekolwiek jednostronne przyjęcie jednolitej waluty za pomocą „euroizacji" byłoby wbrew rozumowaniu ekonomicznemu leżącemu u podstaw Unii Gospodarczej i Walutowej (UGW), wyrażonemu w Traktacie o Wspólnocie Europejskiej, które wymaga, by ewentualne przyjęcie euro stanowiło zakończenie ustrukturyzowanego procesu osiągania zbieżności w wielostronnych ramach. Dlatego też jednostronna euroizacja nie byłaby skutecznym sposobem ominięcia tych etapów, które przewiduje Traktat w zakresie przyjęcia euro". Stanowisko to w pełni podziela Eurosystem (Europejski Bank Centralny i narodowe banki centralne uczestniczące w obszarze euro).

Zwolennicy jednostronnej euroizacji[4] twierdzą, że skutecznie przeprowadzone, rynkowo zorientowane reformy oraz perspektywa przystąpienia do Unii Europejskiej sprawiają, że kraje kandydujące stają się coraz bardziej atrakcyjne dla inwestorów zagranicznych. Powoduje to znaczny napływ kapitału, co z kolei wywołuje presję na nominalny kurs walutowy. Będąca tego rezultatem silna aprecjacja realnego kursu walutowego podcina konkurencyjność przedsiębiorstw krajowych, prowadząc w konsekwencji do wysokiego deficytu obrotów bieżących. W rezultacie gospodarki krajów kandydujących są bardzo podatne na potencjalne odwrócenie kierunku przepływów kapitałowych i, co za tym idzie, na kryzysy walutowe. Zwolennicy euroizacji twierdzą, że trendów tych nie potrafi opanować ani polityka pieniężna, ani fiskalna. Podnoszenie stóp procentowych może spowodować dalszą aprecjację nominalnego kursu walutowego i jeszcze bardziej pogorszyć saldo obrotów bieżących, natomiast cięcia stóp procentowych mogą zwiększyć inflację. Nieskuteczna może również okazać się polityka fiskalna, ponieważ zacieśnienie pozycji budżetowej w celu wyeliminowania lub ograniczenia niestabilności zewnętrznej może uczynić kraj nawet bardziej atrakcyjnym dla inwestorów zagranicznych, prowokując tym samym dalszy napływ kapitału. Poluzowanie fiskalne może z kolei stymulować zagregowany popyt krajowy, jeszcze bardziej pogarszając saldo obrotów bieżących i zwiększając prawdopodobieństwo odpływu kapitału, ze wszystkimi jego ujemnymi konsekwencjami. Ponadto wprowadzanie ograniczeń przepływu kapitału w celu powstrzymania napływów finansowych może okazać się niemożliwe, ponieważ swoboda przepływu kapitału jest jednym z głównych warunków przystąpienia do Unii Europejskiej.

Drugim głównym argumentem zwolenników jednostronnej euroizacji jest to, że w krajach przystępujących do Unii Europejskiej będą występować bardzo wysokie stopy wzrostu gospodarczego, co wynikać będzie z dynamicznego przyrostu wydajności. W tych okolicznościach, krajom przystępującym do Unii Europejskiej byłoby bardzo trudno zbić inflację do niskiego poziomu, co stanowi wymóg Traktatu o Wspólnocie Europejskiej, w zakresie wejścia (po pewnym czasie) do obszaru euro. Opanowanie inflacji wymagałoby znacznej nominalnej aprecjacji kursu walutowego, co z kolei, przy istnieniu pewnych sztywności nominalnych, zaszkodziłoby konkurencyjności tych krajów. Jednostronna euroizacja, twierdzą jej zwolennicy, pomogłaby uniknąć tej pułapki.

Chociaż zagadnienie jednostronnej euroizacji wywołało w ciągu ostatnich dwóch lat całkiem spory ferment intelektualny, to jej skutki ekonomiczne nie zostały jeszcze w pełni zbadane. W szczególności istnieje potrzeba zarysowania realistycznego obrazu skutków ekonomicznych jednostronnej euroizacji i zestawienia szeroko reklamowanych zalet z niedocenianymi najczęściej ryzykami, kosztami i niebezpieczeństwami takiej decyzji. Problem jest istotny i interesujący z teoretycznego punktu widzenia, a co ważniejsze jego praktyczne rozstrzygnięcie w postaci przyjęcia przez kraj określonej decyzji spowoduje nieodwracalne skutki

[3] W krajach Europy Środkowej i Wschodniej, aspirujących do przystąpienia do Unii Europejskiej, większość dyskusji prowadzono Polsce i w Estonii. Ponadto zagadnienie to omawiano na Bałkanach Zachodnich. Jesienią 1999 r. w Kosowie wprowadzono markę niemiecką jako *de facto* prawny środek płatniczy w kraju. W grudniu 1999 r. wprowadzono ją w Czarnogórze jako równoległy prawny środek płatniczy.

[4] Zob. np. Rostowski (1999).

ekonomiczne i społeczne. Warto zatem, pamiętając o zaletach, rozważyć wady i ryzyka jednostronnej euroizacji, poszerzając znacznie zestaw argumentów krytycznych ponad te, które wynikają głównie z przesłanek instytucjonalnych, związanych z Traktatem o Wspólnocie Europejskiej.

W niniejszej pracy, z kilku ważnych powodów, koncentruję się przede wszystkim na Polsce. Po pierwsze, Polska jest największym krajem akcesyjnym i dokonany przez nią hipotetyczny ruch w stronę euroizacji mógłby mieć istotne reperkusje dla całej Europy Środkowej i Wschodniej. Po drugie, w ostatnich latach wystąpił w Polsce wysoki deficyt obrotów bieżących. Chociaż nie wydaje się, by występowało jakieś bezpośrednie ryzyko kryzysu walutowego[5], to ten zewnętrzny brak równowagi stanowi zasadnicze wyzwanie dla decydentów. Po trzecie, dyskusja na temat jednostronnej euroizacji była (i nadal jest) bardziej ożywiona w Polsce niż w innych krajach kandydujących do Unii Europejskiej[6]. Jak dotychczas, w Polsce, podobnie jak w innych krajach Europy Środkowej i Wschodniej aspirujących do Unii Europejskiej, zwolennicy jednostronnej euroizacji nie pozyskali dla swoich koncepcji oficjalnego ani publicznego poparcia. W efekcie, w kwietniu 2000 r. Polska przeszła od szerokopasmowego kroczącego kursu walutowego do kursu płynnego, w dalszym ciągu opierając się na strategii bezpośredniego celu inflacyjnego, który realizuje od początku 1999 r.

Nie należy zapominać, że analiza skutków ekonomicznych hipotetycznej jednostronnej euroizacji wiąże się ze znacznymi problemami pojęciowymi. Koszty i korzyści mają bowiem charakter częściowo makro-, a częściowo mikroekonomiczny, a przy ich ocenie istotną rolę mogą odgrywać zarówno czynniki krótko-, jak i długofalowe. Co więcej, są one wzajemnie ze sobą powiązane i można je jedynie częściowo ująć liczbowo, z pewnym stopniem pewności czy raczej prawdopodobieństwa. Niniejsze studium jest skromne w swoim zamierzeniu, ponieważ próbuje porównać ze sobą rzędy wielkości poszczególnych skutków euroizacji, pomijając natomiast- w większości przypadków - ich wzajemne sprzężenia i wieloaspektowe oddziaływania na otoczenie ekonomiczne i społeczne.

Ze względu na powyższe, w efekcie przeprowadzonych rozważań możliwe będzie sformułowanie ogólnej oceny tego, czy propozycja jednostronnej euroizacji jest dla Polski potrzebna i korzystna.

Niniejsza praca składa się z czterech części i ma następująca strukturę: znany już wstęp, część druga, w której koncentruję się na potencjalnych korzyściach euroizacji dla Polski, część trzecia, gdzie omawiane są wady wyboru tej polityki, jej bezpośrednie koszty i potencjalne ryzyka, oraz część czwarta, zawierająca krótkie podsumowanie oraz główne oceny i wnioski studium.

Przed przystąpieniem do dalszych rozważań należy zwrócić uwagę na fakt, że głównym warunkiem technicznym euroizacji jest to, by oficjalne rezerwy walutowe były w stanie „pokryć" bazę monetarną (gotówka w obiegu, w tym gotówka w skarbcu, oraz rezerwy banków komercyjnych w banku centralnym), która musiałaby być wymieniona na euro[7]. W przypadku Polski rezerwy walutowe są dość znaczne i z czysto technicznego punktu widzenia jednostronna euroizacja wydawałaby się zatem możliwa[8]. Na koniec 1999 r. rezerwy walutowe brutto wynosiły 25,5 mld USD, dwa razy więcej niż baza monetarna (M0)[9]. Nawet po takiej hipotetycznej jednostronnej euroizacji władze polskie zachowają połowę swoich rezerw walutowych[10].

Potencjalne korzyści

Główne korzyści, które się przypisuje jednostronnej euroizacji, to niższe stopy procentowe, wzrost stabilności pieniężnej przejawiającej się w niższej inflacji, zmniejszenie kosztów transakcyjnych oraz redukcja niestabilności kursu walutowego (mogłyby pozytywnie wpłynąć na handel zagraniczny) i wreszcie potencjalna rola katalizatora w zakresie reform strukturalnych. Należy zatem spokojnie przyjrzeć się bliżej tym potencjalnym korzyściom, aby nie popełnić błędu w ich ocenie. Niniejsza część omawia te zagadnienia po kolei.

Redukcja stóp procentowych

Według zwolenników euroizacji, najbardziej „namacalną" zaletą jednostronnej euroizacji byłaby szybka i za-

[5] Chociaż deficyt obrotów bieżących w obecnej wysokości nie da się na dłuższą metę utrzymać, wskaźniki standardowe stosowane normalnie do oceny krótkookresowej wrażliwości, takie jak wskaźniki: M2 (oficjalne rezerwy walutowe, oficjalne rezerwy walutowe/krótkoterminowy dług zagraniczny), są dość solidne. Ratingi suwerenne Polski były (i są) dość stabilne, a w połowie maja 2000 r. Standard & Poor's nawet podniósł swój rating suwerenny dla zobowiązań zagranicznych Polski z BBB na BBB+.

[6] Zob. Rostowski i Bratkowski (1999 i 2000); Orłowski, Rybiński (1999); Rosati (1999); Wójcik (1999); Wójcik (2000); Lutkowski (2000); Kowalewski (2000); Gomułka (2000).

[7] Oczywiście, można to zrobić jedynie po oficjalnym wprowadzeniu do obszaru euro banknotów i monet euro.

[8] Nie jest jednak oczywiste, czy wystarczy posiadanie rezerw oficjalnych obejmujących jedynie M0, nie zaś szersze agregaty pieniężne. Wówczas bowiem bank centralny, który ogłosi publicznie, że zamierza przejść na euro, może wpaść w poważną pułapkę wiarygodności, ponieważ musi zadeklarować, iż wszystkie depozyty w walucie krajowej zostaną zamienione po rynkowym kursie walutowym. Jeśli opinia publiczna zda sobie sprawę, że rezerwy oficjalne nie wystarczą do pokrycia wszystkich depozytów, może wybuchnąć kryzys bankowy i walutowy, czyli dokładne przeciwieństwo tego, co chcą uzyskać zwolennicy jednostronnej euroizacji.

[9] Przy porównaniu z szerszymi agregatami pieniężnymi oficjalne rezerwy walutowe nieznacznie przekraczały wąski pieniądz (M1) i wynosiły do 40% szerokiego pieniądza (M2). Żaden z tych wskaźników nie zmienił się w istotny sposób w ciągu pierwszych dziewięciu miesięcy 2000 r.

[10] Warto odnotować, że obecne wskaźniki zostały obliczone po rzeczywistym kursie walutowym na koniec roku. Oczywiście władze mogłyby wybrać inny kurs przeliczenia, co zmieniłoby ostateczne wyniki. Pole manewru byłoby jednak ograniczone potrzebą zachowania równowagi w gospodarce.

sadnicza redukcja polskich stóp procentowych. Rozumowanie przebiega następująco: przyjmuje się zazwyczaj, że premia za ryzyko na krajowym rynku stóp procentowych składa się z dwóch składników: ryzyka waluty (kursowego) i ryzyka kredytowego. Euroizacja efektywnie zredukowałaby ryzyko kursowe prawie do zera i stąd, ceteris paribus, ogólna premia za ryzyko uwzględniona w krajowych stopach procentowych mogłaby ulec znacznemu zmniejszeniu. Premia za ryzyko byłaby zredukowana jedynie w takim stopniu, w jakim nie wiązałaby się z niedewaluacyjnym ryzykiem kredytowym, które by w dalszym ciągu się utrzymywało. Opierając się na tym rozumowaniu, można ilościowo określić potencjalny spadek stóp procentowych i jego ewentualny wpływ zarówno na wzrost gospodarczy, jak i na sytuację fiskalną.

Między rokiem 1997 a 2000 premia za ryzyko uwzględniona w krajowych stopach procentowych w Polsce znacznie się zmieniała i średnio wynosiła 7,1%, co pokazuje wykres 1.

Ryzyko kredytowe można przedstawić, z dużym przybliżeniem, jako marżę polskich euroobligacji denominowanych w dolarach w stosunku do porównywalnych amerykańskich obligacji skarbowych[11]. Ewolucję ryzyka kredytowego ukazuje wykres 2. Jak wynika z wykresu, średnio wynosiło ono około 1,4%.

[11] Reprezentuje ona ryzyko kredytowe polskich obligacji rządowych denominowanych w walucie obcej, co przyjmuje się tutaj jako przybliżone ujęcie ryzyka kredytowego lokalnego długu denominowanego w walucie obcej.

Na pierwszy rzut oka średnie wartości dla ogólnej premii stopy procentowej oraz premii za ryzyko kredytowe za okres od 1997 do 2000 r. wydają się sugerować, że - *ceteris paribus* - wynikający z euroizacji spadek krajowych stóp procentowych powinien wynosić mniej więcej od 5 do 6 punktów procentowych. Stanowiłoby to znaczną redukcję zarówno w ujęciu nominalnym, jak i realnym.

Do tych prostych i mechanicznych obliczeń opartych na założeniach ceteris paribus trzeba jednak dodać kilka zastrzeżeń.

Po pierwsze, wyliczony skutek odnosi się do krótkoterminowych stóp procentowych. Wpływ na długoterminowe stopy procentowe nie musi być identyczny. Cechą charakterystyczną gospodarek dokonujących przekształceń gospodarczych lub, szerzej to ujmując, krajów realizujących wiarygodny proces dezinflacji jest odwrócone nachylenie krzywych dochodowości, przeciwnie niż w okolicznościach normalnie zachodzących w krajach obszaru euro. W takim więc stopniu, w jakim euroizacja spowodowałaby spadek inflacji (zob. niżej), krzywa rentowności nie tylko przesunęłaby się w dół, ale również zmieniłaby swoje nachylenie. Sytuacja ta sugeruje, że w scenariuszu spadającej inflacji redukcja średnio- i długoterminowych stóp procentowych byłaby niższa niż krótkoterminowych stóp procentowych.

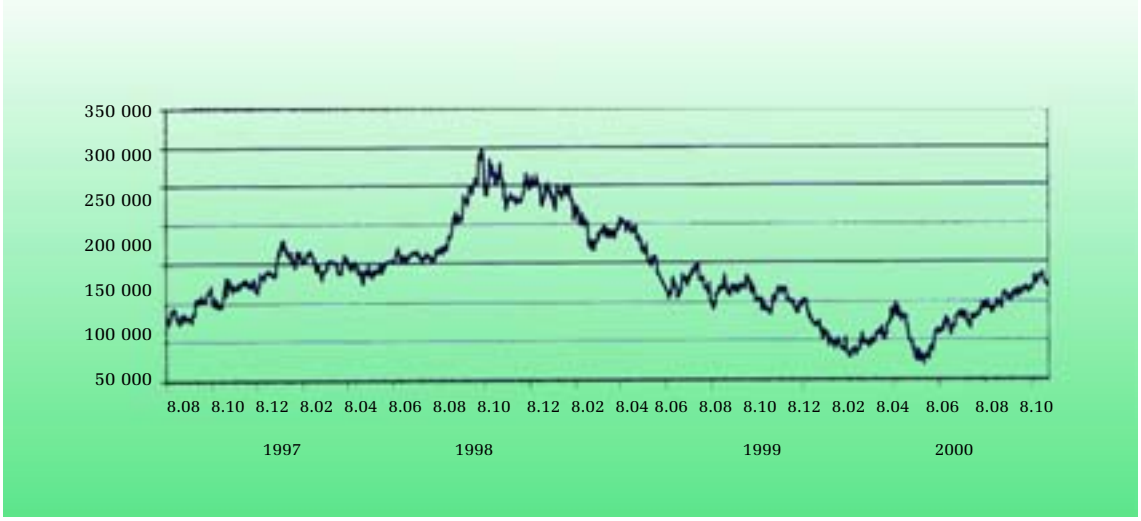
Po drugie, ryzyko kredytowe i ryzyko kursowe są ze sobą powiązane na kilka różnych sposobów. Na przykład, jeśli dług zewnętrzny danego kraju i/lub zobowiązania sektora bankowego są w dużym stopniu denominowane w walucie obcej (co nie zachodzi w Pol-

Wykres 1 *Premie za ryzyko uwzględnione w polskich krajowych stopach procentowych od maja 1997 r. do października 2000 r.*

Uwaga: Premie za ryzyko obliczono na podstawie trzymiesięcznych stóp procentowych na rynkach pieniężnych pomniejszonych o spodziewaną deprecjację waluty pomniejszonych o trzymiesięczną zagraniczną stopę procentową. Jako aproksymację oczekiwanej deprecjacji przyjęto wcześniej ogłaszaną kroczącą stopę deprecjacji, natomiast dla okresu systemu kursu płynnego, który rozpoczął się w kwietniu 2000 r., kurs kroczący, który obowiązywał przed upłynnieniem, pozostawiono bez zmian. Zagraniczna stopa procentowa jest średnią ważoną stóp procentowych walut referencyjnych; dla okresu po uwolnieniu wagi walut zagranicznych z okresu wcześniejszego zostały zachowane bez zmian. Jest jasne, że miara ta stanowi jedynie bardzo niedokładne przybliżenie ilościowe, zwłaszcza gdy idzie o ujmowanie oczekiwań, zarówno w ramach szerokopasmowego kursu kroczącego, jak i - jeszcze bardziej - w ramach przyjętego po nim kursu płynnego (pogłębione omówienie tego tematu znajdą Państwo w Darvas i Szapáry, 1999).

Źródło: Narodowy Bank Polski, obliczenia własne.

Wykres 2 *Marża denominowanych w dolarach polskich euroobligacji w stosunku do porównywalnych amerykańskich obligacji skarbowych od sierpnia 1997 r. do października 2000 r.*



Źródło: Bloomberg.

sce)[12], znaczna dewaluacja mogłaby spowodować dotkliwe obciążenie finansowe deficytu fiskalnego. W takim przypadku wyrzeczenie się możliwości dewaluacji mogłoby przyczynić się do redukcji ryzyka kredytowego. Niemniej jednak dewaluacja mogłaby się również okazać czymś pożytecznym dla gospodarki krajowej, wywołując wzrost gospodarczy i poprawiając sytuację fiskalną, co mogłoby również doprowadzić do redukcji ryzyka kredytowego[13].

Wpływ na PKB. W jakim stopniu (jeżeli w ogóle) wyliczony spadek stóp procentowych przyczyniłby się do wzrostu polskiego PKB? Jednym ze sposobów wstępnego potraktowania tego zagadnienia jest przyjrzenie się szacunkom elastyczności inwestycji względem stóp procentowych oraz możliwemu wpływowi zmian stóp procentowych na PKB. Wyliczenia takie[14] sugerują, że spadek stóp procentowych o 5 do 6 punktów procentowych mógłby zwiększyć polski PKB o około 1,8 do 2,2%. Należy jednak zauważyć, że wyniki te są oparte na modelu statycznym, tak więc przedstawiony wpływ na PKB ma charakter jednorazowy. Przy szacowaniu skutków długofalowych bardziej odpowiednie wyniki przyniosłoby podejście dynamiczne. Co więcej, euroizacja prawdopodobnie zmieniłaby ogólne ramy działania w gospodarce i w znacznym stopniu wpłynęłaby na zachowanie podmiotów gospodarczych, co mogłoby mieć poważny wpływ na ostateczny wynik.

Sytuacja fiskalna. Niższe stopy procentowe miałyby również dodatni wpływ na sytuację fiskalną Polski, ponieważ zmniejszyłyby koszty obsługi krajowego długu publicznego. Na koniec czerwca 2000 r. krajowy dług budżetu państwa wynosił około 143,7 mld zł, co stanowiło około 20% polskiego produktu krajowego brutto w 1999 r. Gdyby średnie oprocentowanie krajowego długu publicznego spadło o 5-6 punktów procentowych, wydatki fiskalne obniżyłyby się o około 1,0-1,2% PKB. Ta potencjalna redukcja wydatków krajowych nie zostałaby jednak osiągnięta od razu. Duża część krajowego długu publicznego Polski składa się z obligacji o stałej stopie procentowej, z których wiele ma charakter długo- lub średnioterminowy. Poza tym część krajowego długu publicznego nie jest w pełni zdeterminowana rynkowo[15].

Czy stopy procentowe musiałyby spaść? Pozostaje pytanie, czy jednostronna euroizacja rzeczywiście stanowiłaby „*quasi*-automatyczny" mechanizm prowadzący do znacznego obniżenia stóp procentowych.

Jednym ze sposobów odpowiedzi na to pytanie jest przypomnienie sobie, że spadek stóp procentowych wyliczono przy ścisłym założeniu *ceteris paribus*. Jednak jednostronna euroizacja może w istotny sposób obalić to silne założenie, skoro przyniosłaby całkowitą, od strony systemu kursowego, zmianę sposobu funkcjonowania gospodarki. Jednostronna euroizacja, po pierwsze, „usztywniłaby" krótkoterminowe stopy procentowe, które determinowałby proces polityki pieniężnej na obszarze euro. Po drugie, usztywniłaby cenę waluty obcej, tzn. kurs walutowy. Oznaczałoby to, że gdyby między zagregowanym popytem a zagregowaną podażą w gospodarce wytworzył się brak równowagi, to cały proces przystosowawczy musiałoby się dokonywać poprzez płace i ceny, które często przejawiają no-

[12] Na koniec 1999 r. całkowity dług zewnętrzny polskiego systemu bankowego wynosił jedynie 7,9% wszystkich zobowiązań bankowych, a udział depozytów sektora niefinansowego denominowanych w walucie obcej we wszystkich depozytach bankowych wynosił 7,2% zobowiązań bankowych ogółem. Jednocześnie całkowity dług zewnętrzny Polski wynosił około 41% PKB, z czego krótkoterminowy dług zewnętrzny wynosił 7% PKB.

[13] Zob. Berg and Borensztein (2000).

[14] Zob. Fidrmuc i Fidrmuc (1999) oraz Backé i Fidrmuc (2000).

[15] Pod koniec 1999 r. udział długu „niezbywalnego" w całym krajowym długu publicznym wynosił 11%.

minalną sztywność w dół. Jednocześnie jednak należy podkreślić, że jednostronne przyjęcie euro nie usztywniałoby długoterminowych stóp procentowych, te bowiem byłyby wyznaczane głównie przez czynniki realne, takie jak skłonność do oszczędzania i krańcowa wydajność inwestycji, oraz różne rodzaje ryzyka, z których najbardziej istotne byłoby prawdopodobnie ryzyko kredytowe[16]. Sprawą kluczową jest tutaj to, że jednostronna euroizacja, stawiając pod znakiem zapytania płynność funkcjonowania mechanizmu dostosowawczego - szczególnie w sytuacji, gdy utrzymują się skutki niedopasowania kursu i (lub) asymetrycznych wstrząsów (szoków) realnych - może zwiększyć ryzyko kredytowe i, co za tym idzie, nominalne i realne stopy procentowe. Jeżeli z czasem nierównowaga zewnętrzna będzie się zwiększać i jeśli mechanizm dostosowawczy rzeczywiście nie będzie działał właściwie, to z czasem wzrośnie także premia za ryzyko. Żaden kraj nie może bowiem w nieskończoność akumulować zobowiązań zagranicznych bez ponoszenia konsekwencji w postaci wyższych kosztów pozyskiwania środków. Innymi słowy, spadek ryzyka kursowego, który bardzo wyraźnie wynika z jednostronnej euroizacji, może częściowo lub całkowicie (w skrajnym przypadku nawet z nawiązką) być opłacony wzrostem ryzyka kredytowego na późniejszych etapach.

Problematyka wzajemnych relacji między ryzykiem kredytowym, niedopasowaniem kursu walutowego oraz nierównowagą zewnętrzną omówiona zostanie jeszcze w dalszych częściach opracowania. W tym miejscu trzeba dodać ważną uwagę, że poza konkretnymi tendencjami w gospodarce realnej, mogących przyczyniać się do wzrostu ryzyka kredytowego, jest jeszcze kilka innych czynników, mogących wywołać „strukturalną" tendencję do wzrostu stóp oprocentowania kredytów udzielanych w jednostronnie euroizowanej gospodarce polskiej. Oto najważniejsze powody zachodzenia tego zjawiska.

Po pierwsze, denominacja cen i płac w euro nie oznaczałaby jeszcze, że międzynarodowi inwestorzy nie postrzegaliby danej gospodarki jako odrębnego i, co za tym idzie, prawdopodobnie mniej wiarygodnego obszaru walutowego (ekonomicznego). Jeśli tak będzie, to inwestorzy będą bardziej wrażliwi na sytuację finansową kraju, zwłaszcza jeśli jego sytuacja fiskalna nie będzie w pełni skonsolidowana i przejrzysta, a tak jest w przypadku Polski. Zwiększyłoby to premię w postaci stóp procentowych.

Po drugie, do wzrostu niestabilności finansowej i, co za tym idzie, wyższych stóp procentowych przyczyniać się może również brak efektywnego pożyczkodawcy ostatniej instancji (patrz niżej).

Po trzecie, nie jest możliwe całkowite wykluczenie ryzyka dewaluacji, ponieważ kraj „zeuroizowany" mógłby zawsze, przynajmniej teoretycznie, przywrócić swoją walutę. Niezerowe prawdopodobieństwo takiej opcji - opcji wycofania się - zostałoby prawdopodobnie zdyskontowane przez inwestorów i uwzględnione w krajowych stopach procentowych.

Co więcej, ocena ryzyka kraju zależałaby również od stopnia poparcia politycznego oraz opinii publicznej, jakie jednostronna euroizacja zdołałaby sobie pozyskać. Polska osiągnęła już znaczny stopień stabilności makroekonomicznej. Co więcej, osiągnęła największe sukcesy wśród krajów Europy Środkowej i Wschodniej pod względem wzrostu PKB. Jest więc mało prawdopodobne, by społeczeństwo było gotowe zaakceptować jakiekolwiek nadzwyczajne eksperymenty w zakresie polityki gospodarczej, niosące ryzyko wykolejenia dynamicznego procesu doganiania innych gospodarek. Brak szerokiego konsensusu zarówno w obrębie społeczeństwa, jak i elit politycznych mógłby zaszkodzić wiarygodności ekonomicznej kraju, a to w znacznym stopniu zwiększyłoby niepewność, która musiałaby się wyrazić w wyższej premii za ryzyko.

Zmniejszenie kosztów transakcyjnych i wyeliminowanie niestabilności ryzyka kursowego

Drugi atut przypisywany jednostronnej euroizacji wiąże się z twierdzeniem, że wyeliminowanie wahań kursowych oraz zmniejszenie kosztów transakcyjnych stworzyłyby bardziej sprzyjające środowisko dla handlu międzynarodowego, a co za tym idzie wzrostu gospodarczego.

Redukcja kursowych kosztów transakcyjnych. Ogólnie rzecz biorąc, kursowe koszty transakcyjne składają się z dwóch składników: kosztów finansowych (marży: cena kupna - cena sprzedaży, prowizji i innych kosztów administracyjnych) oraz kosztów „operacyjnych" - zasobów „uwięzionych" w departamentach rozliczeń i skarbowych zajmujących się gospodarką, w postaci opóźnień płatności itp. Potencjalne oddziaływanie jednostronnej euroizacji na finansowe kursowe koszty transakcyjne można w przybliżeniu mierzyć za pomocą wzoru:

$$T = p\frac{Y}{GDP},$$

gdzie:

T - koszty transakcyjne (jako procent PKB),

p - średnie opłaty za wymianę EUR/PLN (wyrażone procentowo),

Y - wolumen transakcji EUR/ PLN[17].

Wolumen transakcji EUR/PLN można oszacować jako sumę przepływów brutto na rachunkach obrotów bieżących, kapitałowych i finansowych bilansu płatniczego. Ponieważ brak jest danych na temat struktury walutowej transakcji kapitałowych i finansowych, wo-

[16] Chciałbym podziękować profesorowi Karolowi Lutkowskiemu za tę uwagę.

[17] Zob. Anthony i Hallet (2000).

lumen transakcji EUR/PLN szacuje się tutaj jako sumę polskiego handlu zagranicznego w zakresie towarów i usług (eksport i import) z krajami obszaru euro. Jeśli przyjmie się, że średnie opłaty za wymianę EUR/PLN wynoszą 0,35% (co stanowi górny poziom szacunków Komisji Europejskiej, dotyczących średnich kosztów wymiany dla transakcji na rachunku obrotów bieżących z Unią Europejską[18]), kursowe koszty wymiany (ich składnik finansowy) mogłyby się sprowadzać do 0,1 punktu procentowego polskiego PKB rocznie[19].

Wyeliminowanie niestabilności kursu walutowego. Dużo trudniej - niż redukcję kursowych kosztów transakcyjnych - jest obliczyć, jaki skutek wywiera zmniejszenie niestabilności kursowej na handel międzynarodowy. Powszechny jest jednak pogląd, że potencjalny skutek, jeśli w ogóle istnieje, nie jest duży, a redukcja wahań waluty może przynieść jedynie niewielkie zyski handlowe. Jednakże w niedawnym artykule Rose (2000) stwierdza, że handel między krajami o wspólnej walucie jest prawie trzy razy większy niż między krajami o różnych walutach. Stwierdza on ponadto, że posiadanie wspólnej waluty, jeśli chodzi o handel, nie jest tożsame z redukcją niestabilności kursu walutowego do zera, która ma znacznie mniejszy wpływ na tworzenie handlu niż wspólna waluta. Zmniejszenie standardowego odchylenia kursu walutowego od jego średniej o 1% oznaczałoby wzrost handlu prawie o 1,8%.

Wnioski Rose'a (2000) można potraktować jako górny limit potencjalnych korzyści dla handlu zagranicznego. Jeżeli przyjmiemy to założenie, jednostronną euroizację powinno się traktować jako redukcję niestabilności kursu walutowego do zera. Nie powinno się jednak traktować jej jako odpowiednika wariantu wspólnej waluty Rose'a z prostego powodu, że jednostronna euroizacja nie stanowi unii walutowej, a ponadto między obszarem euro a Polską w okresie przedakcesyjnym nie ma nawet wspólnego rynku.

W okresie od stycznia 1997 r. do października 2000 r. odchylenie standardowe kursu walutowego PLN/EUR od jego średniej wynosiło 5,9. Zgodnie ze stwierdzeniem Rose'a, redukcja zmienności kursu walutowego do zera oznaczałaby wzrost handlu Polski z krajami obszaru euro o około 10,5%. Pod koniec 1999 r. obroty Polski (eksport i import) z krajami obszaru euro wynosiły około 27% PKB. Wyliczony powyżej wzrost handlu o 10,5% zwiększyłby zatem wskaźnik otwartości polskiej gospodarki o około 2,7 punktu procentowego.

W jaki sposób ten wzrost otwartości przyczyniłby się do wzrostu polskiego PKB? Nie ma żadnego konsensusu w literaturze przedmiotu co do związku między otwartością a wzrostem. Niektórzy autorzy podkreślają, że związek ten jest w znacznym stopniu nieliniowy (np. Baldwin i Sbergani, 1999), co sprawia, że potencjalne szacunki bardzo trudno przeprowadzić i są one niepewne. Z drugiej strony Frankel i Romer (1999) stwierdzają, że wzrost jest dodatnio związany z otwartością (mierzoną udziałem importu i eksportu w PKB) i że relacja ta jest stosunkowo silna. Szacują oni, że zwiększenie wskaźnika handlu zagranicznego do PKB o 1 punkt procentowy zwiększa dochód na głowę mieszkańca o 0,5% - 2%. Wyniki Frankela i Romera, które znowu można uznać za górny kres przedziału, wskazywałyby - przy pozostałych czynnikach niezmienionych - że wyliczony powyżej wzrost wskaźnika otwartości o 2,7 punktu procentowego, wynikający z eliminacji zmienności kursu walutowego, mógłby doprowadzić do jednorazowego wzrostu polskiego PKP o wielkość między 1,4% i 5,4%.

Raz jeszcze trzeba dodać, że skala tego efektu jest wysoce niepewna, ponieważ zarówno związek między stabilnością kursu walutowego a otwartością, jak i relacja między otwartością a wzrostem są wysoce wątpliwe i kwestionowane w literaturze. Stąd też tego bardzo niepewnego efektu nie powinno się uwzględniać przy jakimkolwiek poważnym bilansowaniu kosztów i korzyści wynikających z jednostronnej euroizacji.

Niska inflacja

W pewnym sensie jednostronną euroizację można - pojęciowo - potraktować jako strategię antyinflacyjną pokrewną sztywnemu kursowi walutowemu. Poprzez przyjęcie euro zostałby wyeliminowany, z definicji, krajowy składnik podaży pieniądza. Jednocześnie w istotny sposób zmniejszyłoby się tempo przyrostu podaży pieniądza, chociaż stopień ekspansji monetarnej może typowo pozostawać powyżej średniej dla obszaru euro, z powodu napływu kapitału związanego z procesem doganiania. To spowolnienie wzrostu stopy podaży pieniądza doprowadziłoby do niższej inflacji. Jeżeli inflacja ma charakter inercyjny (co będziemy twierdzić poniżej), realna podaż pieniądza zostanie zmniejszona jeszcze bardziej, z (przejściowo) ujemnymi skutkami dla popytu krajowego i, co za tym idzie, dla wzrostu oraz zatrudnienia.

Większa stabilność pieniądza mogłaby poprawić warunki prowadzenia działalności gospodarczej w gospodarce krajowej, czyniąc kraj bardziej atrakcyjnym dla inwestorów zagranicznych i prowadząc do wyższych inwestycji zagranicznych.

Euroizacja jako katalizator dyscypliny makroekonomicznej i reform?

Jednostronna euroizacja, narzucając gospodarce gorset dyscypliny, mogłaby w końcu - jak twierdzą jej zwolen-

[18] Przyjęcie kresu górnego przedziału średnich kosztów wydaje się uzasadnione, ponieważ polski system bankowy i instytucje finansowe są stosunkowo mniej efektywne niż ich odpowiedniki w Unii Europejskiej i, co za tym idzie, mogą pobierać wyższe koszty wymiany.

[19] Wielkość szacowana przez Komisję EU (1990) dla średniego kraju europejskiego wynosi 0,4%.

nicy - odegrać rolę katalizatora, prowadzącego do rozwagi fiskalnej, oraz reform strukturalnych w krajach dokonujących przekształceń gospodarczych. Są to jednak tylko skutki potencjalne i nie należy ich traktować jako czegoś pewnego. Lebaron i McCulloch (2000) tak oto rekapitulują doświadczenia Panamy: „...dolar może istotnie zapewnić stabilną bazę monetarną dla kraju, rzucając mu kotwicę niskiej inflacji, nie może jednak zapewnić wzorcowej polityki promowania wzrostu gospodarczego i rozwoju". Co do polityki fiskalnej Tornell i Valesco (1995) twierdzą, że dolaryzacja (ogólniej mówiąc, przyjęcie waluty obcej jako środka płatniczego) różni się od elastycznych kursów walutowych nie tym, że nie pozwala na swobodne zachowanie fiskalne, ale tym, iż przesuwa jego koszty w przyszłość. W wyniku tego niecierpliwemu rządowi większą dyscyplinę narzuciłby elastyczny kurs walutowy, który za zbyt swobodne zachowanie fiskalne każe płacić natychmiastowe koszty (w postaci wyższych stóp procentowych), niż system zdolaryzowany, odwlekający czas zapłaty. Co więcej, Chang (2000) pokazuje, że roczny deficyt fiskalny Panamy wynosił w latach 1970-1998 średnio 3,8%, czyli znacznie więcej niż deficyty Chile, Kostaryki i Peru, gdzie kursy walutowe były bardziej elastyczne. Badania empiryczne Edwarda (2001) dowodzą, że kraje zdolaryzowane mają podobną historię fiskalną co gospodarki niezdolaryzowane.

Co więcej, wydaje się, że w przypadku Polski (ale również w przypadku innych zaawansowanych krajów aspirujących do członkostwa w Unii Europejskiej) już sama perspektywa integracji z Unią Europejską stanowi bardzo istotny bodziec do reform instytucjonalnych i strukturalnych, jak również rozwagi makroekonomicznej. Jest w wysokim stopniu niepewne, czy zmiany systemu kursowego, a w szczególności euroizacja, mogłyby w istotny sposób wzmocnić istniejące, i tak już potężne, bodźce do reform i racjonalnej polityki makroekonomicznej.

Wady

Koszty

Niezwykle ważnym zadaniem jest dokonanie rzetelnej oceny bezpośrednich kosztów euroizacji. Obejmują one rezygnację z przychodów z tytułu renty menniczej oraz funkcji pożyczkodawcy ostatniej instancji. Trzeba także dostrzegać fakt, że w przypadku gdy jednostronna euroizacja dokonuje się w środowisku inflacyjnym, pojawiają się koszty stabilizacji.

Utrata renty menniczej

Jednym z najbardziej widocznych, dających się wyliczyć kosztów, które wynikają z porzucenia waluty narodowej, jest utrata przychodów z renty menniczej powstającej w wyniku emisji prawnego środka płatniczego. Chociaż kraje obszaru euro, które wprowadziły euro zgodnie z procedurami przewidzianymi w Traktacie o Wspólnocie Europejskiej, współuczestniczą w przychodach z renty menniczej wynikającej z emisji euro, to z całą pewnością nie odnosi się to do hipotetycznego przypadku jednostronnej euroizacji.

Jest wiele definicji renty menniczej. Niezależnie od tego, przychody z renty menniczej najczęściej oblicza się jako roczną zmianę w bazie monetarnej, reprezentującej po prostu rzeczywisty transfer zasobów, którego musi dokonać sektor prywatny, by otrzymać z banku centralnego pieniądz bazowy[20]. Analitycznie rzecz ujmując, można odróżnić statyczne i dynamiczne przychody z renty menniczej. Statyczny koszt renty menniczej wiąże się z kosztem, który łączy się z wycofywaniem waluty krajowej z obiegu i jej wymianą na nowo przyjętą walutę obcą, przy wykorzystaniu oficjalnych rezerw walutowych. W ten sposób władze zwróciłyby społeczeństwu rentę menniczą, którą pozyskały w czasie.

Utratę statycznej renty menniczej w wyniku hipotetycznej euroizacji polskiej gospodarki można przedstawić jako udział bazy monetarnej w PKB. Między 1995 a 1999 r. baza monetarna (M0) wynosiła około 8,5% PKB w Polsce. Pod koniec 1999 r. wynosiła 8,8% PKB. Wielkość tę można przyjąć jako przybliżenie kosztu utraty statycznej renty menniczej.

Koszt dynamiczny z kolei wiązałby się z utratą przyszłych przychodów z renty menniczej. Utratę dynamicznej renty menniczej można wyliczyć jako roczną zmianę udziału bazy monetarnej w PKB. W latach 1995-1999 średnia zmiana udziału M0 w polskim PKB w wynosiła 1,5%.

Dla zachowania precyzji metody wyliczenia przedstawionych tu liczb należy ją uzupełnić pewnymi uwagami. Po pierwsze, wzór stosowany do wyliczenia przychodów z dynamicznej renty menniczej zakłada, że nie istnieje prawny wymóg tworzenia oprocentowanych rezerw obowiązkowych. Jeśli jednak banki komercyjne zarabiają odsetki na rezerwach obowiązkowych utrzymywanych w banku centralnym, to wysokość ich przychodów z renty menniczej zmniejsza się o kwotę przychodów odsetkowych. Do tej pory rezerwy obowiązkowe w Polsce nie podlegały oprocentowaniu. Może to się jednak w przyszłości zmienić, prowadząc do zmian w przychodach z renty menniczej[21].

[20] Berg i Borensztein (2000) pokazują, że wzrost wolumenu bazy monetarnej równy jest wynikającemu z niego zyskowi banku centralnego w ujęciu zdyskontowanym (wartości zaktualizowanej).

[21] Do września 1999 r. obowiązywały następujące stopy rezerw obowiązkowych: depozyty złotowe a vista 20%, złotowe depozyty terminowe a vista 11%, wszystkie depozyty w walucie obcej 5%. Jednakże we wrześniu 1999 r. stopy rezerw obowiązkowych obniżono do 5% dla wszystkich kwalifikujących się depozytów. Fundusze uwolnione dzięki obniżeniu stóp rezerw obowiązkowych zostały spożytkowane przez 67 banków do zakupu 6-, 7-, 8-, 9- i 10- letnich obligacji wyemitowanych przez NBP.

Po drugie, przedstawione powyżej wielkości przychodów z renty menniczej nie biorą pod uwagę kosztów produkcji pieniądza. Jednakże, koszty produkcji pieniądza w Polsce są bardzo niskie, nie wynika z nich zatem żadna postrzegalna różnica[22].

Po trzecie, wyliczenia nie biorą pod uwagę kosztów operacyjnych banku centralnego, ponieważ hipotetyczna jednostronna euroizacja nie zmniejszyłaby ich w jakiś znaczny sposób. Ponieważ w momencie przystąpienia do Unii Europejskiej Polska stanie się członkiem Europejskiego Systemu Banków Centralnych, a później - po spełnieniu kryteriów zbieżności z Maastricht i pomyślnym przejściu badań zbieżności przewidzianych Traktatem o Wspólnocie Europejskiej - członkiem obszaru euro i Eurosystemu, Polska nie może po prostu zlikwidować swojego banku centralnego, tak jak tego dokonały niektóre kraje zdolaryzowane, w których bank centralny praktycznie nie istnieje. Chcąc oszacować tę wartość dla przyszłych okresów, trzeba przyjąć różne założenia co do ścieżki czasowej bazy monetarnej, nominalnego PKB oraz współczynnika bazy monetarnej do PKB[23]. To jednak wykraczałoby poza zakres niniejszego studium. Podejście alternatywne polegałoby na przyjęciu dotychczasowych wielkości jako przybliżenia przyszłych dynamicznych przychodów z renty menniczej, przynajmniej w perspektywie kilku następnych lat. Takie podejście wydaje się uzasadnione z kilku powodów.

Po pierwsze, w przeszłości przychody w stosunku do PKB były dość stabilne. Po drugie, wielkości te z grubsza są zgodne z tym, co wskazują badania empiryczne dla innych krajów. Kilka studiów szacuje, że przychody z renty menniczej w rozwiniętych gospodarkach wahają się między 0,5% a 1,5% PKB. Cukrowski i Janecki (1998) stwierdzają, że w okresie od 1993 r. do 1997 r. całkowite przychody z tworzenia pieniądza w Polsce wynosiły około 2% PKB rocznie.

Co więcej, należy wspomnieć, że od połowy lat dziewięćdziesiątych NBP stale prowadzi operacje otwartego rynku. Ich celem jest ograniczenie nadwyżki płynności w krajowym systemie bankowym, która pojawiła się w wyniku silnego napływu kapitału oraz jednoczesnych interwencji banku centralnego na rynkach walutowych w celu uniknięcia aprecjacji waluty krajowej. Koszty tych operacji w znacznym stopniu zmniejszyły, w minionych latach, kwotę przychodów z renty menniczej. Koszty operacji otwartego rynku zmieniały się w czasie; w okresie od 1997 r. do 1999 r. wahały się z grubsza między 0,5% a prawie 1% PKB.

Wydaje się, że przy obecnym płynnym kursie walutowym jest dużo mniej miejsca na endogeniczne tworzenie pieniądza przez rynek walutowy[24]. W przyszłości w mniejszym zatem stopniu trzeba będzie prowadzić operacje sterylizacyjne. Jest to istotne dla oceny przyszłych przychodów z renty menniczej. Podczas gdy spadek inflacji będzie prawdopodobnie ograniczał dynamiczne przychody z renty menniczej w średnim okresie, to wyeliminowanie operacji sterylizacyjnych spowoduje, *ceteris paribus*, wzrost tych przychodów.

Utrata pożyczkodawcy ostatniej instancji

W kraju jednostronnie zeuroizowanym władze monetarne nie mogą pełnić funkcji pożyczkodawcy ostatniej instancji, tzn. banki nie mogą prosić banku centralnego o udzielenie jakichkolwiek kredytów ratunkowych w celu uniknięcia kryzysu systemu bankowego. Może to w znacznym stopniu ograniczyć swobodę manewru przy powstaniu ewentualnego kryzysu sektora bankowego. Bywa, że stanowi to szczególny problem, jeśli system bankowy lub niektóre jego części nie są jeszcze w pełni silne i stabilne.

Polska jest jednym z niewielu krajów transformujących swą gospodarkę, które w procesie przekształceń nie doświadczyły kryzysu bankowego. Reformując swój system bankowy, kraj osiągnął bardzo wiele i w ciągu ostatnich dziesięciu lat usunięto lub złagodzono wiele słabości. Chociaż jednak osiągnięto bardzo dużo, polski system bankowy nadal nie jest w pełni rozwinięty i jest pod kilkoma względami nieefektywny. W szczególności, stosunkowo niski jest nadal poziom pośrednictwa finansowego w Polsce. Nadzór bankowy osiągnął zaawansowany poziom, ale - pomimo dużych postępów - egzekwowanie prawa nie zostało jeszcze w pełni zagwarantowane. Prywatyzacja banków zaszła daleko, jednak na wczesnym etapie pozostaje sprzedaż ostatnich dwóch w pełni państwowych banków, PKO BP, największego polskiego banku detalicznego, oraz BGŻ, na których ciążą znaczne kwoty kredytów niepracujących.

Formułuje się zazwyczaj pewne twierdzenia co do tego, jak sobie radzić z sytuacją braku pożyczkodawcy ostatniej instancji. Po pierwsze, problem ten można rozwiązać, dysponując krajowym systemem bankowym, którego właścicielami są instytucje zagraniczne. Podmiotom zależnym od instytucji zagranicznych będzie na ogół wszystko jedno, czy transakcje w euro są dokonywane za granicą, czy w gospodarce krajowej, ponieważ ich ograniczenia budżetowe nie będą wiązać się z czynnikami walutowymi, ale z ich saldami ogól-

[22] W 1997 r. koszty te stanowiły mniej niż 2% całkowitych wydatków Narodowego Banku Polskiego i około 0,001% dynamicznej renty menniczej uzyskanej w tamtym roku.

[23] Zob. Anthony i Hallet (2000).

[24] Złoty został upłynniony w kwietniu 2000 r. i od tamtej pory NBP nie przeprowadzał żadnych interwencji na rynku walutowym. Co więcej, NBP nie interweniował również na rynku walutowym przez dwa lata przed upłynnieniem w ramach szerokopasmowego kursu kroczącego.

nymi[25]. Gdyby więc nastąpił jakiś niedobór środków, zagraniczne centrale banków międzynarodowych mogłyby zapewnić środki na finansowanie działań lokalnych.

Chociaż udział własności zagranicznej w polskim systemie bankowym jest bardzo istotny, to integracja polskiego sektora bankowego z jego zachodnimi odpowiednikami nie jest jeszcze pełna - w szczególności dlatego, że w kilku przypadkach inwestorzy zagraniczni nadal nie posiadają większościowych udziałów w bankach i, co za tym idzie, nie wywierają pełnego wpływu (kontroli). Jest zatem dalece nieoczywiste, że już teraz instytucja zagraniczna mogłaby skutecznie zastąpić bank centralny w sprawowaniu funkcji pożyczkodawcy ostatniej instancji. Międzynarodowy Fundusz Walutowy (2000b) zauważa, że mniejszościowi akcjonariusze mniej chętnie będą dokonywać zastrzyków kapitału w okresie kryzysu finansowego. Wykazuje ponadto, że potencjalny zastrzyk dodatkowego kapitału zależeć będzie od wykazywanej przez banki zagraniczne chęci wzmocnienia swojej średniookresowej pozycji w danym kraju. Banki zagraniczne zastanawiać się będą, czy dokonać zasilenia kapitałowego, w zależności od konkretnego przypadku, porównując z jednej strony koszty, a z drugiej korzyści, które mogą w przyszłości uzyskać.

Drugą możliwością, zaproponowaną przez Rostowskiego i Bratkowskiego (2000), jest wykorzystanie pozostałych rezerw walutowych w celu stworzenia specjalnego funduszu, z którego można by skorzystać, gdyby poszczególne banki miały poważne kłopoty z płynnością lub podczas kryzysu systemowego.

Jak zostało to wskazane powyżej, rezerwy walutowe NBP są dość wysokie w ujęciu czynników bilansu płatniczego, równocześnie jednak są ograniczone, kiedy porówna się kwotę rezerw walutowych, które pozostawałyby do dyspozycji władz monetarnych w przypadku hipotetycznej jednostronnej euroizacji, z depozytami w polskim systemie bankowym. Pozostające rezerwy walutowe obejmowałyby 56% depozytów a vista (M1) oraz jedynie około 20% wszystkich depozytów (M2) w polskim systemie bankowym. To, czy wystarczyłyby one do poradzenia sobie z kryzysem, zależy od charakteru i zakresu towarzyszących mu turbulencji. Fundusz rezerwowy można by oczywiście uzupełnić otwarciem w prywatnych bankach zagranicznych linii kredytowych denominowanych w euro. Może to oczywiście zwiększyć efektywność systemu oraz jego wiarygodność, lecz osiągnięto by to jednak pewnym kosztem, który również powinien być brany pod uwagę przy liczeniu ogólnego salda kosztów i korzyści z hipotetycznej jednostronnej euroizacji[26].

Trzecią opcją byłoby wprowadzenie wysokich wymagań dotyczących płynności, w celu zredukowania podatności banków na niekorzystne zmiany w zakresie płynności i rentowności oraz zmniejszenia w ten sposób potrzeby istnienia mechanizmów pożyczkodawcy ostatniej instancji. Również i tę opcję trzeba by było realizować pewnym kosztem. Wzrósłby koszt pośrednictwa finansowego, co miałoby ujemny wpływ na inwestycje i wzrost gospodarczy. Chociaż ilościowe ujęcie tych kosztów jest prawie niemożliwe, nie można ich nie uwzględniać w łącznej analizie.

Ogólnie rzecz biorąc, kluczowe znaczenie ma tu zwiększenie efektywności sektora bankowego, poprawa jego nadzoru i wprowadzenie regulacji zgodnych ze standardami międzynarodowymi. Jednakże środki do osiągnięcia tego celu powinny stanowić podstawową część każdego pakietu polityki gospodarczej bez względu na wybór mechanizmu kursowego.

Koszty początkowej stabilizacji pieniężnej

Jednostronna euroizacja, z dużą dozą prawdopodobieństwa, może przyczynić się do wyhamowania inflacji. Nie należy jednak zapominać o towarzyszących temu zjawisku (przejściowych) negatywnych skutkach (kosztach) dla PKB i zatrudnienia.

W gospodarce, w której uporczywie długo gościła inflacja, oczekiwania inflacyjne są wyższe i bardziej zakorzenione niż w krajach, gdzie inflacja nie była wysoka. Istnienie formalnych i nieformalnych mechanizmów indeksacji, bardzo przecież w Polsce rozpowszechnionych, to solidny dowód na istnienie silnych i prawdopodobnie dobrze ugruntowanych oczekiwań inflacyjnych. I rzeczywiście, inflację w Polsce charakteryzował w przeszłości szeroki zakres inercji. W tych okolicznościach przejście do nadzwyczaj sztywnego kursu walutowego może wywierać na gospodarkę skutek hamujący.

Wysokość tego kosztu w dużym stopniu zależałaby od tego, jak szybko korygowane będą oczekiwa-

[25] Tak jest zasadniczo w Panamie, jednym z niewielu przykładów zdolaryzowanej gospodarki o długim stażu (zob. Moreno-Villalaz, 1999).

[26] Ile taka opcja pozyskiwania kredytów kosztowałaby Polskę? Pod koniec 2000 r. M2 Polski wynosiło 62,943 mld USD. Ponieważ rezerwy walutowe, które pozostawałyby do dyspozycji władz monetarnych w przypadku euroizacji, wynosiłyby 16,338 mld USD, zobowiązania płynne netto systemu bankowego wynosiłyby 62,943 mld USD (M2) 16,338 mld USD = 44,604 mld USD. Jest to kwota, która mogłaby być niezbędna przy scenariuszu pesymistycznym (wycofanie wszystkich depozytów bankowych), po zniknięciu pożyczkodawcy ostatniej szansy. Przy stopie 0,3% (stopa procentowa, którą płaciła Argentyna za ustanowienie linii kredytowych w bankach prywatnych) rocznie - linia kredytowa dostatecznie duża, aby mogła pokryć tę kwotę - kosztowałaby mniej więcej 140 mln USD rocznie. Pozostaje ponadto kwestia, czy zaangażowane banki zagraniczne byłyby dostatecznie wiarygodne, aby honorować swoje zobowiązania kontraktowe w czasie kryzysu. Oba zagadnienia powinny być również wzięte pod uwagę przy porównywaniu salda kosztów i korzyści wynikających z hipotetycznej jednostronnej euroizacji.

nia podmiotów gospodarczych, chociaż pewną rolę odgrywać będą i inne czynniki, np. cechy strukturalne. Szybkość dostosowywania oczekiwań, z kolei, zależałaby od wiarygodności zmiany mechanizmu kursowego.

W tej sytuacji wydaje się mało prawdopodobne, by oczekiwania zmieniły się natychmiast, inercja inflacyjna zniknęła z dnia na dzień, a niska inflacja przyszła za darmo. Warto przy tym przypomnieć, że istnieje wiele, empirycznie i teoretycznie uzasadnionych dowodów na to, iż redukcja umiarkowanej inflacji trwa długo. Jeśli nawet przyjmie się odpowiednią politykę fiskalną, to inflacja bardzo powoli reaguje na sztywną kotwicę nominalną (taką, jak w pełni sztywny nominalny kurs walutowy)[27].

Wszystko to wskazuje, że jednostronna euroizacja nie stanowi cudownego, bezpłatnego leku na skłonność do inflacji. Koszty dostosowawcze byłyby w dalszym ciągu znaczne.

Ryzyka

Ewolucja realnego kursu walutowego w procesie prowadzącym do ostatecznej zbieżności nominalnej

Jednym z argumentów, które Rostowski i Bratkowski (2000) wysunęli za euroizacją w Polsce i innych krajach mających przystąpić do Unii Europejskiej, jest to, że w ramach elastycznego kursu walutowego trudno byłoby tym krajom zmniejszyć inflację do niskich poziomów, do czego zobowiązuje Traktat o Wspólnocie Europejskiej, gdyż jest to podstawowy warunek ewentualnego wejścia do obszaru euro. Rostowski i Bratkowski przypuszczają, że w Polsce wystąpią wysokie stopy wzrostu, wynikające z bardzo dynamicznego przyrostu wydajności pracy zarówno przed przystąpieniem do Unii Europejskiej, jak i później. Stąd też wypełnienie kryterium inflacyjnego z Maastricht wymagałoby szybkiej aprecjacji nominalnego kursu walutowego, co uważa się za szkodliwe zjawisko dla konkurencyjności gospodarki, ponieważ sztywność nominalna opóźniłaby lub ograniczyłaby niezbędny spadek cen dóbr będących przedmiotem handlu zagranicznego i (lub) kosztów jednostkowych tych dóbr. W celu spełnienia kryterium inflacyjnego Traktatu o Wspólnocie Europejskiej zgodnie z jego zapisami i, co za tym idzie, zakwalifikowania się do uczestnictwa w obszarze euro potrzebna byłaby silna recesja dostosowawcza. Zgodnie z tą argumentacją, jednostronna euroizacja umożliwiłaby krajowi uniknięcie takiego negatywnego scenariusza.

Rozumowanie to jednak nie przekonuje. Nie ma żadnych wiarygodnych dowodów, że aprecjacja realnego kursu walutowego będzie dalej przebiegać w równie wysokim tempie, którego byliśmy świadkami na wcześniejszych etapach procesu transformacji. Jeśli rozluźni się to założenie podstawowe, sytuacja okaże się dużo mniej dramatyczna, niż to się sugeruje.

Zjawisko aprecjacji realnego kursu walutowego wyjaśniano zazwyczaj efektem Balassy-Samuelsona[28]. Bez wątpienia wzrost wydajności pracy może wyjaśnić znaczną część zjawiska aprecjacji realnych kursów walutowych, powszechnie obserwowanej w Europie Środkowej i Wschodniej. Nie wyjaśnia jednak całego zjawiska i jest wysoce nieoczywiste, że realna aprecjacja będzie dalej przebiegała w tym samym tempie przez kilka dalszych lat. W związku z tym należy zwrócić uwagę na kilka czynników.

Po pierwsze, na początku procesu transformacji szybki wzrost wydajności wywołany był, do pewnego stopnia, czynnikami jednorazowymi. Głównym takim czynnikiem była wtedy lepsza alokacja istniejących zasobów, wynikająca z nowego systemu gospodarczego[29].

Po drugie, nie cała aprecjacja realna była i jest spowodowana efektem Balassy-Samuelsona. Aprecjacja realna da się jednocześnie - i to w znacznym stopniu - przypisać daleko idącej dewaluacji i, co za tym idzie, niedoszacowaniu waluty na początku programów stabilizacyjnych, co stworzyło możliwość aprecjacji korekcyjnej w późniejszym okresie[30]. Co więcej, istotna część zmian cen względnych wynikała z trybu dostosowywania cen administracyjnych wielu usług o charakterze użyteczności publicznej, takich jak energia, energetyka cieplna, opłaty (czynsz) oraz transport publiczny, które na początku procesu transformacji podnoszono bardziej progresywnie niż ceny nieurzędowe[31].

Ponieważ jest prawdopodobne, że efekty te będą coraz bardziej zanikać, średnia aprecjacja realnego kursu walutowego prawdopodobnie ulegnie w nadchodzących latach znacznemu spowolnieniu, w wyniku czego

[27] Zob. Sahay i Végh (1995), Krzak (1996).

[28] Efekt ten wynika ze zróżnicowanej ewolucji wydajności w sektorze dóbr będących przedmiotem handlu zagranicznego i w sektorze dóbr nie będących przedmiotem handlu zagranicznego, przy czym płace rozwijają się jednorodnie w obu sektorach, a ponadto wzrost płac napędzany jest wzrostem wydajności w sektorze dóbr będących przedmiotem handlu zagranicznego. Wynika stąd, że inflacja w obrębie dóbr nie będących przedmiotem handlu zagranicznego jest wyższa niż inflacja w obrębie dóbr będących przedmiotem handlu zagranicznego, co prowadzi do średniej aprecjacji realnego kursu walutowego (kursu równowagi). Niektórzy autorzy kwestionują jednak zastosowanie tej koncepcji do gospodarek transformowanych. Grafe i Wyplosz (1997) sformułowali hipotezę odwrotnego efektu Balassy-Samuelsona, zgodnie z którym wzrost wydajności pracy jest konsekwencją aprecjacji realnej, a nie siłą napędzającą ten efekt.

[29] Zob. Gotz-Kozierkiewicz (1999). Zjawisko to znane jest jako tzw. proste rezerwy. Wzrost wydajności osiąga się poprzez lepszą alokację zasobów w nowym systemie ekonomicznym, a niekoniecznie przez modernizację przestarzałych technologii. Koncepcją bardzo pokrewną jest koncepcja poprawy X-efektywności, która odnosi się do różnicy między rzeczywistym poziomem produkcji a maksymalnym poziomem produkcji, przy danym inwentarzu zasobów. O zastosowaniach tej teorii do analizy procesu transformacji pisze Rosati (1998).

[30] Grafe i Wyplosz (1997).

[31] Zob. Gotz-Kozierkiewicz (1999). Argument ten ściśle się wiąże z tzw. hipotezą pokrycia kosztów - zob. np. Koen i De Masi (1997)

Polska zdoła - być może - osiągnąć zbieżność inflacji w sposób podobnie „spokojny", jak tego dokonały inne gospodarki „doganiające", które zakwalifikowały się do członkostwa w obszarze euro w poprzednim okresie (Hiszpania, Grecja, Portugalia, Irlandia).

Instrument polityki pieniężnej i kursowej

Inne ryzyko, które wiąże się z euroizacją, to zupełna rezygnacja z polityki pieniężnej i kursu walutowego jako narzędzi polityki makroekonomicznej. Jednocześnie EBC, prowadząc politykę pieniężną obszaru euro, nie będzie brał w najmniejszym stopniu pod uwagę sytuacji ekonomicznej w Polsce.

Jest kwestią sporną, czy politykę makroekonomiczną można stosować jako instrument wyrównywania wahań cyklicznych. Dewaluacja nominalnego kursu walutowego zazwyczaj tylko tymczasowo oddziałuje na realny kurs walutowy i na konkurencyjność międzynarodową. Co więcej, częste stosowanie instrumentu kursu walutowego wpływa na oczekiwania inflacyjne i przez to staje się jeszcze mniej skuteczne w osiąganiu zmian, choćby i krótkoterminowych, w zakresie realnego kursu walutowego i działalności gospodarczej. Co więcej, przydatność polityki makroekonomicznej staje się jeszcze bardziej wątpliwa z uwagi na długie i nieprzewidywalne opóźnienia mechanizmu transmisji impulsów polityki monetarnej i wpływ tych opóźnień na kurs walutowy, PKB i zatrudnienie. Kwestionować da się również koncepcja niezależności polityki pieniężnej. W dobie globalizacji zdecydowanie wzrasta mobilność kapitału i pieniądz staje coraz bardziej endogeniczny. W wyniku tego krajowe stopy procentowe coraz bardziej są determinowane czynnikami zewnętrznymi, a pole manewru krajowych władz monetarnych ulega coraz większemu zawężeniu[32].

Wydaje się jednak, że nawet we współczesnym, tak bardzo zglobalizowanym świecie, polityka pieniężna i kursowa, o ile są ogólnie wiarygodne, mogą nadal odgrywać rolę mechanizmów antywstrząsowych. Duże, idiosynkratyczne szoki realne, wymagają dostosowywania realnych kursów walutowych. Jeśli nominalny kurs walutowy jest usztywniony, to duży szok negatywny wymaga - w ramach procesu dostosowawczego - spadku płac i cen. Jeśli płace i ceny nie będą natychmiast korygowane, gospodarka będzie przechodzić recesję albo, co najmniej, spowolnienie wzrostu. Jednostronna euroizacja (i w ogóle sztywne kursy walutowe) mogą doprowadzić w poszczególnych krajach do „huśtawki" wyników gospodarczych. W analizie kompleksowej euroizację należy zatem przedstawić w kontekście potencjalnego wyboru między stabilnością pieniężną a zmiennością realną.

[32] Zob. np. Buiter (2000).

Standardowe podejście, które się stosuje w celu przeprowadzenia analizy wykonalności jednostronnego przyjęcia waluty obcej (i mówiąc ogólniej sztywnego kursu walutowego), to teoria optymalnego obszaru walutowego (OOW). Teoria OOW pokazuje, że przyjęcie jednolitej waluty (kursu sztywnego) między dwoma krajami będzie korzystne i trwałe wtedy, gdy kraje te wystawione są na te same szoki lub gdy dysponują odpowiednimi mechanizmami dostosowującymi do szoków asymetrycznych. Według teorii OOW, przykładami mechanizmów o takim właśnie charakterze są: elastyczność płacowo-cenowa, mobilność czynników produkcji i/(lub) transfery fiskalne[33]. Im mniejsza jest wystawienie na szoki asymetryczne, tym mniejsza jest potrzeba odwoływania się do takich mechanizmów dostosowawczych. Dla obniżenia prawdopodobieństwa szoków asymetrycznych bardzo ważne jest to, by handel zagraniczny danego kraju był w wysokim stopniu zintegrowany z krajem obcym (obszarem walutowym) i by eksport był w wysokim stopniu zdywersyfikowany pod względem struktury eksportowanych towarów i usług, co z kolei pomoże wzmocnić synchronizację cyklu koniunkturalnego.

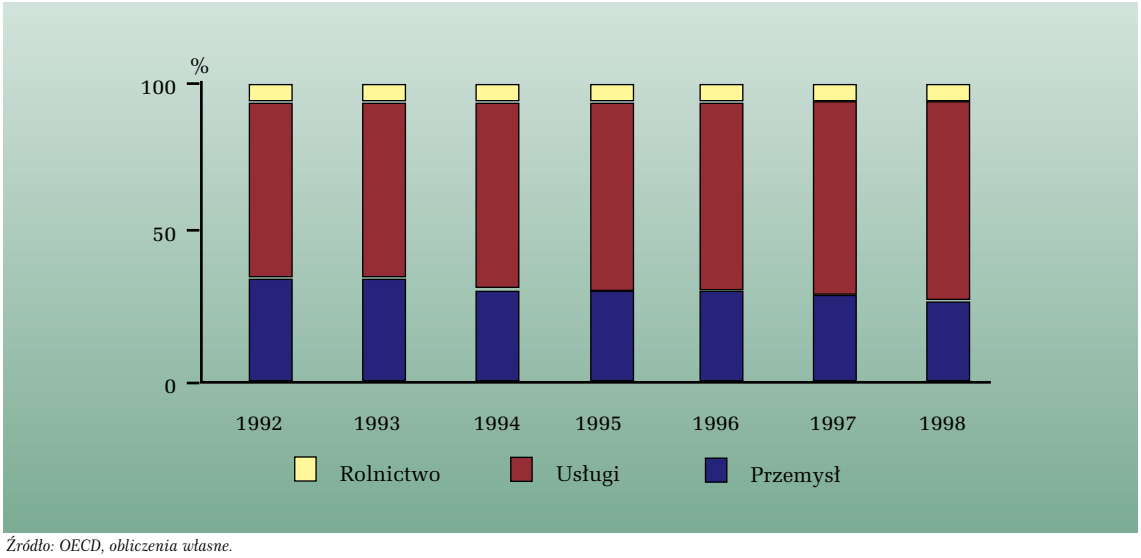
Na pierwszy rzut oka nie wydaje się, by Polska w zadowalającym stopniu spełniała kryteria OOW, choć jasne jest, że w ostatnich kilku latach nastąpiła w tym zakresie znaczna poprawa. Struktura gospodarki polskiej nadal się różni, pod kilkoma względami, od obszaru euro i krajów wchodzących w jego skład. Stosunkowo znaczny udział w PKB ma nadal przemysł, usługi są natomiast niedostatecznie reprezentowane. W zatrudnieniu bardzo wysoki udział ma rolnictwo. W przeciwieństwie do innych krajów Europy Środkowej i Wschodniej, kandydujących do przystąpienia do Unii Europejskiej, Polska nie jest gospodarką zbyt otwartą. W 1999 r. eksport Polski odpowiadał jedynie 17,6% PKB, natomiast handel ogółem odpowiadał 47,5% PKB; przy czym tylko 56,8% handlu zagranicznego kierowano do krajów obszaru euro. Zmieniła się struktura towarowa eksportu, ponieważ Polska awansowała w zakresie międzynarodowego podziału pracy, nadal jednak wyraźnie odstaje od krajów obszaru euro. W eksporcie wciąż dominują towary nieprzetworzone, a stopień dywersyfikacji jest dość nikły.

Posługując się bardziej formalną aparaturą analityczną, kilka instytucji naukowo-badawczych zastosowało teorię OOW do oceny, w tym zakresie, Polski i innych krajów z Europy Środkowej i Wschodniej aspirujących do Unii Europejskiej[34]. Chociaż badacze nie do-

[33] Pozostaje kwestią otwartą, czy wysoki stopień mobilności transgranicznej stanowi istotny czynnik w zakresie sprawnego funkcjonowania wspólnej waluty. Można twierdzić, że transgraniczna mobilność siły roboczej odgrywa mniejszą rolę, jeśli regionalna i międzybranżowa mobilność siły roboczej występuje w połączeniu z dostateczną elastycznością płacową.

[34] Zob. np. Boone i Maurel (1999), Frankel i Schmidt (1999), Cincibuch i Vavra (2000), Fidrmuc i Schardax (2000). Obszerne opracowanie stosujące kryteria OOW do gospodarki polskiej to: Borowski (2000).

Wykres 3 *Udział przemysłu, usług i rolnictwa w PKB*



Źródło: OECD, obliczenia własne.

chodzą do identycznych wniosków, to wydaje się, że polska gospodarka w większym stopniu odstaje, ogólnie rzecz biorąc, od kryteriów OOW niż niektóre inne zaawansowane gospodarki, dokonujące przekształceń gospodarczych.

Brak w literaturze przedmiotu zdecydowanego potwierdzenia dostatecznego wypełniania przez gospodarkę polską kryteriów teorii OOW skłania do pewnej ostrożności i wskazuje na ryzyka, z którymi wiązałoby się dla Polski przedwczesne przyjęcie euro. Na tle wyżej wspomnianych różnic strukturalnych jako bardzo ważne rysuje się istnienie i sprawne funkcjonowanie mechanizmów korygujących szoki asymetryczne. Jednakże, polski rynek pracy jest dość nieelastyczny[35], co oznacza, że główny mechanizm dostosowania krajowego nie jest w pełni funkcjonalny. Nie istnieje również mechanizm dostosowawczy w postaci transgranicznego przepływu siły roboczej między Polską a obszarem euro. W umacnianiu zbieżności strukturalnej pomogą transfery preakcesyjne z budżetu Unii Europejskiej, co z kolei sprawi, że szoki asymetryczne będą z czasem mniej prawdopodobne. Nastąpi to jednak stopniowo. W tych warunkach rzeczą ryzykowną może okazać się przedwczesne, całkowite wyzbycie się polityki pieniężnej i kursowej jako instrumentu polityki gospodarczej, bez pozostawienia sobie rzeczywistej opcji „wyjścia".

Niedopasowanie kursu walutowego

Jednostronna euroizacja, podobnie jak każdy inny sztywny system kursowy, obejmuje ryzyko niedopasowania (*misalignment*) kursu walutowego. W przypadku jednostronnej euroizacji ryzyko to jest jeszcze zwiększone z uwagi na brak standardowej opcji wyjścia (wycofania się). Każde trwałe odchylenie realnego kursu walutowego od poziomu równowagi będzie zatem prawdopodobnie bardzo kosztowne pod względem stóp procentowych, PKB i zatrudnienia. Szczególnie istotne są trzy aspekty, które mogłyby prowadzić do aprecjacji kursu walutowego poza jego poziom równowagi, a mianowicie inercyjna aprecjacja kursu walutowego, czynniki strony popytowej oraz czynniki kosztowe.

Inercyjna aprecjacja kursu walutowego. Jak zostało wspomniane powyżej, euroizacja może przyczynić się do spadku inflacji. Jednakże proces dezinflacji nie zostałby prawdopodobnie przeprowadzony[m1] od razu, co również wykazano już wcześniej. W średnim okresie mogłoby nastąpić inercyjne przesunięcie poziomu cen w górę, a co za tym idzie - wystąpiłaby realna aprecjacja kursu walutowego. Rostowski i Bratkowski (2000) twierdzą, że problem ten można by rozwiązać poprzez wstępną dewaluację waluty krajowej, poprzedzającą moment konwersji. Jednakże ustalenie kursu walutowego na poziomie zdewaluowanym nie jest rozwiązaniem przekonującym, ponieważ inflacja płacowa i cenowa mogłyby się wówczas stać tylko bardziej odporne i trudniejsze do powstrzymania.

Czynniki strony popytowej. Patrząc wstecz, można zaobserwować, że obniżył się udział produkcji przemysłowej w Polsce (przemysł można potraktować jako przybliżenie dla sektora dóbr będących przedmiotem handlu zagranicznego, *tradables*) w wytwarzaniu PKB, natomiast udział usług w wytwarzaniu PKB (usługi można potraktować jako przybliżenie dla sektora dóbr nie będących przedmiotem handlu zagranicznego, *non-*

[35] Zob. np. Pujol, Griffiths (1996), a ostatnio ING Barings (2000).

tradables) ciągle wzrastał. Zjawisko to zaobserwowano również w innych zaawansowanych krajach dokonujących przekształceń gospodarczych (z godnym odnotowania wyjątkiem Węgier).

Fakt ten sugeruje, że nie tylko czynniki strony podażowej (a w szczególności efekt Balassy-Samuelsona) odgrywały tu rolę w poprzednim okresie. Gdyby tak było, to udział sektora dóbr będących przedmiotem handlu zagranicznego w PKB ogółem stopniowo by się zwiększał, ponieważ wyższy wzrost wydajności w sektorze dóbr będących przedmiotem handlu zagranicznego skłaniałby pracę i kapitał do wychodzenia z sektora dóbr nie będących przedmiotem handlu zagranicznego, zmniejszając podaż dóbr nie będących przedmiotem handlu zagranicznego, a zwiększając podaż dóbr będących przedmiotem handlu zagranicznego (MFW, 2000).

W świetle tych danych wydaje się, że analiza powinna również wziąć pod uwagę możliwe efekty popytowe, które mogą być istotne dla ewolucji kursów walutowych i konkurencyjności gospodarki.

W Polsce i wielu innych krajach dokonujących przekształceń gospodarczych usługi, które stanowią dużą część sektora dóbr nie będących przedmiotem handlu zagranicznego, nie były dostatecznie rozwinięte i dostatecznie konsumowane w okresie przed przekształceniami, nawet gdyby wziąć pod uwagę niższy poziom dochodów w tych krajach. W momencie rozpoczęcia przekształceń gospodarczych konsumpcja zaczęła zbliżać się do wzorców zachodnich, implikujących wyższy udział usług w konsumpcji. Fakt ten odzwierciedla stosunkowo wysoka elastyczność dochodowa popytu na usługi w Polsce, jak również w większości innych krajów dokonujących przekształceń gospodarczych, w porównaniu z krajami zachodnimi (zob. Podkaminer, 1998).

W ten oto sposób rosnący poziom dochodów w krajach dokonujących przekształceń gospodarczych powoduje przesunięcia wydatków w kierunku sektora nie będącego przedmiotem handlu zagranicznego, a w szczególności usług. Takie przesunięcia popytu mogą następnie przekładać się na zmieniającą się strukturę gospodarki, co prowadzi do wzrostu udziału usług w PKB.

Proces ten odgrywa również bardzo istotną rolę w wahaniach realnego kursu walutowego i ewolucji konkurencyjności sektora dóbr będących przedmiotem handlu zagranicznego.

Rosnący poziom dochodów w krajach realizujących przekształcenia gospodarcze prowadzi do przesunięcia wydatków w kierunku sektora dóbr niehandlowych (*nontradables*), w szczególności usług. Wraz ze wzrostem popytu na usługi rośnie również ich cena (w ujęciu bezwzględnym i względnym). Przyciąga to nowe inwestycje, które wzmacniają potencjał tego sektora[36]. W gospodarce dwusektorowej kapitał przepływa do sektora dóbr niehandlowych. Jeśli kapitał jest trudno dostępny, to przepływ ten może się częściowo dokonywać kosztem sektora dóbr handlowych, może więc na tym ucierpieć jego konkurencyjność. W warunkach *ceteris paribus* może to się następnie przekładać na „kurczenie się" sektora dóbr handlowych i stosunkowo słabszy rachunek obrotów bieżących.

Efekty strony popytowej mogą jednocześnie znaleźć odzwierciedlenie na rynku pracy. Rosnący popyt i ceny w sektorze dóbr niehandlowych zwiększają perspektywy biznesowe tego sektora. Wraz ze wzrostem obrotów i zysków, w sektorze dóbr niehandlowych mogą również rosnąć płace, w celu przyciągnięcia nowej siły roboczej. Przy założeniu, że na rynku pracy obowiązuje prawo jednej ceny, może się przez to wytworzyć dodatkowa presja płacowa na sektor dóbr handlowych, co wpłynie na jednostkowe koszty pracy i (lub) marże zysków oraz co za tym idzie - konkurencyjność tego sektora. Dalszą konsekwencją jest to, że niższa rentowność kapitału w sektorze dóbr handlowych może stymulować przesunięcie inwestycji z tego sektora w kierunku sektora dóbr niehandlowych, który na ogół wystawiony jest na mniej intensywną konkurencję i w którym poza tym bardzo szybko rośnie popyt.

Jednostronna euroizacja może jeszcze bardziej wzmocnić te efekty strony popytowej, ponieważ skutecznie wyeliminowałaby wahania kursu walutowego (ryzyko) i prawdopodobnie ułatwiłaby dostęp do kapitału zagranicznego. Łatwiejszy dostęp do kapitału powinien być traktowany jako atut. Jest tu jednak niebagatelne ryzyko, że sytuacja ta mogłaby również prowadzić do rozluźnienia praktyk kredytowych oraz boomu kredytowego finansującego nadmierną konsumpcję. W istocie euroizacja w gospodarce dążącej do konwergencji może spowodować ryzyko pojawienia się zbyt rozluźnionej polityki pieniężnej przy stałym kursie walutowym. Krótkoterminowe stopy procentowe wyznaczone przez EBC zgodnie z ewolucją sytuacji monetarnej i perspektywami inflacyjnymi na obszarze euro mogą okazać się zbyt niskie w porównaniu z wyższą dynamiką cen w kraju zeuroizowanym, co spowoduje eksplozję konsumpcji i doprowadzi do cyklu euforii i recesji, w ramach którego po początkowym boomie następować będzie kryzys.

Czynniki kosztowe. Inne czynniki, które mogą spowodować przeszacowanie kursu walutowego, wiążą się z kosztowymi źródłami wzrostu cen.

[36] Wraz ze wzrostem potencjału wytwórczego ponownie spada względna cena usług. Ponadto, jeśli podaż jest bardzo elastyczna, firmy mogą przewidywać wzrost popytu i mogą zawczasu dokonywać niezbędnych inwestycji zgodnych z ich oczekiwaniami. Kiedy zatem pojawi się popyt, niezbędny potencjał do zaspokojenia potrzeb konsumentów może już istnieć. W tym przypadku wpływ zmian (przesunięć) popytowych na rzeczywiste ceny jest mniej widoczny w funkcjonowaniu cen względnych (tzn. nie mają one długofalowych skutków dla cen dóbr nie będących przedmiotem handlu zagranicznego). Potwierdza to wiele studiów ekonometrycznych (np. MFW 2000).

Po pierwsze, niezbędne jest jeszcze uwolnienie cen urzędowych wielu towarów i usług lub dostosowanie ich do poziomu pokrycia kosztów (*cost recovery level*). W wielu gospodarkach dokonujących przekształceń gospodarczych towary te i usługi nadal stanowią dużą część koszyków stosowanych do wyliczenia wskaźników cen towarów i usług konsumpcyjnych (CPI). Wynikająca stąd inflacja może doprowadzić do realnej aprecjacji waluty poza walutowy kurs równowagi (Gotz-Kozierkiewicz, 2000).

Po drugie, wiele dóbr nie będących przedmiotem handlu zagranicznego może stanowić element kosztu dóbr będących przedmiotem handlu zagranicznego. Rosnąca cena takich dóbr pośrednich, *ceteris paribus,* będzie więc miała niekorzystny wpływ na sektor dóbr handlowych, tnąc marże zysków i - co za tym idzie - zmniejszając konkurencyjność gospodarki.

Po trzecie, nie można wykluczyć, że ewolucja wzrostu płac w sektorze dóbr handlowych nie będzie przekraczać wzrostu wydajności. I w tym wypadku wynikający stąd wzrost kosztów produkcji, *ceteris paribus*, będzie miał niekorzystny wpływ na sektor dóbr handlowych, zmniejszając marże zysków i niekorzystnie wpływając w ten sposób na konkurencyjność gospodarki[37]. W Polsce inflacja płac doprowadziła do zmniejszenia konkurencyjności w okresie od 1992 r. do 1998 r. Pokazują to Fidrmuc i Schardax (2000). Istotnym czynnikiem wyjaśniającym ewolucję płac wydaje się system negocjacji płac (układów zbiorowych). W Polsce istnieje nieortodoksyjne połączenie negocjacji płac na poziomie centralnym i na poziomie przedsiębiorstw, które może ułatwiać inflację płacową. Niemniej jednak dynamika płac była w 1999 i 2000 r. bardziej umiarkowana. Nie jest jednak jeszcze w pełni jasne, czy jest to dowód istnienia zmian strukturalnych w zakresie kształtowania płac, czy jedynie zjawisko tymczasowe.

Przedstawione powyżej czynniki popytowe i kosztowe wymagają zachowania pewnej elastyczności w zakresie polityki kursowej, przynajmniej jeszcze przez pewien czas. Elastyczność ta może pozwolić Polsce amortyzować straty PKB i zatrudnienia, poniesione w wyniku potencjalnego odchylenia realnego kursu walutowego od jego poziomu równowagi.

Zagadnienia bilansu płatniczego i stopy procentowe

Jak się zdaje, ważne jest by pamiętać, że -, w przeciwieństwie do tego, co często twierdzą zwolennicy jednostronnej euroizacji - jednostronne przyjęcie obcej waluty (rezygnacja z waluty narodowej) nie eliminuje konieczności troski o deficyt obrotów bieżących. Problem trwale niezrównoważonego bilansu handlowego nie traci niczego ze swojego znaczenia makroekonomicznego. Może on spowodować powstanie strukturalnego deficytu popytu zagregowanego, przekształcając gospodarkę w region regresywny. W skrajnej sytuacji może nawet pojawić się pewnego rodzaju efekt histerezji. Trwałe odchylenie rzeczywistej produkcji od potencjału produkcyjnego może zdegradować ten ostatni, tym samym jeszcze bardziej osłabiając pozycję kraju na rynkach międzynarodowych i jego atrakcyjność dla inwestycji zagranicznych. Dobrym przykładem tej sytuacji jest Argentyna, która przyjęła mechanizm izby walutowej. Przeszacowany kurs walutowy czyni produkcję tego kraju niekonkurencyjną, sztywność nominalna zapowiada zaś długi i bolesny proces dostosowawczy. Wszystko to ma ujemne skutki dla atrakcyjności Argentyny jako celu inwestycyjnego i zmusza całe branże przemysłowe do opuszczenia kraju.

Przypadek Argentyny to w pewnym stopniu splot czynników wyjątkowych[38]. Taka ekstremalna sytuacja nie musi się wytworzyć w zeuroizowanej gospodarce polskiej. Jednakże nawet spowolnienie działalności gospodarczej może spowodować powstanie innych zagrożeń. Może mianowicie wywołać problemy w systemie bankowym i w budżecie, który już teraz jest napięty. Takie połączenie deficytu obrotów bieżących i wynikających z niego problemów fiskalnych spowodowałoby konieczność akumulowania zobowiązań zagranicznych. To z kolei bardziej uzależniałoby kraj od potencjalnych zmian w „nastrojach" na rynkach finansowych.

To prawda, że jednostronna euroizacja mogłaby stymulować głębszą integrację z międzynarodowymi rynkami finansowymi i promować łatwiejszy dostęp do zagranicznych rezerw finansowych, co prawdopodobnie ułatwiłoby finansowanie potencjalnej nierównowagi zewnętrznej, czyniąc problem mniej pilnym. Władze miałyby dzięki temu więcej swobody manewru i więcej czasu na działania zaradcze. Żaden jednak kraj nie może w nieskończoność akumulować zobowiązań zagranicznych bez popadania w pułapkę długu. W którymś momencie inwestorzy międzynarodowi zażądają wyższych premii za ryzyko wraz ze wzrostem ryzyka kredytowego. Właśnie na tym etapie zredukowane lub całkowicie zniwelowane mogłyby zostać potencjalne korzyści euroizacji, płynące z niższych stóp procentowych.

Ryzyko kryzysu

Zagadnienie to bezpośrednio się wiąże z problemem kryzysu zewnętrznego. Zwolennicy jednostronnej euroizacji twierdzą, że jednostronne przyjęcie jednolitej waluty skutecznie izolowałoby Polskę od jakiegokol-

[37] Zob. Cincibuch i Vavra (2000) oraz Fidrmuc Schardax (2000).

[38] W przypadku Argentyny jednym z najważniejszych czynników była znaczna aprecjacja dolara amerykańskiego, z którym nominalnie sztywno jest związane peso oraz jednoczesna drastyczna dewaluacja waluty głównego partnera handlowego kraju: Brazylii.

wiek ataku spekulantów - złoty zostałby zlikwidowany, nie byłoby więc przeciwko czemu spekulować. Jest to obraz zbyt piękny, by był prawdziwy. Wydaje się prawdopodobne, że jednostronna euroizacja istotnie mogłaby ochronić gospodarkę przed kryzysami walutowymi, które wynikają z efektu zarażenia się, nieuzasadnionego, zmianami fundamentalnymi. Nie chroniłaby jednak gospodarki przed innymi kryzysami, takimi jak recesje czy kryzysy bankowe. Nie stanowiłaby też dla gospodarki szczepionki na zaburzenia wynikające z huśtawki nastrojów na rynku oraz kryzysów zewnętrznych w postaci gwałtownego odpływu kapitału. Nie dający się utrzymać deficyt fiskalny czy osłabienie sytuacji sektora prywatnego w ogóle, a systemu finansowego w szczególności, nadal mogą prowokować inwestorów do ucieczki z kraju poprzez sprzedaż papierów rządowych lub innych aktywów krajowych[39].

Odpływ kapitału nie musi być spowodowany wyłącznie przez inwestorów zagranicznych. Jeszcze większa presja może wyjść od mieszkańców kraju, którzy mogą zdecydować się na zainwestowanie swoich oszczędności na międzynarodowych rynkach kapitałowych i w zagranicznych bankach poza granicami kraju. Jak pokazały niedawne przypadki kryzysów zewnętrznych w wielu gospodarkach wschodzących, może to być istotnym źródłem odpływów potężnych kapitałów. Dowodem tego były również zawirowania wokół waluty w Republice Czeskiej w 1997 r. i na Słowacji w 1998 r. W sytuacji kryzysu nie da się w żaden sposób uniemożliwić społeczeństwu przeniesienia wszystkich jego płynnych aktywów z krajowych do zagranicznych banków poza granicami kraju (lub trzymania gotówki „w skarpecie")[40].

Wnioski

Jednostronną euroizację zaproponowali niektórzy ekonomiści jako rozwiązanie problemu rzekomej nieefektywności polityki makroekonomicznej w okresie poprzedzającym przystąpienie do Unii Europejskiej i, co więcej, jako sposób ominięcia spełnienia inflacyjnego kryterium Traktatu z Maastricht. Ze swojej strony Unia Europejska jasno stwierdziła, że jednostronna euroizacja nie stanowi realistycznej opcji dla integracji walutowej krajów kandydujących i że kolidowałaby z zawartym w Traktacie o Wspólnocie Europejskiej rozumowaniem ekonomicznym leżącym u podstaw Unii Gospodarczej i Walutowej.

W niniejszym studium starałem się rzucić nieco światła na związane z tym kwestie ekonomiczne i, tym samym, wnieść wkład do dyskusji, koncentrując się na przypadku Polski. Na podstawie dokonanych w nim analiz i ocen można sformułować następujące wnioski.

Przytaczane często korzyści płynące z euroizacji jednostronnej rysują się dużo mniej wyraźnie, niż mogłoby się to wydawać na pierwszy rzut oka, natomiast koszty i ryzyko są naprawdę znaczne. Najbardziej widocznym skutkiem jednostronnej euroizacji byłaby dostrzegalna redukcja stóp procentowych, być może rzędu 5 - 6 punktów procentowych. Chociaż może to pozytywnie wpłynąć na wzrost gospodarczy i na równowagę fiskalną, to zakres tej redukcji pozostałby niepewny, zarówno na krótszą metę, jak i - jeszcze bardziej - długofalowo. Bo chociaż jednostronna euroizacja znacznie zmniejszyłaby ryzyko kursowe, to korzyści stąd płynące prawdopodobnie od razu byłyby zmniejszone przez wzrost innego typu ryzyk, zwłaszcza ryzyka kredytowego. Gdyby brak równowagi powiększał się w czasie, a mechanizm dostosowawczy nie funkcjonował właściwie z powodu utrzymywania się nominalnych sztywności, wzrosłyby premie za ryzyko, niwelując być może początkowe korzyści. Podobnie też przejściowe mogłyby się okazać korzyści płynące z niższych stóp procentowych dla wzrostu PKB oraz równowagi budżetowej.

Jednostronna euroizacja zmniejszyłaby koszty transakcyjne wymiany walut, ale zyski z niej są stosunkowo niewielkie. Pozostaje kwestią otwartą, czy redukcja niestabilności kursu walutowego w wyniku jednostronnej euroizacji miałaby pozytywne skutki dla handlu zagranicznego i czy spowodowany tym wzrost otwartości polskiej gospodarki i zyski handlowe przekształciłyby się w dodatkowy wzrost gospodarczy.

Innym nierozwiązanym problemem jest to, czy trwałej redukcji uległaby inflacja. Z jednej strony inflację ograniczałby coraz wolniejszy przyrost podaży pieniądza w fazie początkowej. Jeśli jednak wystąpi inercja inflacyjna, może to spowodować powstanie przejściowych kosztów dla wzrostu gospodarczego i zatrudnienia. Z drugiej strony, po zakończeniu początkowego okresu stabilizacji inflacja może ulec przyspieszeniu powyżej średniej z obszaru euro i może się okazać trudna do opanowania, chyba że realizowana będzie bardzo restryktywna polityka fiskalna.

Niektórzy analitycy wspominają, że jednostronna euroizacja mogłaby pełnić funkcję katalizatora dyscypliny makroekonomicznej i reform. Jednak już sama perspektywa przystąpienia do Unii Europejskiej stanowi ważny bodziec skłaniający do makroekonomicznej rozwagi, a także do zmian strukturalnych i instytucjonalnych.

Istotnymi kosztami jednostronnej euroizacji (w szczególności w obecnej sytuacji budżetowej) są: utrata renty menniczej (koszt jednorazowy - około

[39] Zob. Berg and Borensztein (2000).

[40] W przypadku euroizacji podmioty gospodarcze mogłyby przenieść swoje inwestycje pieniężne do banków za granicą bez ponoszenia jakichkolwiek kosztów wymiany. Inaczej niż w jakimkolwiek innym systemie kursowym trzymanie pieniędzy za granicą nie wiązałoby się prawie z żadnym kosztem alternatywnym. Może to z kolei przyczynić się do niestabilności przepływów kapitałowych.

8,5%; koszt stały - do 2% PKB rocznie) oraz zabranie władzom monetarnym funkcji pożyczkodawcy ostatniej instancji, co mogłoby mieć niepożądane konsekwencje, skoro polski system bankowy, chociaż dokonał w ciągu ostatnich dziesięciu lat znacznych postępów, nie jest jeszcze w pełni przekształcony i rozwinięty.

Niedopasowanie kursu walutowego to jeszcze jedno, potencjalnie bardzo istotne ryzyko, które wiązałoby się z jednostronną euroizacją. Polska nie spełnia jeszcze kryteriów OOW w wystarczającym stopniu, aby poradzić sobie bez pewnego stopnia elastyczności nominalnego kursu walutowego. Inercyjna aprecjacja kursu walutowego, czynniki po stronie popytowej oraz czynniki kosztowe mogą spowodować to, że kurs walutowy będzie się odchylać od swojego poziomu równowagi, co mogłoby nie być łatwe do skorygowania w ramach hipotetycznej jednostronnej euroizacji. Co więcej, jednostronna euroizacja efektywnie wyeliminowałaby ryzyko kursowe i prawdopodobnie ułatwiłaby dostęp do kapitału zagranicznego, co może być zaletą, ale co pociąga za sobą znaczne niebezpieczeństwo rozluźnienia praktyk kredytowych oraz boomu kredytowego, który z kolei finansowałby nadmierną konsumpcję.

Szczególnie istotne wydaje się ryzyko niedopasowania kursu walutowego. Jest to związane z tym, że istnieje już i tak duży deficyt na rachunku obrotów bieżących. Jednostronna euroizacja nie stanowiłaby cudownego leku na zewnętrzną nierównowagę polskiej gospodarki. W istocie może ona ułatwić wykształcenie się strukturalnego deficytu popytu zagregowanego, co z kolei mogłoby spowodować przekształcenie kraju, na długi okres, w obszar regresji gospodarczej, ze względu właśnie na to, że jednostronna euroizacja pozostawia minimalną elastyczność w zakresie działań zaradczych.

Jasno widać, że jednostronne przyjęcie euro jest dla Polski przedwczesne zarówno z powodów instytucjonalnych, jak i ekonomicznych. W chwili obecnej zbyt wczesne przyjęcie euro może okazać się mechanizmem w znacznym stopniu kryzysogennym, nawet jeśli zapewniać będzie pewną ochronę przed kryzysami walutowymi nie związanymi ze zmianami fundamentalnymi.

Warto także stwierdzić, że główne argumenty wysuwane przez zwolenników jednostronnej euroizacji nie są przekonujące. Polityka makroekonomiczna może być efektywnym narzędziem do poradzenia sobie ze strategicznymi wyzwaniami preakcesji. Jest to szczególnie prawdziwe w odniesieniu do polityki fiskalnej. Co więcej, istnieją uzasadnione powody, aby sądzić, że realna aprecjacja wytraci swoje tempo wraz z postępami w procesie doganiania poziomu gospodarczego, tak więc z czasem spełnienie inflacyjnego kryterium uczestnictwa w obszarze euro może okazać się dużo mniej problematyczne, niż to się niekiedy twierdzi.

W sumie hipotetyczna jednostronna euroizacja byłaby dla Polski pomysłem nadmiernie ryzykownym, bez jakiejkolwiek realistycznej opcji wycofania się w sytuacji kryzysowej. Może ona odwlec realną zbieżność gospodarki polskiej, co z kolei raczej opóźniłoby, a nie przyspieszyło przystąpienie do Unii Europejskiej i, w rezultacie, przygotowania do pełnego uczestnictwa w Unii Gospodarczej i Walutowej.

Wydaje się, że przedłożone oceny, opinie i wnioski dobrze wspiera niedawny artykuł Edwardsa (2001), którego empiryczne stwierdzenia warto tu odnotować. Opierając się na danych historycznych z krajów, które funkcjonowały w ramach zdolaryzowanego systemu pieniężnego, Edwards stwierdza, że w porównaniu z innymi krajami narody zdolaryzowane (a) miały znacznie niższą inflację; (b) rozwijały się gospodarczo w znacznie wolniejszym tempie; (c) przejawiały podobne zachowanie fiskalne; (d) nie uchroniły się przed raptownymi zmianami sytuacji na rachunku obrotów bieżących. Poza tym jego analiza przypadku Panamy wskazuje, że szoki zewnętrzne prowadzą do większych kosztów w postaci niższych inwestycji i niższego wzrostu w krajach zdolaryzowanych niż w niezdolaryzowanych.

Bibliografia

1. A.L. Myrvin, A.H. Hallet (2000): *Should Argentina Adopt the US Dollar*. Center for Economic Policy Research Discussion Papers nr 2412, Londyn, marzec.
2. P. Backé, J. Fidrmuc (2000): *The Impact of the Russian Crisis on Selected Central and Eastern European Countries. In Russian Crisis and its Effects.* Tuomas Komulainen i Likka Korhonen (red.), Kikimora Publications Helsinki.
3. R. Baldwin, F. Sbergami (1999): *Non-Linearity in Openness and Growth Links. Theory and Evidence*. Graduate Institute of International Studies, Genewa.
4. A. Berg, E. Borensztein (2000): *The Pros and Cons of Full Dollarization*. IMF Working Papers WP/00/50, Waszyngton, marzec.

5. J. Borowski (2000): *Poland and the EMU. An Optimal Currency Area?* Freidrich Ebert Foundation (FES) Working Paper, grudzień.
6. W.H. Buiter (2000): *Optimal Currency Areas: Why Does the Exchange Rate Regime Matter?* Center for Economic Policy Research Discussion Paper nr 2366, Londyn, styczeń.
7. A. Bratkowski, J. Rostowski (1999): *Zlikwidować złotego.* „Rzeczpospolita", marzec.
8. *Unilateral Adoption of the Euro by UE Applicant Countries: the Macroeconomic Aspects.* Referat wygłoszony na Szóstej Konferencji Ekonomicznej w Dubrowniku, czerwiec 2000.
9. M. Cincibuch, D. Vavra (2000): *Towards the EMU: A Need for Exchange Rate Flexibility?* Czech National Bank, maszynopis powielany,
10. *Council of the European Union. 2000.* Conclusions of the Council of Economics and Finance Ministers meeting on November 7, 2000. Section on exchange rate strategies for accession countries. http://ue.eu.int/newsroom/main.cfm?LANG=1
11. J. Cukrowski, J. Janecki (1998): Financing Budget Deficits by Seigniorage Revenues: the Case of Poland 1990-1997. Center for Economic and Social Research Studies and Analysis, Warszawa.
12. Z. Darvas, G. Szapáry (1999): *Financial Contagion Under Different Exchange Rate Regimes.* NBH Working Paper 1999/10, Budapeszt.
13. R. Dornbusch, F. Giavazzi (1999): *Hard currency and sound credit: A financial agenda for Central Europe,* maszynopis powielany.
14. E. Sebastian (2001): *Dollarization and Economic Performance: An Empirical Investigation.* NBER Working Paper 8274, maj.
15. B. Eichengreen (1994): *International Monetary Arrangements for the 21st Century.* Waszyngton Brookings Institution.
16. European Commission 1990. *One Market, One Money. European Economy.*
17. *Enlargement Strategy Paper. Report on progress towards accession by each of the candidate countries.* Bruksela, 8 listopada 2000.
18. J.A. Frankel (1999): *No Single Currency Regime is Right for All Countries or at All Times.* NBER Working Paper 7338, wrzesień.
19. J.A. Frankel, D. Romer (1999): *Does Trade Cause Growth?* In American-Economic-Review, 89 (3), czerwiec.
20. J. Fidrmuc, J. Fidrmuc (2000): *Macroeconomic Development in the Czech Republic and the European Union Accession.* Prague Economic Papers (3).
21. J. Fidrmuc, F. Schardax (2000): *The Pre-Ins Ante Portas - EMU Enlargement, Optimum Currency Area, and Nominal Convergence.* In Focus on Transition (2). Oesterreichische Nationalbank.
22. S. Gomułka (2000): *Czy program oficjalny nie jest optymalny?* „Magazyn Finansowy", styczeń.
23. D. Gotz-Kozierkiewicz (2000): *Exchange Rate Policy in Transition Economies: Controversial View on the REER Developments*, maszynopis powielany.
24. *Kurs walutowy a parytet siły nabywczej w gospodarce transformowanej*, maszynopis powielany (1999).
25. L. Halpern, C. Wyplosz (1998): *Equilibrium Exchange Rates in Transition Economies: Further Results.* Center for Economic Policy Research, listopad.
26. IMF (2000): *The Impact of Productivity Differentials on Inflation and the Real Exchange Rate: An Estimation of the Balassa-Samuelson Effect in Slovenia. In Republic of Slovenia Selected Issues.* Waszyngton, listopad.
27. International Capital Markets: Developments, Prospects and Key Policy Issues, International Monetary Fund (September), Waszyngton (2000b).
28. ING Barings (2000): *Polish Economics - Capital and Money Markets Report.* Warszawa, czerwiec.
29. V. Koen, P. Masi (1997): *Prices in the Transition: Ten Stylized Facts.* IMF Working Papers, WP/97/158, Waszyngton.
30. P. Kowalewski (2000): *Nie ma drogi na skróty.* „Magazyn Finansowy PG" Warszawa, styczeń.
31. M. Krzak (1996): *Persistent Moderate Inflation in Poland and Hungary. In Focus on Transition* (Oesterreichische Nationalbank), 2/1996 Wiedeń.
32. L. Panagiotis (1999): *An Assessment of Real Exchange Rate Movements in the Transition Economies of Central and Eastern Europe.* In Post-Communist Economies, tom. 11, nr 3.
33. K. Lutkowski (2000): *Od złotego do euro.* „Magazyn Finansowy PG", Warszawa, styczeń.
34. J.L. Moreno-Villalaz (1999): *Lessons from the Monetary Experience of Panama: A Dollar Economy with Financial Integration.* „Cato Journal", tom 18 (3).
35. R. Mundell (1999): *The Priorities for Completing the Transition and the Model for the Future.* Referat przygotowany na 5-tą Konferencję w Dubrowniku na temat Gospodarek Krajów Realizujących Przekształcenia Gospodarcze 23-25 czerwca, Dubrownik, Chorwacja.

36. M. Mussa, P. Masson, A. Swoboda, E. Jadresic, P. Mauro, A. Berg (2000): *Exchange Rate Regimes in an Increasingly Integrated World Economy*. IMF styczeń, kwiecień, Waszyngton.
37. M.D. Nuti (2000): *The Cost and Benefits of Euroisation in Central-Eastern Europe Before or Instead of EMU Membership*. Referat przygotowany na Szóstą Konferencję Ekonomiczną w Dubrowniku. Dubrownik, czerwiec.
38. M. Obstfeld, K. Rogoff (1995): *The Mirage of Fixed Exchange Rates.* NBER Working Paper 5191 czerwiec.
39. W. Orłowski, K. Rybiński (1999): *Recepta na kryzys walutowy*. „Rzeczpospolita" maj.
40. L. Podkaminer (1998): *Income Elasticities of Demand for Consumer Goods in Transition Countries.* „WIIW Monthly Report" 7.
41. T. Pujol, M. Griffiths (1996): *Moderate Inflation in Poland: A Real Story*. IMF Working Paper WP/96/57 Waszyngton.
42. D. Rosati (1998): *Polska droga do rynku*. Warszawa PWE.
43. *Jeszcze nie czas na likwidacje złotego*. „Rzeczpospolita", maj 1999.
44. A.K. Rose (2000): *One Money, One Market: The Effect of Common Currencies on Trade.* Economic Policy: A European Forum. *Center for Economic Policy Research.* Londyn, kwiecień.
45. J. Rostowski (1999): *Adopting the euro.* „Financial Times", sierpień.
46. G. Szapary: *Maastricht and the Choice of Exchange Rate Regime in Transition Countries During the Run-Up to EMU*. NBH Working Papers, październik.
47. C. Wójcik (1999): *Zbyt wcześnie na wprowadzenie euro.* „Prawo i Gospodarka" (czerwiec).
48. *Spiesz się powoli.* „Magazyn Finansowy PG", marzec 2000.

BANK I KREDYT *listopad-grudzień 2001*

Źródła dywergencji inflacyjnych w krajach strefy euro

*Gabriel Fagan**

1. Wprowadzenie

Jednolita polityka pieniężna dąży do utrzymania stabilności cen na obszarze euro jako całości. Warunkiem przyjęcia jednolitej waluty - euro - było udane zakończenie procesu zbieżności, którego celem było m.in. uzyskanie niskich stóp inflacji we wszystkich krajach należących do obszaru euro. Sama unia walutowa niekoniecznie jednak zakłada, że w każdym punkcie czasowym wszystkie kraje uczestniczące będą miały dokładnie tę samą stopę inflacji. I rzeczywiście, tak jak w innych uniach walutowych, nie da się uniknąć rozbieżności stóp inflacji między różnymi regionami i sektorami. Obecnie we wszystkich krajach obszaru euro można zaobserwować znaczne różnice dynamiki zharmonizowanego indeksu cen konsumpcyjnych (HICP), choć są one stosunkowo niskie w porównaniu z przeszłością.

Artykuł omawia dostępne dane dotyczące czynników leżących u podstaw zróżnicowania inflacji na obszarze euro. Ma on następującą strukturę. W części 2. omawiamy historię zróżnicowania inflacji między krajami obszaru euro od początku unii walutowej. W celu przyjęcia punktu odniesienia do celów porównawczych w części 3. badamy historię regionalnego zróżnicowania inflacji w kilku uniach walutowych - w Stanach Zjednoczonych, Włoszech, Hiszpanii i Niemczech. W dalszych częściach badamy rolę czynników, które zaproponowano jako wyjaśnienie występowania zróżnicowania inflacji w ramach unii walutowej. Obejmują one: czynniki idiosynkratyczne, takie jak różnice między poszczególnymi krajami w układzie koszyków dóbr i usług konsumpcyjnych, wpływ zbieżności poziomu cen i integracji rynku, wpływ zbieżności (konwergencji) standardów życiowych (efekt Balassy-Samuelsona) oraz rozbieżności (dywergencji) cyklów koniunkturalnych. W częściach końcowych przedstawiono streszczenie uzyskanych dowodów i ogólne wnioski.

2. Dotychczasowe doświadczenia

Warunkiem przystąpienia do unii walutowej - zgodnie z kryteriami sformułowanymi w Traktacie o Unii Europejskiej - było przeprowadzenie udanej zbieżności nominalnej. Proces ten doprowadził do sytuacji, w której zróżnicowanie inflacji między krajami uczestniczącymi w unii osiągnęło - w ujęciu historycznym - bardzo niski poziom. W roku poprzedzającym powstanie Unii

[1] Europejski Bank Centralny, Kaiserstrasse 29, D-60311, Frankfurt nad Menem, Niemcy, email: gabriel.fagan@ecb.int. Wyrażone w niniejszym artykule opinie są opiniami autora i niekoniecznie odzwierciedlają poglądy Europejskiego Banku Centralnego. Autor dziękuje Vitorowi Gasparowi i Julianowi Morganowi za cenne uwagi.

Tabela 1 *Dynamika HICP (w ujęciu procentowym rok do roku)*

	BE	DE	ES	FR	IE	IT	LX	NL	AT	PT	FI	EA	Rozstęp	Odchylenie standardowe
1998	0,9	0,6	1,8	0,7	2,1	2,0	1,0	1,8	0,8	2,2	1,4	1,2	1,6	0,61
1999	1,1	0,6	2,2	0,6	2,5	1,7	1,0	2,0	0,5	2,2	1,3	1,1	2,0	0,73
2000	2,7	2,1	3,5	1,8	5,3	2,6	3,8	2,3	2,0	2,8	3,0	2,4	3,5	1,0
2001 czerwiec	3,0	3,1	4,2	2,2	4,3	2,9	2,7	5,0	2,6	4,6	3,0	3,0	2,8	0,93

* Udział w PKB obrotów wewnątrzbranżowych (WB) z krajami UGW szacuje się biorąc udziały z 1997 r. obrotów handlowych WB z UE podane w pracy Fidrmucza i Schardaxa (2000) i stosując je do kolumn 2. i 4.

Źródło: Eurostat. Prezentowane dane za 1999 r. dla krajów akcesyjnych i za 1998 r. dla krajów UGW.

Gospodarczej i Walutowej różnica między najwyższą a najniższą krajową stopą inflacji wynosiła 1,6% (zob. tabela 1). Ponieważ inflacja na obszarze euro po osiągnięciu niskich poziomów odnotowanych w połowie lat 90. zaczęła jednak rosnąć, miary zróżnicowania inflacji między poszczególnymi krajami - takie jak standardowe odchylenie między poszczególnymi krajami i rozstęp inflacji - wskazywały na pewien wzrost rozbieżności w stopach inflacji. Nie należy jednak zapominać, że nawet te nieco wyższe wartości były znacznie poniżej poziomów odnotowanych w ciągu ostatnich trzydziestu lat. Na przykład różnica między najwyższymi a najniższymi stopami inflacji krajowej, która wzrosła do 3,5 punktu procentowego w roku 2000, wynosiła 15 punktów procentowych w latach 80. (zob. publikacja Europejskiego Banku Centralnego, 1999a), a w 1992 r., kiedy podpisywano Traktat, nadal wynosiła około 7 punktów procentowych.

Jednak ten obraz stosunkowo ograniczonego i stabilnego zróżnicowania inflacji maskuje niektóre interesujące i niekiedy znaczne, jeśli nawet w dużym stopniu przejściowe, przypadki zróżnicowania stóp inflacji dla poszczególnych klas towarów (zob. publikacja Europejskiego Banku Centralnego, 2001). Tabela 2 przedstawia w przekroju różnice między poszczególnymi krajami dla kilku produktów, za pomocą średniej za okres od lipca 1999 r. do czerwca 2001 r. Godne uwagi jest to, że w tym okresie największe zróżnicowanie inflacji między poszczególnymi krajami występuje w przypadku cen energii. Odzwierciedla to zróżnicowany wpływ szoków naftowych na kraje obszaru euro, co z kolei wyraża różnice w znaczeniu ropy naftowej jako źródła energii, różne reakcje polityki danego kraju na szoki energetyczne i różnice w zakresie i charakterze deregulacji oraz konkurencyjności w sektorze energetycznym. Po energii największe rozbieżności wiążą się z produktami żywności nieprzetworzonej. Rozbieżności te odzwierciedlają głównie zróżnicowany wpływ choroby szalonych krów i innych chorób zwierzęcych, które występowały w tych okresach. Zróżnicowanie inflacji w zakresie usług odzwierciedla między innymi zróżnicowany wpływ środków deregulacji, np. w zakresie telekomunikacji, zmiany w podatkach pośrednich i cenach urzędowych oraz zróżnicowanie dynamiki kosz-

Tabela 2 *Inflacja HICP w krajach obszaru euro - czerwiec 2001 r.**

	BE	DE	ES	FR	GR	IE	IT	LU	NL	AT	PT	FI	EA
Wskaźnik ogólny	3,0	2,5	3,9	1,9	3,5	4,8	2,8	3,6	3,9	2,2	4,2	3,0	2,7
Ceny dóbr	3,4	3,1	3,7	2,6	3,6	4,3	2,9	4,0	4,7	2,1	3,9	2,6	3,1
Ceny żywności	2,8	2,0	4,3	3,9	3,3	5,7	2,7	3,5	4,6	2,4	5,1	2,6	3,1
Żywność nieprzetworzona	4,6	4,0	6,9	5,5	2,7	7,3	4,1	4,6	6,4	4,4	7,9	3,4	5,1
Żywność przetworzona	1,6	1,0	1,3	2,7	3,7	5,0	1,7	3,1	3,7	1,3	2,2	2,3	1,8
Dobra przemysłowe	3,8	3,6	3,4	1,9	3,8	3,0	3,1	4,1	4,8	1,9	3,2	2,5	3,1
Nieenergetyczne dobra przemysłowe	1,0	0,5	2,3	0,6	2,2	1,2	1,9	1,6	2,3	0,2	2,0	1,1	1,1
Energia	12,0	13,3	8,1	6,5	10,6	7,2	9,1	12,0	13,7	9,0	7,8	6,1	10,4
Usługi	2,0	1,6	4,3	0,9	3,3	5,6	2,5	3,0	2,7	2,4	4,6	3,8	2,1

* Średnia za okres od lipca 2000 r. do czerwca 2001 r. w porównaniu ze średnią za lipiec 1999 r. do czerwca 2000 r.

Źródło: Eurostat i obliczenia EBC.

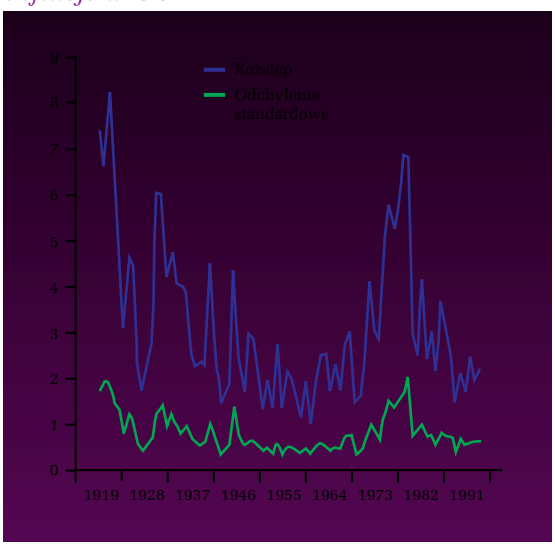
tów mieszkaniowych w poszczególnych krajach. Jeśli chodzi o pozostałe składniki ukazane w tabeli 2, to skala rozbieżności stóp inflacji w poszczególnych krajach jest zgodna z wielkością podaną w pierwszym wierszu (wskaźnikiem ogólnym) lub znajduje się poniżej tej wielkości.

3. Porównanie z innymi uniami walutowymi

Ustanowienie unii walutowej jest zasadniczą zmianą systemu walutowego. Pociąga za sobą przejście do jednolitej polityki walutowej, wyraźnie skierowanej na utrzymanie stabilności cen w średnim okresie. W przypadku wielu krajów unii oznacza to zasadniczą zmianę funkcjonowania tej polityki. Wcześniejsze zróżnicowanie inflacji między danymi krajami nie jest już zatem odpowiednim kryterium oceny tego, czy zróżnicowanie inflacji występujące w warunkach unii walutowej jest „duże" czy „małe". Bardziej istotny zbiór kryteriów (punktów odniesienia) stanowią modele regionalnego zróżnicowania inflacji w przypadku unii walutowych, które istnieją od dawna. W tym celu omówimy doświadczenia czterech takich unii: Stanów Zjednoczonych, Włoch, Niemiec i Hiszpanii.

Jeśli chodzi o Stany Zjednoczone, to dane dotyczące regionalnych stóp inflacji (zwłaszcza dla dużych miast) są dostępne od 1919 r. Wykres 1 przedstawia dane roczne na temat tych dwóch miar rozbieżności: rozstępu oraz odchylenia standardowego między miastami. Dane te sugerują, że nawet w unii walutowej istniejącej od wielu lat mogą pojawić się znaczne różnice inflacji. Jak wynika z wykresu, zdarzało się, że różnice w zakresie inflacji w Stanach Zjednoczonych były bardzo wyraźne. Nie tak dawno jeszcze, bo na początku lat 80., występowały dość znaczne rozbieżności - aż do 7 punktów procentowych. W późniejszych latach skala rozbieżności stóp inflacji mierzonej indeksem cen dóbr i usług konsumpcyjnych wynosiła jeszcze ponad 2 punkty procentowe. Badania empiryczne Cechettiego, Marka i Sonory (1998) wskazują, że chociaż w Stanach Zjednoczonych zróżnicowanie inflacji utrzymuje się, to różnice te nie są trwałe i występuje tendencja do zbieżności poziomów cen w poszczególnych miastach do poziomu stałego względem średniej narodowej (tzn. istnieje w Stanach Zjednoczonych tendencja do utrzymywania się względnego parytetu siły nabywczej). Posługując się prostą miarą utrzymywania się rozbieżności[1], możemy powiedzieć, że szacowany „okres połowicznego rozpadu" szoku dla względnych cen regionalnych wynosi w większości przypadków ponad 7 lat. Ogólnie rzecz biorąc, chociaż skala zróżnicowania inflacji (mierzona zarówno jej rozstępem, jak i standardowym odchyleniem) zaobserwowana w ostatnich latach na obszarze euro jest wyższa niż stwierdzona w ostatnich obserwacjach w Stanach Zjednoczonych, to pozostaje nadal w zasięgu doświadczeń amerykańskich.

Wykres 1 *Regionalne zróżnicowanie inflacji w USA*



Podobieństwo tych wyników między tymi dwoma obszarami trochę zaskakuje. Stany Zjednoczone są krajem w wysokim stopniu zintegrowanym politycznie i ekonomicznie. Mają wspólny język i kulturę, jak również wysoki poziom mobilności siły roboczej. Należałoby oczekiwać, że wszystkie te czynniki ograniczają występowanie dużych i długotrwałych różnic między stopami inflacji. Obszar euro jest obecnie mniej zintegrowany niż regionalne i miejskie gospodarki w Stanach Zjednoczonych. Ponadto, za politykę fiskalną w znacznym stopniu odpowiadają kraje członkowskie strefy euro. Można by więc twierdzić, że zakres zróżnicowania inflacji na obszarze euro będzie prawdopodobnie znacznie większy niż w przypadku „gospodarek miejskich" w Stanach Zjednoczonych. Niemniej jednak można twierdzić, że kraje obszaru euro są dużo bardziej gospodarczo zróżnicowane niż miasta amerykańskie i są wobec tego mniej wystawione na szoki charakterystyczne dla poszczególnych sektorów. Mogłoby to powodować, że zakres potencjalnego zróżnicowania inflacji na obszarze euro byłby bardziej ograniczony niż w poszczególnych krajach.

Modele zróżnicowania inflacji we Włoszech badała gruntownie Nenna (2000). Posługując się danymi przedstawionymi przez Główny Urząd Statystyczny (ISTAT), który zbiera dane na temat cen konsumpcyjnych w 20 miastach - stolicach regionu, autorka bada model rozkładu inflacji w okresie 1947-1997. Wykres 2 przedstawia dwa wskaźniki rozkładu międzyregionalnego: rozstęp i odchylenie standardowe.

[1] Miarę utrzymywania się definiujemy jako współczynnik autokorelacji w procesie *p* typu AR(1); w tym przypadku okres połowicznego rozpadu definiuje się jako - ln2/ln*p*.

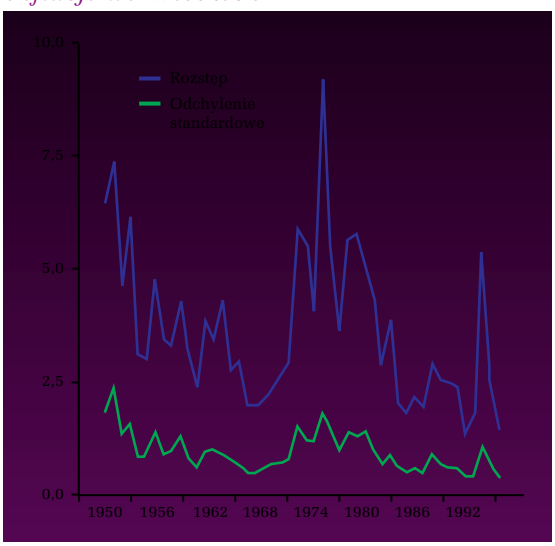
Na podstawie analizy tych danych można poczynić wiele spostrzeżeń. Po pierwsze, z wykresu wynika wyraźnie, że zaobserwowane zróżnicowanie inflacji ma dość dużą skalę, przy czym różnica między najwyższą a najniższą stopą w różnych punktach próbki sięga prawie 10 punktów procentowych. Ponadto, analiza ekonometryczna ujawnia, że międzyregionalne zróżnicowanie inflacji może się utrzymywać dość długo. Po drugie, z danych nie wynika jasno, czy zachodzi tendencja do utrzymywania się względnego parytetu siły nabywczej. Wyniki testów pierwiastka jedności w odniesieniu do poziomu cen względnych są uzależnione od tego, jakie dokładnie procedury się stosuje, więc ogólnie rzecz biorąc dadzą się one opisać jako przypadek graniczny. Przy założeniu, że odchylenia od parytetu siły nabywczej nie mają charakteru trwałego, szacowany czas utrzymywania się szoków dla regionalnych poziomów cen jest znaczny i, w zależności od okresu pobierania próbki i regionu, może wahać się od 8 do 22 lat! Na koniec, autorka przedstawia pewne dane na rzecz istnienia efektu Balassy-Samuelsona w przypadku inflacji regionalnej we Włoszech.

Przebieg zróżnicowania inflacji w Hiszpanii badali obszernie Alberola i Marques (1999). Autorzy badają zróżnicowanie inflacji między 50 prowincjami hiszpańskimi w okresie od 1961 do 1998 r. Wskazują na stopniowe zmniejszanie się różnicy między trzema najwyższymi i najniższymi stopami inflacji dla poszczególnych prowincji: z 2,5 punktu procentowego na początku próbki do 1,2 punktu procentowego w późniejszym okresie. Utrzymywanie się prowincjonalnych stóp inflacji jest stosunkowo długie, co powoduje, że skumulowane różnice inflacji również mogą być duże. Co więcej, dane na temat obecności pierwiastków jedności we wskaźnikach cen względnych dla poszczególnych prowincji mają charakter graniczny. Przy założeniu stacjonarności wskaźników cen względnych stwierdza się, że odchylenia od międzyprowincjonalnych parytetów siły nabywczej utrzymują się bardzo długo, przy czym ich szacowany okres połowicznego rozpadu w 30 prowincjach przekracza 10 lat. Alberola i Marques (1999) badają również sektorowy rozkład zróżnicowania inflacji między prowincjami i stwierdzają, że różnice są bardziej wyraźne w przypadku dóbr mieszkaniowych i sprzętu gospodarstwa domowego. W przypadku Hiszpanii nie znajdują zbyt wielu dowodów na istnienie efektu Balassy-Samuelsona. W istocie istnieje ujemna relacja między inflacją regionalną a wzrostem regionalnego dochodu i wydajności. Brak regionalnego efektu Balassy-Samulsona w przypadku Hiszpanii przypisuje się m.in. temu, że negocjowanie płac odbywa się na poziomie narodowym lub sektorowym, a regionalne warunki ekonomiczne odgrywają bardzo ograniczoną rolę przy ustalaniu płac regionalnych.

Nenna (2000) przedstawia również pewne dane dla Niemiec. Stwierdza, że poza zróżnicowaniem spowodowanym zjednoczeniem Niemiec zróżnicowanie w landach niemieckich jest stosunkowo niewielkie w porównaniu z innymi przypadkami i wynosi zazwyczaj mniej niż jeden punkt procentowy.

Ogólnie rzecz biorąc, doświadczenia unii walutowych wskazują, że różnice stóp inflacji w różnych regionach są zjawiskiem normalnym w istniejących od dawna uniach walutowych. Na tle tych doświadczeń skala zróżnicowania inflacji w ramach obszaru euro, którą obserwowano od początku unii walutowej, nie wydaje się na pierwszy rzut oka szczególnie duża czy niezwykła. Rzecz jasna, zbyt wcześnie jest na dokonywanie jakiejkolwiek oceny dotyczącej utrzymywania się takiego zróżnicowania.

Wykres 2 *Regionalne zróżnicowanie inflacji we Włoszech*



4. Determinanty odzwierciedlające z przybliżeniem zróżnicowanie inflacji na obszarze euro

Przebieg zróżnicowania inflacji między krajami obszaru euro odzwierciedla częściowo głębokie i trwałe czynniki ekonomiczne, takie jak rozbieżność cykliczna (koniunktury) i zbieżność cenowa, które wynikają z integracji rynków i tzw. efektu Balassy-Samuelsona. Odzwierciedla ona jednak również bardziej idiosynkratyczne i przejściowe elementy, takie jak zróżnicowane oddziaływanie szoków zewnętrznych na poszczególne kraje, różnice w czasie i skali przyjętych środków podatkowych i deregulacyjnych, a nawet pogodę. W niniejszej części badamy dowody dotyczące obu zbiorów czynników.

Tabela 3 *Kraje obszaru euro: wagi HICP*

	Ogółem	Dobra							Usługi
		ogółem	ceny żywności			ceny dóbr przemysłowych		energia	ogółem
			ogółem	żywność nieprzetworzona	żywność przetworzona	ogółem	nieenergetyczne dobra przemysłowe		
BE	100,0	63,1	19,8	7,9	11,9	43,3	32,2	11,0	36,9
DE	100,0	61,0	18.2	5,9	12,3	42,8	31,5	11,3	39,0
GR	100,0	64,3	25,7	10,2	15,5	38,6	30,8	7,8	35,7
ES	100,0	64,3	24,3	12,0	12,4	40,0	31,2	8,8	35,7
FR	100,0	60,4	20,6	8,7	11,9	39,7	30,7	9,1	39,6
IE	100,0	59,5	27,8	8,5	19,4	31,6	21,8	9,9	40,5
IT	100,0	64,3	19,8	8,4	11,3	44,5	36,9	7,6	35,7
LU	100,0	69,5	23,4	5,9	17,5	46,2	33,0	13,2	30,5
NL	100,0	60,3	20,2	6,6	13,6	40,0	30,0	9,1	39,7
AT	100,0	55,5	16,3	5,5	10,8	39,2	31,3	7,9	44,5
PT	100,0	64,9	24,9	13,0	11,8	40,0	31,7	8,3	35,1
FI	100,0	62,8	24,4	6,6	17,9	38,4	27,5	10,9	37,2

Źródło: Eurostat.

4.1. Czynniki idiosynkratyczne

Zróżnicowanie inflacji między poszczególnymi krajami unii walutowej może być spowodowane wieloma czynnikami, które można opisać jako idiosynkratyczne. Są dowody wskazujące na to, że czynniki te odegrały pewną rolę w przypadku obszaru euro.

Po pierwsze, **wagi** stosowane przy obliczaniu krajowego zharmonizowanego indeksu HICP odzwierciedlają narodowe wzorce konsumpcji, a nie dla obszaru euro, toteż istotnie się różnią między poszczególnymi krajami. Ukazuje to tabela 3. Ten czynnik techniczny może spowodować zróżnicowanie inflacji już po jej zmierzeniu. Na przykład, gdyby nawet nie było różnic między krajami pod względem wzrostu cen poszczególnych produktów, to i tak pomiar inflacji w poszczególnych krajach mógłby się różnić z uwagi na odmienny system wag. W celu oceny skali tego efektu w obecnym kontekście wykonano następujący eksperyment. Krajowy HICP przeliczono dla każdego kraju przy założeniu, że przy dwucyfrowym poziomie COICOP (klasyfikacji spożycia jednostkowego według celu) odpowiednie ceny w każdym kraju rosły w tym samym tempie, co na obszarze euro. Różnice między poszczególnymi krajami w zakresie tych „hipotetycznych" stóp inflacji - które z samej konstrukcji odzwierciedlają różnice między wagami - były w okresie 1999-2001 stosunkowo niewielkie. Różnica między najwyższą a najniższą hipotetyczną stopą inflacji wynosi około 0,3 punktu procentowego, znacznie poniżej różnicy zaobserwowanej w tym okresie (2,9 punkta procentowego). Co więcej, rozkład wynikających stąd różnic nie był w istotnym stopniu związany z rzeczywistym rozkładem różnic, tak jak zostały ukazane w tabeli 2. Wskazuje to, że różnice wag nie są głównym źródłem prawidłowości zróżnicowania inflacji, które obserwuje się obecnie na obszarze euro. Podobny wniosek uzyskano również w eksperymencie symulacyjnym wykonanym przez Alberolę (2001).

Po drugie, do zróżnicowania inflacji na obszarze euro mogą zasadniczo doprowadzić **różnice** w podatności gospodarek narodowych na szoki zewnętrzne, takie jak wahania kursu euro lub zmiany cen towarów. Jednym ze źródeł tego zróżnicowania jest niejednakowe znaczenie dla gospodarek narodowych tych krajów handlu poza obszarem euro. De Greef, Hofman i Nahu-

Tabela 4 *Inflacja cen importowych w krajach obszaru euro**

	BE	DE	ES	FR	IE	IT	NL	AT	PT	FI	EA
1998	-1,6	-2,0	-0,6	-0,6	2,4	-1,3	-1,5	-0,1	-1,9	-3,0	-1,4
1999	0,6	-1,4	0,3	-0,7	2,7	0,4	0,2	-0,2	-1,0	-1,9	-0,3
2000	10,1	7,7	9,7	4,7	7,4	12,7	8,8	4,8	8,2	6,9	8,1

* Roczna zmiana procentowa deflatora importu dóbr i usług.

Źródło: Eurostat i obliczenia EBC.

is (2000) wskazują, że przeciętnie w latach 1993-1997 handel towarami poza tym obszarem (mierzony średnią procentowego udziału importu i eksportu w PKB) wynosił średnio od 7,8% w przypadku Hiszpanii do 38,4% w przypadku Irlandii. Podobnie kraje te różnią się pod względem energochłonności gospodarek i uzależnienia od ropy naftowej. Różnice pod względem wrażliwości stóp inflacji krajowej na szoki zewnętrzne można wychwycić, porównując przebieg inflacji cen importowych w poszczególnych krajach obszaru. W tabeli 4 widać, że różnice w zakresie inflacji cen importowych w krajach obszaru euro były w ostatnich latach dość wyraźne. Różnice między krajami pod tym względem znacznie przekraczają różnice dotyczące ogólnej inflacji HICP. W 2000 r. na przykład wzrost cen importowych we Włoszech przekraczał wzrost tych cen we Francji o jakieś 8 punktów procentowych.

Po trzecie, znacznie mogą się różnić stosowane w różnych krajach środki polityki krajowej, mające wpływ na ceny. Chociaż z przystąpienia do 3. etapu UGW wynika, że jednolita polityka pieniężna stosuje się do obszaru jako całości, jednak nie da się tego powiedzieć o innych rodzajach polityki, zwłaszcza o polityce fiskalnej i strukturalnej. Obie pozostają w znacznym stopniu pod kontrolą krajową. Płynie stąd m.in. taki wniosek, że realizowana w poszczególnych krajach polityka, mająca bezpośredni wpływ na ceny - podatki pośrednie, ceny urzędowe oraz środki deregulacyjne, ulega między poszczególnymi krajami desynchronizacji, a różnice w skali i czasie podejmowanych środków mogą przyczynić się do zróżnicowania inflacji między poszczególnymi krajami. Szacuje się na przykład, że różnice między poszczególnymi krajami w zakresie oddziaływania przepisów opodatkowania pośredniego na inflację ogólną HICP mają w chwili obecnej rozstęp 1,5 punktu procentowego.

4.2. Zbieżność poziomu cen: integracja rynku i przejrzystość cen

Przeglądy poziomów cen w różnych krajach obszaru euro przeprowadzało wiele organizacji międzynarodowych oraz instytucji sektora prywatnego. (Niedawny tego przykład przedstawiają Dresdner, Kleinworth i Benson, 2000). Przeglądy te obejmują szczegółowe porównania na poziomie indywidualnych produktów i usług, np. dobrze znanych marek konsumenckich, konkretnych modeli samochodów i usług standardowych, takich jak strzyżenie. Zebrane dane pokazują, że nawet w przypadku dość standardowych towarów konsumpcyjnych, które są jednorodne i potencjalnie dadzą się łatwo przewozić przez granice, można zaobserwować znaczne różnice cen między poszczególnymi krajami (skorygowane o różnice w podatkach pośrednich). I rzeczywiście, w niewielkiej liczbie przypadków da się spostrzec, że różnice między wysokimi a niskimi cenami konkretnych towarów przekraczają 50% (Dresdner, Kleinworth i Benson, 2000)). Różnice między poszczególnymi krajami są dużo wyższe niż te, które normalnie można stwierdzić wewnątrz poszczególnych krajów. Aby różnice takie dały się zaobserwować, niezbędna jest segmentacja rynku przez producentów według granic narodowych, z ograniczeniem na przykład możliwości odsprzedaży między granicami. Ponadto producenci muszą mieć bodziec do takiego działania, wynikający z różnic w zakresie elastyczności popytu, podatków pośrednich itd. Z czasem do osłabienia takich możliwości i bodźców prowadziłby proces kończenia budowy jednolitego rynku - zmniejszający bariery dla handlu transgranicznego - i sama jednolita waluta - zwiększająca przejrzystość cen. I rzeczywiście, nie można w zasadzie oczekiwać, aby zaobserwowane różnice cen produktów standardowych, którymi można łatwo handlować ponad granicami, dały się utrzymać w unii walutowej, integrującej rynki.

Dostępne dane istotnie wskazują, że taka zbieżność w zakresie cen dóbr handlowych już istnieje. Na przykład w odniesieniu do samochodów Goldberg i Verboven (2001) pokazują, że w ostatnich latach znacznie się zmniejszył rozrzut cen między poszczególnymi krajami (skorygowanych o różnice w specyfikacji). Autorzy wiążą tę tendencję ze środkami regulacyjnymi, jak również ze wzrostem stabilności kursów walutowych krajów uczestniczących. Jeszcze ogólniejsze wnioski zawierają prace Rogersa (2001) i Rogersa, Hufbauera i Wady (2001), którzy - posługując się bardziej szczegółowymi danymi na temat cen 65 produktów w 26 miastach europejskich (dane te co roku zbiera Economist Intelligence Unit) – stwierdzają znaczny spadek zróżnicowania cen, zwłaszcza w przypadku dóbr handlowych. Co ciekawe, odnotowują oni, że poziom zróżnicowania cen we wszystkich krajach obszaru euro jest obecnie porównywalny z niskimi poziomami zróżnicowania stwierdzanymi w Stanach Zjednoczonych. Jest oczywiście wiele powodów, dla których nie będzie można osiągnąć pełnej zbieżności cenowej. Na przykład dalsze utrzymywanie się różnic w zakresie podatków pośrednich na obszarze euro mogłoby uniemożliwić pełną zbieżność cen brutto dóbr handlowych w różnych krajach. Co więcej, znaczna część (głównie) usług, z których korzystają gospodarstwa domowe, nie da się łatwo sprowadzać z zagranicy z uwagi na utrzymujące się jeszcze ograniczenia i, co ważniejsze, wygórowane koszty transportu (przykładem są tu usługi osobiste). Płynie stąd wniosek, że dla zagregowanego poziomu cen jedynie w ograniczonym stopniu da się osiągnąć zbieżność cenową, spowodowaną integracją rynku jako takiego. Tak czy owak, dostępne dane (np. Rogers, Hufbauer i Wada, 2001) uzasadniają pogląd, że do zaobserwowanego układu zróżnicowania inflacji przyczyniła się zbieżność cenowa na tym obszarze. Nie

będzie to jednak prawdopodobnie cecha stała. W dłuższym okresie, kiedy proces zbieżności poziomu cen się zakończy, czynnik ten nie będzie się już przyczyniał do zróżnicowania inflacji. I rzeczywiście, Beck i Weber (2001) wskazują, posługując się danymi miesięcznymi na temat szczegółowych indeksów cen dóbr i usług konsumpcyjnych z 81 lokalizacji w Europie, że już UGW spowodowała około 80% spadek niestabilności transgranicznych realnych kursów walutowych, chociaż znaczny dodatni wpływ na wewnątrzobszarową niestabilność kursu walutowego nadal ma odległość i istnienie granic państwowych.

4.3. Zbieżność poziomu cen: efekt Balassy-Samuelsona

Teoretycznie rzecz biorąc, gdyby wszystkimi towarami i usługami można było swobodnie handlować przez granice, arbitraż doprowadziłby do sytuacji, w której ceny (denominowane w tej samej walucie) byłyby równe i istniałby ścisły parytet siły nabywczej. W praktyce jednak zachodzi to rzadko i wiele studiów pokazało, że poziomy cen znacznie się różnią między poszczególnymi krajami. Różnic tych nie można wyjaśnić takimi czynnikami, jak koszty transportu, podatki i taryfy celne. W istocie istnieje systematyczna tendencja, aby ceny były niższe w krajach uboższych niż w krajach bogatszych, a kiedy prawidłowość tę zbada się dokładniej, to wydają się ją wyjaśniać różnice cen dóbr i usług niehandlowych, tzn. sektora mieszkaniowego i usług osobistych. Co więcej, w przypadku krajów, które charakteryzują się szybkim wzrostem wydajności i, co za tym idzie, poprawą standardów życiowych, istnieje tendencja do wzrostu dynamiki wzrostu poziomów cen (i tym razem skorygowanych o wahania kursu walutowego). Według Balassy (1964) i Samuelsona (1964), różnice takie wyjaśnia się często wpływem, który na ceny względne wywiera zróżnicowanie wydajności sektorowej w poszczególnych krajach (tzw. efekt Balassy-Samuelsona).

Chcąc zbadać to zagadnienie bardziej szczegółowo, rozpatrzmy przypadek dwóch krajów unii walutowej, które oznaczamy jako kraj A i kraj B. Przyjrzyjmy się najpierw temu, co się dzieje w kraju A. Rozpatrzmy prosty przykład gospodarki z dwoma dobrami (jednym handlowym, a drugim niehandlowym), dwoma czynnikami produkcji (kapitałem i pracą), rynkami konkurencyjnymi, stałymi funkcjami rentowności w stosunku do skali produkcji w obu sektorach i swobodnym dostępem do globalnych rynków kapitałowych. Przyjmijmy, że siła robocza jest w pełni mobilna między sektorami w ramach kraju, ale w pełni niemobilna międzynarodowo. Przyjmując te założenia, można pokazać, że dynamika wzrostu dóbr niehandlowych w porównaniu z dynamiką dóbr handlowych w dowolnym kraju jest wyznaczona równaniem:

$$\pi_N - \pi_T = \beta_N / \beta_T \Delta PROD_T - \Delta PROD_N, \quad (1)$$

gdzie π_N i π_T stanowią, odpowiednio, stopy inflacji w sektorze dóbr handlowych i niehandlowych. $\Delta PROD_T$ i $\Delta PROD_T$ są stopami wzrostu wydajności czynników produkcji ogółem w obu sektorach. β_N i β_T oznaczają udziały siły roboczej w obu sektorach. Równanie to stwierdza, że jeśli wzrost wydajności w sektorze dóbr handlowych jest szybszy niż w sektorze dóbr niehandlowych, to ceny dóbr niehandlowych będą miały tendencję do dużo szybszego wzrostu niż ceny dóbr handlowych. Mechanizm tego jest dość prosty. Z uwagi na założenia modelu stopa płac występująca w danej gospodarce jako całości jest wyznaczana przez światową realną stopę procentową i stopę postępu technicznego w sektorze dóbr handlowych. Wzrost wydajności w sektorze dóbr handlowych prowadzi do wzrostu stopy płac. W sektorze dóbr handlowych ten wzrost płac jest rekompensowany przez wzrost wydajności i nie będzie miał wpływu na ceny, które są ustalane na rynkach światowych. Ponieważ jednak zakłada się, że praca jest mobilna między sektorami, wzrosną płace wypłacane w sektorze niehandlowym. W sektorze dóbr niehandlowych wzrostowi płac nie będzie odpowiadał wzrost wydajności, co spowoduje wzrost kosztów, który doprowadzi do wzrostu cen w tym sektorze.

Z samej konstrukcji ogólna dynamika indeksu cen dóbr i usług konsumpcyjnych π w kraju. A będzie zatem wynikała z ważonej średniej stopy zmiany cen dóbr handlowych i niehandlowych. Wraz z równaniem (1) powoduje to, że:

$$\pi = \alpha\pi_N + (1-\alpha)\pi_T = \pi_T + \alpha\left(\beta_N / \beta_T \Delta PROD_T - \Delta PROD_N\right), \quad (2)$$

gdzie α stanowi udział dóbr niehandlowych w konsumpcji. Wzrost ogółem indeksu cen dóbr i usług konsumpcyjnych będzie zatem wyznaczony przez wzrost cen dóbr handlowych i różnicę wzrostu wydajności między tymi dwoma sektorami. Im szybszy będzie wzrost wydajności w sektorze dóbr handlowych (względem sektora dóbr niehandlowych), tym wyższy będzie wzrost indeksu cen konsumpcyjnych (*ceteris paribus*).

Podobne relacje można wyprowadzić dla kraju B. Stopa wzrostu cen dóbr handlowych będzie z definicji równa w poszczególnych krajach, przy założeniu sztywnego nominalnego kursu walutowego między tymi krajami. Różnice między stopami inflacji ogółem w obu krajach - przy tych założeniach - będą odzwierciedlać „podwójne zróżnicowanie" stóp wzrostu wydajności sektorowej w obu krajach. Jeśli wzrost wydajności w sektorze dóbr handlowych będzie wyższy w kraju A, szybciej będą się zwiększały płace i - z podanego wyżej powodu - ceny dóbr niehandlowych będą rosnąć w szybszym tempie. W wyniku tego inflacja ogółem będzie wyższa w kraju A niż w kraju B.

Niedawno w kilku artykułach zbadano, na ile w krajach UGW istotna jest hipoteza B-S. Posługiwano się przy tym standardowymi technikami wykrywania współintegracji między cenami względnymi a wydajnością względną. Prowadzone badania miały dwojaki kierunek. Pierwsza klasa badań skupiała się na relacji między długofalową ewolucją zagregowanego kursu walutowego w poszczególnych krajach a różnicami wydajności. Druga klasa skupiała się bardziej konkretnie na relacji między inflacją sektorową a wydajnościami sektorowymi w poszczególnych krajach. Jeszcze inni autorzy analizują związek między tymi ostatnimi a zróżnicowaniami inflacji. Ogólny wniosek z pierwszego podejścia, potwierdzający niezachodzenie ścisłego warunku parytetu siły nabywczej, jest taki, że istnieją dowody na zachodzenie związku między ewolucją realnego kursu walutowego a ewolucją zróżnicowań wydajności (Froot i Rogoff, 1991). Przy drugim podejściu ustalono natomiast wyraźny związek między zróżnicowaniami wzrostu wydajności sektorowych (sektora handlowego w stosunku do niehandlowego) oraz zróżnicowaniami inflacji w obu sektorach (de Gregorio, Giovannini i Wolf, 1994; Canzoneri, Cumby, Diba i Eudey, 1998).

Idąc śladem Canzoneri, Cumbego, Diby i Eudey (1998), dla grupy dziesięciu krajów europejskich stwierdzono zdecydowaną falsyfikację zera pierwiastka jedności w odchyleniach od parytetu siły nabywczej w sektorze dóbr handlowych. Ceny względne - zarówno dóbr handlowych, jak i niehandlowych - oraz wydajność względna wydają się mieć charakter niestacjonarny. Niemniej jednak istnieją dowody przemawiające na rzecz hipotezy B-S o istnieniu długotrwałego związku między tymi dwoma szeregami. W istocie autorzy ci badają własności zmiennej: $\ln P_N/P_T \ \ln PROD_T/PROD_N$, gdzie pierwsze wyrażenie stanowi cenę względną dóbr handlowych w stosunku do niehandlowych w kraju *i*, a drugie wyrażenie oznacza relację średnich produktów pracy w obu sektorach. Stwierdzono, że zmienna ta ma charakter stacjonarny, co potwierdza, że oba szeregi wykazują ten sam trend stochastyczny. Wyniki wydają się pokazywać, że zmiany w obrębie cen względnych odegrały istotną rolę w przypadku wielu krajów przy wyjaśnianiu występujących niedawno tendencji do aprecjacji realnej w krajach Unii Europejskiej w stosunku do DEM, natomiast odchylenia od parytetu siły nabywczej, jak się wydaje, nie odgrywają istotnej roli. Co więcej, ewolucja cen względnych wydaje się zgodna z ewolucją względnej wydajności sektorowej. W związku z tym stwierdzono, że w UGW takie kraje, jak Włochy, Belgia i Hiszpania, które wykazują się znacznym zróżnicowaniem wydajności sektorowej, charakteryzują się aprecjacją realnego kursu walutowego w stosunku do Niemiec.

W dalszych badaniach, skupiających się konkretnie na obszarze euro, Canzoneri, Cumby, Diba i Eudey (2001) potwierdzają za pomocą technik współintegracji panelowej, że w krajach, które obecnie należą do obszaru euro, występował w przeszłości efekt B-S. Ekstrapolując te tendencje do różnicowania wydajności na przyszłość, autorzy ci twierdzą, że mogą wystąpić nawet 2,5-procentowe różnice inflacji w stosunku do Niemiec.

Alberola i Tyrvainen (1998) testują prawdziwość hipotezy B-S na ośmiu krajach europejskich przy uwzględnieniu próbki około 20 lat, na podstawie estymacji FIML Johansena. Analizują zarówno standardową hipotezę B-S, tzn. długotrwałą relację między zróżnicowaniami cen i wydajności, jak i wersję rozszerzoną, której zbiór zmiennych wyjaśniających obejmuje względne płace sektorowe. Dwa równania, które zostały przetestowane, odpowiadające obu wersjom modelu, to:

$$\ln P_N/P_T - \beta_{qT}\ln q_N = 0, \quad (3)$$

$$\ln P_N/P_T - \beta_{qT}\ln q_T + \beta_{qN}\ln q_N + \beta_w \ln w_N/w_T = 0, \quad (4)$$

gdzie q_N i q_T są, odpowiednio, wydajnościami pracy w sektorze handlowym i niehandlowym, natomiast w_N/w_T stanowi względną stopę płac sektorowych. Wyniki równania 3 prowadzą do przyjęcia hipotezy o współintegracji dla siedmiu spośród ośmiu krajów, z wyjątkiem Holandii. Jednak w pięciu z tych krajów ścisła wersja hipotezy B-S (tzn. $\beta_{qN} = 1$ i $\beta_{qN} \geq 1$) zostaje sfalsyfikowana. Stąd też standardowa wersja hipotezy B-S wydaje się prawdziwa jedynie dla Niemiec, Hiszpanii i Belgii. Chcąc zbadać możliwe powody odrzucenia standardowego modelu B-S, autorzy testują długofalową jednolitość płac między sektorami w każdym kraju. Hipoteza ta zostaje odrzucona dla wszystkich krajów poza Belgią. Prowadzi to autorów do przetestowania rozszerzonej wersji modelu B-S (ukazanej w równaniu 4), która dopuszcza oddziaływanie na ceny względne ze strony długofalowych różnic płac między sektorami (poprzez współczynnik β_w). Autorzy stwierdzają ogólną współintegrację dla pozostałych krajów. Na koniec, rozszerzona wersja modelu B-S stosowana jest do przeprowadzenia ćwiczenia symulacyjnego w celu oszacowania potencjału zróżnicowania inflacji w UGW. Na podstawie danych dotyczących okresu po 1985 r. sugeruje się, że w UGW możliwe byłoby zróżnicowanie inflacji do 2,2% (między Niemcami a Hiszpanią).

Sinn i Reutter (2000) przytaczają dane na dowód istnienia różnic w zakresie wydajności sektorowej na obszarze euro i twierdzą, iż różnice te pozwalają na istotne zróżnicowanie inflacji na obszarze euro w wyniku działania efektu B-S. Nie szacują wpływu międzysektorowych zróżnicowań wydajności na względną inflację międzysektorową. Zamiast tego zakładają *a priori*

wartości współczynników. Na podstawie tych współczynników i ekstrapolacji trendów historycznych twierdzą, że w ramach unii walutowej można się spodziewać maksymalnego zróżnicowania do 2,4 punktu procentowego (między Niemcami a Irlandią).

Poza badaniami porównawczymi między krajami powstało kilka artykułów koncentrujących się na doświadczeniach poszczególnych krajów. W przypadku Irlandii McGowan sugeruje, że efekt B-S może wytłumaczyć jedynie około 1 punktu procentowego z odnotowanego w 2000 r. zróżnicowania inflacji w Irlandii o 3,3% w stosunku do obszaru euro. Jest to dużo poniżej szacunków przedstawianych przez studia porównawcze między poszczególnymi krajami, które mają problemy, w przypadku Irlandii, z dokładnym pomiarem wydajności w sektorze dóbr handlowych. W znacznym stopniu jest on zdominowany przez firmy ponadnarodowe, których polityka, m.in. w zakresie cen transferowych, istotnie zawyża ogólne wielkości brutto z uwzględnieniem wartości dodanej (Aitken, 1999). Costa (2000) przedstawia wyliczenia, które sugerują, że można racjonalnie oczekiwać, iż efekt B-S doprowadzi do różnicy między inflacją portugalską a niemiecką rzędu 0,8 punktu procentowego rocznie. W przypadku Hiszpanii Alberola (2001) wskazuje, że model zróżnicowania inflacji międzysektorowej jest zasadniczo spójny z różnicami w zakresie stóp wzrostu wydajności sektora. Odnotowuje on jednak, że wyjaśnienia wyższej inflacji niehandlowej i niższego wzrostu wydajności niehandlowej można częściowo znaleźć w nieelastycznościach strukturalnych chronionego sektora gospodarki, które zaostrzają presje inflacyjne, wynikające z nadmiernego popytu w gospodarce.

Oceniając dowody na istnienie efektu B-S na obszarze euro, trzeba przyjąć wiele zastrzeżeń. Po pierwsze, rozróżnienie między dobrami handlowymi i niehandlowymi nie jest wyraźne i zwykłe klasyfikacje mogą okazać się niedokładne. Często na przykład stwierdzano, że opierające się na ich podstawie pomiary dóbr handlowych nie spełniają prawa jednej ceny nawet w długim okresie - Canzoneri, Cumby, Diba i Eudey (1998). Po drugie, mogą występować trudności w zakresie jakości stosowanych danych. Konkretnie chodzi o to, że ponieważ jako punkt odniesienia tych studiów przyjmuje się nierzadko Niemcy, to wyniki są często uzależnione od danych niemieckich, wykazujących względny wzrost wydajności, który wydaje się niski w porównaniu z innymi gospodarkami rozwiniętymi. W tym kontekście trzeba by również odnotować, że błędy w wyprowadzaniu podziału cena/wolumen na poziomie sektorowym prowadziłyby do tendencyjnego skrzywienia badań na korzyść efektu B-S. Ponadto, wiele studiów opiera się na założeniu, że regularności z przeszłości będą się utrzymywać w przyszłości. Założenie to da się zakwestionować z uwagi na wysoki poziom zbieżności realnej, który został już osiągnięty w krajach tworzących obszar euro, i prawdopodobne skutki zmian zachowania w wyniku wzrostu integracji (Remsperger, 2001).

4.4. Rozbieżności cykliczne

Jeżeli skupimy się na popytowej stronie gospodarki, to jasne jest, że mamy tu wiele czynników, które mogą wywołać krótkoterminowe zróżnicowanie inflacji w unii walutowej. W szczególności różnice stóp inflacji w poszczególnych krajach mogą być spowodowane różnicami w zakresie pozycji cyklicznych (etapy koniunktury, na którym dany kraj się znajduje) krajów uczestniczących w unii walutowej. Większość tego rodzaju oddziaływań dotyczyłaby cen dóbr niehandlowych, które - w krótkim okresie - zależą raczej od popytu krajowego niż zewnętrznego. Z drugiej strony, ponieważ ceny dóbr handlowych z definicji powinny być ściśle powiązane z rozwojem obszaru jako całości, a nie z sytuacją w konkretnym kraju, można oczekiwać, że cykl koniunkturalny w danym kraju będzie miał bardziej ograniczony wpływ na ceny dóbr handlowych. Jak dobrze wiadomo, pomiar pozycji cyklicznej danej gospodarki sprawia znaczne trudności, które przeważnie rosną, kiedy dokonuje się porównań między poszczególnymi krajami. Mimo że wahania cyklu koniunkturalnego stały się z czasem bardziej zsynchronizowane w krajach obszaru euro (publikacja Europejskiego Banku Centralnego, 1999b), większość dostępnych miar luki produktu wskazuje na pewną rozbieżność pozycji cyklicznych w ramach obszaru. Co więcej, istnieje wyraźna relacja dodatnia między miarami względnej pozycji cyklicznej a względnymi stopami inflacji gospodarek obszaru euro (Sinn i Reutter, 2000). Poza tym, jak wskazuje Alberola (2001), warto zauważyć, że w tych krajach obszaru euro, które mają obecnie wyższe stopy inflacji, występuje również pozytywna luka popytowa określana na podstawie miar standardowych. Na koniec, Blanchard (2001) bada również rozkład zróżnicowania inflacji na obszarze euro od początku unii walutowej, stwierdzając, że w niektórych krajach o wysokiej inflacji istotną rolę odegrało „przegrzanie". Odnosząc się do tego, czy pożądana jest reakcja krajowej polityki fiskalnej na wysokie zróżnicowanie inflacji, autor ten wskazuje, iż jest ona uzasadniona wyłącznie w przypadku, gdy zróżnicowanie inflacji wynika z nadmiaru popytu, i tylko wówczas, gdy można je przypisać nadmiernemu popytowi krajowemu. Kiedy wysoka stopa inflacji krajowej jest skutkiem popytu zewnętrznego, właściwym mechanizmem przywracania równowagi zarówno na krajowym rynku dóbr, jak i na rachunkach zewnętrznych jest wynikająca z niej aprecjacja realna.

5. Zestawienie dowodów

We wcześniejszej części omówiliśmy listę czynników zwykle „podejrzanych" o powodowanie zróżnicowania inflacji w unii walutowej. Omówiliśmy w niej też niektóre dowody, które zostały przedstawione w celu oceny ich znaczenia, przynajmniej jeśli chodzi o dane historyczne. Z uwagi na to, że unia walutowa funkcjonuje przez okres krótszy niż trzy lata, nie jest możliwe - za pomocą standardowych technik empirycznych - udzielenie ostatecznych odpowiedzi na pytanie o względne znaczenie różnych czynników wyjaśniających regularności zróżnicowania inflacji, które zaobserwowano od początku 1999 r. I rzeczywiście, jak odnotowano w części 1., na wielkość inflacji ogólnej miało wpływ wiele idiosynkratycznych szoków w poszczególnych krajach.

Pamiętając o tym zastrzeżeniu, warto jednak zbadać - ze statystycznego punktu widzenia - w jakim stopniu pewne ze wskazanych wyżej głównych czynników wiążą się z zaobserwowaną regularnością zróżnicowań inflacji. W tym celu w obecnej części przedstawiamy wyniki analizy regresji statystycznej, która próbuje wykorzystać ograniczony zasób informacji, efektywnie dostępnych.

W szczególności, zastosowano technikę regresji panelowej[2]. Celem jest odwzorowanie stóp inflacji w pierwszych jedenastu krajach uczestniczących w obszarze euro w latach 1999, 2000 oraz pierwszej połowie 2001 r., w postaci funkcji wielu możliwych zmiennych wyjaśniających. Konkretnie rzecz biorąc, przeprowadza się regresję stóp inflacji na puste zmienne czasowe i następujące zmienne: stosowany przez OECD wskaźnik luki popytowej w każdym kraju i czas, poziom cen w relacji do Niemiec w każdym kraju w roku poprzedzającym, zmienną mierzącą wpływ podatków pośrednich w każdym kraju i każdym roku i, na koniec, wskaźnik różnicowego wzrostu wydajności między sektorami handlowymi i niehandlowymi w każdym kraju[3]. Różne eksperymenty z cenami importowymi wskazywały, że zmienna ta nie była w istotny sposób związana z rozkładem zróżnicowań inflacji w badanym okresie. Wyniki szacunków przedstawia tabela 5.

Z tabeli tej widać, że wszystkie rozpatrywane zmienne są statystycznie istotne i muszą mieć właściwy znak. Stwierdzono, że zmienna podatku pośredniego jest silnie istotna i nie można odrzucić teoretycznej wartości jedności. Wartość tę nakłada się na równanie przedstawione w tabeli. Bardzo istotna jest zmienna cen względnych; wynik ten jest zgodny z wynikami przestawionymi przez Rogersa, Hufbauera i Wadę (2001). Podobnie się stwierdza, że istotne są: luka popytowa i zróżnicowanie wzrostu wydajności sektorowej, zgodnie z wcześniej przytoczonymi danymi. Co więcej, równanie wydaje się dostatecznie „pasować" do danych, co potwierdza R^2 w wysokości 0,82.

Należy jednak podkreślić, że równanie to jest narzędziem „opisowo-statystycznym". Nie jest równaniem strukturalno-ekonomicznym. Nie byłoby zatem rzeczą właściwą posłużenie się szacowanymi parametrami w celu rozłożenia krajowych stóp inflacji na różne determinanty. Nie byłoby również bezpieczne posłużenie się tymi parametrami do celów symulacji. Wyniki te jednak wskazują, że znaczną część zróżnicowań inflacji, które dotąd zostały zaobserwowane na obszarze euro, można wyjaśnić zbieżnością cen (reprezentowanych przez poziomy cen względnych), warunkami cyklicznymi, zmianami podatków pośrednich oraz efektem Balassy-Samuelsona.

[2] Oszacowanie przeprowadzono za pomocą pakietu RATS stosując skutki stałe dla poszczególnych lat, ale przy jednoczesnym nałożeniu wspólnego zbioru współczynników dla poszczególnych krajów i w przekroju czasowym.

[3] Szeregi luki produktu zaczerpnięto z OECD Economic Outlook . Są one oparte na podejściu polegającym na zastosowaniu funkcji produkcji do szacowania potencjalnego produktu. Dane na temat poziomów cen względnych zaczerpnięto z różnych wydań głównych OECD *Main Economic Indicators*. Zmienna podatku pośredniego została obliczona na podstawie krajowych źródeł budżetowych. Na koniec, zróżnicowania wydajności sektorowej to zróżnicowania przedstawione przez Sinn i Reuttera (2000).

Tabela 5 *Inflacja HICP w latach 1999-2001, szacunki panelowe*

$\pi_{i,t}$	=	$0{,}14y_{i,t}$	$- 0{,}045rp\ \pi_{i,t-1}$	+	$1{,}0\tau_{i,t}$	+	$0{,}44\ dprod_i$
		(2,2)	(-5,0)		(-)		(3,0)
$\pi_{i,t}$	-	stopa inflacji HICP w kraju *i* w okresie *t*					
$y_{i,t}$	-	luka popytowa (szacunek OECD)					
$rp\ \pi_{i,t-1}$	-	względny poziom cen konsumpcyjnych					
$\tau_{i,t}$	-	zmienna podatków pośrednich					
$dprod_i$	-	wzrost wydajności względnej (dobra handlowe/niehandlowe)					
R^2 0,82	N 33						

6. Wnioski

Rozbieżności w zakresie inflacji między krajami są w uniach walutowych normalnym zjawiskiem. Pokazuje to doświadczenie Stanów Zjednoczonych i innych unii walutowych. Zasadniczo zróżnicowania tego rodzaju mogą wynikać z wielu czynników: czynników idiosynkratycznych (takich jak zróżnicowanie podatków pośrednich, pogody, wag), różnic w pozycjach cyklu koniunkturalnego czy różnic w obrębie sektorowych stóp wzrostu wydajności. W przypadku obszaru euro dodatkowym źródłem zróżnicowania inflacji byłby wpływ międzykrajowej zbieżności cen, wynikającej z jednolitego rynku i samej jednolitej waluty. Na podstawie cytowanych powyżej danych uzasadniony wydaje się wniosek, że wszystkie te czynniki odegrały jakąś rolę przy różnicowaniu inflacji. Oczywiście, wszystko to przy silnym zastrzeżeniu, że - ponieważ unia walutowa działa krócej niż trzy lata - brak jest dostatecznie długiej historii w celu sformułowania definitywnych wniosków.

W wielu przypadkach wynikające stąd zróżnicowanie inflacji stanowi uzasadnioną korektę cen względnych do odpowiednich wartości równowagi i nie uzasadnia reakcji strategicznej. Jednak zróżnicowanie inflacji mogłoby być problemem, gdyby miało odzwierciedlać odejście od równowagi. Mogłoby się tak zdarzyć, gdyby wysoka stopa inflacji w danym kraju wynikała z nadmiernego wzrostu płac, zbytniego poszerzenia marż zysku i (lub) zbytniego poluzowania polityki fiskalnej. Im bardziej takie zjawiska zakorzeniłyby się wówczas w gospodarce, tym bardziej prowadziłyby do utraty konkurencyjności i, ostatecznie, do utraty produktu i zatrudnienia w danej gospodarce.

Polityka pieniężna EBC, która jest zorientowana na utrzymanie stabilności cen na obszarze jako całości, nie jest w stanie wpłynąć na rozkład geograficzny stóp inflacji w obrębie obszaru; nie może zatem odnieść się do tych problemów. Do problemów wynikających ze zbyt wysokiej inflacji krajowej można natomiast odnieść się, wykorzystując dostępne instrumenty polityki krajowej, takie jak dostosowania fiskalne, odpowiednie ustalanie płac czy polityka konkurencyjna.

Bibliografia

1. B. Aitken (1999): *Ireland and the euro: productivity growth, inflation and the real exchange rate.* IMF Staff Country Report 99/108. Ireland: Selected Issues and Statistical Appendix.
2. E. Alberola (2001): *Interpreting inflation differentials in the euro area.* Banco de España. „Economic Bulletin", kwiecień.
3. E. Alberola, J.M. Marques (1999): *On the relevance and nature of regional inflation differentials: The case of Spain.* Banco de Espana Servicio de Estudios, Docu-mentode Trabajo, 9913.
4. E. Alberola, T. Tyrvainen (1998): *Is There Scope for Inflation Differentials in EMU? An Empirical Evaluation of the Balassa-Samuelson Model in EMU Countries.* Bank of Finland Discussion Paper.
5. B. Balassa (1964): *The purchasing power parity doctrine: A reappraisal.* „Journal of Political Economy", 72.
6. G. Beck, A. Weber (2001): *How wide are European borders? New evidence on the integration effects of monetary unions.* Maszynopis powielany, CFS Frankfurt.
7. O. Blanchard (2001): *Country adjustments within Euroland. Lessons after two years.* CEPR Report: Monitoring the European Central Bank.
8. M.B. Canzoneri, R.E. Cumby, B. Diba, G. Eudey (1998): T*rends in European Productivity: Implications for Real Exchange Rates, Real Interest Rates and Inflation Differentials.* Oesterreichische Nationalbank Working paper, 27.
9. Productivity Trends in Europe: *Implications for Real Exchange Rates, Real Interest Rates and Inflation.* Review of International Economics, 2001.
10. S. G. Cecchetti, N. C. Mark, R. Sonora (1998): *Price Level Convergence Among United States Cities: Lessons for the European Central Bank.* Oesterreichische Nationalbank Working Paper.
11. S. Costa (2000): *Inflation Differential between Portugal and Germany.* Banco de Portugal Economic Bulletin.
12. I. de Greef, D. Hofman, N. Nahuis (2000): *External economic relations of the euro area.* W: *The Economics of the Euro Area.* P. van Bergeijk, R. Berndsen i W. Jansen (red.). Edward Elgar.
13. I. de Gregorio, A. Giovannini, H. Wolf (1994): *International evidence on tradeables and nontradables inflation.* European Economic Review, 38, 1255-1244.
14. Dresdner-Kleinworth-Benson (2000): *DKBR Pricing Survey 2000.* Publikacja Europejskiego Banku Centralnego (1999a): *Inflation differentials in a monetary union.* ECB Monthly Bulletin, październik.

15. *Longer-term developments and cyclical variations in key economic indicators across euro area countries*. ECB Monthly Bulletin, lipiec 1999b.
16. *Rising HICP inflation since early 1999 has been accompanied by moderate changes in inflation dispersion across euro area countries*. ECB Monthly Bulletin, lipiec 2001.
17. K. Froot, K. Rogoff (1991): *The EMS, the EMU and the Transition to a Common Currency*. NBER Macroeconomic Annual.
18. P. Goldberg, F. Verboven (2001): *Market Integration and Convergence to the Law of one Price: Evidence from the European Car Market*. NBER Working Paper 8402.
19. P. McGowan (2000): Ireland: *Experiences in EMU*. Central Bank of Ireland Quarterly Bulletin, zima.
20. M. Nenna (2000): *The Real Exchange Rate: Theory and Evidence*. Phd Thesis, La Sapienza, Rome.
21. H. Remsperger (2001): *Konvergenz und Divergenz in der Europischen Wahrungsunion*. Referat na konferencji historyków pt. „Potencjał konfliktu w Unii Walutowej", Kassel.
22. J.H. Rogers (2001): *Price Level Convergence, Relative Prices, and Inflation in Europe*. Zarząd Systemu Rezerwy Federalnej - artykuł dyskusyjny na temat finansów międzynarodowych 699.
23. J.H. Rogers, G. Hufbauer, E. Wada (2001): P*rice Level Convergence and Inflation in Europe*. Institute of International Economics Working Paper no. X.
24. P.A. Samuelson (1964): *Theoretical notes on trade problems*. Review of Economics and Statistics 46.
25. H.-W. Sinn, M. Reutter (2000): *The Minimum Inflation Rate for Euroland*. CESifo Working Paper no. 377.

Czy kryteria z Maastricht powinny zostać zmodyfikowane?

Reiner König

Wprowadzenie

Już niedługo Unia Europejska będzie musiała sprostać kolejnemu wielkiemu wyzwaniu, określanemu mianem rozszerzenia. Innymi słowy, w dającej się przewidzieć przyszłości liczba krajów Unii Europejskiej znacznie się zwiększy, ponieważ przystąpi do niej dwanaście państw, reprezentujących głównie gospodarki Europy Środkowej i Wschodniej. Przewiduje się, że pierwsi nowi członkowie przystąpią do Unii Europejskiej w 2004 r. Można również założyć, że nowi członkowie dążyć będą do bardzo szybkiej integracji z Unią Gospodarczą i Walutową. Już teraz polityka gospodarcza w tych krajach jest nakierowana na spełnienie kryteriów zbieżności. Jednak wraz ze zbliżaniem się akcesji do Unii Europejskiej kryteria te coraz bardziej są w ogniu krytyki.

Niektóre kraje kandydujące patrzą na nie jako na zbędne przeszkody, uniemożliwiające szybkie przystąpienie do unii walutowej. Również państwa obszaru euro wyrażają od czasu do czasu podobne wątpliwości: czy kryteria zbieżności są w stanie uwzględnić specyficzne problemy, które pociąga za sobą rozszerzanie Unii Europejskiej. Raz po raz rozważa się także wprowadzenie kryteriów dodatkowych, zwłaszcza że między obecnymi a przyszłymi krajami obszaru euro występują różnice strukturalne. W przypadku niektórych państw dość znaczne.

Może od razu na początku wyjawię Państwu konkluzję moich uwag i powiem, że moim zdaniem zmiany istniejących kryteriów nie są ani konieczne, ani nawet nie dają się uzasadnić. Na pytanie postawione przez Naszych Gospodarzy: „Czy kryteria Maastricht powinny być zmodyfikowane?", odpowiedzią jest sta-

nowcze: „Nie". Jedną z przyczyn takiej odpowiedzi jest to, że Traktat o Unii Europejskiej i te jego poprawki, które wiążą się konkretnie z rozszerzeniem i jednolitą walutą, stanowią solidną i kompleksową podstawę procesu rozszerzania. Jest to prawdą zarówno w stosunku do wyraźnie zdefiniowanych procedur, jak i do uzasadnionych ekonomicznie wymogów, które należy spełnić na poszczególnych etapach integracji. Innym czynnikiem jest zapewnienie równego traktowania: te same reguły, które stosowano do obecnych członków, powinny być również zastosowane do krajów nowo przystępujących. W takim właśnie zakresie nie jest ekonomicznie konieczne ani możliwe do uzasadnienia politycznie wprowadzanie nowych bądź usuwanie dotychczasowych barier.

Jednak ustalone wcześniej kryteria powinny być ściśle spełnione, aby można było być pewnym, że euro pozostanie silną walutą, a obszar euro stabilnym i konkurencyjnym obszarem ekonomicznym. Wnioski te pozwolę sobie teraz pogłębić, szczegółowo omawiając proces integracji, ze szczególnym uwzględnieniem teorii optymalnych obszarów walutowych[1]. Moim celem nie jest przy tym ocena dotychczasowych wysiłków w zakresie zbieżności w każdym z krajów akcesyjnych. Chciałbym natomiast rzucić nieco światła na skomplikowany system misternie ze sobą powiązanych kryteriów i jego znaczenie na różnych etapach procesu integracyjnego.

Trójstopniowy proces integracji z Unią Gospodarczą i Walutową i jego ocena przy uwzględnieniu teorii optymalnych obszarów walutowych

Kraje kandydujące do Unii Gospodarczej i Walutowej, przeważnie z Europy Środkowej i Wschodniej, przystąpią do jednolitej waluty drogą **trójstopniowego procesu integracji**. Pierwszym, zasadniczym warunkiem jest członkostwo w Unii Europejskiej. Kopenhaskie kryteria przystępowania do Unii Europejskiej wymagają istnienia funkcjonującej gospodarki rynkowej, rynków konkurencyjnych oraz trwałej stabilności makroekonomicznej. Przystępując do Unii Europejskiej, nowi członkowie zobowiązują się również do przyjęcia w późniejszym terminie euro[2]. Jednakże, członkostwo w Unii Europejskiej nie oznacza natychmiastowego porzucenia suwerenności walutowej. Przeciwnie, konieczny jest okres przejściowy, obejmujący stopniowe przygotowanie waluty do przyłączenia się do strefy euro, w szczególności zaś przynajmniej dwa lata udanego uczestnictwa w Europejskim Mechanizmie Kursowym (ERM). Integracja z UGW jest możliwa dopiero wówczas, gdy kryteria z Maastricht zostaną już całkowicie spełnione. Moje dalsze uwagi wyjaśnią bardziej szczegółowo ten trójszczeblowy proces integracji i towarzyszące mu wymagania, które muszą być spełnione przez kraje akcesyjne, wraz z leżącymi u ich podstaw czynnikami teoretycznymi.

Faza 1 - przystępowanie do Unii Europejskiej

W 1993 r. szczyt kopenhaski Rady Europejskiej podjął fundamentalne decyzje, kształtujące przyszłe rozszerzenie Unii poprzez włączenie krajów Europy Środkowej i Wschodniej. Jednocześnie zdefiniował kryteria przystępowania do Unii Europejskiej. Te tzw. kryteria kopenhaskie (zob. ramka) wymagają, aby w nowych krajach członkowskich występowała, w wystarczającym stopniu, stabilność polityczna, instytucjonalna i gospodarcza, by kraje te wcieliły do prawa krajowego *acquis communautaire* - dorobek ustawodawstwa wspólnotowego - i w pełni utożsamiały się z celami integracji europejskiej.

Kryteria kopenhaskie

- Stabilność instytucji gwarantująca demokrację i praworządność, prawa człowieka i szacunek dla ochrony mniejszości (*kryterium polityczne*).
- Istnienie funkcjonującej gospodarki rynkowej, jak a także zdolność do poradzenia sobie z presją konkurencyjną i siłami rynkowymi wewnątrz Unii (*kryterium ekonomiczne*).
- Zdolność do podjęcia zobowiązań członkowskich, w tym konsekwentnej realizacji celów unii politycznej, ekonomicznej i walutowej (*kryterium zdolności do przyjęcia zobowiązań członkowskich*).

Eurosystem nie jest bezpośrednio stroną w negocjacjach dotyczących przystąpienia do Unii Europejskiej. Jednak ze względu na dużo bardziej złożone obecnie zależności między gospodarkami Unii Europej-

[1] Teoria optymalnych obszarów walutowych wyłoniła się na początku lat 60. z dyskusji nad zaletami sztywnych i elastycznych kursów walutowych. Obszary takie stały się coraz bardziej istotne, kiedy rozpoczęła się dyskusja dotycząca Unii Gospodarczej i Walutowej. Chodziło o to, aby zdefiniować - za pomocą kryteriów ekonomicznych - optymalny obszar walutowy, w którym stosowana jest jedna waluta, natomiast względem pozostałych utrzymywane są elastyczne kursy walutowe. Opracowano przez lata wiele podejść, które w celu zdefiniowania „optimum" stosują wiele cech charakterystycznych. Podejścia te odwołują się do tych konkretnych cech gospodarek, które sprawiają, iż mniej niezbędne jest korygowanie kursów walutowych między gospodarkami, i które promują równowagę wewnętrzną i zewnętrzną. W sumie jednak trudno jest z tej teorii wyprowadzić jednoznaczne implikacje normatywne. Ponadto, jak zauważył Eichengreen (1990), nie zdołano opracować zamkniętego modelu teoretycznego, który prowadziłby do wyraźnych odpowiedzi „tak" lub „nie". Pomimo tego teoria zwraca uwagę na czynniki, które mają znaczny wpływ na to, jak dobrze przygotowana jest gospodarka na integrację w obrębie obszaru wspólnej waluty. Definicję „optymalnych obszarów walutowych" prezentują Snider (1967) i Mundell (1961). Omówienie koncepcji zawierają prace Salina (1977), Ishiyamy (1975), Crawforda (1993), De Grauwego (1992), i Tavlasa (1993), by poprzestać na paru pozycjach.

[2] W przeciwieństwie do Wielkiej Brytanii i Danii kraje będące nowymi członkami Unii Europejskiej nie będą miały klauzuli wyłączenia.

skiej i coraz większe powiązanie krajów akcesyjnych z euro oraz istniejące zobowiązanie do przyjęcia euro w późniejszym terminie, w najlepiej pojętym interesie własnym Eurosystemu jest to, aby na bieżąco śledzić proces rozszerzania. Szczególne znaczenie mają dla Eurosystemu dwa kryteria kopenhaskie: przyjęcie *acquis communautaire* oraz ustanowienie *funkcjonującej gospodarki rynkowej*.

Przyjęcie *acquis communautaire* pociąga za sobą uznanie i stosowanie przez krajowe (narodowe) organy ustawodawcze wszystkich ustaw i przepisów, chyba że w trakcie negocjacji zgodnie przyjęto ustalenia przejściowe. Istotne dla przyjęcia jednolitej waluty w późniejszym terminie są kwestie wiążące się z transakcjami rachunku kapitałowego, systemami bankowymi, stabilnością rynków finansowych i, w szczególności, statutami banków centralnych.

Już poprzez samo przyjęcie *acquis communautaire* kraje akcesyjne stworzą podwaliny instytucjonalne, stanowiące warunek wstępny integracji z unią walutową[3]. Przystąpienie do Unii Europejskiej zapewni bankom centralnym krajów kandydujących automatyczne członkostwo w ESBC[4]. W następstwie tego kluczowe cechy ustawodawstwa dotyczące narodowego banku centralnego muszą być spójne z Traktatem o Wspólnocie Europejskiej. Obejmuje to w szczególności przyjęcie celu stabilności cen. Stabilność cen według Gros/Thygesen (1990) można zagwarantować jedynie poprzez niezależność instytucjonalną, osobową i finansową banku centralnego, tak jak zostało to określone w artykule 109 Traktatu o Wspólnocie Europejskiej. Ponadto, szczególnie istotny jest zakaz udzielania przez bank centralny wszelkiego rodzaju kredytów dla sektora publicznego i zakaz istnienia mechanizmów zapewniających sektorowi publicznemu uprzywilejowany dostęp do instytucji finansowych (artykuły 101/102 Traktatu o Wspólnocie Europejskiej).

Ponadto, nowi członkowie Unii Europejskiej muszą być zdolni do sprostania presji konkurencji oraz presji sił rynkowych występujących wewnątrz Unii. Kraje akcesyjne zatem muszą mieć również *funkcjonującą gospodarkę rynkową*, która z kolei wymaga istnienia pewnych struktur prawnych i instytucjonalnych, rynków konkurencyjnych, swobodnego kształtowania cen, stabilności makroekonomicznej oraz dojrzałego sektora finansowego. Istotnym fundamentem uczestnictwa w unii walutowej - w dłuższej perspektywie - są również wspólne ramy polityki regulacyjnej. Wymagają one od byłych krajów realizujących przekształcenia nie tylko dalszego ulepszania praw własności, ale również kontynuowania procesu prywatyzacji. Konkurencja jest możliwa tylko tam, gdzie większość przedsiębiorstw działa w sektorze prywatnym i gdzie efektywnie dokonuje się monitorowanie funkcji prywatnej własności. Z zasadami Wspólnego Rynku nie dają się pogodzić pomoc rządowa ani inne środki interwencjonizmu w celu promowania gospodarki krajowej. Istotnym warunkiem wstępnym pełnego funkcjonowania tych cech unii walutowej, które umożliwiają efektywność mikroekonomiczną, są konkurencyjne rynki dóbr i czynników produkcji.

Aby gospodarka mogła wypełnić swoje zobowiązania wynikające z członkostwa, musi być - jeszcze przez akcesją - w wystarczającym stopniu zintegrowana z gospodarką Unii Europejskiej. Pewne pojęcie o zdolności przedsiębiorstw do wytrzymania presji konkurencji wewnątrz Unii może dać zakres stosunków handlowych i stopień ich rozwoju czy też - mówiąc bardziej konkretnie - stopień otwartości zewnętrznej gospodarki. McKinnon (1963) jest przekonany, że kryteria te stanowią silny sygnał gotowości gospodarki do przyjęcia jednolitej waluty[5]. W celu zachowania konkurencyjności kraje akcesyjne potrzebują również zrównoważonego bilansu płatniczego (zob. artykuły 4 i 98 Traktatu o Wspólnocie Europejskiej). Jest rzeczą zupełnie normalną, że w procesie ożywienia gospodarczego w państwach tych powstają znaczne deficyty obrotów bieżących. Z deficytów tych mogą jednak wynikać problemy, ponieważ nadmierny dług zagraniczny pociąga za sobą duże ryzyko i wyraźnie zwiększa podatność krajów akcesyjnych na szoki wewnętrzne i zewnętrzne.

Budowa funkcjonujących, otwartych gospodarek rynkowych zakłada również liberalizację rachunku obrotów kapitałowych. Na pierwszy rzut oka umiędzynarodowienie stosunków finansowych nakłada obciążenia na gospodarkę krajową. Jednak w średnim okresie inwestycje bezpośrednie mogą już istotnie przyczynić się do dostosowań gospodarczych i instytucjonalnych[6]. W związku ze znacznym przypływem kapitału ludzkie-

[3] Zwłaszcza Lippi (1998), Dornbusch i inni (1998) oraz Buiter (1999) wskazują na szczególne znaczenie struktury instytucjonalnej dla długofalowego sukcesu unii walutowej. Znaczenie wiarygodnych i niezawodnych instytucji podkreśla Cohen (1993). Jest to związane w szczególności z istnieniem interesów polityczno-gospodarczych w obrębie unii walutowej. W tym kontekście Feldstein (1997), Frieden/Jones (1998), Eichengreen/Frieden (2000) i Hefeker (1997) badają maksymalizację korzyści grup społeczno-gospodarczych w unii walutowej, które muszą być przez odpowiednie instytucje skierowane na właściwe tory.

[4] Nie tylko kraje akcesyjne wymagają dodatkowych korekt instytucjonalnych w związku z rozszerzeniem. Należy tak samo dokonać przeglądu istniejącej struktury Eurosystemu. Nie została na przykład rozwiązana kwestia przyszłego składu Rady Generalnej EBC po przyjęciu nowych członków. Wprowadzając klauzulę wykonawczą sesja Rady Europejskiej z Nicei ułatwiła jedynie przystąpienie do rozwiązywania tego problemu. Zob. Baldwin i inni (2001).

[5] Na tej mianowicie podstawie, że w gospodarkach otwartych zmianom nominalnym w obrębie kursu walutowego towarzyszą zmiany poziomu cen, które zmniejszają lub niwelują pierwotny skutek zmian kursu walutowego. Odpowiednio do tego nominalne zmiany kursów walutowych nie są właściwie zdolne przyczynić się do długofalowej zmiany konkurencyjności realnej. Stąd też, zdaniem Massona/Taylora (1993), ustanowienie nominalnych kursów walutowych w unii walutowej ma stosunkowo niewielkie znaczenie.

[6] Zob. również *Programme for the liberalisation of capital movements in the Community* (COM (86) 292 wersja ostateczna z 23 maja 1986 r.).

go wpływają one na potencjał wzrostowy gospodarki i jej konkurencyjność. Ingram (1973) zakłada dodatkowo, że przy wystarczającej mobilności kapitałowej kompensujące przypływy kapitału potrafią zagwarantować równowagę zewnętrzną. Dla krajowej alokacji kapitału do funkcji, ale również dla sprostania konkurencji międzynarodowej zasadnicze znaczenie ma efektywność **sektora bankowego i finansowego**. Istotne są tu: stopień pośrednictwa finansowego, duże i płynne rynki kapitałowe, adekwatność funduszy własnych banków w powiązaniu z dobrze funkcjonującą strukturą nadzoru bankowego i giełd oraz stabilny system płatniczy.

Faza 2 - faza przejściowa

Zadaniem fazy przejściowej, która rozpoczyna się od przystąpienia do Unii Europejskiej i trwa do integracji z Eurosystemem, jest znaczne zmniejszenie wahań kursów walutowych. By mogło to się jednak dokonać, niezbędny jest wzrost zbieżności między gospodarkami; to z kolei zakłada ścisłe zorientowanie polityki na stabilizację. Ma to też implikacje dla krajów akcesyjnych w zakresie polityki zarówno gospodarczej, jak i pieniężnej.

Już od momentu przystąpienia do Unii Europejskiej od nowych członków wymaga się patrzenia na **politykę gospodarczą** jako na sprawę wspólną (wspólnej troski)[7]. Kraje akcesyjne muszą być skłonne i zdolne do uczestnictwa w koordynacji polityki i mechanizmach monitorujących. Jest to złożony system wzajemnie ze sobą powiązanych instrumentów, których wdrażanie na szczeblu krajowym ma niekiedy charakter dość wyrafinowany. „Flagowym" instrumentem koordynacji są *Ogólne wytyczne polityk gospodarczych*[8]. Raz do roku opisują one sytuację ekonomiczną oraz wymogi polityk gospodarczych dla Unii Europejskiej jako całości i dla poszczególnych krajów. Zgodność z zaleceniami jest monitorowana i opisywana w specjalnych raportach. Ponadto, Unia Europejska opracowała swoją własną strategię tworzenia miejsc pracy (tzw. proces luksemburski). Poza tym istnieje „proces Cardiff", w ramach którego dokonuje się przeglądu reform strukturalnych poszczególnych krajów. W ostatnim czasie zainicjowano dialog makroekonomiczny w celu promowania nieskrępowanej wymiany informacji na różnych obszarach polityki. Pakt Stabilności i Wzrostu[9] odnosi się konkretnie do polityki finansowej. Dąży do osiągnięcia średnioterminowego celu w postaci zbilansowanego w dużym stopniu budżetu państwa. Kraje, które jeszcze nie należą do Eurosystemu, muszą przedstawiać raporty na temat zbieżności, obejmujące zgłaszane przez te kraje idee, prowadzące do trwale stabilnych finansów publicznych. Kraje akcesyjne muszą stworzyć prawno-organizacyjne warunki efektywnego uczestnictwa w tych procesach. W szczególności, muszą być skłonne do rzeczywistej realizacji zaleceń organów europejskich - nawet mimo oporu politycznego.

W fazie przejściowej zwiększona koordynacja ma na celu przede wszystkim uzyskanie niezbędnej zbieżności umożliwiającej przystąpienie do unii walutowej. Potrzebna jest nie tylko odpowiednia polityka makroekonomiczna, ale przede wszystkim dostosowania strukturalne. Na przykład Kindleberger (1971) za istotny warunek integracji z unią walutową uważa integrację rynków dóbr i jednorodność preferencji[10]. Bayoumi/Eichengreen (1994/1996) wskazują na znaczenie struktury branż i sektorów. Dochodzą również do wniosku, że redukcji szoków asymetrycznych w unii walutowej sprzyja szeroka zbieżność struktur gospodarek i duży zakres wewnątrzbranżowych (wewnątrzsektorowych) obrotów handlowych.

Podobnie jak politykę gospodarczą, również politykę **kursową** należy, po przystąpieniu do Unii Europejskiej, traktować jako wspólny interes[11]. Chociaż wybór konkretnych uzgodnień kursowych jest sprawą samych gospodarek, to od nowych członków Unii Europejskiej oczekuje się zasadniczo, że przystąpią do mechanizmu kursu walutowego[12]. **Kursy całkowicie płynne, kroczące czy izby walutowe z walutą referencyjną inną niż euro** nie bardzo dadzą się pogodzić z celem przystąpienia do unii walutowej w późniejszym terminie. Nie jest również opcją jednostronne przyjęcie euro, tzw. euroizacja.

Minimalną długość okresu przejściowego wyznacza kryterium kursu walutowego. Zanim dany kraj będzie mógł przystąpić do Unii Gospodarczej i Walutowej, musi uczestniczyć w ERM przynajmniej przez dwa

[7] Zob. art. 99 Traktatu o Wspólnocie Europejskiej.

[8] Zob. Zalecenia Rady z 6 lipca 1998 r. na temat ogólnych wytycznych polityk gospodarczych krajów członkowskich i Wspólnoty (*The broad guidelines of the economic policies of the member states and of the Community*), OJ L 200, 16 lipca 1998 r.

[9] Zob. OJ C 236 z 2 sierpnia 1997 r.

[10] Zintegrowane rynki towarowe powodują kształtowanie się podobnych struktur produkcji i wzrost obrotów wewnątrz danej branży. Prowadzi to do jeszcze większej zbieżności pod względem handlu lub, mówiąc dokładniej, zwiększa to prawdopodobieństwo, że ten typ szoku będzie miał podobny wpływ na gospodarki należące do unii walutowej.

[11] Zob. artykuł 124 Traktatu o Wspólnocie Europejskiej.

[12] Zob. OJ C 236 z 2 sierpnia 1997 r. i C 345 z 13 listopada 1998 r. Mechanizm kursu walutowego składa się z dwustronnych kursów walutowych między euro a walutami krajów członkowskich Unii Europejskiej, które jeszcze nie uczestniczą w Eurosystemie. System opiera się na kursach centralnych ustalanych w stosunku do euro, wokół których określa się jednorodne pasma wahań. Przewiduje się standardowe pasmo wahań +/-15 punktów procentowych wokół kursu centralnego. Pasmo to można zawęzić, jeśli tego wymaga konkretny przypadek. Wybór pasma nie wpływa na interpretację stabilności kursu walutowego jako kryterium zbieżności (artykuł 121 Traktatu o Wspólnocie Europejskiej). Przy wartościach granicznych interwencja jest automatyczna i nieograniczona. Kursy centralne można korygować. W chwili obecnej jedynym członkiem mechanizmu kursu walutowego jest Dania z wąskim pasmem +/-2,25%. Opierając się na sytuacji początkowej każdego kandydata trzeba ustalić, czy uczestnictwo jest sensowne z punktu widzenia polityki stabilności. Normalnie występuje tu odwrotna zależność między zmniejszaniem wahań kursu walutowego, coraz większą zbieżnością i niższym zróżnicowaniem stóp procentowych, z jednej strony, a utratą - w pewnym stopniu - swobody polityki gospodarczej (a zwłaszcza polityki pieniężnej), z drugiej strony.

lata bez jakichkolwiek poważnych napięć. Dlatego też Traktat o Wspólnocie Europejskiej nie umożliwia jednoczesnego przystąpienia do Unii Europejskiej oraz Unii Gospodarczej i Walutowej. Dłuższy okres przygotowań do osiągnięcia dalekosiężnego celu integracji z jednolitą walutą można również interpretować jako okazję do przedłużenia okresu podejmowania niezbędnych reform, które często mogą być dość bolesne. Poza tym nie należy przedwcześnie rezygnować z możliwości korekty kursu walutowego; można w ten sposób zbuforować wszelkie zaburzenia w procesie ożywienia gospodarczego (wychodzenia z recesji) i towarzyszące im dostosowania strukturalne.

Faza 3 - integracja z Unią Gospodarczą i Walutową

Poza minimalnym okresem członkostwa w ERM nie ma żadnego ustalonego harmonogramu wprowadzania euro i - tak jak w przypadku integracji z Unią Europejską - nie wszystkie kraje akcesyjne zobowiązane są do przystąpienia do Eurosystemu jednocześnie. Traktat przewiduje, że kandydaci do przystąpienia będą oceniani przynajmniej co dwa lata lub na życzenie któregoś z krajów członkowskich Unii Europejskiej[13]. Zgodnie z Traktatem o Wspólnocie Europejskiej, integracja z unią walutową możliwa jest tylko wówczas, jeśli spełniony jest warunek **trwałej zbieżności w wysokim stopniu**. Są tu dwa aspekty, które zasługują na szczególne podkreślenie. Jednym jest **wysoki stopień zbieżności** przed przystąpieniem do Unii Gospodarczej i Walutowej, a drugim jest wymaganie, aby zbieżność ta miała w unii walutowej charakter **trwały**. Wysoki stopień zbieżności zostanie osiągnięty, jeśli dane gospodarki zdolne będą spełnić cztery kryteria zbieżności przewidywane w Traktacie[14]. Kryteria te, odnoszące się do zbieżności nominalnej, są sposobem liczbowego ujęcia osiągnięcia tych celów (zob. ramka). Trwałość oznacza, że członkowie obszaru euro muszą spełnić wymogi nie tylko w czasie samej oceny, ale również potem, aby nie zagrozić spójności.

Kryteria zbieżności z Maastricht

- Kraj członkowski musi osiągnąć (musi już wykazywać) wysoki stopień trwałej stabilności cenowej i, w ostatnim roku przed badaniem, musi wykazać się średnią roczną inflacją nie wyższą niż 1,5 punktu procentowego ponad inflację trzech krajów członkowskich o najbardziej stabilnych cenach.
- W czasie badania do kraju członkowskiego nie może odnosić się decyzja Rady podjęta zgodnie z artykułem 104(6) Traktatu, że istnieje w nim nadmierny deficyt. Taki deficyt istnieje generalnie wówczas, jeśli relacja planowanego lub rzeczywistego deficytu budżetowego do produktu krajowego brutto przekracza trzy punkty procentowe lub relacja długu publicznego do produktu krajowego brutto przekracza 60 punktów procentowych.
- W ciągu roku przed badaniem średnia nominalna długoterminowa stopa procentowa nie może przekraczać o więcej niż dwa punkty procentowe stopy trzech krajów członkowskich najbardziej stabilnych cenowo.
- Kraj członkowski musi już respektować normalne pasmo wahań przewidywane Europejskim Mechanizmem Kursowym (ERM) bez dewaluacji przez co najmniej dwa lata przed badaniem.

Wysoki stopień zbieżności

W unii walutowej, w której z definicji nie ma korekt kursów walutowych w celu złagodzenia napięć regionalnych, **trendy cenowe** powinny przebiegać w czasie mniej lub bardziej równomiernie. Chociaż ceny względne w gospodarce rynkowej muszą pozostać elastyczne w celu utrzymania ich efektu sygnalnego dla uczestników rynku, to trwałe przesunięcia w poziomie cen w unii walutowej będą miały wpływ na konkurencyjność konkretnych regionów. Niezależnie od wynikającej stąd presji politycznej na podejmowanie działań dostosowawczych, w sytuacji wyraźnych różnic między stopami inflacji trudno byłoby prowadzić politykę monetarną, która byłaby odpowiednia dla wszystkich krajów i jednakowo by na nie oddziaływała. Ohr (1993) opisuje znaczne straty w zakresie efektywności w sytuacjach, gdy polityka pieniężna jest suboptymalna.

Ponieważ ewolucja cen odgrywa podstawową rolę w zakresie funkcjonalnej trwałości unii walutowej, zrozumiałe jest duże znaczenie przypisywane zbieżności cenowej jako kryterium przystąpienia. Istotną rzeczą jest nie tylko posiadanie stosunkowo równoważnych stóp inflacji, które same w sobie, zgodnie z teorią parytetów siły nabywczej, mogłyby uniemożliwić zaburzenia kursu walutowego. Dodatkowo, należy jeszcze wcześniej uzyskać wysoki stopień stabilności cenowej. Podmioty gospodarcze w unii walutowej muszą mieć możliwość podejmowania swoich decyzji w przewidywalnym środowisku. Stabilność cenowa jest nieodzownym warunkiem wstępnym poprawy ramowych warunków wzrostu gospodarczego, prowadzącego do wzrostu liczby miejsc pracy. Stabilności cenowej nie należy osiągać jedynie tymczasowo, środkami administracyjnymi. Musi być ona również gwarantowana w warunkach gospodarki rynkowej. Kluczowe znaczenie mają w związku z tym procesy liberalizacji i deregulacji.

Drugim kryterium, które trzeba spełnić, jest trwała **pozycja finansów rządowych**. Stabilne finanse rządowe, mierzone zarówno niskim deficytem, jak i wskaźni-

[13] Zob. artykuł 122 Traktatu o Wspólnocie Europejskiej.

[14] Są one wprowadzone artykułem 121 Traktatu o Wspólnocie Europejskiej i szczegółowo określone w załączonym do niego „Protokole na temat kryteriów zbieżności, o których mowa w artykule 121 (byłym artykule 109j) Traktatu ustanawiającego Wspólnotę Europejską (1992)".

kami długu, są niezbędne do osiągania trwałego i wolnego od zakłóceń wzrostu gospodarczego. Są one poza tym niezbędne po to, aby kraje uczestniczące w unii walutowej mogły podlegać normalnym wahaniom cyklicznym bez utraty kontroli nad wydatkami rządowymi. Według Bovenberg/Kremers/Masson (1991), integracja z unią walutową zmniejsza swobodę manewru w zakresie polityki fiskalnej, zwiększa jednak potrzebę stabilizacji polityki fiskalnej[15]. Kenen (1995) twierdzi, że wzrost tendencji do nawrotu zadłużania się w unii walutowej może nawet doprowadzić do zagrożenia jej istnienia. Podobnie De Grauwe (1997) wskazuje na niebezpieczeństwo kryzysów spekulacyjnych spowodowanych znacznym obciążeniem długiem rządowym. Poza tym stabilne finanse rządowe przyczyniają się do obniżenia oczekiwań inflacyjnych, ułatwiając w ten sposób utrzymanie stabilności cenowej na obszarze euro.

Chociaż kraje akcesyjne zasadniczo zaakceptowały wspomniane wyżej kryteria i istniejące różnice opinii dotyczą jedynie konkretnych interpretacji, to fundamentalnie kwestionowane jest kryterium stopy procentowej[16]. Podaje się argument, że wprowadzenie euro zniosłoby istniejącą obecnie premię za ryzyko kursowe i że nominalne stopy procentowe uległyby zbieżności **automatycznej**. Z całą pewnością odpowiada prawdzie, że wraz z wprowadzeniem euro należy oczekiwać coraz większej zbieżności nominalnych stóp procentowych. Przy ostatecznym podejściu do Unii Gospodarczej i Walutowej nastąpi „gra konwergencji", spychająca w cień wszystkie inne sprawy. Nie można jednak generalnie kwestionować sensowności kryterium stóp procentowych. Ze względu na liberalizację rynków kapitałowych i, co za tym idzie, zasadniczą zbieżność realnych stóp procentowych[17], różnice w obrębie nominalnych stóp procentowych odzwierciedlać będą w szczególności oczekiwania rynków finansowych dotyczące inflacji, finansów publicznych i stabilności kursów walutowych. W tym zakresie spełnienie kryterium kursu walutowego jest oznaką tego, że zbieżność nominalna i stabilność kursu walutowego dadzą się długofalowo utrzymać i, co za tym idzie, odzwierciedlają poglądy rynków finansowych na temat trwałości osiągniętej do tej pory zbieżności.

Krytykowano również kryterium kursu walutowego. Twierdząc, że pole manewru ich polityki pieniężnej jest zasadniczo już i tak zerowe, i w dużym stopniu predeterminowane polityką pieniężną EBC, nowe kraje członkowskie Unii Europejskiej dążą do szybkiego przyjęcia euro. Kryterium kursu walutowego wymaga jednak dwuletniego uczestniczenia w ERM i towarzyszącej mu stabilizacji nominalnego kursu walutowego[18].

Pełne wyeliminowanie nominalnych wahań kursów walutowych jest z pewnością jednym z kluczowych atutów jednolitej waluty. Mechanizm kursowy ERM zapewnia niektóre z tych zalet jeszcze przed unią walutową[19]. Zmniejszając zatem nominalne wahania kursowe, członkostwo w ERM zmniejszy prawdopodobnie huśtawkę wahań realnych kursów walutowych jeszcze w trakcie fazy przejściowej[20]. Według Vaubel (1976), stanowi to fundamentalny warunek integracji z unią walutową. Pomimo coraz większej stabilności kursu walutowego, ERM utrzymuje dostateczną elastyczność, pozwalającą uwzględnić specyficzne sytuacje nowych krajów akcesyjnych. Ponieważ kurs walutowy może nadal ewoluować w wyznaczonym paśmie, to trendów realnej aprecjacji (wywołanej np. przez kompleksowe programy prywatyzacji, znaczny napływ kapitału zagranicznego oraz duży wzrost wydajności) nie trzeba już w pełni równoważyć poprzez dostosowywanie cen wewnętrznych. Przypadek krajów Europy Południowej wskazuje, że sensowne wydaje się podjęcie większości reform strukturalnych spowodowanych przystąpieniem do Unii Europejskiej przed integracją z unią walutową, kiedy kurs walutowy jeszcze da się korygować. Co więcej, wtedy jeszcze da się korygować kursy centralne ERM, co pomoże zapobiec przedwczesnemu usztywnieniu parytetu konwersji[21].

[15] Jednym z powodów jest to, że wydatki będą rosnąć, co Grassinger (1994) wiąże z coraz silniejszymi bodźcami do wydatków powiększających deficyt budżetowy, natomiast Buiter i inni (1992), Rotte/Zimmermann (1998) i Jochimsen (1997) łączą ze spadkiem ryzyka dewaluacji i transmisją negatywnych skutków stóp procentowych. Można poza tym oczekiwać, że spadać będzie dochód publiczny, co - zdaniem Crawforda (1993) i Isarda (1990) - będzie się wiązać z coraz większą konkurencją podatkową. De la Dehesa i Krugman (1992) idą jeszcze dalej i zakładają istnienie coraz większych różnic regionalnych, których nie da się już wyrównać za pomocą instrumentów polityki pieniężnej. Istotne dla powstawania presji na budżety krajowe, przy braku budżetu centralnego, są wynikające stąd różnice regionalne w obrębie dochodów i zatrudnienia. Zdaniem Sala-i-Martin/Sachsa (1991), taki budżet centralny wnosi istotny wkład w eliminowanie nierównowagi realnej w Stanach Zjednoczonych.

[16] Zob. artykuł w „Frankfurter Allgemeine Zeitung" z 3 lipca 2001 r. zatytułowany *Die Maastricht-Kriterien unter Beschuss*.

[17] Wysokość długoterminowych stóp procentowych jest funkcją bazowej („*underlying*") realnej stopy procentowej, oczekiwanej stopy inflacji oraz premii za ryzyko (które w szczególności wiąże się z niespłacaniem zobowiązań, oczekiwanymi wahaniami kursu walutowego oraz niepewnością dotyczącą wskaźnika inflacji i oczekiwań w zakresie kursu walutowego). Zob. Komisja Europejska (1998).

[18] Problem krótkoterminowych wahań kursu walutowego staje się coraz bardziej istotny wraz z postępami w liberalizacji rachunku kapitałowego. Jeżeli rozluźnione zostają restrykcje kapitałowe, zwiększa się możliwość wzrostu ryzyka kursowego, spowodowana nadmierną reakcją rynków, a nie czynnikami realnymi.

[19] Ma to dodatni wpływ na wiele zmiennych ekonomicznych, które również zwiększają gotowość kandydatów do przyjęcia jednolitej waluty. Rose (2000), De Grauwe (1987) i Baldwin/Krugman (1989) wskazują, że istnieje korelacja dodatnia między stabilnością kursów walutowych a handlem. Ricci (1998) zakłada wpływ stabilności kursów walutowych na napływ inwestycji bezpośrednich. Buiter (2000) postrzega korelację kursów walutowych w środowisku skrajnie zintegrowanych rynków finansowych jako źródło szoków i niestabilności. Według Dixit (1989) nawet niski stopień niepewności kursu walutowego jest źródłem znacznej niewłaściwej alokacji zasobów. Jak wyjaśniają Bayoumi/Rose (1993), podobnie mobilność kapitału jest znacznie ograniczana przez stopień niepewności kursowej.

[20] Duża część wariancji kursu walutowego da się wyjaśnić nominalnymi wahaniami kursowymi. Zob. również studia empiryczne von Hagena/Neumanna (1994) i Eichengreena (1991).

[21] Obstfeld (1997) oraz De Grauwe/Spaventa (1997) badają zagadnienia dotyczące ustanawiania kursów centralnych.

Trwałość zbieżności

Aby unia walutowa funkcjonowała w środowisku, w którym będą występować jedynie minimalne napięcia, nie wystarczy, by kryteria zbieżności spełniono jednorazowo, przed akcesją. Trzeba się raczej upewnić, aby nie rozeszły się drogi poszczególnych członków[22]. Czynnikami ryzyka są tu rozbieżności strukturalne i duże różnice w standardach życiowych. Jeśli chodzi zagadnienie trwałości zbieżności, to zbieżność realna i nominalna stanowią dwie strony tego samego medalu.

W szczególności dotyczy to **trendów cenowych**. Zgodnie z efektem Balassy-Samuelsona[23], wyższe niż średnie stopy wzrostu w procesie ożywienia gospodarczego prowadzą do wyższej inflacji w krajach akcesyjnych. Zdecydowany wzrost wydajności w sektorze dóbr będących przedmiotem handlu zagranicznego (*traded goods*) wpływa na postulaty płacowe w sektorze dóbr nie będących przedmiotem handlu zagranicznego. Powoduje to wzrost makroekonomicznych jednostkowych kosztów siły roboczej i, co za tym idzie, cen towarów i usług konsumpcyjnych. Rosną one szybciej niż w obecnych krajach Unii Europejskiej, które osiągnęły już stosunkowo wysoki standard życiowy.

Nawet jeśli sama zasada Balassy-Samuelsona nie podlega dyskusji, to występują różnice zdań co do skali tego efektu i jego znaczenia dla polityki gospodarczej. Dotychczasowe studia empiryczne potwierdzają twierdzenie o strukturalnych trendach inflacyjnych w gospodarkach „doganiających" (dążących do konwergencji). Niektórzy wyciągają z tych stwierdzeń wniosek, że obecny cel cenowy Europejskiego Banku Centralnego byłby po rozszerzeniu zbyt restrykcyjny i w związku z tym musiałby być skorygowany w górę[24]. W przeciwnym bowiem przypadku perspektywa wzrostu gospodarczego w starych i nowych krajach obszaru euro byłaby znacznie ograniczona. Jednak EBC oświadczył już na bardzo wczesnym etapie[25], że pewien stopień zróżnicowania inflacji jest w unii walutowej rzeczą zupełnie normalną i że wyższe stopy inflacji w takich byłych gospodarkach konwergencyjnych, jak Portugalia, Hiszpania i Irlandia, nie zagroziły polityce pieniężnej w Europie.

To zastrzeżenie co do efektu Balassy-Samuelsona odnosi się bez wątpienia także do krajów Europy Środkowej i Wschodniej. Z uwagi na relatywną słabość tych gospodarek wyższe stopy inflacji strukturalnej w tych krajach prawdopodobnie będą miały jedynie ograniczony wpływ na całkowitą europejską wielkość zagregowaną. Poza tym prawdopodobnie dadzą się podciągnąć pod stosowaną przez EBC definicję stabilności cenowej, która dopuszcza wskaźnik wzrostu cen do 2%. Tolerując inflację do 2%, EBC stara się wziąć poprawkę na samą statystyczną niepewność pomiaru cen i inne nieuniknione impulsy cenowe. Gdyby EBC miał zmienić swój cel cenowy, wówczas mogłyby pojawić się wątpliwości co do wiarygodności jego orientacji stabilizacyjnej, zwłaszcza że nadal jest to dość nowa instytucja.

Z punktu widzenia krajów akcesyjnych, istnieją dwa wzajemnie uzupełniające się sposoby reagowania na strukturalne przesunięcia cen. Jeden z nich wynika stąd, że ponieważ kraje z reguły wchodzą do Eurosystemu z walutą niedoszacowaną, wyższa inflacja pośrednio kieruje kursy konwersji w stronę ich poziomu równowagi. Drugi sposób polega na tym, że dzięki wystarczającemu uelastycznianiu rynków pracy, jest i powinno być możliwe zagwarantowanie, że płace w sektorze dóbr handlowych i sektorze dóbr niehandlowych **nie będą** ewoluowały synchronicznie. Wzrost płac realnych nie powinien odpowiadać wyłącznie wzrostowi wydajności pracy w makrogospodarce, lecz powinien również uwzględniać sektorowe (i regionalne) różnice wydajności. Blanchard, Katz (1992) i Bean (1992) uważają wysoki stopień elastyczności płacy realnej właśnie za mechanizm kompensujący szoki w zakresie konkurencyjności międzynarodowej. Płace realne mogą dopomóc zmienić sytuację w zakresie konkurencyjności realnej, szczególnie wówczas, gdy nominalne kursy walutowe mają charakter sztywny.

Aspekt trwałości, o którym już przy tej okazji mówiłem, jest zgodny z Traktatem z Maastricht. Wcale nie implikuje żadnych dodatkowych kryteriów ani nawet barier uczestnictwa w unii walutowej. Trwałą zbieżność, jaką przewiduje Traktat, można tylko wówczas zagwarantować, jeśli istnieje wystarczająca „realna" zbieżność rozwoju gospodarczego i struktur gospodarczych. W tym kontekście jest jak najbardziej logiczne, że do czynników, które muszą być wzięte pod uwagę przy podejmowaniu decyzji na temat nowych członków, Traktat zalicza rozwój integracji rynków, sytuację i tendencje w zakresie salda obrotów bieżących oraz tendencje w zakresie jednostkowych kosztów siły roboczej i inne czynniki cenowe (artykuł 121 (1)).

Ponadto, kompleksowe ramy polityki fiskalnej powinny zapewnić, że stabilne **finanse rządowe** - drugie kryterium zbieżności - utrzymywane będą także

---

[22] Cel ten jest zorientowany na **endogeniczne podejścia** teorii, które - w sensie zastosowania „krytyki Lucasa" - integrują z teorią optymalnych obszarów walutowych aspekty dynamiczne. W szczególności, Frankel/Rose (1996/1997) i Bayoumi/Eichengreen (1996) uważają w tym związku za koniecznie, by struktura badań była przystosowana do zmieniającego się otoczenia pieniężnego. Również Fatas (1997), Rose (2000) i Fontagne/Freudenberg (1999) kwestionują słuszność wyłącznego badania danych historycznych. Korelacje zachodzące przed wprowadzeniem jednolitej waluty nie obowiązują już w pewnych okolicznościach w unii walutowej.

[23] Jeżeli istnieją znaczne różnice w zakresie wydajności pracy między sektorami dóbr będących przedmiotem handlu zagranicznego i dóbr nie będących przedmiotem handlu zagranicznego, a ponadto w sektorze dóbr będących przedmiotem handlu zagranicznego występuje znaczny wzrost wydajności ze względu na konkurencję międzynarodową, to gospodarka ulegająca zbieżności będzie miała wyższą stopę inflacji, jeżeli ewolucja płac w obu sektorach będzie podobna. Zob. Samuelson (1964) i Balassa (1964).

[24] Co sugerowali np., Sinn/Reutter (2001) ze względu na ten problem.

[25] Na ten temat zob. European Central Bank (1999).

w dłuższym okresie, nawet po przystąpieniu do Unii Gospodarczej i Walutowej. Już Traktat przewiduje unikanie w długim okresie nadmiernych deficytów rządowych (artykuł 104). Problemy powinny być wskazywane już na wczesnym etapie dzięki mechanizmom prewencyjnym, stanowiącym część systemu wczesnego ostrzegania. Jeśli to nie wystarcza, istnieje środek ostateczny, pozwalający nałożyć surowe grzywny. Wspomniany już wcześniej Pakt Stabilności i Wzrostu nadaje konkretny kształt zobowiązaniom umownym krajów członkowskich, intensyfikuje te zobowiązania. W programach stabilizacji, które wymagają szczególnego nadzoru, kraje będące członkami obszaru euro muszą wykazywać, jak i kiedy dążą do osiągnięcia celu polegającego na tym, że ich budżety w średnim okresie będą bliskie osiągnięcia równowagi lub nawet nadwyżki.

Kamieniem węgielnym unii walutowej jest ścisła dyscyplina budżetowa. Polityka fiskalna i walutowa nie mogą działać rozbieżnie. Jako minimum należy założyć, że budżety sektorów publicznych nie powinny podważać orientacji stabilizacyjnej Europejskiego Banku Centralnego. W średnim okresie deficyty należy redukować do takiego poziomu, aby nawet w fazach słabości cyklicznej mogły zadziałać automatyczne stabilizatory, bez podawania w wątpliwość racjonalności finansów budżetowych. W dalszej perspektywie ważne jest to, aby w świetle presji demograficznych i wysokiego już długu rządowego w niektórych krajach utrzymać niezbędną swobodę manewru dla budżetu. Konsolidacja budżetowa nie jest zatem wysiłkiem jednorazowym, wymaga cierpliwości i determinacji. Budżet musi również długofalowo przezwyciężyć nacisk wielu grup interesów, których działania motywowane są przeważnie czynnikami krótkoterminowymi.

Podsumowanie i wnioski

Trójetapowy proces integracji - począwszy od przystąpienia do Unii Europejskiej, a skończywszy na przyjęciu jednolitej waluty - jest wyrazem dalekosiężnych, zrozumiałych i dobrze zaprojektowanych ram regulacyjnych, które poddają wszystkie kraje akcesyjne tym samym dobrze ugruntowanym ekonomicznie kryteriom, bez względu na panujący w danym momencie klimat polityczny. Na każdym etapie integracji muszą być spełnione konkretne warunki wstępne. Chociaż nie zostały one przygotowane bezpośrednio pod kątem przystępowania do Unii Gospodarczej i Walutowej, mają kluczowy wpływ na zdolność gospodarek do przyjęcia jednolitej waluty.

Już kryteria kopenhaskie gwarantują, przez przyjęcie *acquis communautaire* jako warunku **przystąpienia** do **Unii Europejskiej**, że statuty banków centralnych zostaną dostosowane do konkretnych ram instytucjonalnych Europejskiego Banku Centralnego. Rozwój **funkcjonujących gospodarek rynkowych** poprawi zdolność krajów akcesyjnych do działania bez nominalnego kursu walutowego jako instrumentu dostosowawczego (korygującego). Koordynacja polityki gospodarczej **w okresie przejściowym** poprzez większą integrację rynków dóbr będzie szczególnie promować coraz większą zbieżność struktur gospodarczych i preferencji w zakresie polityki ekonomicznej. Uczestnictwo w ERM przyczyni się do zniwelowania krótkoterminowych wahań kursowych i dalszej stabilizacji procesu zbieżności. Warunkiem koniecznym **przystąpienia do Unii Gospodarczej i Walutowej** jest dostatecznie wysoki stopień trwałej zbieżności nominalnej. Aby mogła funkcjonować jednolita polityka walutowa, niezbędne jest osiągnięcie odpowiedniego poziomu trwałej stabilności cenowej w potencjalnych krajach obszaru euro. Ma to na celu zagwarantowanie racjonalności i elastyczności polityki fiskalnej na całym obszarze jednolitej waluty, wyeliminowanie zbyt gwałtownych wahań kursów walutowych przed przystąpieniem do unii walutowej oraz ustabilizowanie oczekiwań rynków finansowych co do udanego udziału w unii walutowej. Poza tym wszystkim przy dochodzeniu do unii walutowej ważne jest również legitymowanie się dostatecznym poziomem zbieżności realnej. Jedynie przez dążenie do osiągnięcia realnej zbieżności przed integracją z unią walutową możliwe będzie trwałe wypełnienie kryteriów zbieżności, na dłużej niż tylko do momentu przystąpienia do unii walutowej. Na konieczność nieustających wysiłków w osiąganiu zbieżności kładą nacisk Pakt Stabilności i Wzrostu oraz Ogólne wytyczne polityki ekonomicznej.

W sumie, kryteria uzgodnione w Traktacie są dobrze teoretycznie ugruntowane i, w dodatku, należycie biorą pod uwagę konkretne sytuacje krajów dochodzących do euro. Ponadto, Unia Gospodarcza i Walutowa dobrze wyszła na istniejącej złożonej sieci kryteriów, zwłaszcza na trudnym etapie początkowym. Pozwolę więc sobie powtórzyć moją odpowiedź na pytanie, które posłużyło za tytuł tego referatu: modyfikowanie kryteriów przystąpienia nie jest ani konieczne, ani możliwe do uzasadnienia. Zasady Traktatu o Unii Europejskiej i bardziej szczegółowych umów pomocniczych tworzą silną podstawę funkcjonowania unii walutowej. Jednakowo będzie się traktować nowych i starych członków Unii Gospodarczej i Walutowej. Jeżeli będziemy się trzymać uzgodnionych zasad, to przyszłym krajom kandydującym damy wyraźny sygnał, w którym kierunku zmierzać - damy im nawet dostatecznie dużo czasu, aby mogły dokonać niezbędnych dostosowań.

Bibliografia

1. B. Balassa (1964): *The Purchasing Power Doctrine: A Reappraisal.* „Journal of Political Economy", tom 72, 584-596.
2. R.E. Baldwin i inni (2001): *Nice Try: Should the Treaty of Nice be ratified?* „Monitoring European Integration", nr 11, Centre for Economic Policy Research, Londyn.
3. R.E. Baldwin, P. Krugman (1989): *Persistent Trade Effects of Large Exchange Rate Shocks?* „Quarterly Journal of Economics", tom 104 (4), 635-654.
4. T. Bayoumi, B. Eichengreen (1994): *One Money or Many? - Analyzing the Prospects for Monetary Integration in Various Parts of the World.* „Princeton Studies in International Finance", nr 76, Princeton, New Jersey.
5. T. Bayoumi, B. Eichengreen (1996): *Operationalizing the Theory of Optimal Currency Areas.* CEPR Discussion Paper Series, nr 1484, Centre for Economic Policy Research, Londyn.
6. T. Bayoumi, A.K. Rose (1993): *Domestic Savings and Intra-National Capital Flows.* „European Economic Review" tom 37(6), 1197-1202.
7. Ch. Bean (1992): *Economic and Monetary Union in Europe.* „Journal of Economic Perspectives", tom 6, nr 4, 31-52.
8. O. Blanchard, L. Katz (1992): *Regional Evolutions.* „Brookings Papers on Economic Activity", nr 1: 1992, 1-75.
9. A. Bovenberg, J. Kremers, P. Masson (1991): *Economic and Monetary Union in Europe and Constraints on National Budgetary Policies.* „IMF Staff Papers", tom 38, nr 2, International Monetary Fund, Waszyngton, D.C.
10. W.H. Buiter et al. (1992): Excessive Deficits: *Sense and Nonsense in the Treaty of Maastricht.* „CEPR Discussion Paper Series", nr 750, Centre for Economic Policy Research, Londyn.
11. W.H. Buiter (1999): *Alice in Euroland.* „CEPR Policy Paper", nr 1, Centre for Economic Policy Research, Londyn.
12. W.H. Buiter (2000): *Optimal Currency Areas: Why does the Exchange Rate Regime Matter?* „CEPR Discussion Paper Series", nr 2366, Centre for Economic Policy Research, Londyn.
13. B.J. Cohen (1993): *Beyond EMU: The Problems of Sustainability.* Economics and Politics, tom 5, nr 2, 187-203.
14. M. Crawford (1993): *One Money for Europe.* „The MacMillan Press" LTD, Londyn.
15. P. De Grauwe (1987): *International Trade and Economic Growth in the European Monetary System.* „European Economic Review", nr 31, 389 - 398.
16. P. De Grauwe (1992): *The Economics of Monetary Integration.* „Oxford University Press", Cambridge, Massachusetts.
17. P. De Grauwe (1997): *Exchange Rate Arrangements between the Ins and the Outs.* „CEPR Discussion Paper Series", nr 1640, Centre for Economic Policy Research, Londyn.
18. P. De Grauwe, L. Spaventa (1997): *Setting Conversion Rates for the Third Stage of EMU.* „CEPR Discussion Paper Series", nr 1638, Centre for Economic Policy Research, Londyn.
19. G. De la Dehesa, P. Krugman (1992): *EMU and the Regions.* „Occasional Paper", nr 39, Group of Thirty, Waszyngton, D.C.
20. A. Dixit (1989): *Entry and Exit Decisions under Uncertainty.* „Journal of Political Economy". Band 97, 620-630.
21. R. Dornbusch i inni (1998): *Immediate Challenges to the European Central Bank.* W: D. Begg i inni (1998): EMU: Prospects and Challenges for the Euro. Blackwell Publishers, Malden, Massachusetts.
22. B. Eichengreen (1990): *One Money for Europe? Lessons from the U.S. Currency i Customs Union.* „Economic Policy", tom 10, 117-187.
23. B. Eichengreen (1991): I*s Europe an Optimum Currency Area?* „NBER Working Paper Series", nr 3579, National Bureau of Economic Research, Cambridge, Massachusetts.
24. B. Eichengreen, J. Frieden (2000): *The Political Economy of European Monetary Union: An Analytical Introduction.* Westview Press, Colorado, wydanie 2.
25. European Central Bank (1999): *Inflation Differentials in a Monetary Union.* „Monthly Bulletin", październik 1999.
26. European Commission (1998): *Report on Progress towards Convergence and the Recommendation with a View to the Transition to the Third Stage of Economic and Monetary Union.*
27. A. Fatas (1997), *„EMU: Countries or Regions? Lessons from the EMS Experience.* „CEPR Discussion Paper Series", nr 1558, Centre for Economic Policy Research, Londyn.
28. M. Feldstein (1997): *The Political Economy of the European Economic and Monetary Union: Political Sources of an Economic Liability.* „Journal of Economic Perspectives", tom 11, nr 4, 23-42.
29. L. Fontagne, M. Freudenberg (1999): *Endogenous Symmetry of Shocks in a Monetary Union.* „Open Economic Review", nr 10(3), 263-287.
30. J. Frankel, A. Rose (1996): *The Endogeneity of the Optimal Currency Area Criteria.* „NBER Working Paper Series", nr 5700, National Bureau of Economic Research, Cambridge, Massachusetts.
31. J. Frankel, A. Rose (1997): *Is EMU more Justifiable Ex Post Than Ex Ante.* „European Economic Review", tom 41, 753-760.

32. J. Frieden, E. Jones (1998): *The Political Economy of European Monetary Union: A Conceptual Overview*. W: J. Frieden i inni: *The New Political Economy of EMU*. Rowman & Littlefield Publishers, Inc., Nowy Jork.
33. R. Grassinger (1994): *Stabilization Policy in a Monetary Union: Does Stimulating Demand Shrink Total Output of the Union?* „Münchner Wirtschaftswissenschaftliche Beiträge", Monachium.
34. D. Gros, N. Thygesen (1990): *The Institutional Approach to Monetary Union in Europe*. „The Economic Journal", tom 100, 925-935.
35. C. Hefeker (1997): *Interest Groups and Monetary Integration*. „Westview Press", Boulder, Colorado.
36. J. Ingram (1973): *The Case for European Monetary Integration*. „Essays in International Finance", nr 98, Princeton, New Jersey.
37. P. Isard (1990): *Corporate Tax Harmonization and European Monetary Integration*. „Kyklos", tom 43, Facs. 1, 3-24.
38. Y. Ishiyama (1975): *The Theory of Optimum Currency Areas: A Survey*. „IMF Staff Papers", nr 22, 344-383.
39. R. Jochimsen (1997): *A Stability Pact for Europe*. „Policy Paper", No. B97-01, Center for European Integration Studies, Bonn.
40. P. Kenen (1995): *Economic and Monetary Union in Europe: Moving beyond Maastricht*. Cambridge University Press, Cambridge, Massachusetts.
41. Ch. Kindleberger (1971): *Optimal Economic Interdependence*. W: C. Kindleberger, A. Shonfield (Hrsg.): *North American and Western European Economic Policies*. International Economic Association, Londyn.
42. F. Lippi (1998): *On Central Bank Independence and the Stability of Policy Targets*. „Scandinavian Journal of Economics", tom 100 (2) 495-512.
43. P.R. Masson, M.P. Taylor (1993): *Currency Unions: A Survey of the Issues*. W: P.R. Masson, M.P. Taylor (Hrsg.): *Policy Issues in the Operation of Currency Unions*. Cambridge University Press, Massachusetts.
44. R.I. McKinnon (1963): *Optimum Currency Areas*. „American Economic Review", Band 53, 382 i nast.
45. R. Mundell (1961): *A Theory of Optimum Currency Areas*. „American Economic Review", Band 51, 657-665.
46. M. Obstfeld (1997): *A Strategy for Launching the Euro*. „CEPR Discussion Paper Series", No. 1732, Centre for Economic Policy Research, Londyn.
47. R. Ohr (1993): *Integration in einen nicht-optimalen Währungsraum*. „Hamburger Jahrbuch für Wirtschafts- and Gesellschaftspolitik", nr 38, 31-47
48. L. Ricci (1998): *Uncertainty, Flexible Exchange Rates and Agglomeration*. „IMF Working Paper", nr 98/9, International Monetary Fund, Waszyngton D.C.
49. A.K. Rose (2000): *One Money - One Market: Estimating the Effect of Common Currencies on Trade*. „NBER Working Paper Series", nr 7432, National Bureau of Economic Research, Cambridge, Massachusetts.
50. R. Rotte, K. Zimmermann (1998): *Fiscal Restraint and the Political Economy of EMU*. „Public Choice", tom 94, 385-406.
51. X. Sala-i-Martin, J. Sachs (1991): *Fiscal Federalism and Optimum Currency Areas: Evidence for Europe from the United States*. „NBER Working Paper Series", nr 3855, National Bureau of Economic Research, Cambridge, Massachusetts.
52. P. Salin (1977): *Die Theorie des optimalen Währungsgebietes*. W: E. Claasen, E. (red.): *Kompendium der Währungstheorie*. München.
53. P.A. Samuelson (1964): *Theoretical Notes on Trade Problems*. „Review of Economics and Statistics", tom 46, 145-154.
54. H.W. Sinn, M. Reutter (2001): *The Minimum Inflation Rate for Euroland*. „NBER Working Paper Series", nr 8085, National Bureau of Economic Research, Cambridge, Massachusetts.
55. D. Snider (1967): *Optimum Adjustment Processes and Currency Areas*. „Essays in International Finance", nr 62, Princeton, New Jersey.
56. G. Tavlas (1993): *Das Wiederaufleben der Theorie optimaler Währungsräume*. „Finanzierung and Entwicklung", tom 30(2), 32-35.
57. R. Vaubel (1976): *Real Exchange Rate Changes in the European Community: The Empirical Evidence and its Implications for European Currency Unification*. „Weltwirtschaftliches Archiv", nr 112, 429-470.
58. J. von Hagen, M. Neumann (1994): *Real Exchange Rates within and between Currency Areas: How Far is EMU?* „The Review of Economics and Statistics", tom 76 (2), 236-244.

Możliwość spełnienia przez Polskę kryteriów konwergencji EMU

*Witold M.Orłowski**

Uwagi ogólne

Spełnienie przez Polskę formalnych kryteriów Unii Gospodarczej i Walutowej (EMU) i dołączenie do strefy euro stanowi element *acquis communautaire, choć nie*wymagany w momencie przystępowania kraju do Unii Europejskiej (UE). Innymi słowy, Polska zobowiązuje się dążyć do członkostwa w strefie euro, lecz szczegółowy terminarz wypełnienia formalnych kryteriów EMU (tzw. kryteriów z Maastricht) jest sprawą otwartą i zależną od sytuacji gospodarczej kraju i prowadzonej przez niego polityki. Dodatkowo, o ile spełnienie kryteriów fiskalnych i kursowych traktowane może być jako polityczne zobowiązanie kraju członkowskiego UE, o tyle spełnienie kryterium inflacyjnego jest raczej weryfikacją rzeczywistej gotowości kraju do członkostwa w EMU. Zwraca się jednak uwagę na fakt, że najbardziej zaawansowane w reformach kraje Europy Środkowo-Wschodniej są już obecnie bliższe spełnienia kryteriów konwergencji niż kraje śródziemnomorskie były na początku lat 90. (Gros, 2001).

Kryteria uczestnictwa w EMU sformułowane w Maastricht dotyczą: ustabilizowania pozycji fiskalnej rządu (zdefiniowanego jako utrzymanie deficytu sektora publicznego na poziomie poniżej 3% PKB i długu publicznego poniżej 60% PKB), ustabilizowania kursu walutowego (zdefiniowanego jako uczestnictwo we wspólnym mechanizmie kursowym ERM, a w stosunku do nowych krajów członkowskich - najprawdopodobniej w mechanizmie kursowym ERM2) oraz ograniczenia różnic w stopie inflacji do 1,5 punktu procentowego, a w stopach procentowych do 2 punktów procentowych w stosunku do krajów strefy euro o najniższej inflacji.

Analizując problem możliwości spełnienia przez Polskę formalnych kryteriów członkostwa w EMU, przyjmijmy kilka początkowych założeń, które uważam za bardzo prawdopodobne. Są to następujące założenia:

1. Poziom długu publicznego Polski, obecnie sięgającego około 46% PKB, najprawdopodobniej nie będzie ograniczeniem w procesie przystępowania do EMU (choć obecny kryzys fiskalny może zaowocować czasowym wzrostem relacji długu do PKB).

2. Kryterium zbieżności stóp procentowych osiągnięte zostanie w sposób niemal automatyczny w momencie, gdy kurs walutowy zostanie ustabilizowany, rynek kapitałowy całkowicie otwarty (jest to warunek członkostwa w UE), a pozycja fiskalna rządu ustabilizowana.

3. Uczestnictwo w ERMII, mimo prawdopodobnie dozwolonej znacznej fluktuacji kursu (rozumianej głównie jako narzędzie zniechęcania do ataków spekulacyjnych), oznaczać będzie w średnim okresie pełną stabilizację kursu złotego wobec euro (zerową dewaluację). Rzecz jasna znaczy to, że nie nastąpi ani atak spekulacyjny, ani kryzys walutowy w skali, która zmusiłaby Polskę do nieodwracalnej dewaluacji waluty.

Oznacza to, że faktyczna zdolność Polski do spełnienia kryteriów uczestnictwa w EMU zależy od wypełnienia dwóch kryteriów: ograniczenia inflacji do wymaganego poziomu oraz trwałego ograniczenia skali deficytu budżetowego. Należy dodać, że spełnienie tych kryteriów trzeba widzieć również w kontekście tempa wzrostu gospodarczego i poziomu bezrobocia, towarzyszącemu spełnieniu kryteriów. Przykładowo, jeśli spełnienie kryterium inflacyjnego możliwe jest tylko w warunkach znacznego spowolnienia gospodarczego, należałoby odpowiedzieć na pytania: jakimi narzę-

* Autor jest ekonomistą Niezależnego Ośrodka Badań Ekonomicznych NOBE oraz Zakładu Badań Statystyczno-Ekonomicznych GUS i PAN.

dziami polityki gospodarczej rząd i bank centralny mogą się posłużyć w celu niezbędnego zaostrzenia polityki makroekonomicznej (stopy procentowe i kurs walutowy w praktyce przestają być dostępnymi narzędziami) oraz jak wielki i w jakim stopniu akceptowany przez społeczeństwo może być wzrost bezrobocia.

W tym artykule skoncentruję się głównie na problemie wypełnienia przez Polskę kryterium inflacyjnego oraz towarzyszącego pożądanej inflacji tempa wzrostu PKB i poziomu bezrobocia. Zakładając, że Polska przystąpi do UE w roku 2004 lub 2005, przyjmijmy dwa możliwe scenariusze przystępowania do EMU:

- program spełnienia kryteriów konwergencji wdrożony natychmiast po przystąpieniu - oznaczający, że pożądany poziom inflacji Polska ma osiągnąć w latach 2005-2007;

- program odłożony w czasie na lata 2008-2010, a więc przeprowadzony po pełnym zaabsorbowaniu ewentualnych szoków, które mogą się wiązać z przystąpieniem do UE.

Inflacja i wzrost - model teoretyczny

Głównym problemem, wiążącym się ze spełnieniem przez Polskę inflacyjnego kryterium członkostwa w EMU, jest występowanie tzw. efektu Balassy-Samuelsona, w rezultacie którego tempo wzrostu cen dóbr niehandlowych (*non-tradable*, głównie usług) w szybko rozwijającej się gospodarce ma tendencję do przekraczania tempa wzrostu cen dóbr handlowych (*tradable*). Jest to konsekwencja szybszego tempa wzrostu wydajności pracy w sektorze produkującym dobra handlowe, przy jednoczesnej tendencji do ustalania się zbliżonego w obu działach tempa wzrostu płac. Efektem tych dwóch zjawisk jest stały wzrost jednostkowych kosztów pracy w sektorze produkującym dobra niehandlowe, a w ślad za tym wyższa inflacja. Należy zauważyć, że tendencja ta jest mało zauważalna w gospodarkach wysoko rozwiniętych i rosnących stosunkowo wolno (Duval, 2001). Jest jednak silnie zauważalna w szybko rozwijających się krajach, w których następuje realna konwergencja. Przykładowo, w szybko rosnącej gospodarce irlandzkiej inflacja w ostatnich latach znacznie przekracza inflację obserwowaną w innych krajach UE, mimo że stabilność kursu walutowego zapewniała wysoki stopień stabilności cen dóbr handlowych. Innym przykładem są zjednoczone Niemcy, z cenami rosnącymi w latach 1990-1995 znacznie szybciej w landach wschodnich niż zachodnich, mimo jednego pieniądza (Orłowski, 1998).

Dla przeanalizowania związków między inflacją a wzrostem PKB w okresie przystępowania Polski do strefy euro użyję prostego modelu.

Podzielmy towary i usługi, których ceny wpływają na łączny poziom inflacji CPI, na 3 grupy. W przypadku *dóbr handlowych poza żywnością* stopa inflacji związana jest ściśle z tempem wzrostu cen w strefie euro. W przypadku żywności związek jest podobny, ale występują też inne elementy wpływające na inflację. W szczególności, w okresie przystępowania Polski do UE nastąpi ujednolicenie stopnia protekcji towarów żywnościowych związane z przyjęciem przez Polskę Wspólnej Polityki Rolnej UE. Wyższy poziom wsparcia cen w UE oznacza, że w pierwszych latach członkostwa poziom cen żywności w Polsce podniesie się o szacunkowe 5-6% (Orłowski, 1998). Oznacza to, że inflacja cen żywności w pierwszym okresie (2005-2007) będzie średniorocznie o blisko 2 punkty wyższa, niż wynikałoby to z dynamiki cen na rynku unijnym (dla uproszczenia przyjmuję sumowanie się temp wzrostu). W przypadku dóbr niehandlowych, tempo wzrostu cen będzie wyższe od tempa wzrostu cen dóbr handlowych o różnicę w tempie wzrostu wydajności pracy między sektorem dóbr handlowych i niehandlowych (proste wyprowadzenie tej zależności zawiera m.in. Sinn, Reutter, 2001). Oznacza to, że łączny model inflacji ma postać:

$$p = \alpha p^F + \beta p^T + (1 - \alpha - \beta)\, p^{NT}, \quad (1)$$
$$p^T = p^{UE} + xr, \quad (2)$$
$$p^F = p^{UE} + xr + p^{CAP}, \quad (3)$$
$$p^{NT} = p^T + y^T - y^{NT}, \quad (4)$$

gdzie:

p - stopa inflacji,
p^F - wzrost cen żywności,
p^T - wzrost cen dóbr handlowych poza żywnością,
p^{NT} - wzrost cen dóbr niehandlowych,
xr - tempo dewaluacji względem euro (równe zeru),
p^{UE} - inflacja w strefie euro (dana egzogenicznie),
p^{CAP} - efekty cenowe przyjęcia Wspólnej Polityki Rolnej,
y^T - wzrost wydajności pracy w sektorze dóbr handlowych,
y^{NT} - wzrost wydajności pracy w sektorze dóbr niehandlowych,
α, β - wagi dla wyliczenia inflacji CPI.

Kolejne równania określają wzrost wydajności pracy w sektorze dóbr handlowych i tempo wzrostu płac. Przyjmijmy, że ze względu na charakter postępu technicznego w sektorze usług tempo wzrostu wydajności pracy w sektorze dóbr niehandlowych można uznać za wyznaczone przez długookresowe trendy (por. tabela 2). Warunkiem zachowania konkurencyjności przez sektor dóbr handlowych jest z kolei to, aby wzrost płac wyrażony w euro kompensowany był przez analogiczny wzrost wydajności pracy (por. tabela 3). Z kolei tempo wzrostu płac dane jest przez sumę tempa wzrostu płac realnych i krajowej inflacji, pomniejszone o tempo dewaluacji złotego wobec euro. Tempo wzrostu płac realnych pozostaje w pewnej relacji do tempa wzrostu PKB. Mamy więc:

Tabela 1 *Projekcja zmian wag dla potrzeb wyznaczania inflacji CPI*

	1998 (porównania Eurostatu)			Polska: projekcja		
	Portugalia	Niemcy	Polska	2000	2007	2010
Żywność i alkohol	26,8	16,1	32,8	32,8	30,0	27,0
Dobra handlowe	34,4	36,2	33,1	33,1	33,5	34,0
Dobra niehandlowe	38,8	47,7	34,1	34,1	36,5	39,0

Źródło: Eurostat, szacunki własne.

$$y^T = w^€ \quad (5)$$

$$w^€ = w^R + p - xr \quad (6)$$

$$w^R = \gamma PKB \quad (7)$$

gdzie:

$w^€$ - tempo wzrostu płac w euro,

w^R - wzrost płac realnych,

PKB - tempo wzrostu PKB,

γ - elastyczność płac względem PKB (historycznie w Polsce na poziomie około 0,7).

Warto zauważyć, że informacja na temat wzrostu PKB i wzrostu wydajności pracy w sektorach dóbr handlowych i niehandlowych, przy dodatkowym założeniu na temat względnej stałości (w średnim okresie) struktury gałęziowej wytwarzania PKB i stopnia sztywności rynku pracy, pozwalają na oszacowanie zmian poziomu bezrobocia związanego z danym układem inflacji i dynamiki PKB.

Mamy więc model złożony z 7 równań (1) - (7), z 8 zmiennymi endogenicznymi: p, p^F, p^T, p^{NT}, y^T, $w^€$, w^R, PKB oraz 4 zmiennymi z góry założonymi lub egzogenicznymi p^{UE}, xr (równa zeru ze względu na uczestnictwo w ERM2), p^{CAP}, y^{NT}. Rozwiązanie modelu wymaga przyjęcia jednej ze zmiennych endogenicznych za daną: albo docelowej inflacji (dla wyliczenia tempa wzrostu, przy którym możliwe jest spełnienie kryterium), albo tempa wzrostu (dla sprawdzenia, jaka inflacja jest z nim spójna).

Kluczowe parametry modelu

Kluczowe znaczenie dla rozwiązania modelu w kontekście spełnienia przez Polskę inflacyjnego kryterium Maastricht ma ustalenie kilku parametrów.

Po pierwsze, ustalmy prawdopodobne zmiany współczynników α i β wag dla wyliczenia inflacji CPI. Projekcji wag można dokonać, zakładając stopniowe zbliżenie polskiej struktury konsumpcji (w silnej agregacji) do struktury konsumpcji krajów na poziomie rozwoju zbliżonym do tego, na jakim Polska będzie prawdopodobnie około 2010 r. (por. tabela 1; w sprawie podziału na dobra handlowe i niehandlowe).

Po drugie, zweryfikujmy - na podstawie danych OECD - hipotezę na temat długookresowych trendów wzrostu wydajności pracy w sektorze produkującym dobra niehandlowe (głównie w sektorze usług rynkowych). Dane przedstawione w tabeli 2, dotyczące czterech największych gospodarek Zachodniej Europy, sugerują jako „normalne" tempo wzrostu rzędu 2% rocznie (nieco wyższe tempo wzrostu w Polsce w latach 90. wiązało się z procesem redukcji części zbędnego zatrudnienia; proces ten w najbliższych latach prawdopodobnie będzie dobiegać końca).

Tabela 2 *Długookresowy wzrost wydajności pracy w sektorze, wybrane kraje*

	Niemcy 1960-1993	Francja 1970-1994	Włochy 1960-1994	Wielka Brytania 1962-1989	Polska 1994-2000
Cała gospodarka	2,7	2,3	3,4	2,0	4,6
Rolnictwo	6,1	5,3	5,1	4,5	1,1
Przemysł	2,9	3,3	4,3	3,6	9,6
Pozostałe działy	2,0	1,6	2,1	1,1	2,9
Różnica: przemysł - pozostałe	0,8	1,7	2,2	2,4	6,6

Źródło: OECD (International Sectoral Database), GUS.

Tabela 3 *Tempa wzrostu kosztów pracy i wydajności pracy w sektorze dóbr handlowych w Polsce, 1994-2000*

	1994-1997	1997-2000
Płaca nominalna w przemyśle w euro	12,9	10,7
Kurs euro/złoty	11,2	2,7
Płaca nominalna w przemyśle w złotych	25,6	13,7
Płaca realna	4,0	3,7
Inflacja CPI	20,7	9,7
Wydajność pracy w przemyśle	8,8	10,3

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych GUS.

Tabela 4 *Zmiany poziomu cen w wybranych krajach w latach 1994-1998 w stosunku do średniej w UE (średnia UE=100)*

	1994	1998	Zmiana	1994	1998	Zmiana
		Hiszpania			Irlandia	
Ogółem	83,0	84,0	1,0	88,0	99,0	11,0
Towary	85,5	85,3	-0,2	93,4	99,7	6,3
Usługi	80,4	84,6	4,2	79,9	100,0	20,1
		Portugalia			Grecja	
Ogółem	67,0	72,0	5,0	75,0	80,0	5,0
Towary	77,9	80,7	2,8	79,8	82,6	2,8
Usługi	56,5	66,5	10,0	73,6	77,1	3,5
		Polska				
Ogółem	39,0	51,0	12,0			
Towary	55,1	62,4	7,3			
Usługi	34,2	47,6	13,4			

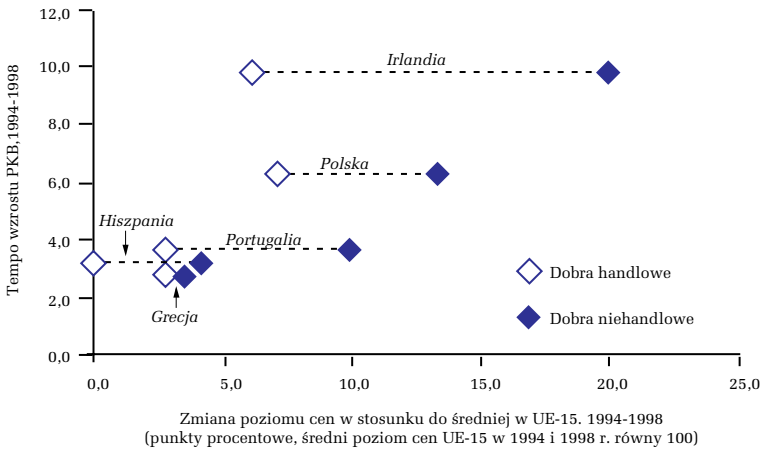
Źródło: obliczenia własne na podstawie danych Eurostatu.

Po trzecie, zweryfikujmy hipotezę na temat wyraźnego związku między tempem wzrostu polskich płac wyrażonych w euro a tempem wzrostu wydajności pracy w sektorze dóbr handlowych. W latach 1994-1997 płace w polskim przemyśle (w euro) wzrastały o 4 punkty szybciej niż wydajność pracy, ale też znacznemu pogorszeniu uległo saldo handlowe Polski. W latach 1997-2000, kiedy tendencja do pogarszania się salda została zahamowana, oba tempa wzrostu są niemal identyczne. Oznacza to, że wzrost płac w euro (głównie skutkiem realnej aprecjacji złotego) wymusił na polskim przemyśle analogiczny wzrost wydajności pracy, w znacznej mierze osiągnięty poprzez redukcję zatrudnienia.

Po czwarte, zweryfikujmy hipotezę na temat funkcjonowania - w odniesieniu do dóbr handlowych - tzw. prawa jednej ceny, mówiącego o bezwzględnej tendencji do konwergencji poziomów cen - a w warunkach stabilności kursu lub jednolitej waluty również temp inflacji w odniesieniu do dóbr handlowych.

Dane przedstawione w tabeli 5 (pochodzące z międzynarodowych porównań cen i poziomów PKB według parytetu siły nabywczej) pokazują, że przekonanie o bezwzględnym funkcjonowaniu prawa jednej ceny jest poważnym uproszczeniem. Nawet w przypadku tych grup towarów, które uznawane są zazwyczaj za typowe dobra handlowe, ceny poważnie różnią się między krajami wchodzącymi do strefy euro (dane dotyczą 1998 r., a więc okresu, kiedy kursy były już od kilku lat stabilne w ramach mechanizmu ERM). Pokazuje to z jednej strony wpływ takich czynników, jak różnice w opodatkowaniu, z drugiej jednak strony skłania do głębszego zastanowienia. Warto bowiem zauważyć, że typowe dobro handlowe dostarczone konsumentowi zawiera spory komponent wartości dodanej wytworzonej w sektorze usług (dóbr niehandlowych), np. marżę hurtową i detaliczną. Okazuje się więc, że nie ma w praktyce dóbr czysto handlowych i niehandlowych, lecz każde dobro jest pewną mieszanką tych dwóch typów. W związku

Schemat 1 *Tempo wzrostu PKB a intensywność efektu Balassy-Samuelsona*



Źródło: Eurostat, GUS.

Tabela 5 *Podział towarów między handlowe i niehandlowe na podstawie doświadczeń krajów zakwalifikowanych do strefy euro*

Grupy towarów (wg ESA 95)	Poziom cen w krajach strefy euro, 1998 (średnia = 100)											Miary zróżnicowania cen		Podział na grupy*		
	Belgia	Dania	Hiszpania	Francja	Irlandia	Włochy	Luksemburg	Holandia	Austria	Portugalia	Finlandia	odchylenie standardowe	(max-min)/ /min	żywność	hand-lowe	niehand-lowe
Żywność i napoje	105	102	86	109	103	98	107	95	105	87	115	8,5	33	x		
Alkohol i tytoń	105	98	70	113	161	102	84	100	103	74	162	28,7	131	x		
Odzież	118	105	94	97	76	99	116	101	107	85	101	11,5	54		x	
Obuwie	129	129	83	113	103	88	144	119	127	69	128	22,2	108	x		
Czynsze, energia	103	130	80	113	117	68	123	100	101	45	125	25,2	190			x
Wyposażenie mieszkań	103	111	82	105	99	93	103	109	94	82	85	10,0	35		x	
Sprzęt domowy i naprawy	127	108	93	90	118	98	109	121	144	60	115	21,3	142			x
Pozostałe wydatki na mieszkanie	99	96	89	125	100	90	91	116	102	76	119	14,1	66		x	
Produkty i sprzęt medyczny	101	118	73	88	69	82	97	80	113	77	118	17,2	70		x	
Usługi medyczne	89	97	123	109	118	122	120	74	123	173	141	25,2	135			x
Środki transportu	100	97	97	101	132	92	90	120	107	123	140	16,3	57		x	
Użytkowanie środków transportu	105	96	92	107	94	100	88	100	107	91	121	9,1	38		x	
Usługi transportowe	106	131	79	103	109	70	78	113	113	61	127	22,4	115			x
Łączność	154	111	91	73	107	102	70	150	133	92	153	29,5	119			x
Sprzęt rekreacyjny	113	100	93	105	98	90	105	100	111	89	127	10,8	43		x	
Usługi rekreacyjne	106	96	91	115	97	97	96	92	108	76	113	10,7	51			
Gazety i książki	107	103	84	101	103	97	85	104	86	108	159	20,1	89			x
Kształcenie	114	139	77	121	88	96	159	102	114	59	124	27,1	172			x
Hotele i restauracje	111	97	93	110	122	104	105	90	101	84	127	12,4	50		x	
Pozostałe dobra i usługi	101	101	85	119	98	90	80	100	103	68	123	15,0	80		x	

* Przy podziale na grupy umownie przyjęto odchylenie standardowe 20% jako granicę podziału na towary handlowe i niehandlowe.

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych Eurostatu.

z tym, jako zasadę rozgraniczenia grup dóbr handlowych i niehandlowych przyjmijmy nie dokonane *a priori* założenie co do charakteru różnych grup dóbr, ale metodę statystyczną: załóżmy, że odchylenie standardowe w poziomach cen między 11 krajami wchodzącymi do strefy euro przekraczające 20% oznacza, że grupa ma w większości charakter niehandlowy.

Druga uwaga, wiążąca się z problemem funkcjonowania prawa jednej ceny, to sprawa jednolitej inflacji w przypadku dóbr w większości handlowych. Przytoczone w tabeli 4 dane pokazują, że w krajach znajdujących się na ścieżce realnej konwergencji wzrost poziomu cen w stosunku do średniej unijnej występował często zarówno w grupie dóbr handlowych, jak i niehandlowych.

Efekt taki szczególnie silnie zauważalny był w Irlandii, Portugalii i Polsce, w mniejszym stopniu w Grecji. Tylko w Hiszpanii mieliśmy do czynienia z taką sytuacją, jaką sugerują modele teoretyczne: zerowym wzrostem poziomu cen dóbr handlowych i szybkim wzrostem poziomu cen dóbr niehandlowych.

Na schemacie porównano tempo wzrostu PKB w 5 krajach, których dotyczy tabela 4, z obserwowaną zmianą poziomu cen dóbr handlowych i niehandlowych w relacji do średniej w UE. Z porównania można wyciągnąć dwa zasadnicze wnioski:

- po pierwsze, siła efektu Balassy-Samuelsona (mierzona odstępem między zmianą poziomu cen dóbr niehandlowych i handlowych, linia przerywana) zwiększa się wraz z podnoszeniem się tempa wzrostu PKB;
- po drugie, wzrost poziomu cen następuje również w grupie dóbr handlowych.

Wytłumaczeniem tego fenomenu może być zarówno wspomniany wyżej „komponent niehandlowy" występujący w dobrach handlowych, jak i nieprecyzyjny pomiar inflacji w grupie dóbr handlowych (Shapiro, Wilcox, 1996), nie uwzględniający w dostatecznym stopniu zmian jakości towarów. Wzrost cen powinien być mierzony w odniesieniu do identycznych produktów. Postępujące z roku na rok unowocześnianie i wzrost jakości powodują jednak, że pozornie ten sam produkt jest w istocie produktem coraz lepszym, a rejestrowany wzrost jego ceny stanowi w części wynik wzrostu jakości. Efekt ten był szczególnie silnie obserwowany w Polsce, w której w latach 90. następowała zdecydowana poprawa jakości towarów oferowanych na rynku. Dane z tabeli 4 sugerują, że uwzględnienie zmian jakościowych może spowodować podniesienie tempa zmian dóbr handlowych o około 1% rocznie.

Wyniki obliczeń

Obliczeń, z wykorzystaniem modelu (1) - (7), dokonaliśmy w dwóch wariantach. W pierwszym przyjmujemy, zgodnie z teorią i doświadczeniami Hiszpanii, że nie ma potrzeby korygowania tempa wzrostu cen dóbr niehandlowych z tytułu zmian jakości i „komponentu niehandlowego" (inflacja dóbr handlowych jest więc w kraju o ustabilizowanej walucie równa tej, która występuje w innych krajach strefy euro). W drugim wariancie dopuszczamy konieczność korekty, podwyższającej tempo wzrostu dóbr handlowych w Polsce o 1% w warunkach szybkiego wzrostu PKB i o 0,5% w warunkach wzrostu powolnego (zgodnie z doświadczeniami Portugalii i Grecji).

W każdym z tych przypadków dokonajmy dwóch typów obliczeń. Po pierwsze wyliczmy, jaka stopa inflacji byłaby spójna z wysokim tempem wzrostu PKB (6% średniorocznie). Po drugie wyliczmy, jakie tempo wzrostu PKB byłoby spójne z wymaganą przez kryteria konwergencji dopuszczalną stopą inflacji (przy założonej inflacji w najbardziej stabilnych gospodarkach strefy euro rzędu 1,5%, oznacza to poziom 3%).

Wyniki obliczeń zawiera tabela 6. Dotyczą one dwóch okresów: pierwszego, w latach 2005-2007, w którym stopa inflacji podnoszona jest poprzez dostosowanie cen żywności do wyższego poziomu protekcji w ramach Wspólnej Polityki Rolnej UE, oraz drugiego, w latach 2008-2010.

W przypadku gdy nie bierzemy pod uwagę korekt z tytułu zmian jakości i „komponentu niehandlowego", spójna z szybkim wzrostem PKB (6%) stopa inflacji wynosi 4,6% w latach 2005-2007, a następnie obniża się do 3,9% w latach 2008-2010. Jest to oczywiście znacznie więcej, niż dopuszczają kryteria uczestnictwa w EMU.

Z kolei tempo wzrostu PKB pozwalające na osiągnięcie inflacji na poziomie 3% wynosi około 2% w latach 2005-2007 oraz około 4% w latach 2008-2010.

W przypadku uwzględnienia korekt z tytułu zmian jakości i „komponentu niehandlowego", spójna z szybkim wzrostem PKB stopa inflacji wynosi ponad 5% w obu okresach. Tempo wzrostu PKB pozwalające na osiągnięcie inflacji na poziomie 3% wynosi wówczas poniżej 1% w latach 2005-2007 oraz 2,6% w latach 2008-2010.

Szacunkowa ocena zmian stopy bezrobocia związanej z różnymi scenariuszami wzrostu i nominalnej konwergencji sugeruje, że stopa ta będzie dość silnie spadać w przypadku realizacji szybkiego wzrostu PKB (6%) i tolerowania stosunkowo wysokiej inflacji.

Przy dążeniu do wypełnienia inflacyjnego kryterium konwergencji koszt dezinflacji może być bardzo duży. Jeśli nie weźmiemy pod uwagę korekt jakościowych, osiągnięcie celu 3% inflacji w pierwszych latach członkostwa może się wiązać ze wzrostem stopy bezrobocia o blisko 4 punkty procentowe (przy zachowaniu obecnej sztywności rynku pracy). Osiągnięcie tego celu bez wzrostu bezrobocia byłoby możliwe dopiero w latach 2008 - 2010.

Jeśli jednak weźmiemy pod uwagę korekty jakościowe, osiągnięcie celu 3% inflacji byłoby kosztowne i w pierwszym, i w drugim okresie, wiodąc do wzrostu stopy bezrobocia odpowiednio o blisko 6 i blisko 2 punkty.

Tabela 6 *Tempa wzrostu podstawowych wielkości: scenariusze*

	Scenariusze							
	bez uwzględnienia zmian jakości				z uwzględnieniem zmian jakości			
	scenariusz wzrostu 6%		scenariusz inflacji 3%		scenariusz wzrostu 6%		scenariusz inflacji 3%	
	2005-2007	2008-2010	2005-2007	2008-2010	2005-2007	2008-2010	2005-2007	2008-2010
Zmiana kursu walutowego								
(PLN/EUR)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Inflacja CPI w strefie euro	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5
Inflacja CPI w Polsce	4,6	3,9	3,0	3,0	5,7	5,1	3,0	3,0
w tym:								
żywność	3,5	1,5	3,5	1,5	3,5	1,5	3,5	1,5
dobra handlowe	1,5	1,5	1,5	1,5	2,5	2,5	2,0	2,0
dobra niehandlowe	8,5	7,8	3,9	5,4	10,6	10,0	3.4	4,8
Wzrost płac								
realnie	4,3	4,3	1,4	2,9	4,3	4,3	0,4	1,9
nominalnie	9,0	8,3	4,4	5,9	10,1	9,5	3,4	4,8
Wydajność pracy w sektorach								
dóbr handlowych	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
dóbr niehandlowych	9,0	8,3	4,4	5,9	10,1	9,5	3,4	4,8
Wzrost PKB	6,0	6,0	2,0	4,0	6,0	6,0	0,6	2,6
Szacunkowa zmiana stopy bezrobocia w punktach	-1,6	-2,9	3,7	-0,3	-1,0	-2,2	5,8	1,8

Źródło: obliczenia własne.

Pozostałe kryteria

Wyniki zaprezentowane w tabeli 6 mają duże znaczenie dla oceny problemów związanych ze spełnieniem pozostałych kryteriów konwergencji.

Po pierwsze, jeśli prawdziwy jest wniosek, że osiągnięcie kryterium inflacyjnego jest możliwe tylko w warunkach spowolnienia tempa wzrostu PKB, to jednoczesne spełnienie kryterium fiskalnego wymaga zdecydowanych reform strukturalnych w zakresie finansów publicznych. Obecna struktura wydatków, a w szczególności udział i dynamika wydatków sztywnych powodują, że w warunkach spowolnienia pojawia się silna presja na wzrost deficytu (Ministerstwo Finansów, 2001).

Po drugie, konieczność czasowego ograniczenia tempa wzrostu PKB w warunkach zbliżania się do spełnienia kryterium inflacyjnego, stałego kursu i konwergencji rynkowych stóp procentowych może stanowić problem dla polityki makroekonomicznej Polski. Można to osiągnąć albo poprzez silne zaostrzenie polityki fiskalnej, albo poprzez bezpośrednie oddziaływanie na tempo wzrostu płac (np. w drodze wynegocjowania umów ze związkami zawodowymi dotyczących zawieszenia indeksacji (por. Orłowski, 1999).

Po trzecie, spełnienie kryterium inflacyjnego będzie tym łatwiejsze, im bardziej uelastyczniony będzie rynek pracy: rosnące bezrobocie zwiększy presję na ograniczenie wzrostu płac, a w ślad za tym inflację dóbr niehandlowych. Oznacza to możliwość spełnienia kryterium inflacyjnego znacznie niższym kosztem w postaci wzrostu bezrobocia.

Wnioski

Najważniejsze wnioski z powyższych rozważań są następujące:

Po pierwsze, problem występowania efektu Balassy-Samuelsona może znacznie utrudnić osiągnięcie przez Polskę kryterium inflacyjnego członkostwa w EMU. Z punktu widzenia rzeczywistej zdolności kraju do przyłączenia się do unii walutowej, kryterium inflacyjne powinno być w zasadzie zweryfikowane i ograniczone do inflacji dóbr handlowych i żywności (inflacja dóbr niehandlowych nie ma znaczenia dla konkurencyjności dopóty, dopóki sprawnie działające przedsiębiorstwa sektora dóbr handlowych są w stanie zrekompensować podwyższony wzrost płac nominalnych przez większą wydajność pracy).

Po drugie, spełnienie inflacyjnego kryterium członkostwa w EMU będzie znacznie łatwiejsze po okresie absorpcji szoku cenowego związanego z ujednoliceniem stopnia protekcji cen żywności między Polską a UE (w latach 2008-2010).

Po trzecie, strukturalne reformy sektora publicznego, wiodące do znacznego ograniczenia skali wydatków sztywnych, są niezbędne, jeśli Polska ma wypełnić jednocześnie kryterium inflacyjne i fiskalne.

Po czwarte, dążenie do zbliżenia się do wypełnienia kryterium inflacyjnego poprzez politykę kontroli popytu wysokimi stopami procentowymi jest działaniem nie rokującym powodzenia, wobec nieuchronnego spadku stóp rynkowych w warunkach stabilizacji kursu i otwarcia rynku kapitałowego.

Po piąte, spełnienie kryterium inflacyjnego będzie tym łatwiejsze i mniej kosztowne, im silniej uelastyczniony będzie polski rynek pracy.

Bibliografia

1. A.B. Czyżewski et al. (1996): *Wpływ oczekiwań inflacyjnych na zachowanie podmiotów gospodarczych.* Studia i Prace ZBSE nr 242, Warszawa.
2. J.J. Dethier, W.M. Orłowski (1999): *Long Term Effects of Fiscal Adjustment.* W: *Public Finance Reform During the Transition: The Experience of Hungary.* (red.) L. Bokros, J.J. Dethier, World Bank, Washington.
3. R. Duval (2001): *Taux de change réel at effet Balassa-Samuelson.* „Économie Internationale", nr 85, 1/2001.
4. D. Gros (2001): *5 Years to the euro for the CE-3?* CEPS Brussels.
5. *Założenia do projektu budżetu państwa na rok 2002.* Warszawa 2001 Ministerstwo Finansów.
6. W.M. Orłowski [1998]: *The Road to Europe. Macroeconomics of accession to the European Union.* European Institute, Łódź.
7. W.M. Orłowski (1999): *Pespektywy polityki dezinflacyjnej w Polsce.* Studies & Analysis CASE, nr 160.
8. M.D. Shapiro, D.W. Wilcox (1996): *Mismeasurement in the Consumer Price Index: An Evaluation.* NBER Macroeconomics Annual 1995, MIT Press, Cambridge, Mass.
9. H.-W. Sinn, M. Reutter (2001): *The Minimum Inflation Rate for Euroland.* NBER Working Papers, W8085, Cambridge, Mass.

Konwergencja realna, realne kursy walutowe oraz inflacja w krajach Europy Środkowo-Wschodniej*

Franz Schardax

1. Wstęp

Mające nastąpić w przyszłości poszerzenie Unii Europejskiej oraz obszaru euro doprowadzi do zbliżenia do siebie krajów o bardzo zintegrowanych wzajemnych obrotach handlowych, ale o większych różnicach w dochodzie na jednego mieszkańca niż w przypadku państw, które wcześniej przystępowały do Unii Europejskiej. Ponadto, od czasu ostatniego poszerzenia dokonano znacznego postępu w zakresie integracji Unii Europejskiej, z powstaniem jednolitej waluty europejskiej jako najważniejszym etapem tego procesu. Chociaż w zakresie negocjacji akcesyjnych z 12 potencjalnymi członkami Unii Europejskiej osiągnięto znaczne postępy, integracja tych nowych członków Unii Europejskiej nadal stanowi duże wyzwanie dla ekonomistów i decydentów.

W dziedzinie polityki pieniężnej kwestią budzącą największe zainteresowanie jest poszerzenie obszaru euro. Jak dobrze wiadomo, według Traktatu z Maastricht warunkiem wprowadzenia euro jest spełnienie kryteriów zbieżności w zakresie inflacji, nominalnych długoterminowych stóp procentowych, kursu walutowego, deficytu sektora publicznego i długu publicznego. Wynika stąd, że przystąpienie do obszaru euro może nastąpić jedynie po kilku (co najmniej dwóch) latach od przystąpienia do Unii Europej-

* Chciałbym bardzo serdecznie podziękować Andreasowi Naderowi za znakomitą pomoc statystyczną oraz Renie Mühldorf za porady językowe. Referat w dużym stopniu opiera się na prowadzonych na bieżąco w tej dziedzinie pracach z Peterem Backé, Jarko Fidrmucem oraz Thomasem Reiningerem. Skorzystałem również z uwag i sugestii Kurta Pribila, Doris Ritzberger-Grünwald, Dawida Vavry oraz Cezarego Wójcika i uwag Petera Mooslechnera, Eduarda Hochreitera i innych uczestników odbytego w dniu 19 października 2000 r. seminarium HVW Oesterreichische Nationalbank. Wyrażone tutaj poglądy są poglądami autora i nie reprezentują stanowiska Oesterreichische Nationalbank.

skiej. Pomimo godnego uwagi postępu w zakresie stabilizacji gospodarczej, którą osiągnęło wiele krajów kandydujących, rozwinęła się ożywiona dyskusja naukowa na temat tego, czy kryteria z Maastricht są adekwatne w kontekście integracji krajów Europy Środkowo-Wschodniej. Dyskusja dotyczy tego, czy w przypadku krajów realizujących przekształcenia gospodarcze nie zachodzi sprzeczność między kryterium kursu walutowego a kryterium inflacji.

Główny argument ekonomiczny za wprowadzeniem kryteriów inflacji i stabilności kursu walutowego, jako warunku wstępnego przystąpienia do wspólnej waluty, jest dość prosty. Różnice stóp inflacji w ramach unii walutowej mają wpływ na realny kurs walutowy, a zatem - w założeniu - prowadzą do zmian we względnej konkurencyjności poszczególnych krajów członkowskich. Utraciwszy mechanizm korekcyjny w postaci nominalnego kursu walutowego, kraje, które w wyniku aprecjacji ich realnego kursu walutowego znalazłyby się w konkurencyjnie niekorzystnym położeniu, ucierpiałyby w wyniku wyższego bezrobocia i niższego wzrostu gospodarczego.

Chociaż wniosek ten jest prawdopodobnie zasadniczo prawdziwy dla krajów założycielskich obszaru euro, wielu autorów zakwestionowało ten pogląd w odniesieniu do krajów realizujących przekształcenia gospodarcze. Z uwagi na realizowany na bieżąco proces zbieżności realnej kraje te mogą podlegać presji na wzrost realnego kursu walutowego w sposób nie szkodzący ich konkurencyjności. W wyniku tego kryteria dążące do ograniczenia zmian realnych kursów walutowych krajów kandydujących z Europy Środkowo-Wschodniej mijałyby się z celem. Innymi słowy: jeśli przyjąć, że w krajach realizujących przekształcenia gospodarcze zmiany w obrębie realnych kursów walutowych dokonują się głównie poprzez różnice inflacyjne, to może w nich występować „dobra" i „zła" inflacja. Do tej dyskusji niniejsza praca wnosi spostrzeżenia, dotyczące relatywnego znaczenia tych dwóch rodzajów presji inflacyjnych w wybranych krajach Europy Środkowo-Wschodniej (Republice Czeskiej, Węgrzech, Polsce i Słowacji) w latach 90. Co więcej, zawiera ona ilościowe ujęcie wpływu realnej konwergencji na inflację i realne kursy walutowe w krajach Europy Środkowo-Wschodniej. Na koniec, w pracy przedstawiono pewne wnioski dla polityki gospodarczej.

2. Związki teoretyczne między realną konwergencją, realnymi kursami walutowymi i inflacją

2.1. Siły ekonomiczne prowadzące do zbieżności poziomu cen między krajami Europy Środkowo-Wschodniej a obszarem euro

Pomimo znacznego poziomu realnej aprecjacji w krajach Europy Środkowo-Wschodniej w latach 90. poziomy cen porównawczych tych krajów[1] znajdują się w dalszym ciągu znacznie poniżej poziomów występujących obecnie na obszarze euro. Poziom cen porównawczych 100% oznacza, że przy danym (rynkowym) kursie walutowym poziomy cen są takie same w kraju badanym, jak w kraju odniesienia. Wielkości poniżej 100% oznaczają, że poziom cen w badanym kraju jest niższy niż w kraju odniesienia. Mówiąc konkretniej, powodują one, że (rynkowy) kurs walutowy przypisuje

[1] Poziom cen porównawczych jest relacją (rynkowego) kursu walutowego do parytetu siły nabywczej. Obie te wielkości są denominowane w jednostkach walutowych kraju odniesienia na jedną miejscową jednostkę walutową.

Tabela 1 *Poziomy cen porównawczych (w% niemieckiego poziomu cen)*

	1991	1992	1994	1998	1999
Bułgaria	15,8	16,3	17,9	26,2	27,0
Republika Czeska	21,7	22,3	28,3	36,5	35,7
Estonia	b.d.	12,1	31,7	38,8	41,1
Węgra	34,6	35,5	38,2	38,8	39,3
Łotwa	b.d.	11,5	35,7	36,6	38,5
Litwa	b.d.	7,5	28,0	35,3	39,8
Polska	34,9	33,6	34,6	43,9	43,0
Rumunia	19,5	13,1	18,6	26,7	23,7
Słowacja	23,3	24,4	27,6	33,2	31,5
Słowenia	50,2	47,3	49,0	58,7	59,8
Austria	96,2	96,2	95,6	96,9	97,5
Grecja	70,1	67,5	63,4	70,4	72,4
Irlandia	85,4	82,2	75,0	89,7	90,9
Portugalia	60,3	64,7	55,8	62,4	63,4
Hiszpania	84,2	84,7	71,0	76,4	77,4

Źródło: WIIW, Bank Światowy, OECD.

niższą wartość (w jednostkach walutowych kraju odniesienia) jednej jednostce waluty lokalnej niż parytet siły nabywczej. Wychodząc z tego założenia, można powiedzieć, że dążenie do zbieżności poziomu cen jest procesem realnej aprecjacji waluty miejscowej w porównaniu z walutą kraju odniesienia.

Tabela 1 podsumowuje ewolucję poziomów cen porównawczych w latach 90. w stosunku do Niemiec. Przedstawia zatem informację na temat odchyleń poziomu cen krajów akcesyjnych i wybranych krajów Unii Europejskiej od poziomu niemieckiego.

Chociaż dobrze wiadomo, że pełne wyrównanie poziomów cen między poszczególnymi krajami nie musi się dokonać nawet na dłuższą metę (chociażby tylko z powodu różnic w opodatkowaniu), to występuje kilka sił ekonomicznych, od których oczekuje się, że będą działały w kierunku dalszej zbieżności poziomów cen między obecnymi a potencjalnymi członkami obszaru euro. Najczęściej w literaturze wspomina się o efekcie Balassy-Samuelsona (1964), który postuluje relację między realną konwergencją a realnymi kursami walutowymi i, co za tym idzie, między poziomami cen porównawczych.

Zgodnie z efektem Balassy-Samuelsona (B-S), w krajach dążących do konwergencji szybciej będzie rosła wydajność w sektorze tzw. dóbr handlowych niż w sektorze dóbr niehandlowych. Płace realne w sektorze dóbr handlowych są determinowane krańcowym produktem pracy. Przy założeniu wyrównywania płac między sektorami płace w sektorze niehandlowym kształtują się w ślad za płacami w sektorze handlowym. Ponieważ wzrost wydajności w sektorze dóbr niehandlowych jest niższy niż wzrost płac, inflacja w sektorze dóbr niehandlowych będzie wyższa niż inflacja w sektorze dóbr handlowych. Zakłada się, że zróżnicowanie sektorów w zakresie wydajności (i co za tym idzie również w zakresie inflacji) jest wyższe w krajach dążących do zbieżności niż w krajach ogólnie wysokiego poziomu wydajności, co prowadzi do realnej aprecjacji w tych pierwszych krajach. Ujmując to formalnie: relacja (stosunek) cen (P_r) dóbr niehandlowych (P_n) i handlowych (P_t) kształtowałaby się w sposób następujący (wszystkie zmienne w logarytmach)[2]:

$$P_r = P_n - P_t = \frac{\delta}{\gamma} a_t - a_n, \qquad (1)$$

gdzie γ i δ reprezentują elastyczności pracy, odpowiednio, w sektorze dóbr handlowych i niehandlowych, natomiast a_t i a_n oznaczają odpowiednie wydajności sektorowe.

Innymi słowy, efekt wynika z odmiennej dynamiki wydajności w sektorze dóbr handlowych i niehandlowych, natomiast co do płac zakłada się, że rozwijają się w obu sektorach jednorodnie, przy czym wzrost płac jest napędzany wzrostem wydajności w sektorze dóbr handlowych. Stąd też inflacja dóbr niehandlowych jest wyższa niż inflacja dóbr handlowych, co prowadzi do średniej aprecjacji realnego kursu walutowego oraz do zbieżności poziomów cen porównawczych.

Poza efektem Balassy-Samuelsona, wynikającym ze strony podażowej, istotną rolę mogłyby tu również odgrywać czynniki popytowe. Według Halperna i Wyplosza (2001) należy oczekiwać, że ewolucja po popytowej stronie gospodarki będzie miała skutek neutralny lub tendencję do wzmacniania efektu Balassy-Samuelsona. Jeśli popyt na dobra handlowe i niehandlowe rośnie w tym samym tempie, nie powinno to w żaden sposób oddziaływać na realny kurs walutowy. Przechylenie wzrostu popytu w kierunku dóbr handlowych częściowo lub całkowicie zrównoważyłoby efekt Balassy-Samuelsona, jednak według Halperna i Wyplosza (2001) wzrost popytu skierowany jest raczej w stronę dóbr niehandlowych niż odwrotnie. W tym przypadku czynniki popytowe wzmacniałyby oddziaływanie efektu Balassy-Samuelsona.

Ponadto Europejski Bank Centralny (1999) podaje, że jednym z powodów zbieżności poziomów cen na obszarze euro są skutki integracji rynku. W przeciwieństwie do wspomnianych wyżej czynników, które ogniskują się w cenach względnych dóbr handlowych i niehandlowych, skutki te odnoszą się głównie do dóbr handlowych. Chociaż prawdopodobnie mniej jest przeszkód w wyrównywaniu cen dóbr handlowych między obecnymi członkami strefy euro niż między krajami Europy Środkowo-Wschodniej a obszarem euro, to zdecydowana reorientacja handlu zagranicznego krajów Europy Środkowo-Wschodniej w stronę Unii Europejskiej w latach 90. powinna sprzyjać zbieżności cen handlowych między tymi grupami krajów.

Na koniec, kraje Europy Środkowo-Wschodniej nadal przechodzą proces korygowania cen urzędowych (tzn. cen energii), które w czasach komunistycznych utrzymywano na sztucznie zaniżonym poziomie. Chociaż znajdują się poniżej poziomów występujących na obszarze euro, to zawarte w pracy Backégo, Fidrmuca, Reiningera i Schardaxa (2000) porównanie cen energii pokazuje, że ceny energii w przemyśle są przeważnie wyższe niż (ogólne) ceny porównawcze. W przypadku cen dla gospodarstw domowych obraz jest zróżnicowany. Zależy on od poszczególnych krajów i źródeł energii[3]. Choć stwierdzenie to jest ważne, wskazuje ono, że proces zbieżności poziomu cen nieenergetycznych będzie jeszcze dłuższy niż w przypadku cen energetycznych.

2.2. Czynniki kosztowe

Podczas gdy efekt Balassy-Samuelsona zakłada, że płace w sektorze dóbr handlowych rozwijają się zgodnie

[2] Wyprowadzenie tego wzoru zawiera praca Rothera (2000).

[3] Porównanie przeprowadzono dla poziomów cen obowiązujących w latach 1998 -1999, przy czym Francja była krajem odniesienia.

z dynamiką wydajności, należy również rozpatrzyć przypadek wzrostu płac przekraczającego wzrost wydajności. Zakładając, że rosnące koszty płacowe odbijają się na cenach, zróżnicowanie inflacji wynikające z tego czynnika powoduje aprecjację realnego kursu walutowego, która wiąże się z pogarszającą się konkurencyjnością w ramach sztywnych kursów walutowych. Jeśli inflacja w krajach Europy Środkowo-Wschodniej jest w dużym stopniu motywowana presjami kosztowymi, należałoby to uznać za zły sygnał dla udziału we wspólnym obszarze walutowym, ponieważ kontynuacja tych presji po przyjęciu euro zagroziłaby konkurencyjności krajów Europy Środkowo-Wschodniej. W tym przypadku kryteria z Maastricht: inflacyjne i dotyczące nominalnego kursu walutowego, stanowiłyby więc bardzo racjonalny probierz stopnia przygotowania do przyjęcia wspólnej waluty.

Realna aprecjacja wywoływana presjami płacowymi znajdzie odzwierciedlenie we wzroście jednostkowych kosztów pracy (wyrażonych we wspólnej walucie) w sektorze dóbr handlowych[4]. Porównanie ewolucji jednostkowych kosztów pracy wyrażonych we wspólnej walucie z ewolucją realnego kursu walutowego (deflowanego cenami dóbr handlowych) ukazuje, że do realnej aprecjacji w Republice Czeskiej oraz, do pewnego stopnia, w Polsce i Słowenii mogły się przyczynić czynniki kosztowe, ponieważ między 1992 a 2000 r. kraje te doświadczyły wzrostu jednostkowych cen pracy (tabela 2).

W przeciwieństwie do Polski, w Republice Czeskiej i Słowenii wzrosły nie tylko jednostkowe koszty pracy wyrażone we wspólnej walucie, ale również realny kurs walutowy. Wskazuje to, jak się wydaje, że producentom w Republice Czeskiej i Słowenii lepiej niż ich odpowiednikom w Polsce udało się przerzucić swoje rosnące koszty płacowe na klientów. Bardzo dużą realną aprecjację w sektorze dóbr handlowych w Republice Czeskiej można prawdopodobnie częściowo wyjaśnić bardzo niskim poziomem realnego kursu walutowego w 1992 r.

Należy jednak również odnotować, że rentowność sektora dóbr handlowych w Polsce i w Republice Czeskiej musiała w obserwowanym okresie ulec spadkowi, skoro wzrost jednostkowych kosztów pracy skorygowanych kursem walutowym przekroczył wzrost realnego kursu walutowego. I rzeczywiście, Cincibuch i Vavra (2000) przedstawiają dowody na prawdziwość tej hipotezy w przypadku Republiki Czeskiej. Chociaż należy być świadomym znaczenia wyboru roku bazowego, trzeba przyznać, że dynamika płac w Republice Czeskiej i Polsce w latach 1992-1998 osłabiła w ten sposób konkurencyjność.

Utrzymywanie się tego zjawiska spowodowałoby długofalowo problemy, gdyby kraje te stosowały sztywne kursy walutowe (lub były członkami unii walutowej). W latach 1992-2000 Słowenia i Węgry nominalnie dewaluowały swoje waluty w celu utrzymania konkurencyjności cenowej eksportu. W przeciwieństwie jednak do Polski[5] i Republiki Czeskiej wzrost jednostkowych kosztów pracy wyrażonych w marce niemieckiej nie przekroczył realnej aprecjacji w ujęciu cen dóbr handlowych. Płace nie spowodowały więc spadku konkurencyjności.

Porównując dynamikę realnego kursu walutowego i jednostkowych kosztów pracy, trzeba jednak poczynić pewne zastrzeżenia. Po pierwsze, ze statystycznego punktu widzenia nie da się prawidłowo uchwycić poprawy jakości. Jeśli ceny i kursy walutowe rosną ze względu na inflację płacową, to niekoniecznie musi na tym ucierpieć konkurencyjność, ponieważ w produkcie może być uwzględniona poprawa jakości. Po drugie, wniosek, że zmieniły się marże zysku, nie uwzględnia odpowiedzi na pytanie, czy poziom w roku bazowym był typowy, czy nie. Jest wreszcie oczywiste, iż zaobserwowana w przeszłości dynamika płac (bez względu na to, czy była zgodna z ewolucją wydajności, czy nie) byłaby w dalszym ciągu kontynuowana - niezależnie od tego, czy dane kraje byłyby członkami obszaru wspólnej waluty. To prawda, że mechanizm ustalania

[4] W ujęciu empirycznym sektor dóbr handlowych identyfikuje się z sektorem działalności produkcyjnej. Dobra niehandlowe obejmują pozostałe części PKB.

[5] Również Polska przeprowadzała (nominalne) dewaluacje.

Tabela 2 *Jednostkowe koszty pracy i realna aprecjacja w latach 1992-2000, ogółem*

		Polska	Słowenia	Republika Czeska	Węgry
Koszty jednostkowe w sektorze					
dóbr handlowych wyrażone	1999	-0,3	7,7	115,7	-26,7
w markach niemieckich	2000	4,4	3,9	110,3	b.d.
Realny kurs walutowy wobec					
marki niemieckiej oparty na	1999	12,8	16,2	69,9	-14,0
deflatorze dla dóbr handlowych	2000	0,8	13,2	72,7	b.d.

Źródło: WIIW, obliczenia własne.

płac może ulec modyfikacji w reakcji na członkostwo we wspólnym obszarze walutowym. Niemniej jednak analiza ta jest istotna, ponieważ dostarcza pewnych informacji na temat tego, jak dalece musi być skorygowane kształtowanie się płac, aby mogło stanowić ekonomiczne uzasadnienie dla uczestnictwa w obszarze euro. W kontekście tym istotne jest przywołanie doświadczeń tych wielu krajów obszaru euro, które w trakcie procesu uzyskiwania zbieżności podlegały istotnym zmianom w zakresie mechanizmu ustalania płac.

3. Uzasadnienie empiryczne

3.1. Zbieżność poziomu cen a czynniki kosztowe

W celu uzyskania pewnego wglądu co do względnego znaczenia czynników kosztowych i realnej aprecjacji (wywoływanej realną konwergencją) w krajach Europy Środkowo-Wschodniej dynamika realnego kursu walutowego (opartego na deflatorze PKB) została rozłożona w ten sam sposób, jak to uczynili Micossi i Milesi-Ferreti (1996). Zmiany w realnym kursie walutowym (na podstawie deflatora PKB) rozkładamy na zmiany realnego kursu walutowego, oparte na indeksach cenowych dla dóbr handlowych, i zmiany w zakresie ceny względnej między dobrami handlowymi a niehandlowymi w kraju macierzystym i „za granicą". Zdefiniujmy deflator PKB jako $\Pi = \alpha\Pi_N + (1-\alpha)\Pi_T$[6], gdzie α reprezentuje udział dóbr niehandlowych w PKB, a P_N i P_T reprezentują deflatory, odpowiednio, dóbr niehandlowych i handlowych. Ewolucję realnego kursu walutowego R (opartego na deflatorze PKB) możemy zatem wyrazić w sposób następujący:

$$R = NX + P - P^* = (NX + P_T - P^*_T) - \alpha\,(P_T - P_N) + \\ + \alpha^*\,(P^*_T - P^*_N)\,, \qquad (2)$$

[6] Wszystkie zmienne w logarytmach.

gdzie NX oznacza nominalny kurs walutowy, natomiast* oznacza zmienne zagraniczne (niemieckie). Wyniki przedstawia tabela 3.

Kolumna (4) tabeli 3 - rezyduum - wyraża kwotę tej zmiany realnego kursu walutowego opartej na deflatorze PKB, której nie tłumaczy się zmianami realnego kursu walutowego opartymi na cenach dóbr handlowych. Ciekawe jest zatem porównanie kolumn (1) i (4): duże rezyduum w porównaniu ze zmianami realnego kursu walutowego opartymi na deflatorze PKB oznacza, że realna aprecjacja da się głównie przypisać sektorowi dóbr niehandlowych. Byłoby to spójne z działaniem efektu Balassy-Samuelsona, podczas gdy realna aprecjacja powodowana presją płacową miałaby podobny wpływ na sektor handlowy i niehandlowy. Byłoby jednak niewłaściwe traktować udział rezyduum w całej kwocie realnej aprecjacji jako dokładną relatywną miarę efektu Balassy-Samuelsona w przeciwieństwie do realnej aprecjacji wywoływanej presją płacową. Byłoby to niewłaściwe m.in. dlatego, że wyniki zostałyby zniekształcone przez dywergencje w sektorowych marżach zysku (które rzeczywiście wystąpiły zgodnie z analizą zawartą w części 2.2). Kolumna (6) pokazuje skumulowany względne zróżnicowanie cenowe między dobrami handlowymi a niehandlowymi w latach 1992-2000. We wszystkich krajach ceny dóbr niehandlowych rosły szybciej niż ceny dóbr handlowych, przy czym w Polsce tendencja ta była najwyraźniejsza. I znowu wynik ten jest zgodny z efektem Balassy-Samuelsona.

3.2. Efekt Balassy-Samuelsona

3.2.1. Najnowsze badania

W ostatnich latach powstały liczne artykuły zajmujące się wpływem realnej zbieżności gospodarczej na inflację i realne kursy walutowe w obecnych krajach obszaru euro i państwach kandydujących do uczestnictwa w tym obszarze w przyszłości. Większość artykułów zajmujących się krajami Europy Środkowo-Wschodniej przedstawia szacunki skali efektu Balassy-Samuelsona dla poszczególnych grup tych krajów. Spośród najnowszych

Tabela 3 *Rozkład zmian kursu walutowego: 1992 - 2000**

	R (1)	NX (2)	PT/PT* (3)	Rezyduum (4)	PN/PT (5)	PN*/PT* (6)
Polska	50,2	-54,8	119,8	51,4	77,5	2,3
Słowenia	24,8	-50,7	129,7	10,3	25,2	2,3
Rep. Czeska	80,8	-0,8	74,1	4,7	13,7	2,3
Węgry	12,5	-60,4	117,8	30,6	32,0	2,3

* Zmiany w tabeli 3 obliczono w sposób nieciągły (dyskretny). Wyrażenie logarytmiczne w równaniu (7) zakłada stopy ciągłego wzrostu. Węgry: 1992-1999.

Źródło: WIIW, OECD, obliczenia własne.

artykułów można wymienić artykuły Halperna i Wyplosza (2001) oraz Coricellego i Jazbeca (2001). Halpern i Wyplosz (2001) najpierw badają empiryczną adekwatność centralnych założeń hipotezy B-S, a mianowicie:

1) stabilności płac względnych w sektorach,

2) szybszego wzrostu wydajności w sektorze dóbr handlowych,

3) szybszego wzrostu cen w sektorze dóbr niehandlowych dla grup do 11 krajów Europy Środkowo-Wschodniej.

Ponadto, analizują oni efekt Balassy-Samuelsona bezpośrednio dla grupy dziewięciu krajów Europy Środkowo-Wschodniej. Regresja zmian wydajności w przemyśle i usługach oraz zmiennych popytowych na relację cen usług do cen dóbr nieżywnościowych jest zgodna z oczekiwaniami. W zależności od dokładnej specyfikacji ich równania, autorzy szacują średnią roczną aprecjację realną (zdefiniowaną jako relację między dobrami handlowymi a niehandlowymi) na około 3% dla (niewysaldowanej) grupy[7] dziewięciu krajów Europy Środkowo-Wschodniej w latach 1991-1999.

Coricelli i Jazbec (2001) przedstawiają podobny model dla grupy 19 krajów za ten sam okres 1990-1998[8]. Główna różnica w stosunku do Halperna i Wyplosza (2001) polega na sposobie potraktowania przez nich zmiennych strukturalnych, które odrywają dużą rolę w ich szacunkach. Ogólnie rzecz biorąc, ich wyniki są porównywalne z wynikami Halperna i Wyplosza (2001). Znowu potwierdzona zostaje empiryczność efektu Balassy-Samuelsona, a współczynnik równania dla wyrażenia wydajności względnej ma podobną wielkość, co odpowiednie współczynniki w równaniu Halperna i Wyplosza (2001). Elastyczność realnego kursu walutowego w stosunku do zróżnicowań wydajności między sektorem handlowym a niehandlowym szacuje się na 1/2. Zgodnie z przyjętym przez Coricellego i Jazbeca ostrożniejszym założeniem, że roczna stopa realnej zbieżności między krajami Europy Środkowo-Wschodniej a krajami Unii Europejskiej wynosi jedynie 2%, autorzy ci szacują na 1% wpływ efektu B-S na realny kurs walutowy[9] (relatywnie do krajów Unii Europejskiej).

Chociaż w studiach tych słusznie kładzie się nacisk metodologiczny bezpośrednio na relację między ewolucją wydajności sektorowej a realnym kursem walutowym, mają one dwie wspólne wady. Po pierwsze, do empirycznego zbadania zjawiska długofalowej równowagi posłużono się danymi z lat 90. Ponieważ lata te były dla krajów Europy Środkowo-Wschodniej okresem głębokich przemian strukturalnych, zastosowanie współczynników z tego okresu do prognoz powinno się traktować z dużą ostrożnością. Poza tym, na pomiar wydajności mogą mieć wpływ krótkoterminowe czynniki cyklu biznesowego. Po drugie, szacunki wyprowadza się jedynie dla grup krajów. Jest prawdopodobne, że znaczne zróżnicowanie dochodu na głowę mieszkańca oraz poziomów cen porównawczych w krajach Europy Środkowo-Wschodniej powoduje znaczne zróżnicowanie wielkości efektu B-S w poszczególnych krajach, redukując w ten sposób użyteczność stosowania wobec nich szacunków grupowych.

Studium Pelkmansa, Grosa i Ferrera (2000) unika pierwszego problemu. W pierwszym kroku autorzy przedstawiają dowody na istnienie negatywnej relacji między względnymi cenami dóbr niehandlowych i handlowych (x_{rpl}) w kraju obszaru euro oraz odchyleniami stóp inflacji[10] (Y_d^{HICP}) od średniej dla obszaru euro. Współczynniki z tego równania ujmuje równanie (3)[11]:

$$Y_d^{HICP} = 18{,}9 - 4{,}13x_{rpl}. \qquad (3)$$

Następnie - posługując się zasugerowaną przez efekt B-S relacją między względnymi cenami dóbr handlowych i niehandlowych wewnątrz danego kraju (Y_{rpl}), z jednej strony, i poziomami cen porównawczych ($xGDP$), z drugiej strony - Pelkmans, Gros i Ferrer (2000) wyprowadzają współczynniki tej relacji dla próbki 29 krajów OECD (równanie 4)[12].

$$Y_{rpl} = 4{,}453 - 0{,}897^{x_{GDP}}. \qquad (4)$$

Ponieważ nie są dostępne dane na temat poziomów cen względnych w krajach Europy Środkowo-Wschodniej, ceny względne dla dóbr handlowych i niehandlowych w tych krajach oblicza się, stosując współczynniki równania z próbki OECD do cen porównawczych w krajach Europy Środkowo-Wschodniej. Na koniec, różnice w zakresie inflacji między krajami Europy Środkowo-Wschodniej a obszarem euro oblicza się, wykorzystując współczynniki wyprowadzone z regresji poziomów cen względnych na różnice inflacji w ramach obszaru euro i ceny względne w krajach Europy Środkowo-Wschodniej. Posługując się tą metodologią, autorzy szacują zróżnicowanie inflacji między 10 krajami Europy Środkowo-Wschodniej a obszarem euro na 3,8%. Wyniki Pelkmansa, Grosa i Ferrera (2000) opierają się głównie na różnicach w poziomach cen porównawczych między obszarem euro a krajami Europy Środkowo-Wschodniej, z jednej strony, oraz relacji między poziomami cen względnych i różnicami inflacji na obszarze euro, z drugiej strony. Nie odnoszą się

[7] Dla niektórych krajów przyjęto różne okresy.

[8] I tutaj długość szeregów czasowych jest odmienna dla różnych krajów.

[9] Realny kurs walutowy również się definiuje jako relację cen dóbr handlowych i niehandlowych.

[10] Mierzone w ujęciu zharmonizowanego indeksu cen konsumpcyjnych.

[11] Zmienne w logarytmach.

[12] Zmienne w logarytmach.

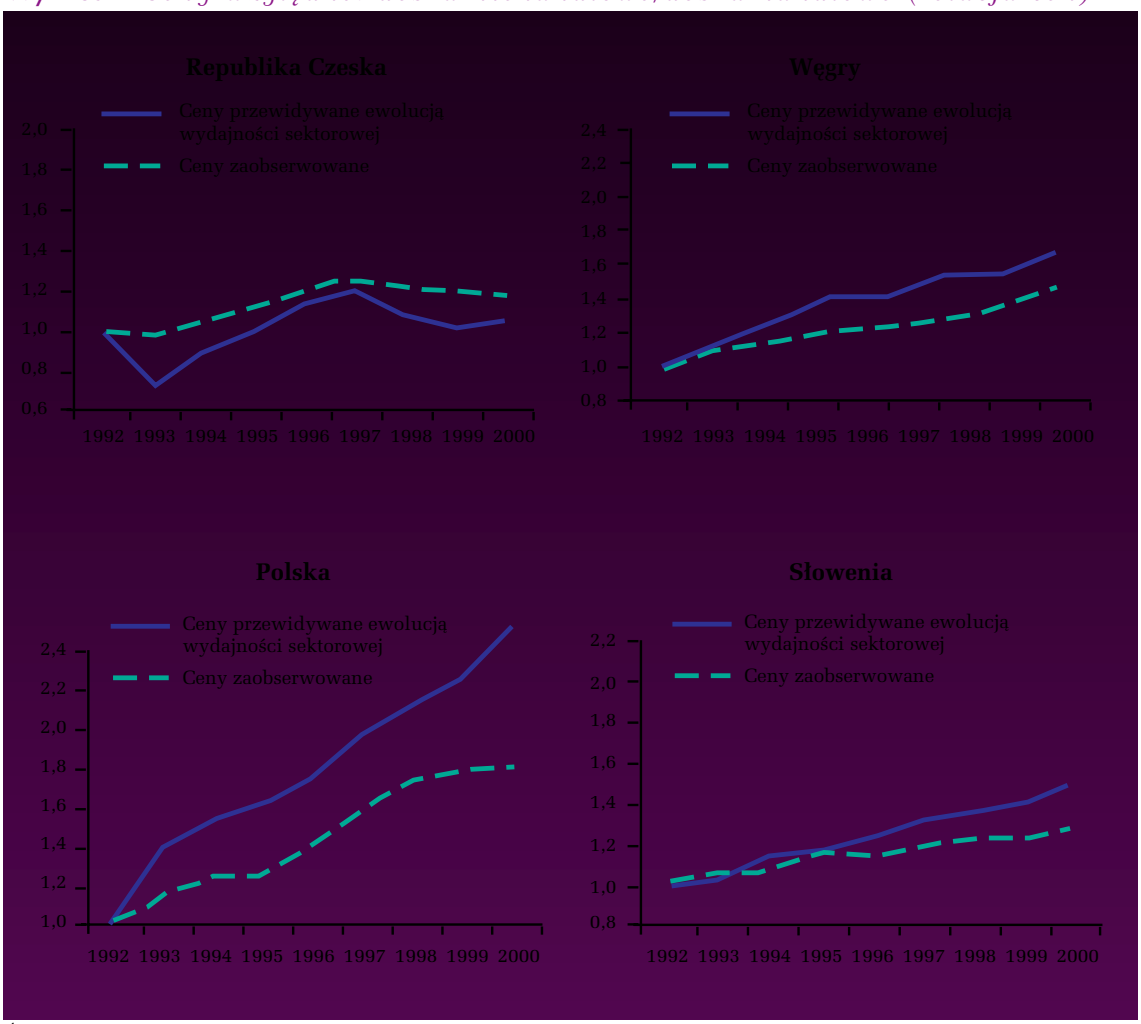
natomiast bezpośrednio do relacji między różnicami w zakresie wydajności sektorowej i różnicami inflacyjnymi przewidywanymi przez efekt B-S. Prawdopodobnie więc reprezentują one szacunek aprecjacji realnej i inflacji w krajach Europy Środkowo-Wschodniej w stosunku do obszaru euro i mogą posłużyć jako górny limit przy szacowaniu różnic w zakresie inflacji i realnej aprecjacji między obszarem euro a krajami Europy Środkowo-Wschodniej. Ponieważ wyniki te obowiązują dla całej grupy krajów Europy Środkowo-Wschodniej, nie wykluczają oczywiście wyższych szacunków dla poszczególnych państw.

Z powodu ograniczonej dostępności szeregów czasowych o odpowiedniej długości w krajach Europy Środkowo-Wschodniej, nieczęsto przeprowadza się studia dotyczące poszczególnych krajów, a ich wyniki bardzo zależą od założeń i okresu badań. Na podstawie danych za lata 1991-1996 Simon i Kovacs (1998) szacują realną aprecjację realnego kursu walutowego deflowanego PKB na 2,9% rocznie w przypadku Węgier. Ich szacunki w bardzo dużym stopniu zależą jednak od sposobu potraktowania cen rolnych. Traktowanie rolnictwa jako dziedziny dóbr niehandlowych i stosowanie rzeczywistej ewolucji cen rolnych w latach 1991-1996 zwiększa dokonywane przez autorów szacunki aprecjacji realnego kursu walutowego deflowanego PKB do 3,6%. Na podstawie danych za lata 1993-1998 Rother (2000) szacuje tę realną aprecjację realnego kursu walutowego opartego na CPI względem Unii Europejskiej, która jest spowodowana efektem B-S, na 1,5% do 2% dla Słowenii. Wynik ten opiera się na oszacowaniu efektu B-S na 0,8% dla „rdzenia" krajów europejskich i 2,6% dla Słowenii.

3.2.2. Wyniki

Chociaż brak odpowiednich danych nie pozwala na rygorystyczne testy empiryczne hipotezy Balassy-Samuelsona dla poszczególnych krajów Europy Środkowo-

Wykres 1 *Ceny względne: dobra niehandlowe/dobra handlowe (relacja cen)*



Źródło: WIIW, obliczenia własne.
Uwaga: Zamiast wydajności ogółem posługiwano się wydajnościami pracy (dla wydajności sektorowych). Elastyczności pracy w sektorze dóbr handlowych i niehandlowych (odpowiednio γ i δ) obliczano jako udział sumy płac do udziału sektora w PKB.

Wschodniej, wielkość zmian cen względnych wydaje się ogólnie zgodna z przewidywaniami. Wykres 1 (który opiera się na podejściu Rothera 2000) porównuje prognozowaną względną relację cen dóbr handlowych i niehandlowych, wynikającą z ewolucji wydajności sektorowej zgodnie z równaniem (1), z rzeczywistymi wynikami. Ogólnie rzecz biorąc, przewidywane i obserwowane relacje cenowe ewoluują w sposób bardzo podobny. Jest to również potwierdzone korelacjami między obserwowanymi zmianami w relacji cen dóbr handlowych i niehandlowych i przewidywanych wynikach; z wyjątkiem Słowenii korelacje te wahają się między 0,29 (Węgry) a 0,93 (Republika Czeska). W Słowenii relacja między prognozowanymi a obserwowanymi zmianami cenowymi działa, jak się wydaje, z opóźnieniem. Wprowadzenie opóźnienia zmienia korelację między tymi dwiema zmiennymi z -0,41 do +0,84. We wszystkich innych przypadkach wprowadzenie opóźnienia redukuje korelacje do wartości zbliżonych do zera, co wspiera hipotezę, że wysokie korelacje stwierdzone powyżej nie zostały osiągnięte przypadkowo.

Poza przypadkiem Republiki Czeskiej, wyniki odnoszące się do relacji cen względnych kształtują się nieco poniżej przewidywań, co jest zgodne z innymi studiami, posługującymi się próbkami danych dla innych krajów (zob. np. Canzoneri, Diba i Eudey, 1996).

Pokazawszy, że efekt Balassy-Samuelsona dobrze wyjaśnia ewolucję cen względnych, zajmę się teraz tym, co to oznacza dla stóp inflacji (mierzonych deflatorem PKB). Tabela 4 ilustruje wpływ względnych cen dóbr handlowych a niehandlowych na deflator PKB. W wierszu (1) tabeli 4 przedstawione jest średnie zróżnicowanie inflacji (oparte na obserwowanych cenach) między dobrami handlowymi a niehandlowymi ważone ich udziałem w deflatorze PKB. Mówiąc inaczej, podane w wierszu (1) wielkości wskazują, ile punktów procentowych zostało dodanych do inflacji dóbr handlowych powodu na względnych zmian cen między dobrami handlowymi a niehandlowymi. W wierszu (2) tabeli 4 ukazany jest wpływ zmian cen względnych, przewidywanych na podstawie ewolucji wydajności sektorowej, na deflator PKB. Poza faktem, że liczby w wierszu (2) oparte są na prognozach zgodnych z ewolucją wydajności sektorowej, interpretacja jest identyczna jak w wierszu (1).

W wierszu (3) tabeli 4 przewidywania zróżnicowań inflacji oparte są na współczynnikach podanych w pracy Pelkmansa, Grossa i Ferrery (2000), zgodnie z równaniami (3) i (4), i poziomach cen porównawczych przedstawionych w tabeli 1. Przedstawione w wierszu (3) tabeli 4 szacunki zróżnicowań inflacji nie dadzą się bezpośrednio porównać z wierszami (1) i (2), mierzą bowiem zróżnicowania inflacji w zharmonizowanym indeksie cen konsumpcyjnych (HICP). Jak wspomniano wyżej, zróżnicowania inflacji przedstawione w wierszu (1) i (2) to zróżnicowania inflacji między dobrami handlowymi a niehandlowymi wyliczane na podstawie deflatorów PKB.

Po uwzględnieniu jednak tych różnic, porównanie wierszy (1) i (2) tabeli 4 z wierszem (3) pod kątem czynników długo- i krótkofalowych przynosi wiele informacji. Nadzwyczaj wysokie zróżnicowania inflacji przewidywane na podstawie ewolucji wydajności sektorowej na Węgrzech i w Polsce wydają się odzwierciedlać głównie bardzo duży wzrost wydajności w sektorze dóbr handlowych, który w latach 90. został osiągnięty w tych dwóch krajach poprzez szybką restrukturyzację. Wartości podane w wierszu (2) nie są dobrym punktem odniesienia dla długofalowych trendów w przyszłości. Jest tak z dwóch powodów. Po pierwsze, zostały one wyprowadzone na podstawie krótkiego okresu, który mógł się charakteryzować niezwykle wysokim wzrostem wydajności w sektorze dóbr handlowych, ze względu na wychodzenie z początkowej recesji i szczególnie wysoki wzrost wydajności w związku ze zmianą systemu ekonomicznego. Po drugie, jak wyżej wspomniano, szacunki ewolucji cen względnych oparte na wydajności sektorowej mają tendencję do przewidywa-

Tabela 4 *Wpływ zmian cen względnych na deflator PKB (w ujęciu rocznym, na podstawie średnich 1992-2000*)*

	Polska	Słowenia	Republika Czeska	Węgry
Zróżnicowanie inflacji dla dóbr niehandlowych				
i handlowych ważony ich udziałem w deflatorze PKB	5,76	2,02	1,16	4,05
Zróżnicowanie inflacji (przewidywany przez				
zróżnicowania wydajności) dla dóbr handlowych				
/niehandlowych ważony udziałem w deflatorze PKB	9,38	3,56	-0,13	5,52
Prognozowany współczynnikami podanymi				
w Pelkmans, Gros i Ferrer (2000)	3,64	2,41	4,32	3,97

[1] Węgry: średnie dla lat 1992-1999 w wierszach (1) i (2).

Źródło: WIIW, OECD, obliczenia własne.

nia rzeczywistej ewolucji cen względnych na zbyt wysokim poziomie.

W perspektywie średnio- i długofalowej bardziej realistyczną alternatywę stanowią prawdopodobnie szacunki przedstawione w wierszu (3), które są zdeterminowane głównie cenami porównawczymi i współczynnikami z krajów UE/OECD. Duże dodatnie i ujemne odchylenia między wynikami w wierszu (1) i (3) wskazują na możliwość znacznych długofalowych wahań w zakresie wielkości efektu Balassy-Samuelsona.

4. Wnioski

Niniejszy referat pokazuje, że siły ekonomiczne związane z realną konwergencją, jak również presją kosztów przez całe lata 90. odgrywały istotną rolę w mechanizmie realnej aprecjacji kursu walutowego i inflacji w krajach Europy Środkowo-Wschodniej. Co więcej, cztery kraje, które często uważa się za stosunkowo jednorodne, wykazują znaczne różnice pod względem wielkości tych efektów. Wynik ten wskazuje na potrzebę przeprowadzenia analiz bardziej pod kątem konkretnych krajów. Trudno dokonać tego jednak ze względu na krótkość dostępnych szeregów czasowych. Te dwa stwierdzenia stanowią jednocześnie siłę i słabość pracy. Z jednej strony praca wnosi wkład do tych nielicznych badań empirycznych, odnoszących się do poszczególnych krajów Europy Środkowo-Wschodniej w zakresie związków między zbieżnością realną, realną aprecjacją kursu walutowego oraz inflacją. Z drugiej jednak strony trzeba poczynić pewne zastrzeżenia, z powodu na niedostatecznej długości szeregów czasowych.

Co oznaczają te wyniki dla kwestii adekwatności kryteriów z Maastricht: inflacyjnego i odnoszącego się do nominalnego kursu walutowego? Przedstawione wyżej wyniki wskazują na stosunkowo mocne oddziaływanie sił ekonomicznych, związanych z realną konwergencją, na realne kursy walutowe i inflację. Chociaż podobne wyniki przytaczano jako argument przeciw adekwatności takich kryteriów, to wniosek taki opiera się na wielu założeniach, które należy zakwestionować.

Po pierwsze, nie dostrzega się czasami, że chociaż kryterium kursowe z Maastricht nie pozwala na dewaluację parytetu centralnego, umożliwia jednak jego rewaloryzację. Tak więc wykorzystanie nominalnego kursu walutowego jako mechanizmu antyinflacyjnego nie jest ograniczone kryterium kursowym.

Po drugie, nie jest jasne, na ile presja na wzrost realnego kursu walutowego wywołana efektem Balassy-Samuelsona przełoży się na aprecjację nominalnego kursu walutowego i (lub) wyższą inflację. W tym zakresie wyraźnie kluczową rolę odgrywa mechanizm kształtowania płac. Wyższy stopień ograniczania płac nominalnych umożliwiłby tym krajom osiągnięcie aprecjacji nominalnej i jednocześnie niskiej inflacji bez utraty konkurencyjności. Można jednak dojść do wniosku, że większe wyzwanie dla mechanizmu kształtowania płac w krajach Europy Środkowo-Wschodniej stanowi duży zakres realnej aprecjacji, wywołanej realną konwergencją. Posługując się wynikami Pelkmansa, Grosa i Ferrera (2000) oraz poziomami cen porównawczych przedstawionymi w tabeli 1 niniejszej pracy wykazuje się, że Słowenia jest obecnie w sytuacji podobnej do tej, w której była Portugalia. Portugalia zaś zdołała wypełnić kryteria z Maastricht. Inne kraje objęte tym studium musiałyby przy poziomach cen porównawczych z 1999 r. uwzględnić dodatkowo 1,6 punktu procentowego inflacji związanej z realną konwergencją.

Co więcej, jak odnotowuje Backé (2001), inflacja jest powodowana różnorodnymi czynnikami, które mogą mieć mniej łagodne źródła niż efekt Balassy-Samuelsona i które są trudne do rozwikłania. Jako taki czynnik w pracy niniejszej zidentyfikowano wzrost płac ponad wzrost wydajności.

Analiza presji kosztów płacowych pokazuje, że wpływ kształtowania płac na konkurencyjność w latach 90. miał w krajach Europy Środkowo-Wschodniej bardzo zróżnicowany charakter. Dlatego też nie pozwala on na wyciągnięcie zdecydowanych wniosków co do tego, czy mechanizmy kształtowania płac w tych krajach potrafiłyby wspierać sztywny nominalny kurs walutowy (czy nawet nominalną aprecjację) w stosunku do euro. Chociaż Węgry potrafiły poprawić swoją konkurencyjność (co wskazywałoby, że przy nominalnym kursie walutowym potrafiłyby wchłonąć większy zakres presji na aprecjację realnego kursu walutowego związaną z realną konwergencją), to konkurencyjność znacznie się pogorszyła w Republice Czeskiej. I na odwrót, trzeba również wziąć pod uwagę różne punkty wyjścia w obu krajach. Niemniej jednak występowanie presji kosztów płacowych w niektórych przypadkach pokazuje, że w dyskusji na temat długoterminowych trendów kursowo-inflacyjnych w krajach Europy Środkowo-Wschodniej nie należy pomijać presji na walutowego kursu równowagi w wyniku pogorszenia się konkurencyjności.

Bibliografia

1. P. Backé (2001): *The Maastricht convergence criteria and the Central and Eastern European EU accession countries: A short reflection on some strands of the current discussion.* Maszynopis powielany, Oesterreichische Nationalbank, Wiedeń.
2. P. Backé, J. Fidrmuc, T. Reininger, F. Schardax (2000): *Price Dynamics in Central and Eastern European EU Accession Countries.* Maszynopis powielany, Oesterreichische Nationalbank, Wiedeń.
3. B. Balassa (1964): *The Purchasing Power Parity Doctrine: A Reappraisal.* „Journal of Political Economy" (grudzień), s. 584-596.
4. M.B. Canzoneri, B. Diba, G. Eudey (1996): *Trends in European Productivity and Real Exchange Rates: Implications for the Maastricht Convergence Criteria and for Inflation Targets after EMU.* Discussion Paper nr 1417. CEPR, Londyn.
5. M. Cincibuch, D. Vavra (2000): *Towards the EMU: A Need for Exchange Rate Flexibility.* Working Paper of the Transition Economics Seria nr 17. Institute for Advanced Studies, Wiedeń.
6. F. Coricelli, B. Jazbec (2000): *Real Exchange Rate Dynamics in Transition Economies.* Discussion Paper nr 2869. CEPR, Londyn.
7. Europejski Bank Centralny (1999): I*nflation Differentials in a Monetary Union.* ECB Monthly Bulletin (październik), s. 35-44.
8. L. Halpern, Ch. Wyplosz (2001): *Economic Transformation and Real Exchange Rates in the 2000s: The Balassa-Samuelson Connection.* „Economic Survey of Europe" 2001 nr 1, UNECE.
9. S. Micossi, G.M. Milesi-Ferretti (1996): *Real Exchange Rates and the Prices of Non-Tradable Goods.* W: P. De Grauwe, S. Micossi, G. Tullio (red.): *Inflation and Wage Behaviour in Europe.* Claredon Press Oxford.
10. J. Pelkmans, D. Gros, J.N. Ferrer (2000): *Long-Run Economic Aspects of the European Union's Eastern Enlargement.* WRR Working Dokument W 109, Haga.
11. P.C. Rother (2000): *The Impact of Productivity Differentials on Inflation and the Real Exchange Rate: An Estimation of the Balassa-Samuelson Effect in Slovenia.* Republic of Slovenia: Staff Report for the 1999 Article IV Consultation and Selected Issues, Selected Issues. Międzynarodowy Fundusz Walutowy, Waszyngton, s. 26-38.
12. P. Samuelson (1964): T*heoretical Notes on Trade Problems.* „Review of Economics and Statistics" (46) (maj), s. 145-154.
13. A. Simon, M.A. Kovacs (1998): *Components of the Real Exchange Rate in Hungary.* NBH Working Paper 1998/3, Narodowy Bank Węgier.

Efekt Balassy-Samuelsona a sektor realny w Polsce

Krzysztof Marczewski

Znany w literaturze od niemal 40. lat efekt Balassy-Samuelsona[1] zyskał w ostatnich latach w polskich dyskusjach ekonomicznych wielką popularność. Co ciekawe, na efekt ten powoływano się prawie wyłącznie w kontekście kontroli inflacji. W szczególności występowanie tego efektu z jego przełożeniem na wzrost cen było w tych dyskusjach konfrontowane z ostrym kryterium inflacyjnym Traktatu z Maastricht i jednych prowadziło do konkluzji, że jednostronna euroizacja jest lepszym wyjściem niż dopuszczenie do znacznej nominalnej aprecjacji złotego[2], innych skłaniało zaś do proponowania ewolucyjnej strategii kursowej[3].

Jednak model, z którego wynika efekt Balassy-Samuelsona (ESB), nie ogranicza się tylko do relacji cenowo-kursowych. Jest to model wzajemnego oddziaływania zmiennych cenowo-kursowych i zmiennych charakteryzujących sektor realny. Dlatego też warto rozważyć funkcjonowanie ESB w tym szerszym kontekście. Poniżej, po przedstawieniu modelu analizujemy formy przejawiania się efektu Balassy-Samuelsona w Polsce w latach 90. ze szczególnym uwzględnieniem sektora przemysłu przetwórczego, głównego wytwórcy dóbr będących przedmiotem handlu zagranicznego.

Model

Dana jest gospodarka składająca się z dwu sektorów: produkcji dóbr handlowych (T) i produkcji dóbr niehandlowych (N). Ogólny poziom cen (P) w tej gospodarce jest wyrażony jako średnia geometryczna ważona cen z tych dwu sektorów[4].

$$P = (P^T)^{\alpha} \cdot (P^N)^{1-\alpha}, \qquad (1)$$

gdzie:

P^T - indeks poziomu cen w sektorze dóbr handlowych,

P^N - indeks poziomu cen w sektorze dóbr niehandlowych,

α - udział sektora dóbr handlowych, $0 < \alpha < 1$.

Model opiera się na 5 podstawowych założeniach, dotyczących kształtowania się cen, płac oraz wydajności pracy w poszczególnych sektorach gospodarki.

W myśl pierwszego założenia, poziom cen dóbr handlowych jest wyznaczany, przy danym poziomie (E) kursu walutowego[5] przez poziom cen dóbr handlowych za granicą (P^{T*}). Zakłada się więc działanie tzw. prawa jednej ceny w sektorze dóbr handlowych:

$$P^T = E \cdot P^{T*}. \qquad (2)$$

Zgodnie z drugim założeniem, rynek pracy jest w analizowanej gospodarce jednorodny i w związku z tym występuje jednolita płaca nominalna (W):

$$W^T = W = W^N, \qquad (3)$$

gdzie:

W^T – płaca nominalna w sektorze dóbr handlowych,

W^N – płaca nominalna w sektorze dóbr niehandlowych.

Trzecie założenie wyraża warunek równowagi na rynku pracy w obu sektorach gospodarki, a więc wyrównywania się krańcowej wydajności pracy z realnym wynagrodzeniem za pracę w każdym z sektorów:

$$W/P^T = MPL^T \;\; i \;\; W/P^N = MPL^N \qquad (4)$$

lub inaczej

$$MPL^T = W/P^T = (P^N/P^T) \cdot MPL^N, \qquad (4')$$

[1] Por. B. Balassa [1] i P. Samuelson [7].

[2] Por. A. Bratkowski, J. Rostowski [2].

[3] Por. S. Gomułka [3].

[4] Zwykle jako miernik ogólnego poziomu cen przyjmowany jest indeks cen dóbr konsumpcyjnych. Por. M. Burda, C. Wyplosz: *Macroeconomics. A European Text*. Oxford University Press 1993, s. 147-150.

gdzie:

W - płaca nominalna w gospodarce narodowej,

MPL^T - krańcowa produktywność pracy w sektorze dóbr handlowych,

MPL^N - krańcowa produktywność pracy w sektorze dóbr niehandlowych.

Wtedy wobec (1):

$$P = EP^{T*} \cdot (MPL^T/MPL^N)^{1-\alpha}. \qquad (5)$$

Według czwartego założenia krańcowa wydajność pracy w sektorach dóbr niehandlowych jest taka sama w kraju i za granicą:

$$MPL^N = MPL^{N*}, \qquad (6)$$

gdzie:

MPL^{N*} - krańcowa produktywność pracy w sektorze dóbr niehandlowych za granicą.

Wreszcie, według piątego założenia, ogólny poziom cen za granicą P^* jest wyznaczany również wg formuły (1), przy takim samym udziale sektora dóbr handlowych α jak w gospodarce krajowej.

$$P^* = P^{T*} \cdot (MPL^{T*} / MPL^{N*})^{1-\alpha}, \qquad (7)$$

gdzie:

MPL^{T*} - krańcowa produktywność pracy w sektorze dóbr handlowych za granicą,

P^* - indeks poziomu cen za granicą.

Przy tych założeniach poziom realnego kursu walutowego w analizowanej gospodarce dany jest wzorem:

$$R = P/(EP^*) = (MPL^T/MPL^{T*})^{1-\alpha}, \qquad (8)$$

gdzie:

R - realny kurs walutowy, rozumiany jako realna cena jednostki waluty krajowej w walucie obcej.

Realna wartość waluty krajowej jest zatem tym wyższa, im wyższa jest krańcowa wydajność pracy w krajowym sektorze dóbr handlowych w stosunku do krańcowej wydajności pracy w sektorze dóbr handlowych za granicą. W ujęciu dynamicznym oznacza to, że waluta krajowa realnie aprecjonuje się tym szybciej, im szybciej rośnie krańcowa wydajność pracy w krajowym sektorze dóbr handlowych w stosunku do wydajności zagranicznego sektora dóbr handlowych. To jest właśnie efekt Balassy-Samuelsona w formie klasycznej.

Nie jest to jednak jedyna interpretacja ESB. Jak zauważyli L. Halpern i C. Wyplosz[6], związek przyczynowo-skutkowy można także znaleźć, idąc od lewej do prawej strony wzoru (8), czyli:

$$MPL^T/MPL^{T*} = (P/EP^*)^{1/1-\alpha} = P^N/EP^{N*}. \qquad (9)$$

W tym ujęciu wzrost produktywności pracy w krajowym sektorze dóbr handlowych jest generowany poprzez tempo realnej aprecjacji waluty krajowej. Ten kierunek oddziaływania L. Halpern i C. Wyplosz nazwali odwróconym efektem Balassy-Samuelsona („*effect in reverse*"). Zauważmy, że realna aprecjacja waluty krajowej może zachodzić zarówno poprzez aprecjację kursu nominalnego, jak i poprzez wzrost w gospodarce cen dóbr nie będących przedmiotem handlu zagranicznego. W dalszej części pracy ESB w wersji klasycznej będziemy oznaczać jako ESB(k), w wersji odwróconej zaś - jako ESB(o).

Kluczowe znaczenie dla identyfikacji tego, z jakim typem efektu Balassy-Samuelsona mamy w danym okresie do czynienia, mają kierunki zmian na rynku pracy.

Wykresy 1 i 2 przedstawiają schemat działania rynku pracy w modelu, z którego wynika ESB. Na osi odciętych przedstawiono popyt na siłę roboczą zgłaszany przez poszczególne sektory, przy czym popyt na siłę roboczą w sektorze dóbr handlowych (T) liczymy na prawo od wierzchołka O_T, popyt na siłę roboczą w sektorze dóbr niehandlowych liczymy zaś na lewo od wierzchołka O_N. Wzdłuż osi rzędnych mierzony jest poziom płacy w gospodarce deflowany poziomem dóbr handlowych (W/P^T). Jak pamiętamy, zakłada się, że praca jest mobilna między sektorami. Kapitał jest natomiast specyficzny dla każdego sektora i dlatego jest niemobilny. W tej sytuacji, wobec stałego zasobu kapitału, wartość krańcowego produktu pracy w każdym z sektorów obniża się w miarę wzrostu zatrudnienia. Poziom równowagi w tej gospodarce jest osiągany przy takiej alokacji siły roboczej między sektorami, że wartość krańcowego produktu pracy w obu sektorach wyrównuje się, wyznaczając poziom płacy pieniężnej w kategoriach dobra handlowego[7].

Zauważmy, że podobnie jak płaca, także krzywe wartości krańcowego produktu pracy ($VMPL$) w obu sektorach są definiowane w relacji do ceny dóbr handlowych. Tak więc mamy:

$$VMPL^T = P^T \cdot MPL^T/P^T = MPL^T$$

$$VMPL^N = P^N \cdot MPL^N/P^T = (PN/P^T) \cdot MPL^N.$$

Wykres 1 ilustruje mechanizm funkcjonowania efektu Balassy-Samuelsona w wersji klasycznej. Przy danym poziomie ceny dóbr handlowych następuje wzrost produktywności pracy w sektorze wytwarzającym te dobra. Wyraża to przesunięcie w górę i na prawo linii MPL^T. Wywołuje to z jednej strony presję na

[5] Kurs rozumiany jako cena jednostki waluty obcej w walucie krajowej.

[6] L. Halpern, C. Wyplosz [5].

[7] Jest to zatem wersja modelu znanego o teorii handlu międzynarodowego pod nazwą modelu czynników specyficznych, por. N. Vousden [8], s. 15-18.

wzrost płacy nominalnej, a z drugiej strony - zwiększenie do O_TL_1 popytu na siłę roboczą w sektorze *T*. Przy niezmienionej krańcowej produktywności pracy w sektorze dóbr niehandlowych presja na wzrost płacy nominalnej wymusza wzrost cen dóbr niehandlowych (P^N), co na wykresie 1 wyraża się przesunięciem linii $VMPL^N$ w górę i na lewo. Nowy punkt równowagi ustala się - pod warunkiem że proces dostosowania jest pełny - dla płacy $W_1/P^T > W_0/P^T$ i przy tej samej co w momencie początkowym alokacji siły roboczej między sektorami. W wyniku dostosowań rośnie zatem, pod wpływem wzrostu P^N, ogólny poziom cen *P* i dochodzi do realnej aprecjacji waluty krajowej. Zauważmy, że ważnym elementem procesu dostosowań jest presja na **wzrost zatrudnienia** w sektorze dóbr handlowych, co przekłada się na impuls wzrostu płacy pieniężnej w gospodarce.

Z kolei wykres 2 ilustruje mechanizm działania efektu Balassy-Samuelsona w wersji odwróconej. Tym razem impulsem początkowym jest realna aprecjacja waluty krajowej wywołana wzrostem poziomu cen dóbr niehandlowych. Wyraża to przesunięcie w górę i na lewo linii $VMPL^N$. W konsekwencji pojawia się presja na wzrost płacy nominalnej oraz wzrost zatrudnienia do O_NL_1 w sektorze dóbr niehandlowych (spadek zatrudnienia w sektorze dóbr handlowych do O_TL_1). Przy niezmiennym poziomie cen dóbr handlowych, dyktowanym przez ceny rynku światowego, presja na wzrost płacy nominalnej wymusza wzrost produktywności w sektorze dóbr handlowych. Na wykresie 2 wyraża się to przesunięciem linii MPL^T w górę na prawo. Nowy punkt równowagi ustala się - pod warunkiem, że proces dostosowania jest pełny - dla płacy $W_1/P^T > W_0/P^T$ i przy tej samej, co w momencie początkowym, alokacji siły roboczej między sektorami. W wyniku dostosowań wywołanych aprecjacją waluty krajowej rośnie zatem produktywność w sektorze dóbr handlowych. Zauważmy, że ważnym elementem procesu dostosowań jest w tym przypadku presja na **spadek zatrudnienia** w sektorze dóbr handlowych.

Jeśli założymy, że technika produkcji w tym sektorze zarówno w kraju, jak i za granicą daje się opisać za pomocą funkcji produkcji Cobba-Douglasa o tych samych elastycznościach produkcji względem pracy, to zależność (8) można zapisać jako:

$$R = P/(EP^*) = (LP^T/LP^{T*})^{1-\alpha} \qquad (10)$$

gdzie:

LP^T - przeciętna wydajność pracy w krajowym sektorze dóbr handlowych,

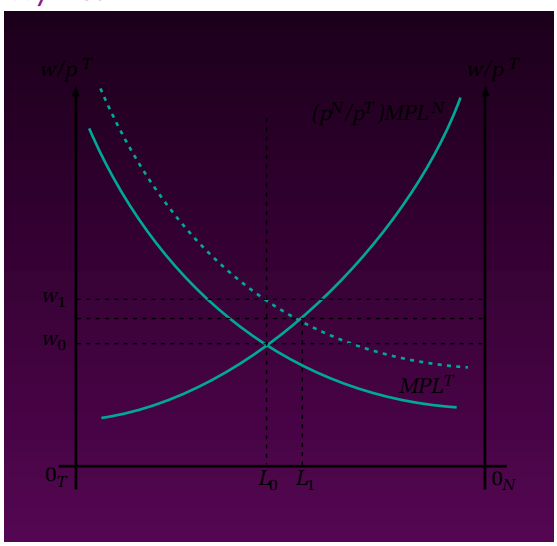
LP^{T*} - przeciętna wydajność pracy w zagranicznym sektorze dóbr handlowych.

Analiza chronologiczna

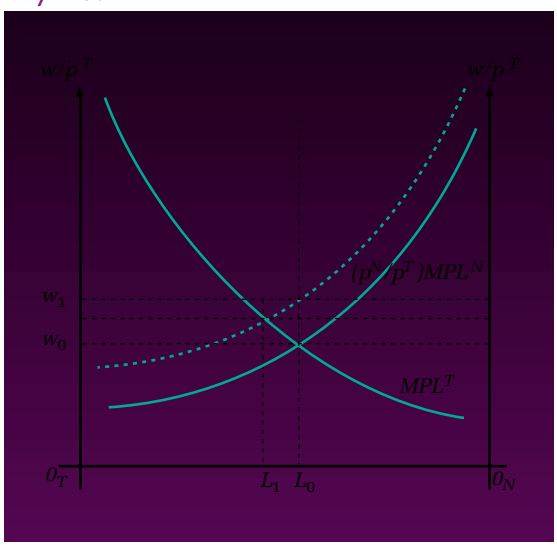
Zależność (10) można wykorzystać do obliczeń sprawdzających, jakie tempo aprecjacji złotego wiąże się z działaniem ESB. W tym celu zestawione zostały, dla okresu transformacji, tempa wzrostu wydajności pracy w polskim przemyśle przetwórczym (sekcja D wg klasyfikacji EKD) z tempami wzrostu wydajności pracy w przemyśle przetwórczym w krajach OECD. Za okres bazowy przyjęto 1989 r. Na wykresie 3 relacja ta jest zdefiniowana jako tzw. **ścieżka produktywności relatywnych**. Ścieżka ta została skonfrontowana z faktycznymi ścieżkami aprecjacji złotego, policzonymi w dwu wariantach:

- **ścieżka kursu realnego wg MFW**, gdzie krajowym indeksem cen jest indeks cen dóbr konsump-

Wykres 1



Wykres 2



cyjnych, a indeksem cen zagranicznych - zagregowany wskaźnik cen dóbr konsumpcyjnych u głównych partnerów handlowych, a więc jest to ścieżka realnego efektywnego kursu złotego w ujęciu MFW;

- **ścieżka cen relatywnych**, gdzie krajowym indeksem cen jest deflator krajowego popytu finalnego (konsumpcja indywidualna plus nakłady inwestycyjne brutto), a indeksem cen zagranicznych - zagregowany wskaźnik deflatorów PKB w krajach OECD.

Jak widać, w każdym przypadku faktyczna realna aprecjacja złotego była, w omawianym okresie, wyższa niż wynikająca z ESB.

Największe odchylenie ścieżki rzeczywistej (w obu wariantach) od ścieżki teoretycznej w stronę aprecjacji wystąpiło w 1991 r. Zgodnie z ESB w wersji klasycznej złoty powinien w tym roku realnie się zdeprecjonować. Tymczasem nastąpiła silna realna aprecjacja waluty krajowej. Z kolei w latach 1992-1994 nastąpiła deprecjacyjna korekta ruchu ścieżki rzeczywistej w stronę ścieżki teoretycznej.

Lata 1995-1996, związane z częściowym upłynnieniem złotego, charakteryzują się kolejnym odejściem ścieżki rzeczywistej od ścieżki teoretycznej, co oznacza, że złoty aprecjonował się wówczas znacznie szybciej, niż dyktowała to różnica temp wzrostu wydajności pracy w sektorach dóbr handlowych między krajem a zagranicą. I znów po tym okresie w 1997 r. nastąpiła korekta. Jeszcze większa korekta kursu w stronę deprecjacji zaszła w 1999 r., choć ścieżka produktywności relatywnych poszła w górę. W 2000 r. natomiast trend aprecjacyjny odrodził się ze wzmożoną siłą.

Z tej analizy wynika, że - ogólnie rzecz biorąc - złoty w okresie transformacji podlegał większej realnej aprecjacji niż dyktował to ESB w wersji klasycznej. Jednocześnie widać jednak, że występowało pewne „przyciąganie" ścieżki rzeczywistej aprecjacji złotego do ścieżki teoretycznej wyznaczonej przez działanie tego efektu. Wyrazem tego „przyciągania" były korekty deprecjacyjne, które wystąpiły w badanym okresie w latach 1992 - 1994 oraz 1997 i 1999 r.

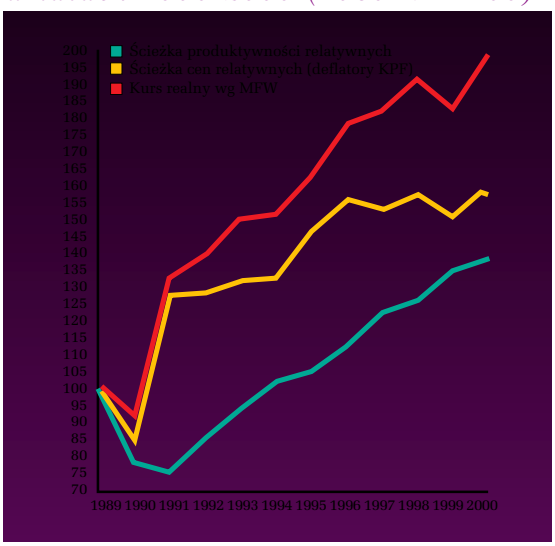
Prezentowane wyniki są bardzo wrażliwe na wybór roku odniesienia. Widać to wyraźnie przy porównaniu wykresu 3 z wykresem 4, gdzie za okres bazowy przyjęty został 1992 r. W tym ujęciu ścieżka produktywności relatywnych wykazuje szybszy wzrost niż ścieżka realnej aprecjacji. Oznacza to więc, że decydujący wpływ na wzajemne położenie linii produktywności i linii kursu realnego miał rozwój sytuacji w 1991 r.

Analiza dwóch wersji efektu Balassy-Samuelsona wykazuje, że elementem je odróżniającym jest tendencja na rynku pracy w sektorze dóbr handlowych. Jeśli obserwujemy tendencję do wzrostu zatrudnienia w tym sektorze, to można oceniać, że aprecjacja waluty krajowej wiąże się z działaniem ESB w wersji klasycznej. Jeśli natomiast obserwujemy tendencję do spadku zatrudnienia w tym sektorze, to można oceniać, że - przy aprecjacji waluty krajowej - mamy do czynienia z działaniem ESB w wersji odwróconej.

Sprawą istotną jest przy tym zdefiniowanie granicznego poziomu spadku zatrudnienia. Przyjmuję dwa warianty tego poziomu (Z_1* i Z_2*). W wariancie pierwszym każdy spadek zatrudnienia (praktycznie poniżej 0,5% w stosunku rocznym) jest podstawą kwalifikacji danej sytuacji jako działania ESB w wersji odwróconej. W wariancie drugim graniczny poziom spadku zatrudnienia wyznaczany jest przez odwrotność tempa realnej aprecjacji waluty krajowej[8], tj.:

[8] Jest to spadek zatrudnienia niezbędny do utrzymania relatywnej wydajności pracy na poziomie wyznaczonym przez REER w warunkach, gdy wydajność pracy za granicą nie zmienia się oraz nie zmienia się wolumen produkcji krajowej; por. wykres 5.

Wykres 3 *Efekt Balassy-Samuelsona w latach 1990-2000 (1989 r. = 100)*



Wykres 4 *Efekt Balassy-Samuelsona w latach 1993-2000 (1992 r. = 100)*

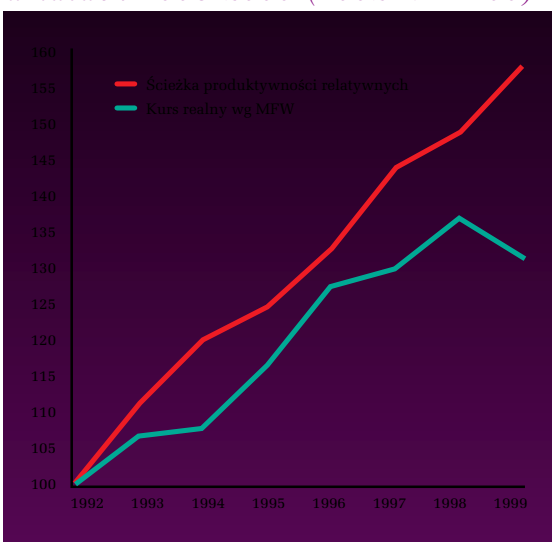


Tabela 1 *Klasyfikacja form przejawiania się efektu Balassy-Samuelsona*

Wyszczególnienie	*REER*>100?	*Z>Z**?	*RWYD>REER?*
Silny ESB(k) przy aprecjacji	tak	tak	Tak
Slaby ESB(k) przy deprecjacji	nie	nie	Tak
Silny ESB(o) przy aprecjacji	tak	nie	Nie
Silny ESB(k) przy deprecjacji	nie	nie	Nie
Słaby ESB(o) przy aprecjacji	tak	nie	Tak
Słaby ESB(k) przy aprecjacji	tak	tak	Nie
Silny ESB(o) przy deprecjacji	nie	tak	Tak
Słaby ESB(o) przy deprecjacji	nie	tak	Nie

Źródło: opracowanie własne.

$$Z_2^* = 1/REER \qquad (11)$$

gdzie:

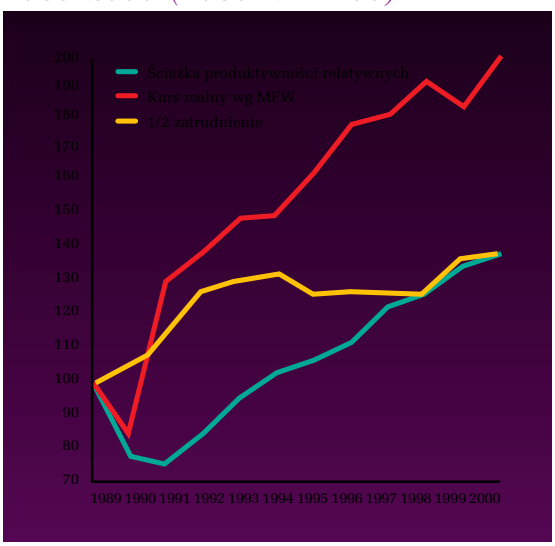
Z_2^* - graniczna dynamika spadku zatrudnienia,

REER - dynamika realnej efektywnej aprecjacji waluty krajowej.

Z kolei siłę działania ESB będziemy mierzyli relacją dynamiki relatywnej wydajności pracy (*RWYD*) do dynamiki realnej efektywnej aprecjacji waluty krajowej (*REER*). W wypadku ESB w wersji klasycznej *RWYD* ≥ *REER* oznaczać będzie silny ESB(k), natomiast *RWYD* < *REER* oznaczać będzie słaby ESB(k). W przypadku ESB w wersji odwróconej *RWYD* < *REER* oznaczać będzie silny ESB(o), a *RWYD* ≥ *REER* oznaczać będzie słaby ESB(o).

Zauważmy ponadto, że efekt Balassy-Samuelsona może być również wytłumaczeniem realnej deprecjacji waluty krajowej, w warunkach gdy wydajność pracy w sektorze dóbr handlowych w danej gospodarce rośnie wolniej niż wydajność pracy w tym sektorze w krajach - partnerach gospodarczych.

Wykres 5 *Efekt Balassy-Samuelsona w przemyśle przetwórczym w latach 1989-2000 (1989 r. = 100)*



Uwzględniając te wszystkie czynniki, można zbudować kompletną klasyfikację form przejawiania się ESB. Przedstawia ją tabela 1.

Przedstawiona klasyfikacja pozwala scharakteryzować poszczególne okresy z punktu widzenia ESB, a także sytuację w poszczególnych gałęziach gospodarki. W tabelach 2 i 3 przedstawione są odpowiednie wskaźniki dla lat 1990-2000 oraz wynikająca z ich analizy ocena form przejawiania się ESB.

Porównując wyniki zawarte w tabelach 2 i 3 zauważmy, że drugie kryterium oceny dynamiki zatrudnienia jest w warunkach aprecjacji łagodniejsze, a w warunkach deprecjacji, bardziej rygorystyczne niż pierwsze kryterium oceny dynamiki zatrudnienia. Dla poszczególnych lat różnice między wskazaniami zawartymi w obu tabelach występują w czterech przypadkach - dla 1991, 1993, 1998 i 2000 r. Poza rokiem 1993, kiedy wskazanie na słaby ESB(o) przy pierwszym kryterium oceny zamienia się na wskazanie na silny ESB(k) przy kryterium drugim, w pozostałych latach zmiana wskazania polega na przejściu od silnego ESB(o) do słabego ESB(k). Generalnie, kryterium drugie znacznie częściej niż pierwsze wskazuje na występowanie ESB w wersji klasycznej.

Dla okresów wieloletnich poszczególne kryteria dają natomiast diametralnie różne oceny. Przy zastosowaniu pierwszego kryterium zarówno w latach 1990-2000, jak i 1993-1999 oraz 1993-2000 mieliśmy w Polsce do czynienia z ESB w wersji odwróconej - silnej dla całego okresu 1990-2000 i słabej dla okresów od 1993 r. Przy zastosowaniu drugiego kryterium - we wszystkich prezentowanych okresach mieliśmy zaś do czynienia z ESB w wersji klasycznej, z tym że dla całego okresu 1990-2000 była to forma słaba, a dla okresów od 1993 r. - forma silna.

Widzimy więc, jak wielkie znaczenie ma wybór granicznego poziomu zatrudnienia. Prawdopodobnie można znaleźć jakąś wielkość krytyczną, mieszczącą się między wskaźnikami określonymi przez zastosowanie pierwszego i drugiego kryterium, która najwierniej

Tabela 2 *Formy przejawiania się efektu Balassy-Samuelsona w latach 1990-2000 przy pierwszym kryterium oceny dynamiki zatrudnienia w sektorze dóbr handlowych*

Rok/okres	*REER*>100?	*Z>Z**?	*RWYD>REER*?	Forma ESB
1990	tak	Nie	nie	Silny ESB(k) przy deprecjacji
1991	tak	Nie	nie	Silny ESB(o) przy aprecjacji
1992	tak	Nie	tak	Słaby ESB(o) przy aprecjacji
1993	tak	Nie	tak	Słaby ESB(o) przy aprecjacji
1994	tak	tak	tak	Silny ESB(k) przy aprecjacji
1995	tak	tak	nie	Słaby ESB(k) przy aprecjacji
1996	tak	tak	nie	Słaby ESB(o) przy aprecjacji
1997	tak	tak	tak	Silny ESB(o) przy aprecjacji
1998	tak	nie	nie	Silny ESB(o) przy aprecjacji
1999	nie	nie	tak	Słaby ESB(k) przy deprecjacji
2000	tak	nie	nie	Silny ESB(o) przy aprecjacji
1990-2000	tak	nie	nie	Silny ESB(o) przy aprecjacji
1993-1999	tak	nie	tak	Słaby ESB(o) przy aprecjacji
1993-2000	tak	nie	tak	Słaby ESB(o) przy aprecjacji

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych GUS i MFW.

odzwierciedlałaby graniczny poziom zatrudnienia wyznaczany przez czynniki długookresowe. Potrzebne są w tej kwestii dalsze prace.

Analiza gałęziowa

Przyjęta klasyfikacja form przejawiania się ESB pozwala również zanalizować sytuację poszczególnych gałęzi przemysłu przetwórczego. Analizą, ze względu na dostępność danych statystycznych, można objąć tylko lata 1993-1999. Wcześniej nie była stosowana Europejska Klasyfikacja Działalności (EKD), lecz nieporównywalna z nią Klasyfikacja Gospodarki Narodowej (KGN). Natomiast dla 2000 r. nie są jeszcze dostępne dane dla całej zbiorowości przedsiębiorstw przemysłowych. Również w odniesieniu do gałęzi zastosujemy dwa kryteria oceny granicznego poziomu zatrudnienia.

Tabela 3 *Formy przejawiania się efektu Balassy-Samuelsona w latach 1990-2000 przy drugim kryterium oceny dynamiki zatrudnienia w sektorze dóbr handlowych*

Rok/okres	*REER*>100?	*Z>Z**?	*RWYD>REER*?	Forma ESB
1990	nie	nie	nie	Silny ESB(k) przy deprecjacji
1991	tak	tak	nie	Słaby ESB(k) przy aprecjacji
1992	tak	nie	tak	Słaby ESB(o) przy aprecjacji
1993	tak	tak	tak	Silny ESB(k) przy aprecjacji
1994	tak	tak	tak	Silny ESB(k) przy aprecjacji
1995	tak	tak	nie	Słaby ESB(k) przy aprecjacji
1996	tak	tak	nie	Słaby ESB(k) przy aprecjacji
1997	tak	tak	tak	Silny ESB(k) przy aprecjacji
1998	tak	tak	nie	Słaby ESB(k) przy aprecjacji
1999	nie	nie	tak	Słaby ESB(k) przy deprecjacji
2000	tak	tak	nie	Słaby ESB(k) przy aprecjacji
1990-2000	tak	tak	nie	Słaby ESB(k) przy aprecjacji
1993-1999	tak	tak	tak	Silny ESB(k) przy aprecjacji
1993-2000	tak	tak	tak	Silny ESB(o) przy aprecjacji

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych GUS i MFW.

Tabela 4 *Relatywna wydajność pracy w przemyśle przetwórczym w stosunku do realnego efektywnego kursu walutowego(rok poprzedni = 100)*

Relatywna wydajność pracy/*REER*	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	1999 (1992=100)
Produkty spożywcze i napoje	100,63	109,44	91,33	97,26	100,57	93,91	104,78	96,81
Wyroby tytoniowe	96,79	101,78	88,57	83,90	99,35	107,75	103,69	81,26
Wyroby włókiennicze	107,02	108,96	91,69	98,24	104,98	103,76	109,27	125,01
Odzież i wyroby futrzarskie	92,41	101,21	78,95	98,41	107,88	97,81	98,90	75,84
Skóry i wyroby ze skór	99,44	110,95	97,75	99,93	89,23	99,67	110,37	105,78
Drewno i wyroby z drewna	95,97	103,48	86,34	93,96	104,32	95,86	114,35	92,14
Papier i wyroby z papieru	101,45	105,84	110,40	94,05	105,82	98,19	115,55	33,85
Druki i nośniki informacji	129,12	99,51	93,20	98,15	98,79	104,69	116,75	141,91
Koks i produkty ropy naftowej	101,63	100,27	94,89	92,18	96,73	87,88	104,38	79,09
Chemikalia i wyroby chemiczne	99,44	107,26	100,24	94,41	107,70	92,43	137,19	137,83
Wyroby z gumy i tworzyw sztucznych	101,45	98,95	99,88	97,43	104,60	100,14	115,45	118,14
Wyroby z pozostałych surowców niemetalicznych	102,91	113,40	90,08	97,79	103,38	103,95	119,94	132,51
Metal	93,69	118,22	105,59	87,10	112,48	92,06	104,09	109,78
Wyroby metalowe gotowe	104,46	105,56	93,56	99,48	103,38	100,88	111,96	119,84
Maszyny i urządzenia	105,28	113,97	107,28	102,06	105,45	97,26	104,58	140,92
Maszyny biurowe i komputery	187.19	113,03	135,08	132,88	105,63	112,31	131,50	592,46
Maszyny i urządzenia elektryczne	104,37	99,70	100,69	98,77	102,45	103,57	113,26	124,36
Sprzęt rtv i telekomunikacyjny	134,41	130,41	112,63	113,55	125,78	120,48	110,47	375,31
Urządzenia medyczne i precyzyjne	118,25	102,06	108,17	101,71	116,97	96,61	114,55	171,89
Pojazdy mechaniczne	132,31	103,01	104,16	117,65	177,54	109,24	123,33	264,48
Sprzęt transportowy pozostały	104,83	117,18	94,63	88,88	113,79	111,84	107,18	140,92
Meble i produkty pozostałe	99,71	104,43	95,25	99,57	109,85	93,08	110,77	111,85
Działalność produkcyjna	**103,28**	**107,73**	**95,34**	**98,06**	**105,63**	**98,46**	**110,77**	**119,84**

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych GUS i MFW.

W badanym okresie wystąpiła znaczna realna aprecjacja złotego, nie przekraczając jednak dla przemysłu przetwórczego (działalności produkcyjnej) jako całości tempa wzrostu relatywnej wydajności pracy. Odpowiednie dane gałęziowe - przy przyjęciu jako punktu odniesienia temp wzrostu wydajności pracy w przemyśle przetwórczym w krajach OECD - przedstawia tabela 4.

Z kolei w tabelach 5 i 6 przedstawiono dynamikę zatrudnienia oraz relację odwrotności dynamiki zatrudnienia do REER. Jest to podstawą do stosowania, odpowiednio, pierwszego i drugiego kryterium granicznego poziomu zatrudnienia.

Na 22 działy przemysłu przetwórczego tylko w 5. tempo wzrostu relatywnej wydajności pracy było niższe od tempa wzrostu realnego efektywnego kursu złotego (por. tabela 4). Były to przemysły: spożywczy, wyrobów tytoniowych, odzieżowy, drzewny oraz wytwarzania koksu i produktów ropy naftowej. W wielu gałęziach tempo to było natomiast kilkakrotnie wyższe. Dotyczy to w szczególności produkcji maszyn biurowych i komputerów, produkcji sprzętu radiowo-telewizyjnego i telekomunikacyjnego, produkcji pojazdów mechanicznych oraz urządzeń medycznych i precyzyjnych. Eksplozja wydajności pracy w tych czterech działach może być tłumaczona zmianą technologii wytwarzania oraz przejściem od produkcji kompleksowej opartej na krajowych ciągach kooperacyjnych do silnie importochłonnej produkcji „składakowej". Wyraźnie słabsze wskaźniki relatywnej wydajności pracy w stosunku do *REER* miały tradycyjne działy o dużej pracochłonności i surowcochłonności produkcji. Dotyczy to w szczególności przemysłów: skórzanego, produkcji metali i meblarskiego.

W badanym okresie zatrudnienie obniżyło się w przemyśle przetwórczym o 5,6%. Na 22 działy tylko w 9 wystąpił wzrost zatrudnienia (por. tabela 5). Szczególnie imponujące przyrosty zatrudnienia (powyżej 25%) odnotowano w przemyśle wyrobów z gumy i tworzyw sztucznych, w działalności wydawniczej, w przemyśle meblarskim oraz w przemyśle drzewnym. Niemniej jednak strony spektakularne spadki zatrudnienia (powyżej 40%) dotknęły przemysły: wyrobów włókienniczych, skórzany, sprzętu radiowo-telewizyjnego i telekomunikacyjnego.

Łagodniejsze kryterium granicznego poziomu zatrudnienia, odnoszące go do odwrotności dynamiki re-

Tabela 5 *Dynamika zatrudnienia w przemyśle przetwórczym (rok poprzedni = 100)*

Zatrudnienie	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	1999 (1992=100)
Produkty spożywcze i napoje	101,2	97,4	106,6	100,4	102,2	102,8	95,7	106,07
Wyroby tytoniowe	110,0	102,1	100,1	1005,5	98,2	90,9	93,2	94,00
Wyroby włókiennicze	93,7	99,4	96,2	93,1	95,4	87,7	84,6	59,04
Odzież i wyroby futrzarskie	107,0	103,7	115,3	94,8	97,9	101,6	87,1	105,07
Skóry i wyroby ze skór	90,7	95,9	98,7	100,3	109,5	77,0	81,9	59,46
Drewno i wyroby z drewna	98,6	101,0	113,5	106,8	100,7	104,1	98,8	125,03
Papier i wyroby z papieru	96,0	1114,4	95,3	104,0	105,2	100,7	95,4	107,12
Druki i nośniki informacji	98,3	101,5	112,1	103,8	109,6	106,6	101,2	137,27
Koks i produkty ropy naftowej	100,9	101,1	99,1	99,3	98,6	93,4	100,4	92,82
Chemikalia i wyroby chemiczne	97,4	103,4	100,5	99,0	97,4	95,9	93,0	87,04
Wyroby z gumy i tworzyw sztucznych	107,8	110,9	104,4	107,1	108,6	105,6	100,8	154,52
Wyroby z pozostałych surowców niemetalicznych	97,4	95,5	103,6	99,8	101,4	98,9	95,5	91,11
Metal	99,2	93,3	97,5	102,3	94,3	93,7	89,4	72,92
Wyroby metalowe gotowe	93,6	103,5	110,3	107,8	103,5	107,7	92,9	119,28
Maszyny i urządzenia	94,9	95,7	100,4	95,4	96,6	96,0	90,6	73,39
Maszyny biurowe i komputery	73,8	82,2	106,9	96,7	110,3	103,6	106,5	76,32
Maszyny i urządzenia elektryczne	97,0	104,0	102,7	100,9	106,1	99,4	97,9	107,93
Sprzęt rtv i telekomunikacyjny	86,3	91,9	92,9	93,4	96,1	93,9	91,0	56,51
Urządzenia medyczne i precyzyjne	89,6	103,4	103,5	100,5	95,9	99,9	96,7	89,28
Pojazdy mechaniczne	87,9	104,3	97,6	101,5	104,5	102,7	92,8	90,45
Sprzęt transportowy pozostały	95,4	98,8	97,9	95,3	91,6	92,2	93,1	69,14
Meble i produkty pozostałe	102,0	103,6	116,2	102,2	107,0	104,1	94,1	132,23
Działalność produkcyjna	97,6	99,7	104,3	99,8	100,7	99,3	93,2	94,40

Źródło: Rocznik Statystyczny Przemysłu, GUS 2000.

alnej aprecjacji waluty krajowej, redukuje liczbę gałęzi o nadmiernym spadku zatrudnienia z 13 do 6 (por. tabela 6). Siedem następujących gałęzi, nie spełniających kryterium pierwszego, spełnia kryterium drugie: przemysł tytoniowy, wytwarzania koksu i produktów ropy naftowej, produkcji chemikaliów, produkcji wyrobów z pozostałych surowców niemetalicznych (przemysł mineralny), produkcji maszyn biurowych i komputerów, produkcji urządzeń medycznych i precyzyjnych oraz produkcji pojazdów mechanicznych.

Na podstawie danych zawartych w tabelach 4-6 można dokonać podziału gałęzi wg form przejawiania się ESB. Tabele 7 i 8 pokazują wyniki takiego podziału przy zastosowaniu, odpowiednio, pierwszego i drugiego kryterium granicznego poziomu zatrudnienia.

Zastosowanie pierwszego rygorystycznego kryterium granicznego poziomu zatrudnienia prowadzi do wniosku, że większość gałęzi podlegała działaniu efektu Balassy-Samuelsona w wersji odwróconej. Oznaczałoby to, że wzrosty wydajności pracy były w nich niejako „wymuszane" przez tempo realnej aprecjacji złotego i wiązały się, często ze znacznymi, redukcjami zatrudnienia. Niemniej jednak widać, że zdecydowana większość tych gałęzi była w stanie uzyskać wyższe tempo relatywnej wydajności pracy niż tempo realnej aprecjacji waluty krajowej. Tylko przemysł tytoniowy oraz wytwarzania koksu i produktów ropy naftowej nie osiągnęły tego pułapu, co może oznaczać, że gałęzie te czekają istotne redukcje zatrudnienia w kolejnych latach. Silny klasyczny efekt Balassy-Samuelsona wystąpił, wg tego podziału, tylko w 6 działach. Nie mógł więc wpłynąć na obraz sytuacji w całym przemyśle przetwórczym. W strukturze własnościowej tych działów (poza przemysłem wyrobów metalowych) duże znaczenie mają firmy z udziałem kapitału zagranicznego, a ich produkcja (poza przemysłem maszyn i urządzeń elektrycznych) bazuje w dużym stopniu na surowcach krajowych. Słaby, klasyczny ESB wystąpił tylko w trzech działach, relatywnie pracochłonnych i bazujących na surowcach krajowych. Zwraca uwagę, że przemysły te należały w badanym okresie do działów o najwyższej (obok przemysłu samochodowego) stopie efektywnej protekcji celnej.

Zastosowanie drugiego, łagodniejszego kryterium granicznego poziomu zatrudnienia zasadniczo zmniej-

Tabela 6 *Relacja odwrotności zatrudnienia w przemyśle przetwórczym do realnego efektywnego kursu walutowego (rok poprzedni = 100)*

Zatrudnienie	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	1999 (1992=100)
Produkty spożywcze i napoje	92,13	101,78	86,68	91,55	95,55	92,62	108,87	71,70
Wyroby tytoniowe	84,76	97,10	92,31	91,45	99,46	104,75	111,79	80,90
Wyroby włókiennicze	99,50	99,73	96,05	98,72	102,38	108,57	123,15	128,80
Odzież i wyroby futrzarskie	87,13	95,60	80,14	96,95	99,76	93,71	119,62	72,37
Skóry i wyroby ze skór	102,79	103,37	93,62	91,64	89,19	123,65	127,21	127,89
Drewno i wyroby z drewna	94,56	98,15	81,41	86,06	96,99	91,46	105,45	60,82
Papier i wyroby z papieru	97,12	88,99	96,96	88,38	92,84	94,55	109,21	70,99
Druki i nośniki informacji	94,84	97,67	82,43	88,55	89,11	89,32	102,95	55,40
Koks i produkty ropy naftowej	92,40	98,06	93,24	92,56	99,05	101,94	103,77	81,93
Chemikalia i wyroby chemiczne	95,72	95,87	91,94	92,84	100,27	99,28	112,03	87,36
Wyroby z gumy i tworzyw sztucznych	86,49	89,39	88,51	85,82	89,93	90,16	103,36	49,21
Wyroby z pozostałych surowców niemetalicznych	95,72	103,81	89,91	92,10	96,32	96,27	109,09	82,56
Metal	93,98	106,25	94,77	89,85	103,57	101,62	116,54	104,28
Wyroby metalowe gotowe	99,61	95,78	83,77	85,26	94,36	88,41	112,15	63,75
Maszyny i urządzenia	98,24	103,59	92,03	95,94	101,10	99,18	114,99	103,62
Maszyny biurowe i komputery	126,33	120,60	86,44	95,05	88,55	91,91	97,83	99,65
Maszyny i urządzenia elektryczne	96,11	95,32	89,97	91,09	92,05	95,79	106,42	70,46
Sprzęt rtv i telekomunikacyjny	108,03	107,87	99,46	98,41	101,63	101,40	114,49	134,57
Urządzenia medyczne i precyzyjne		95,87	89,28	91,45	101,84	95,31	107,74	85,18
Pojazdy mechaniczne	104,05	95,05	94,67	90,55	93,46	92,71	112,27	84,07
Sprzęt transportowy pozostały	106,07	100,34	94,38	96,44	106,62	103,27	111,91	109,98
Meble i produkty pozostałe	97,73	95,69	79,52	89,93	91,28	91,46	110,13	57,51
Działalność produkcyjna	91,40	99,43	88,59	92,10	96,99	95,88	111,79	80,56

Źródło: jak w tabeli 4 i 5.

sza liczebność grupy działów podlegających działaniu ESB w wersji odwróconej. Dominującą kategorią staje się, według tego podziału, grupa gałęzi, w których występuje silny efekt Balassy-Samuelsona w wersji klasycznej. Zauważmy, że zanika grupa działów, w których przejawiał się silny ESB w wersji odwróconej. W grupie 6 gałęzi, o których wg tego kryterium także można powiedzieć, że podlegały słabemu ESB w wersji odwróconej, dominują (z wyjątkiem przemysłu produkcji sprzętu i aparatury RTV) przemysły pracochłonne o niskim udziale kapitału zagranicznego[9].

Zbadajmy dodatkowo, jak kształtowały się relacje cen transakcyjnych w eksporcie do jednostkowych kosztów pracy (JKP) w poszczególnych grupach gałęzi wyodrębnionych w tabelach 7 i 8. Wskaźniki relacji cen transakcyjnych w eksporcie do JKP są ważnym miernikiem zmian zyskowności eksportu. Ich wyliczenie na poziomie gałęzi przemysłu może być w warunkach polskich dokonane tylko w przybliżeniu, ponieważ GUS podaje indeksy cen w handlu zagranicznym w ujęciu towarowym tylko wg klasyfikacji NTHZ i SITC, nieporównywalnych bezpośrednio z klasyfikacją EKD/KWiU. Nieco łatwiej porównać układy NTHZ i KWiU. Taka metoda została zastosowana przy obliczeniach zawartych w tabeli 9. Jako indeks cen transakcyjnych w eksporcie dla przemysłu spożywczego i tytoniowego przyjęto wskaźnik NTHZ cen wyrobów przemysłu spożywczego; dla przemysłu wyrobów włókienniczych, odzieżowego i skórzanego - wskaźnik NTHZ cen wyrobów przemysłu lekkiego; dla przemysłu drzewnego, przemysłu papierniczego i przemysłu meblarskiego - wskaźnik NTHZ cen wyrobów przemysłu drzewno-papierniczego; dla przemysłu wytwarzania koksu i produktów ropy naftowej - wskaźnik NTHZ cen paliw i energii; dla przemysłu chemikaliów oraz przemysłu wyrobów z gumy i tworzyw sztucznych - wskaźnik NTHZ cen wyrobów przemysłu chemicznego; dla przemysłu wyrobów z pozostałych surowców niemetalicznych - wskaźnik NTHZ cen wyrobów przemysłu mineralnego; dla przemysłu metali - wskaźnik NTHZ cen wyrobów metalurgicznych; dla przemysłów: wyrobów metalowych, maszyn i urządzeń mechanicznych, maszyn biurowych i komputerów, maszyn i urządzeń elektrycznych, sprzętu RTV i telekomunikacyjnego,

[9] Por. K. Marczewski [6], tablica 22 i tablica A.14.

Tabela 7 *Podział gałęzi przemysłu przetwórczego z punktu widzenia formy przejawiania się ESB w latach 1993-1999 przy kryterium poziomu zatrudnienia*

		RWYD >REER? Nie	Tak	Liczba gałęzi
		Słaby ESB(k)	**Silny ESB(k)**	
		- spożywczy	- papierniczy	
Z ≥ Z1	Tak	- odzieżowy	- działalność wydawnicza	
		- drzewny	- wyrobów z gumy	9
		- wyrobów metalowych		
		- maszyn i urządzeń		
		- elektrycznych		
		- meblarski		
	Nie	**Silny ESB(o)**	**Słaby ESB(o)**	
		- wyroby tytoniowe	- mineralny	
		- wytwarzanie koksu i	- urządzeń medycznych i precyzyjnych	
		produktów ropy naftowej	- pojazdów mechanicznych	
			- chemikaliów	
			- maszyn biurowych i komputerów	13
			- wyrobów włókienniczych	
			- skórzany	
			- produkcji metali	
			- maszyn i urządzeń	
			- sprzętu transportowego	
			- pozostałego	
Liczba gałęzi		5	17	2

Źródło: jak w tabeli 4 i 5.

urządzeń mechanicznych i precyzyjnych, pojazdów mechanicznych i pozostałego sprzętu transportowego - wskaźnik NTHZ cen wyrobów przemysłu elektromaszynowego; dla działalności wydawniczej (druki i nośniki informacji) - wskaźnik NTHZ cen wyrobów pozostałych gałęzi przemysłu.

W całym przemyśle przetwórczym w latach 1994-1999 ceny transakcyjne w eksporcie zwiększały się wolniej niż jednostkowe koszty pracy[10], a więc obniżyła się tak liczona relatywna zyskowność eksportu. Poprawę zyskowności odnotowano w 10 z 22 działów. Dotyczy to większości działów przemysłu elektromaszynowego, obydwu gałęzi przemysłu chemicznego oraz przemysłu papierniczego i meblarskiego. Dzięki imponującym wzrostom wydajności pracy najwyższe wskaźniki poprawy zyskowności osiągnęły przemysły „składakowe": maszyn biurowych i komputerów, sprzętu RTV i telekomunikacyjnego oraz pojazdów mechanicznych. Obniżyła się natomiast zyskowność eksportu w obydwu gałęziach przemysłu spożywczego, w przemyśle odzieżowym oraz w przemyśle wytwarzania koksu i produktów ropy naftowej.

[10] Nie uwzględniono danych za 1993 r. ze względu na zmianę przez GUS, między 1992 r. a 1993 r., sposobu ujmowania tzw. obrotu uszlachetniającego w handlu zagranicznym.

Zestawiając dane z tabeli 9 z podziałem gałęzi przedstawionym w tabeli 7 stwierdzamy, że obie grupy gałęzi - o tempie wzrostu relatywnej wydajności pracy nie nadążającym za tempem wzrostu realnej aprecjacji złotego - cechowały się obniżającą się zyskownością eksportu. Grupa gałęzi, dla których stwierdziliśmy występowanie słabego ESB w wersji odwróconej, w większości cechowała się natomiast rosnącą zyskownością eksportu. Również rosnącą lub w miarę stabilną zyskownością eksportu charakteryzowała się większość gałęzi, dla których stwierdziliśmy występowanie silnego ESB w wersji klasycznej. Wskaźnik relatywnej zyskowności dzielił więc badaną populację w podobny sposób, jak wskaźnik relatywnej wydajności pracy liczonej w stosunku do *REER*.

Zestawiając z kolei dane z tabeli 9 z podziałem gałęzi przedstawionym w tabeli 8, stwierdzamy, że o ile w przypadku występowania efektu Balassy-Samuelsona w wersji klasycznej wskaźnik relatywnej zyskowności daje podobny podział populacji jak wskaźnik *RWYD/REER*, o tyle w przypadku występowania efektu Balassy-Samuelsona w wersji odwróconej trudno ustalić przeważający typ relacji cen transakcyjnych w eksporcie do JKP. Z jednej strony w przemysłach: skórzanym, wyrobów włókienniczych oraz produkcji metali zyskowność eksportu wyraźnie się obniżyła, z drugiej

Tabela 8 *Podział gałęzi przemysłu przetwórczego z punktu widzenia formy przejawiania się ESB w latach 1993-1999 przy drugim kryterium poziomu zatrudnienia*

		RWYD >REER?		Liczba gałęzi
		Nie	**Tak**	
		Słaby ESB(k)	**Silny ESB(k)**	
		- spożywczy	- papierniczy	
$\mathbf{Z \geq Z_2}$	Tak	- odzieżowy	- działalność wydawnicza	
		- drzewny	- wyrobów z gumy	16
		- wyroby tytoniowe	- wyrobów metalowych	
		- wytwarzanie koksu	- maszyn i urządzeń elektrycznych	
		i produktów ropy	- meblarski	
		naftoej	- mineralny	
			- urządzeń medycznych i precyzyjnych	
			- pojazdów mechanicznych	
			- chemikaliów	
			- maszyn biurowych i komputerów	
	Nie	**Silny ESB(o)**	**Słaby ESB(o)**	
		- wyroby tytoniowe	- skórzany	
			- wyrobów włókienniczych	
			- produkcji metali	6
			- maszyn i urządzeń	
			- sprzętu RTV	
			- sprzętu transportowego	
			pozostałego	
Liczba gałęzi		5	17	22

Źródło: obliczenia na podstawie tabel 4 i 6.

strony zaś w przemysłach: maszyn i urządzeń mechanicznych, sprzętu RTV oraz produkcji pozostałego sprzętu transportowego - zyskowność eksportu się poprawiła. Oznaczać to może, że dla tej pierwszej części gałęzi presja aprecjacyjna była tak silna, że pomimo zdecydowanych cięć w zatrudnieniu i wzrostu relatywnej wydajności pracy, większego od wzrostu realnej aprecjacji złotego, nie były one w stanie utrzymać początkowej zyskowności eksportu.

*

W pracy podjęto próbę identyfikacji form przejawiania się efektu Balassy-Samuelsona w polskim przemyśle przetwórczym. Ze względu na kluczowe znaczenie definicji granicznego poziomu zatrudnienia przedstawiono dwa warianty wyników. Rezultaty otrzymane w ramach wariantu pierwszego wydają się, w ocenie autora, bliższe rzeczywistym procesom.

Generalnie, wyniki potwierdzają występowanie ESB, choć nie dają definitywnej konkluzji co do form jego przejawiania się w poszczególnych gałęziach. Udało się jednak wyodrębnić gałęzie, dla których można uznać - bez względu na wariant obliczeń - że ich wysoka produktywność generowała w latach 1993-1999 ESB w wersji klasycznej. Są to: przemysł papierniczy, produkcji wyrobów z gumy i tworzyw sztucznych, produkcji wyrobów metalowych, produkcji maszyn i urządzeń elektrycznych, przemysł meblarski oraz działalność wydawnicza. Udało się także ustalić gałęzie podlegające w tym okresie ESB w wersji odwróconej. Są to: przemysł skórzany, produkcji wyrobów włókienniczych, produkcji metali, produkcji maszyn i urządzeń mechanicznych, produkcji sprzętu RTV i telekomunikacyjnego, produkcji pozostałego sprzętu transportowego. Dla tych branż realna aprecjacja waluty krajowej była poważnym wyzwaniem. Jak dotąd wydaje się, że tylko trzy ostatnie są w stanie sprostać temu wyzwaniu.

Tabela 9 *Relacja cen transakcyjnych w eksporcie do jednakowych kosztów pracy (rok poprzedni = 100)*

Zatrudnienie	1994	1995	1996	1997	1998	1999	1999 (1993=100)
Produkty spożywcze i napoje	110,2	91,1	88,8	101,1	86,7	96,7	75,55
Wyroby tytoniowe	92,8	86,0	63,0	98,3	89,8	95,9	42,54
Wyroby włókiennicze	102,3	88,1	95,3	104,8	93,0	107,6	90,11
Odzież i wyroby futrzarskie	100,5	78,5	97,5	109,6	88,8	100,1	74,92
Skóry i wyroby ze skór	106,9	91,6	95,1	92,5	91,8	107,2	84,74
Drewno i wyroby z drewna	105,0	98,6	95,4	102,5	86,8	109,8	96,43
Papier i wyroby z papieru	106,0	112,8	91,3	105,7	90,5	107,4	112,14
Druki i nośniki informacji	96,4	97,8	90,9	95,3	93,1	111,5	84,82
Koks i produkty ropy naftowej	89,2	90,3	97,5	105,2	82,5	102,4	69,84
Chemikalia i wyroby chemiczne	100,5	109,8	82,8	103,4	82,1	135,2	104,95
Wyroby z gumy i tworzyw sztucznych	98,2	113,3	91,1	102,4	94,4	110,1	108,10
Wyroby z pozostałych surowców niemetalicznych	105,2	89,7	96,9	100,3	92,0	118,4	99,88
Metale	115,8	109,8	76,6	115,5	87,5	96,5	94,91
Wyroby metalowe gotowe	109,8	91,5	102,5	100,8	83,8	112,0	97,51
Maszyny i urządzenia	117,4	103,9	103,2	103,2	79,3	105,8	109,04
Maszyny biurowe i komputery	126,5	139,6	130,8	90,1	88,8	105,7	195,39
Maszyny i urządzenia elektryczne	101,6	99,9	100,2	101,8	82,5	114,0	97,39
Sprzęt rtv i telekomunikacyjny	132,0	107,7	115,1	118,8	94,1	106,1	193,97
Urządzenia medyczne i precyzyjne	101,8	106,1	105,0	110,4	79,4	115,0	114,30
Pojazdy mechaniczne	105,4	102,7	115,0	113,5	89,9	122,4	155,30
Sprzęt transportowy pozostały	119,0	93,8	92,5	110,0	88,6	105,6	106,20
Meble i produkty pozostałe	110,6	108,3	99,8	107,0	84,3	105,0	113,22
Działalność produkcyjna	**106,4**	**97,1**	**94,1**	**104,5**	**86,9**	**107,4**	**94,85**

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych GUS.

Bibliografia

1. B. Balassa (1964): *The Purchasing Power Parity Doctrine: A Reappraisal.* „Journal of Political Economy", vol. 72.
2. A. Bratkowski, J. Rostowski: *Własną drogą do unii monetarnej czyli Polska potrafi!* W: „Magazyn Finansowy" nr 1/2000, Warszawa.
3. S. Gomułka: *Czy program oficjalny nie jest optymalny?* W: „Magazyn Finansowy" nr 1/2000, Warszawa.
4. L. Halpern, C.Wyplosz (1997): *Equilibrium Exchange Rates in Transition Economies.* IMF Staff Papers, vol. 44.
5. L. Halpern, C. Wyplosz (1998): *Equilibrium Exchange Rates in Transition Economies: Further Resuts.* W: *Monetary and Exchange Rate Policies in Central and Eastern Europe and the Introduction of EMU.* CEPR/EWI Economic Policy Institute Forum, Brussels, 20-22 November.
6. K. Marczewski (1999): *Foreign Trade, Industrial Growth and Structural Changes in Poland.* Discussion Papers no. 75, Foreign Trade Research Institute, Warsaw.
7. P. Samuelson (1964): *Theoretical Notes on Trade Problems.* Review of Economics and Statistics, vol. 46.
8. N. Vousden (1990): *The Economics of Trade Protection.* Cambridge University Press.

BANK I KREDYT listopad-grudzień 2001

Konwergencja w krajach Europy Środkowo-Wschodniej a euro*

András Simon

Wprowadzenie

Kraje Europy Środkowo-Wschodniej zakończyły już bolesny, ale jednocześnie owocny okres przejściowy od gospodarki planowej do w pełni rozwiniętej gospodarki rynkowej. Samo tempo wydarzeń przyprawia o zawrót głowy. Dziesięć lat temu nikt nie robił sobie nadziei, że na progu pierwszej dekady XXI wieku kraje te wejdą w etap bliskiego już przystąpienia do Unii Europejskiej. Chociaż obecne dyskusje koncentrują się na tym, jak i kiedy nastąpi przystąpienie do Unii Europejskiej, to wraz z powołaniem do życia Unii Gospodarczej i Walutowej wyłania się kwestia nowej fazy procesu integracji i nowe zagadnienie do dyskusji. Jest to kwestia tego, jak i kiedy kraje te powinny przystąpić do UGW.

Doświadczenia ostatniego dziesięciolecia nastrajają nas optymistycznie co do tempa zbieżności gospodarczej i instytucjonalnej między krajami kandydującymi a Unią Europejską. Tempo to częściowo może wyjaśnia, dlaczego proces rozszerzania Unii Europejskiej dokona się prawdopodobnie szybciej niż w przypadku krajów śródziemnomorskich przed laty. Jednak w okresie dochodzenia do członkostwa w Unii Gospodarczej i Walutowej tempo konwergencji może spowodować powstanie problemów, które dla analityków nie stanowią niczego nowego, ale które w tej nowej sytuacji mogą nabrać większego znaczenia.

Niniejszy referat stanowi przyczynek do dyskusji na temat wyboru kursu walutowego i polityki inflacyjnej, które byłyby najkorzystniejsze w okresie przed przystąpieniem do UGW, spójne z celami kursowymi wymaganymi do osiągnięcia członkostwa w UGW i jednocześnie spójne z inflacyjnym kryterium z Maastricht. Wysokiemu wzrostowi towarzyszy na ogół wyższa wariancja (ryzyko). Należy zaprojektować strategie, które łagodziłyby to ryzyko. Zamierzam twierdzić, że kryteria z Maastricht zawierają niespójności (sprzeczności), które pogarszają nierównowagę ekonomiczną, zwiększając ryzyko dla krajów kandydatów oraz jednocześnie dla Unii Walutowej jako całości. Zostaną tu omówione pewne propozycje obejścia wymaganych do spełnienia warunków i wyeliminowania obecnych w nich niespójności.

Znaczenie i wybór polityki kursowej

Kraje aspirujące do członkostwa w Unii Europejskiej charakteryzują się szerokim wachlarzem różnorodnych systemów kursowych: można tu znaleźć praktycznie wszystkie ich odmiany: od izby walutowej (np. w Estonii) do systemów płynnych (np. w Republice Czeskiej czy Polsce). Do maja 2001 r. system węgierski oscylował między tymi dwoma biegunami: system kroczący z wcześniej ogłaszaną stopą dewaluacji i stosunkowo wąskim pasmem wahań ±2,25%. Doświadczenia z tymi różnorodnymi systemami pokazują, że nie ma żadnego bezpośredniego związku między istniejącym w danym

* Chciałbym podziękować György Surányi i György Szapáry za pomocną dyskusję. Wyrażone tu poglądy są poglądami autora i niekoniecznie odzwierciedlają oficjalny pogląd Narodowego Banku Węgier.

kraju systemem kursowym a postępami w dezinflacji po szoku transformacji. Na przykład poziom inflacji bliski poziomowi Unii Europejskiej osiągnęła Estonia, w której istnieje izba walutowa, i Republika Czeska, gdzie występuje płynny kurs walutowy. Mniej więcej tę samą ścieżkę dezinflacji zagwarantowano w Polsce przy szerokopasmowym i na Węgrzech przy wąskopasmowym kursie kroczącym.

Trudno byłoby również poczynić jakiekolwiek rozróżnienie między tymi dwoma systemami na podstawie ich odporności na przepływy kapitału spekulacyjnego. Często na rzecz mechanizmów płynnych lub szerokopasmowych przytacza się argument, że stanowią lepszą ochronę przed atakami kapitału spekulacyjnego. Darvas i Szapáry (2000) zwracają jednak uwagę na doświadczenia Polski i Izraela w trakcie kryzysu rosyjskiego, które wykazały, że w sytuacji nagłych zmian w nastrojach na rynku szerokie pasma wcale nie chronią przed atakami spekulacyjnymi. Szerokie pasma nie zniechęciły również do napływu kapitału spekulacyjnego. Przed kryzysem rosyjskim oba te kraje doświadczyły znacznych napływów kapitału krótkoterminowego.

To jednorodne zachowanie się różnych systemów kursowych wcale nie oznacza, że wybór jest dowolny i że każdy system jest w każdym przypadku dobry. Przeciwnie, wybór optymalny jest jak najbardziej zależny od konkretnej sytuacji.

Dobrze wiadomo, że długofalowo inflacja zależy od powodzenia polityki skojarzenia oczekiwań z tzw. kotwicami. Jeśli zobowiązanie do prowadzenia polityki nieinflacyjnej jest w pełni wiarygodne, to najlepszą kotwicą będzie sama stopa inflacji. W tym przypadku kurs walutowy nie odgrywa żadnej roli przy tworzeniu oczekiwań, a wahania kursu walutowego - odgrywające rolę bufora amortyzującego szoki zewnętrzne - mogą nawet doprowadzić do wykrystalizowania się przekonania, że polityka gospodarcza dotyczy tylko inflacji i niczego innego. Prawdopodobnie jest również tak, że im mniejszy i bardziej otwarty jest kraj, tym bardziej trzeba być wiarygodnym, aby przekonać ludzi, iż jakiekolwiek zawirowania kursu walutowego są rzeczywiście dla inflacji nieistotne.

Jeśli wiarygodność jest niska, a kraj mały i otwarty, to kurs walutowy może być lepszą, a nawet jedyną możliwą kotwicą dla oczekiwań inflacyjnych. Porównanie wyboru Polski i Węgier jest dobrym przykładem tego, jak bardzo strategia optymalna zależy od warunków początkowych. Węgierska polityka pieniężna stanowiła wyraźny przykład sytuacji niskiej wiarygodności po stabilizacji 1995 r. Wybrano wówczas kroczący system kursu walutowego. Warunki w Polsce były zupełnie odmienne. Po okresie nieprzekonujących eksperymentów z systemem obejmującym cel kursowy można było odwołać się do atutu wiarygodności, którą uzyskano wcześniej dzięki wzrostowi gospodarczemu, lepszemu bilansowi fiskalnemu i zewnętrznemu. Stworzyło to sprzyjający kontekst dla polityki pieniężnej, która obiecywała nieugiętą determinację w ograniczaniu zagregowanego popytu, bez względu na straty w postaci PKB czy konkurencyjności. Dysponując korzystniejszymi saldami finansowymi, Polska mogła sobie pozwolić na obciążenie fiskalne w okresie wysokich realnych stóp procentowych, podczas gdy warunki na Węgrzech zmusiły politykę gospodarczą do zachowania większej oszczędności także w tym zakresie.

Bez względu jednak na to, na ile system optymalny zależy od konkretnych warunków, właściwy wybór systemu kursowego nie może znieść podstawowego problemu makroekonomicznego, z którym kraje nowo przystępujące do Unii Europejskiej muszą sobie poradzić. Problem ten wiąże się z wysoką stopą wzrostu, która rodzi współzależne ryzyko w postaci inflacji i niezrównoważonego bilansu zewnętrznego. Zamierzam twierdzić, że jedyna droga do poradzenia sobie z tym ryzykiem zależy od wyboru kursu walutowego.

Konwergencja to przedsięwzięcie wysokiego ryzyka

Efekt Balassy-Samuelsona (efekt B-S) to dobrze znana relacja, która dominuje w gospodarkach ze zróżnicowanymi stopami wzrostu wydajności. Zgodnie z tą teorią, różnice stóp wzrostu prowadzą do zmian w obrębie realnych kursów walutowych. Wniosek ten opiera się na spostrzeżeniu, że wzrost wydajności w sektorze dóbr będących przedmiotem handlu zagranicznego jest szybszy niż w sektorze dóbr nie będących przedmiotem handlu zagranicznego. Im szybszy jest zagregowany wzrost wydajności, tym większa jest luka wzrostu między tymi dwoma sektorami. Ponieważ ceny długofalowo zależą do kosztów, a ceny dóbr będących przedmiotem handlu zagranicznego determinuje kurs walutowy, niedopasowanie sektorowych stóp wzrostu wydajności w szybko rozwijającym się kraju prowadzi albo do wyższej inflacji, albo do aprecjacji waluty.

Empiryczna weryfikacja efektu B-S nie daje jednorodnych wyników. Isard i Symansky (1996) podają, że istnieje kilka krajów, w których sektor usług wydaje się wykazywać wyższą stopę wydajności niż sektor dóbr będących przedmiotem handlu zagranicznego. Doświadczenie europejskie wskazuje jednak wyraźnie na prawomocność efektu B-S. Europejski Bank Centralny (1999) odnotowuje, że są wyraźne dowody występowania efektu B-S na obszarze euro, chociaż nie przedstawia dokładnych szacunków. Międzynarodowy Fundusz Walutowy (2000) przytacza wyliczenia, szacujące efekt BS w przedziale 1,5% i 2% rocznie dla niektórych krajów członkowskich Unii Europejskiej. Pelkmans, Gros i Nunez Ferrer (2000) przeprowadzają dokładne

wyliczenia dla krajów kandydujących, stwierdzając, że efekt B-S w tych krajach może wynosić około 3,5-4%. Simon i Kovács (1998 i 2000) szacują, że w przypadku Węgier efekt B-S w okresie 1991-1998 wynosił 1,9% rocznie. W przypadku Słowenii MFW (2000) przedstawia szacunek 2,5% rocznie. Wyniki uzyskane przez Halperna i Wyplosza (1996) oraz Krajnyaka i Zettelmeyera (1997) implikują wzrost realnego kursu walutowego o 0,6% na każdy procent stopy konwergencji w ujęciu PKB na głowę mieszkańca. Wyliczenia te zgodnie pokazują, że jeśli obecny trend dodatniego wzrostu wydajności będzie się w dalszym ciągu utrzymywał, to jest wysoce prawdopodobne, że kraje kandydujące albo muszą przekroczyć dopuszczalne w kryteriów z Maastricht 1,5-procentowe odchylenie inflacji, albo będą musiały aprecjować swoją walutę, co znowu jest sprzeczne z zasadą zbieżności kursów walutowych.

Dlaczego efekt B-S implikuje ryzyko makroekonomiczne? Ryzyko polega na pewnej konsekwencji efektu B-S: z uwagi na niepokryty parytet stopy procentowej realna stopa procentowa równowagi jest proporcjonalnie niższa w kraju, w którym waluta podlega realnej aprecjacji.

Niskie stopy procentowe zachęcają do wydatków i powodują powstanie deficytu zewnętrznego. Wiemy z teorii, że może to wywoływać proces dążenia do równowagi poprzez wygładzanie konsumpcji na osi czasowej, dokonywania wydatków na koszt przyszłości, w której - jak wiemy - będziemy bogaci. Wszystko byłoby w porządku, gdybyśmy dokładnie znali przyszłość. Świat jednak ma charakter stochastyczny, a zadłużanie się jest ryzykowne. Nie mamy pewności co do przyszłej stopy konwergencji, nie jesteśmy pewni momentu zakończenia procesu. Czy wyjdziemy z tego procesu ze średnim poziomem Unii Europejskiej, czy z niższym poziomem, na którym wszystkie te kraje już były przez całe wieki przed zniszczeniami okresu komunizmu? Przyszłość, rzecz jasna, jest niepewna dla każdego kraju, ale kraj, który zaciąga długi na konto niepewnej przyszłości, podejmuje większe ryzyko. Ta wysoka niepewność wydaje się tkwić w niestabilności cen aktywów tego kraju. Ocena przyszłości co pewien czas się zmienia, tak samo zachowanie inwestorów. Wysokie ryzyko może zniechęcać ich do kupowania długoterminowych papierów wartościowych, a skłaniać do finansowania długu papierami krótkoterminowymi, co jeszcze bardziej zwiększa ryzyko kraju.

Japonia jest wręcz podręcznikowym przykładem kraju, w którym szybki wzrost gospodarczy wywołuje niską realną stopę procentową. Przykład japoński nie stanowi jednak żadnej lekcji na użytek bieżącej sytuacji w krajach Europy Środkowo-Wschodniej. W okresie cudu gospodarczego Japonia była gospodarką dużo bardziej zamkniętą, z zamkniętymi rynkami kapitałowymi i „notorycznie" oszczędną ludnością. Żaden z tych warunków nie stosuje się do Europy Środkowej i Wschodniej. Od ludności nie należy oczekiwać rozwagi makroekonomicznej. Przejawiać ją muszą twórcy polityki gospodarczej.

Jakimi narzędziami można się posłużyć do kształtowania polityki gospodarczej? Czy system kursowy jest jej istotnym elementem? Jak wspomniano wcześniej, doświadczenie krajów Europy Środkowej i Wschodniej nie potwierdza idei, że systemy kursowe wykazują zróżnicowaną efektywność w zakresie stabilizacji inflacji. To samo da się powiedzieć o ich roli jako stabilizatora równowagi zewnętrznej.

Strategia oparta na kursie walutowym rezygnuje z polityki w zakresie stóp procentowych, zarzucając wszelkie próby ograniczenia popytu poprzez politykę pieniężną. Kraj naraża się na ryzyko nadmiernych wydatków i następujących po nich okresów rozczarowania i recesji w zależności od zawirowań nastrojów na rynku.

Przy płynnym kursie walutowym polityka pieniężna może przeważyć nad oczekiwaniami rynkowymi, realizując politykę stóp procentowych i obniżając w ten sposób ryzyko „nastrojów na rynku". Elastyczność ta jest jednak ograniczona, ponieważ ma swoją cenę. Oddziaływanie polityki w zakresie stóp procentowych na sektor dóbr będących przedmiotem handlu zagranicznego i sektor dóbr nie będących przedmiotem handlu zagranicznego nie ma charakteru symetrycznego. Realna aprecjacja w wyniku wzrostu stóp procentowych ostrzej uderza w sektor dóbr będących przedmiotem handlu zagranicznego. Zniekształceniu ulegają ceny względne i zwiększa się ryzyko długotrwałej nierównowagi na rynku dóbr. Oznacza to okres wysokich deficytów zewnętrznych, które mogą przekroczyć limit tolerancji wyznaczony przez istniejący stopień wiarygodności polityki.

Jest to to samo ryzyko deficytu zewnętrznego, które niesie ze sobą system kursu sztywnego. Różnica polega jedynie na tym, że ryzyko wynikające ze zniekształcenia na osi czasowej (między konsumpcją w dniu dzisiejszym i w dniu jutrzejszym) zostaje przekształcone w ryzyko nierównowagi strukturalnej (między dobrami będącymi przedmiotem handlu zagranicznego a dobrami nie będącymi przedmiotem handlu zagranicznego).

Wniosek ten nie jest w naukach ekonomicznych nowy: polityka pieniężna nie jest odpowiednim narzędziem rozwiązywania długofalowych problemów strukturalnych, takich jak alokacja wydatków między różnymi punktami w czasie. I to bez względu na to, jaki system kursowy zostanie do niej dołączony. Właściwym narzędziem byłaby tu restrykcyjna polityka fiskalna, ale możliwość jej realizacji ograniczona będzie krótkoterminowymi presjami. Na ogół to one wyznaczają zachowanie fiskalne.

Co gorsza, problemy bilansu zewnętrznego i inflacji są współzależne. Wszelkie wstrząsy (szoki) oddzia-

łujące na bilans zewnętrzny przenoszą się na oczekiwania inflacyjne. Rynek wie, że kryzysy zadłużenia można rozwiązać albo poprzez recesję, albo przez deprecjację, której towarzyszy inflacja, albo przez jedno i drugie. Oznacza to, że jeżeli stwierdzimy, iż kraje realizujące konwergencję podlegają wysokiemu ryzyku w zakresie bilansu zewnętrznego, to musimy dojść do wniosku, że charakteryzuje je również ryzyko wysokiej inflacji. Polityka gospodarcza dążąca do minimalizacji ryzyka inflacji musi jednocześnie sprowadzać do minimum ryzyko nierównowagi zewnętrznej.

Jest zrozumiałe, że kraje członkowskie Unii Gospodarczej i Walutowej będą dążyć do jak największego zmniejszenia zarówno ryzyka strukturalnego, jak i inflacyjnego, które państwa akcesyjne mogą wnieść do unii. W tym właśnie celu zaprojektowane zostały kryteria z Maastricht. Zobaczmy teraz, na ile skutecznie.

Okres poprzedzający UGW: Maastricht wymusza podejmowanie większego ryzyka

Jednym z kryteriów Maastricht jest to, że w roku poprzedzającym przystąpienie do UGW stopa inflacji kraju akcesyjnego nie powinna przekraczać o więcej niż 1,5 punktu procentowego średniej stopy inflacji w trzech krajach Unii Europejskiej o najniższej inflacji. Jest oczywiste, że wymóg ten wymusza na kraju akcesyjnym stopę inflacji niespójną z tymi zmianami strukturalnymi, które odzwierciedla efekt B-S. Ponieważ wiemy, że w długim okresie nie ma możliwości aprecjacji waluty, wymuszona stopa inflacji będzie z konieczności niższa niż racjonalne oczekiwania inflacyjne.

Stanowi to niezawodny przepis na recesję wygenerowaną przez politykę gospodarczą, nie mającą żadnego racjonalnego celu. Nie przyczynia się do tworzenia wiarygodności polityki gospodarczej, choć podobne recesje zazwyczaj się do tego przyczyniają, dowodząc zdeterminowania do prowadzenia polityki antyinflacyjnej. Przeciwnie, jeśli recepta ta zostanie potraktowana poważnie, twórcy polityki gospodarczej mogą być uznani za skłonnych do podejmowania działań irracjonalnych. Poza utratą wiarygodności nieuniknione są dalsze straty. Polityka irracjonalna będzie prawdopodobnie sporym zaskoczeniem dla rynku, co oznacza, że forsowanie celu inflacyjnego wymagać będzie dużego poświęcenia. Niezbędne będą wysokie stopy procentowe w celu wymuszenia procesu tłumienia inflacji, co doprowadzi do aprecjacji waluty. Rynek wie, że zarówno wysokie stopy procentowe, jak i silna waluta mają charakter przejściowy. Jego naturalną reakcją będzie rzucenie się na krótkoterminowe papiery, co destabilizować będzie rynek pieniężny, oraz zdecydowana niechęć do przerzucenia skutku aprecjacji na ceny krajowe. Oznacza to, że za proces ten trzeba będzie zapłacić zarówno utratą stabilności, jak i części PKB (luka produkcji).

Sposoby spełnienia kryteriów z Maastricht

System kryteriów z Maastricht to narzędzie ustawodawcze, które jest wynikiem długiego i skomplikowanego procesu polityki międzynarodowej. Próba zmiany kryteriów w celu uwzględnienia efektu B-S byłaby zadaniem karkołomnym, gdyż do wypracowania alternatywnych ram potrzebna byłaby wyrafinowana argumentacja ekonomiczna oraz wyliczenia. Subtelności tego rodzaju nie nadają się do dyskusji politycznej. Dlatego też efekt Balassy-Samuelsona nie jest dostatecznym uzasadnieniem dla przystąpienia do formułowania propozycji zmodyfikowania kryteriów. Uzasadnia jednak poświęcenie sporej uwagi ocenie osiągnięć inflacyjnych krajów kandydujących w okresie bezpośrednio poprzedzającym Unię Gospodarczą i Walutową. Można tu odwołać się do ducha wymogów Maastricht, a nie do formalnego sformułowania.

Ducha wymogów Maastricht można wywieść z zasady równego traktowania. Jednak interpretacja tej zasady zależy od celów, którym takie „traktowanie" powinno służyć. Świat się zmienia, warunki ulegają zmianie, również kraje różnią się między sobą. Czy Grecja i Portugalia przystąpiły do Unii Europejskiej na tych samych warunkach formalnych co te, których spełnienia oczekuje się od obecnych krajów akcesyjnych? Oczywiście nie! Obecne warunki są dużo bardziej restrykcyjne, ponieważ w dzisiejszych czasach, w nowej globalnej sytuacji ekonomicznej ówczesne warunki pozostawiałyby więcej miejsca na działanie sił destabilizujących niż wówczas. Wspólną zasadą, która sprawia (jeśli istotnie sprawia), że te dwa sposoby traktowania będą nadal równe, jest wymóg stabilności. Czy biedne i bogate kraje przyczyniają się do finansowania przedsięwzięć rozwojowych w takim samym stopniu? Oczywiście nie, ponieważ równe traktowanie w tym przypadku interpretuje się jako „wyrównywanie", „urawniłowkę". Czy dobrą interpretacją równego traktowania jest to, że każdy musi dążyć do tej samej stopy inflacji, nawet jeśli stabilizuje ona gospodarkę w dojrzałym gospodarczo kraju, ale destabilizuje gospodarkę dążącą do konwergencji? Oczywiście nie. Interpretacja ta jest zarówno niesprawiedliwa, jak i nierozsądna. „Polityka inflacyjna w każdym kraju powinna służyć jednorodnie celowi stabilności". Jest to jedyna interpretacja równego traktowania, która służy obu celom: sprawiedliwości i stabilności.

Jeśli kraje kandydujące stanęłyby w obliczu nieelastycznej interpretacji kryteriów, to mają kilka opcji. Jedną z nich jest ułańska szarża na inflację za pomocą

wysokich stóp procentowych i wysokiej stopy realnej aprecjacji ich walut w celu osiągnięcia wymaganej stopy inflacji. Opcję tę przyjęła Polska i niedawno Węgry przy zwalczaniu inflacji w przedziale jednocyfrowym. Zobaczymy, czy polityki takiej nie trzeba będzie prowadzić na „ostatnim okrążeniu wyścigu", kiedy inflacja będzie się już przybliżać do poziomów Unii Europejskiej, ale być może pozostanie nieco powyżej nich.

Inną opcją byłoby doprowadzenie do czegoś, co Szapáry (2000) nazywa syndromem „bokserskiej diety przed ważeniem". Podobnie jak bokser powstrzymuje się od jedzenia (trzyma wagę) na parę godzin przez momentem ważenia, ale zjada spory posiłek zaraz potem, kraj kandydujący będzie tłumił inflację za pomocą technik o krótkoterminowych skutkach (zamrożenie cen urzędowych, obniżenie podatków konsumpcyjnych itd.), które doprowadzą do poprawy statystyki inflacji przed akcesją po to tylko, aby zaraz po przystąpieniu do Unii Gospodarczej i Walutowej został włączony wsteczny bieg. Nie jest to, oczywiście, rozwiązanie najlepsze, ale dopiero drugie (albo trzecie) pod względem jakości, ponieważ występuje tutaj pewna destabilizacja: wymuszone zniekształcenia cenowe uderzają w rynek. Tyle że skutek recesyjny takich zmian nie musiałby być duży. Elementy tego zachowania dałyby się wytropić w postępowaniu w okresie przedakcesyjnym krajów, które wcześniej przystąpiły do Unii. W przypadku szybko rozwijających się gospodarczo krajów Europy Środkowej i Wschodniej zjawisko to mogłoby być wyraźniejsze i jednocześnie bardziej niszczące.

Trzecim możliwym rozwiązaniem, choć powstrzymam się od uznania go za rozwiązanie trzecie pod względem jakości, jest strategia, która wprowadza euro jednostronnie. Niedawno Bratkowski, Rostowski (1999) i kilku innych jeszcze autorów sformułowało ideę, że kraje aspirujące do członkostwa w Unii Europejskiej nie powinny zbyt długo antyszambrować w przedsionku Unii Gospodarczej i Walutowej, pracując cały czas nad kosztownymi mechanizmami deflacyjnymi. Powinny raczej wziąć inicjatywę w swoje ręce i wprowadzić euro bez jakiegokolwiek wsparcia i gwarancji ze strony Unii. Posunięcie to sprawiłoby, że inflacyjne ostrze polityki gospodarczej stałoby się wiarygodne, spadłyby stopy procentowe i koszty transakcyjne, a wszystko to zagwarantowałoby wysoki poziom produkcji i stabilność cen.

Czy euroizacja jednostronna jest warta jej kosztu?

Wiarygodność ma swoją wartość. Jej ceną jest w tym przypadku utrata przychodów z renty menniczej. Przychody z renty menniczej są różne w poszczególnych krajach, ale w przypadku krajów Europy Środkowo-Wschodniej o umiarkowanej inflacji ich wielkość jest podobna. Na przykład dla Węgier dane banku centralnego oscylują wokół 0,8-1%, podczas gdy dla Polski Cukrowski i Janecki (1998) plasują przychody z renty menniczej w przedziale 0,5-1,5% PKB.

Koszty te trzeba zestawić z potencjalnymi korzyściami. Zestawienie korzyści zawiera kilka pozycji:

1. Oszczędności w zakresie kosztów transakcyjnych. Wójcik (2000) szacuje zaoszczędzone dewizowe koszty transakcyjne na 0,1% PKB.

2. Szybsza dezinflacja. Kraje Europy Środkowo-Wschodniej znajdują się na ścieżce dezinflacji. Na przykład na Węgrzech z powodzeniem realizowany jest niekosztowny proces dezinflacji i jest wątpliwe, czy przejście do euro w ogóle przyspieszyłoby ten proces. (Wiemy, że nawet w przypadku systemów izby walutowej odwrót od inflacji odbywa się stopniowo i nie bez kosztów.). Nawet w kraju, który ma za sobą kilka nieudanych kampanii i w którym polityka utraciła wszelką wcześniejszą wiarygodność, tańszą perspektywę może stanowić system izby walutowej. A przecież kraje Europy Środkowo-Wschodniej są dalekie od takiej utraty wiarygodności.

3. Potencjalny wzrost PKB albo poprzez nadzwyczajny zysk w postaci wydajności, albo poprzez wyższe inwestycje.

Na podstawie modelu ciążenia Rose (2000) wskazuje, że wzrost PKB wynikający z należenia do wspólnego obszaru walutowego jest naprawdę istotny. Jego uzasadnienie empiryczne opiera się jednak na doświadczeniach niektórych krajów Wysp Pacyfiku.

Inny sposób rozumowania prowadzi do argumentacji, że wzrost wiarygodności doprowadziłby do niższych stóp procentowych, które wygenerowałyby więcej inwestycji, a inwestycje są źródłem PKB. Można pokazać za pomocą prostych, zgrubnych wyliczeń, że 10-procentowy wzrost udziału inwestycji w PKB potrafi wytworzyć 1% dodatkowego PKB, co pokrywa utratę renty menniczej. Oczekiwanie tak dużej reakcji na zmiany stóp procentowych jest jednak iluzoryczne.

4. Poprawa w zakresie alokacji konsumpcji między różnymi punktami czasowymi.

Zgodnie z tym argumentem istnienie osobnych walut sprawia, że świat nie jest skłonny udzielić tyle kredytu, ile jest *pożądane*, ponieważ śledzi saldo obrotów bieżących, szukając sygnałów kryzysów walutowych. Jeśli jednak kryzysy walutowe są w ogóle niemożliwe, bilans płatniczy utraci swoje znaczenie. Któż bowiem śledzi pozycje salda na rachunku obrotów bieżących stanu Kolumbia Brytyjska w Kanadzie?

Argument ten jest zawoalowanym sformułowaniem wezwania do mniejszej rozwagi w zachowaniu ekonomicznym zarówno podmiotów prywatnych, jak i rządu. Nie sądzę, aby rozwaga była uciążliwością wymuszoną przez systemy walutowe. Jest wręcz przeciwnie, rozwaga to zachowanie jak najbardziej niezbędne zarówno w unii walutowej, jak i poza nią. Dowolny re-

gion może popaść w kryzys i depresję po ożywieniu zasilanym przez łatwe kredyty.

W świetle tych argumentów zrozumiała wydaje się ostrożność Unii Europejskiej w tym zakresie. Przykłady dowodzą, że kraje o trwale stabilnych, wysokich stopach wzrostu charakteryzują się zazwyczaj dużą rozwagą: większość spośród znacznych inwestycji, które towarzyszą wzrostowi gospodarczemu, jest finansowana przez oszczędne podmioty prywatne czy też oszczędzające rządy. Wczesna euroizacja uniknęłaby tego wcześniejszego testu rozwagi.

Krótko mówiąc, wczesna euroizacja wydaje się nierozsądną odpowiedzią na niekonsekwencje kryteriów Maastricht.

Bibliografia

1. B. Balassa (1964): *The Purchasing-Power-Parity Doctrine: A Reappraisal.* „Journal of Political Economy" tom 72 (grudzień).
2. A. Bratkowski, J. Rostowski (1999): *2000. Unilateral Adoption of the Euro by EU Applicant Countries: The Macroeconomic Aspects.* Paper presented at the sixth Dubrovnik Economic Conference, czerwiec, Dubrovnik.
3. M.B. Canzoneri, R.E. Cumby, B. Diba (1999): *Relative Labor Productivity and the Real Exchange Rate in the Long Run: Evidence for a Panel of OECD countries.* „Journal of International Economics" 47, s. 245-266.
4. Z. Darvas, G. Szapáry (2000): *Financial Contagion in Five Small Open Economies: Does the Exchange Rate Regime Really Matter?* International Finance, 3:1, s. 25-51.
5. J. De Gregorio, A. Giovannini, T.H. Krueger (1993): *The Behaviour of Nontradable Goods Prices in Europe: Evidence and Interpretation.* „Review of International Economics 2, s. 284-305.
6. J. De Gregorio, A. Giovannini, W.C. Holger (1994): *International evidence on Tradables and Nontradables Inflation.* „European Economic Review" 38, s. 1225-1244.
7. ECB (1999), „Monthly Bulletin", październik
8. J. Dodsworth, D. Mihajlek (1997): *Hong Kong, China: Growth, Structural Change, and Economic Stability During the Transition.* IMF Occasional Paper 152.
9. L. Halpern, C. Wyplosz (1996): *Equilibrium Exchange Rates in Transition Economies.* IMF Working Paper 96/125.
10. IMF (2000): *Exchange Rate Regimes in Selected Advanced Transition Economies Coping with Transition, Capital Inflows, and EU Accession.* SM/00/43, luty 24.
11. P. Isard, S. Symansky (1996): *Long-Run Movements in Real Exchange Rates.* W: I. Takatoshi, P. Isard, S. Symansky, T. Bayoumi: *Exchange Rate Movements and Their Impact on Trade and Investment in the APEC Region.* IMF Occasional Paper 145 IMF Working Paper 97/1.
12. K. Krajnyák, J. Zettelmeyer (1997): *Competitiveness in Transition Economies: What Scope for Real Appreciation?* IMF Working Paper 97/1.
13. S. Micossi, G.M. Milesi-Ferretti (1994): *Real Exchange Rates and the Prices of Nontradable Goods.* IMF Working Paper 94/19.
14. G. Oblath (1997): *Àrfolyampolitika, bérköltségek, versenyképesség és gazdasági fejlödés : Elméletek és hazai tapasztalatok* (*Polityka kursowa, konkurencyjność i wzrost gospodarczy: teoria i doświadczenie węgierskie*). KOPINT DATORG, Budapeszt.
15. G. Oblath (1998): *Makrogazdasági trendek.* W: *A világ és Magyarország gazdasága középtávon:* 1998-2002 (*Trendy makroekonomiczne.* W: *Gospodarka na świecie i na Węgrzech w średnim okresie: 1998-2002*). KOPINT DATORG, Budapeszt.
16. J. Pelkmans, D. Gros, N.J. Ferrer (2000): *Long-Run Economic Aspects of the European Union's.*
17. A.K. Rose (2000): *One Money, One Market: the Effect of Common Currencies on Trade. Economic Policy.* A European Forum. Center for Economic Policy Research (April), Londyn.
18. M.A. Kovács, A. Simon (2000): *Components of the Real Exchange Rate in Hungary.* NBH Working paper 1998/3 oraz aktualizacja w mimeo.
19. G. Szapáry (2000): *Maastricht and the Choice of Exchange Rate Regime in Transition Countries During the Run-Up to EMU.* Working paper of the National Bank of Hungary 2000/7.
20. C. Wójcik (2000): *A Critical Review of Unilateral Euroization Proposals: The Case of Poland. Focus on Transition.* Vienna, Oesterreichische Nationalbank, 2.

BANK I KREDYT listopad-grudzień 2001

Polityka fiskalna w Unii Europejskiej i jej kształtowanie na podstawie reguł*

*Gabriel Glöckler***

Wstęp

Tytuł niniejszego referatu wprowadza związek, sam w sobie wcale nie tak oczywisty, między polityką fiskalną a Unią Europejską. Tak naprawdę to pojęcie wymiaru europejskiego w krajowej polityce fiskalnej jest zjawiskiem stosunkowo nowym. Nabrało ono znaczenia, nie tylko w kręgach akademickich, ale również w dialogu politycznym, dzięki ustanowieniu Unii Gospodarczej i Walutowej oraz wprowadzeniu euro.

Niezależnie od tego czy przyjmie się perspektywę krajową, czy europejską, trudno przecenić znaczenie polityki fiskalnej dla kluczowych zmiennych makroekonomicznych, takich jak wzrost, zatrudnienie czy ogólny poziom cen. Polityka fiskalna zorientowana na stabilizację i zrównoważona pozycja budżetowa wywierają m.in. długofalowy pozytywny wpływ na zagregowane oszczędności i inwestycje kapitałowe. Propagują również niższe i bardziej stabilne oczekiwania inflacyjne, zapewniając decydentom pole manewru. Ponieważ stabilne finanse publiczne sprzyjają stabilnemu środowisku makroekonomicznemu, ułatwiają również zadanie banku centralnego przy osiąganiu i utrzymywaniu stabilności cenowej. Te korzystne efekty stabilnej polityki fiskalnej są szeroko uznawane i decydent, dążący do maksymalizacji wzrostu i zatrudnienia, z pewnością będzie ich świadom. Stosują się one jednak do każdej gospodarki i nie są w żaden sposób charakterystyczne dla Unii Europejskiej. Dlatego też takie ogólne czynniki, leżące u podstaw odpowiedniej polityki fiskalnej, nie są głównym tematem niniejszego artykułu. Zilustrujemy natomiast znaczenie odpowiedniej polityki fiskalnej - i to już jest specyfika kontekstu europejskiego - dla gospodarczej (a w końcu i pieniężnej) integracji danego kraju z Unią Europejską i jednolitym rynkiem europejskim oraz, na koniec, dla przyjęcia jednolitej waluty. Na tym tle doświadczenia obecnych krajów członkowskich mogą okazać się wartościowe dla przyszłych krajów członkowskich. W tym kontekście w niniejszym referacie szczególny nacisk położono na rolę i funkcjonowanie reguł (zasad) fiskalnych na poziomie Wspólnoty, na ich uzasadnienie i podstawowy sens ekonomiczny oraz na ich wpływ na samo prowadzenie polityki fiskalnej przez kraje członkowskie od czasu przyjęcia Traktatu z Maastricht.

Niniejszy referat zorganizowany jest następująco. W części 2. analizujemy historię Wspólnoty począwszy od Traktatu Rzymskiego. Chcemy pokazać, w jaki sposób wewnętrzna logika procesu integracji dopomogła w ukształtowaniu konsensusu wśród decydentów na temat celowości ścisłej koordynacji polityki makroekonomicznej, a w szczególności wiążących reguł (zasad) polityki fiskalnej. W części 3. zbadamy bardziej szczegółowo sposób, w jaki zostały ukształtowane istniejące

* Poglądy wyrażone w niniejszym artykule są wyłącznie poglądami autorów i niekoniecznie odzwierciedlają poglądy Europejskiego Banku Centralnego.

** Autor chciałby podziękować Raymondowi Ritterowi (EBC) za „położenie podwalin" oraz cenne uwagi, Julio Duranowi (EBC) i Theodorowi Martensowi (EBC) za ich cenne uwagi, które towarzyszyły powstawaniu tego artykułu, oraz Demosthenesowi Ioannou (EBC) za jego wsparcie.

reguły polityki fiskalnej Wspólnoty, w tym podstawowy sens ekonomiczny obecnych reguł. W części 4. przedstawimy dowody na rzeczywiste zachodzenie zmian fiskalnych w krajach członkowskich od czasu przyjęcia Traktatu z Maastricht. Chociaż dochodzimy do wniosku, że obecne ramy polityki fiskalnej oparte na zbiorze reguł funkcjonują, jak dotąd, dobrze, to w bardziej przyszłościowo zorientowanej części 5. omówimy uwagi krytyczne sformułowane niedawno zarówno w dyskusji publicznej, jak i w kołach akademickich, a ponadto sugestię, aby w Unii Europejskiej w ogóle pozbyć się reguł fiskalnych[1]. We wnioskach podsumujemy przedstawione argumenty.

2. Rzut oka wstecz: polityka fiskalna a postęp integracji gospodarczej od czasu utworzenia Wspólnoty

2.1. Wczesne lata

Polityka fiskalna należy do podstawowych zadań polityki rządowej, zgodnie z jej określeniem przez Musgrave'a[2], który przypisuje jej funkcje: alokacyjną, redystrybucyjną i stabilizującą. Polityka fiskalna jest zatem w sposób naturalny kompetencją polityki narodowej kształtowaną w ramach krajowego dyskursu politycznego, dzięki czemu uzyskuje niezbędną legitymizację polityczną. Nie jest zatem oczywiste, czy utworzenie Wspólnego Rynku, które leżało w centrum uwagi Traktatu Rzymskiego z 1957 r., powinno było mieć wpływ na prowadzenie krajowej polityki fiskalnej przez ówczesne sześć państw członkowskich. Nie było też jednoznacznie jasne, czy ustanowienie wspólnego obszaru gospodarczego, w którym dobra, usługi, kapitał i ludzie mogą poruszać się swobodnie, wymuszało w istocie koordynację krajowej polityki fiskalnej. Nawet jeśli Traktat Rzymski nawołuje kraje członkowskie do „uważania swoich polityk gospodarczych za sprawę wspólnej troski"[3], to w praktyce narodowa polityka fiskalna skierowana była wyłącznie na sprawy krajowe, co prowadziło do znacznej rozbieżności między rzeczywistymi decyzjami politycznymi, jak również różnymi „filozofiami" u podstaw polityki gospodarczej. W późnych latach pięćdziesiątych i przez całe lata sześćdziesiąte, kiedy Wspólnota podejmowała udane kroki w kierunku ustanowienia najpierw unii celnej, a później wspólnego rynku, rozbieżności te nie miały wielkiego znaczenia: wzajemna penetracja gospodarcza krajów europejskich narastała jedynie stopniowo, przepływom kapitałowym było daleko do liberalizacji, a system z Bretton Woods z dolarem amerykańskim w roli międzynarodowej kotwicy walutowej zapewniał stabilność kursu walutowego również walutom europejskim.

Już na początku 1960 r. Wspólnota ustanowiła jednak Komitet ds. Krótkoterminowej Polityki Ekonomicznej w celu „koordynacji polityki koniunkturalnej w państwach członkowskich"[4], po czym w 1964 r. powstał Komitet Średniookresowej Polityki Ekonomicznej[5] oraz Komitet Polityki Budżetowej, który miał umożliwić „współpracę między kompetentnym ministerstwami krajów członkowskich w dziedzinie polityki budżetowej"[6]. Na tę inflację komitetów na poziomie Wspólnoty można patrzeć jako na pierwszy, dość jeszcze słaby, instytucjonalny wyraz rodzącego się konsensusu, że utworzenie w pełni funkcjonującego Wspólnego Rynku wymusi również ściślejszą współpracę w zakresie polityki makroekonomicznej, zwłaszcza polityki budżetowej. Na odbytej w 1969 r. Radzie Europejskiej w Hadze uznano *explicite*, że ostateczną konsekwencją głębszej integracji gospodarczej we Wspólnocie będzie pełna unia gospodarcza i walutowa. Kierując się tą logiką, raport Wernera, który wytyczył dla Wspólnoty etapowy proces prowadzący do ustanowienia UGW w ciągu 10 lat, diagnozował, że przy „wyraźnych różnicach istniejących między państwami członkowskimi pod względem realizacji celów wzrostu i stabilności istnieje poważne niebezpieczeństwo powstawania zaburzeń równowagi, jeśli nie da się efektywnie zharmonizować polityki ekonomicznej"[7]. W sferze budżetowej taka efektywna harmonizacja miała być osiągnięta poprzez daleko idący transfer kompetencji decyzyjnych na poziom Wspólnoty: niezbyt jasno zdefiniowane „centrum decyzyjne polityki ekonomicznej" miało mieć „decydujący wpływ na ogólną politykę ekonomiczną Wspólnoty" i odnieść się do „istotnych cech całych budżetów publicznych a zwłaszcza różnic w wolumenie, wielkości sald i metodzie finansowania deficytów lub wykorzystywania nadwyżek"[8]. W celu wypełnienia

[1] Zob. „Economist" z 25 sierpnia 2001 r. *Scrap the Stability Pact: Constraints on Europe's fiscal policies could seriously damage its economic health.*

[2] Zob. m.in. R. A. Musgrave, P.B. Musgrave: *Public finance in theory and practice.* Nowy Jork 1989.

[3] Article 99 of the Treaty establishing the European Community (new numbering). Artykuł 99 Traktatu ustanawiającego Wspólnotę Europejską (nowa numeracja).

[4] Council Decision EC 031/60 of 9 May 1960 on coordination of conjunctural policies of the Member States (Decyzja Rady UE 031/60 z dnia 9 maja 1960 r. o koordynacji polityki koniunkturalnej w państwach członkowskich).

[5] Council Decision 64/247/EEC of 15 April 1964 setting up a Medium-term Economic Policy Committee, published in the Official Journal of the European Communities, No. 64 of 22 April 1964, p. 1031 (Decyzja Rady 64/247/EEC z dnia 15 kwietnia 1964 r. ustanawiająca Komitet Średniookresowej Polityki Gospodarczej, opublikowana w Official Journal of the European Communities, nr 64 z dnia 22 kwietnia 1964 r., s. 1031).

[6] Council Decision EC 64/299/EEC of 8 May 1964 on cooperation between the competent government departments of Member States in the field of budgetary policies, published in the Official Journal of the European Communities, No.77 of 21 May 1964, p. 1205 (Decyzja Rady EC 64/299/EEC z dnia 8 maja 1964 r. o współpracy między kompetentnymi ministerstwami państw członkowskich w dziedzinie polityki budżetowej opublikowana w Official Journal of the European Communities, nr 77 z dnia 21 maja 1964 r., s. 1205).

[7] Council of European Communities (Rada Wspólnot Europejskich), Report to the Council and the Commission on the realisation by stages of economic and monetary union in the community, załącznik do „Bulletin" 11, 1970.

8 Tamże

(przynajmniej częściowo) funkcji stabilizacji dochodu i popytu na poziomie Wspólnoty oraz umożliwienia przeprowadzenia dostosowań gospodarki w sposób pro-aktywny z centrum, sugerowano znaczne wzmocnienie zasobów finansowych Wspólnoty[9].

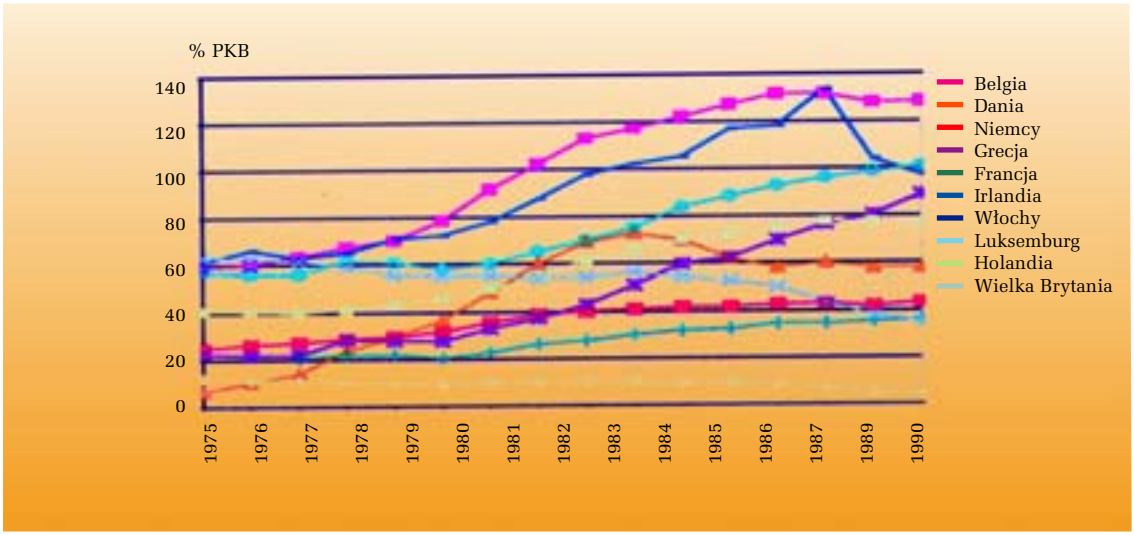
Jak dobrze wiadomo, Plan Wernera nigdy nie został w pełni zrealizowany. Lata 70. przeszły do historii gospodarczej jako okres wysokiej inflacji, niskiego wzrostu i wzrastającego bezrobocia. Zgodnie z keynesowskim konsensusem, który wówczas przeważał, większość rządów starała się zwalczyć recesję spowodowaną szokiem naftowym środkami autonomicznymi - dążąc do opanowania zagregowanego popytu na krótszą metę. Oddziaływanie na finanse publiczne polegało na wyższych wydatkach publicznych finansowanych przez coraz większy deficyt budżetowy, którego jednak nie zmniejszano w obliczu wzrostu koniunktury, następującego potem kilkakrotnie. Zamiast tego wydatki pozostały na niezmiennie wysokim poziomie, prowadząc do swego rodzaju „mechanizmu zapadkowego", pozwalającego na wzrost wydatków publicznych i towarzyszące im finansowanie za pomocą deficytu przy każdej fazie dekoniunktury. W wyniku tego obsługa długu publicznego w ujęciu statycznym nakładała na rządy coraz większe obciążenie w postaci konieczności obsługi długu, redukując pole manewru polityki fiskalnej. Wraz z kwestią niesfinansowanych zobowiązań systemów emerytalno-rentowych typu redystrybucyjnego (Pay-As-You-Go) w większości krajów członkowskich (którymi dla uproszczenia nie zajmujemy się w tym referacie szczegółowo), wydatki oparte na deficycie budżetowym i akumulacja długu w tym okresie prowokują do istotnych pytań na temat dystrybucji dochodu między pokoleniami.

Wykres 1 pokazuje, że chociaż wydatki oparte na deficycie budżetowym zwiększyły obciążenie długiem publicznym we wszystkich krajach członkowskich poza Luksemburgiem, to kraje te znacznie się między sobą różniły pod względem stopnia rozrzutności. Niektórym krajom członkowskim, takim jak Dania, Niemcy i Wielka Brytania, udało się ustabilizować albo nawet zredukować swoją relację długu do PKB w latach 80. Tymczasem wydawało się, że innym krajom, zwłaszcza Belgii, Włochom, Irlandii czy Grecji, deficyt budżetowy wymknął się spod kontroli, co doprowadziło je do akumulacji długu publicznego w wysokości ponad 100% PKB.

Wyniki tego stały się wkrótce oczywiste: bodźce fiskalne, stosowane w celu utrzymania popytu, w połączeniu z restrykcyjną polityka pieniężną w celu powstrzymania inflacji znacznie zwiększyły realne stopy procentowe, redukując w ten sposób tak bardzo potrzebne inwestycje. Obsługa długu publicznego była coraz większym obciążeniem dla polityki budżetowej, zwłaszcza w bardziej rozrzutnych państwach członkowskich, ze względu na stopy procentowe, które wzrosły, gdy rynki finansowe zażądały zwiększonych premii za ryzyko (odzwierciedlonych w marży rentowności obligacji tych krajów członkowskich w stosunku do referencyjnego niemieckiego Bundu - zob. wykres 2). Ponadto, środki o charakterze pomocy społecznej, które podjęto w celu zmniejszenia skutków bezrobocia (np. zwiększając stopę zastąpienia, wprowadzając programy wczesnych emerytur itd.) i wzmocnienia bezpieczeństwa socjalnego, zmniejszyły podaż pracy, co spra-

[9] Zob. zwłaszcza tzw. raport McDougalla z 1977 r., Commission of the European Communities (Komisja Wspólnot Europejskich), Report of the Study Group on the Role of Public Finance in European Integration, Bruksela 1977.

Wykres 1 *Skonsolidowany dług budżetowy brutto w wybranych państwach członkowskich UE 1975-1990*



wiło, że gospodarki europejskie trwale weszły na niższą ścieżkę wzrostu.

Większość rządów europejskich nastawiła swoje instrumenty zarządzania popytem wyłącznie na kwestie krajowe. W różnych krajach bardzo różniły się wagi i priorytety, które rządy te nadawały innym celom polityki gospodarczej, takim jak stabilne ceny, sztywność kursu walutowego czy zrównoważony budżet. Te rozbieżności między polityką ekonomiczną krajów członkowskich doprowadziły do powstania niespójności i zaburzeń równowagi w ramach Wspólnoty: ponieważ w różnych krajach występowały różne stopy inflacji, stabilność kursowa między walutami Wspólnoty stawała się coraz większą iluzją. Nawet po ustanowieniu w 1979 r. Europejskiego Systemu Walutowego rozbieżne polityki makroekonomiczne doprowadziły do wzrostu makroekonomicznej nierównowagi i jedynym „zaworem bezpieczeństwa", powodującym niezbędne dostosowania realnego kursu walutowego, było wyrównywanie relacji kursowych w ramach Europejskiego Mechanizmu Walutowego, do czego często się odwoływano.

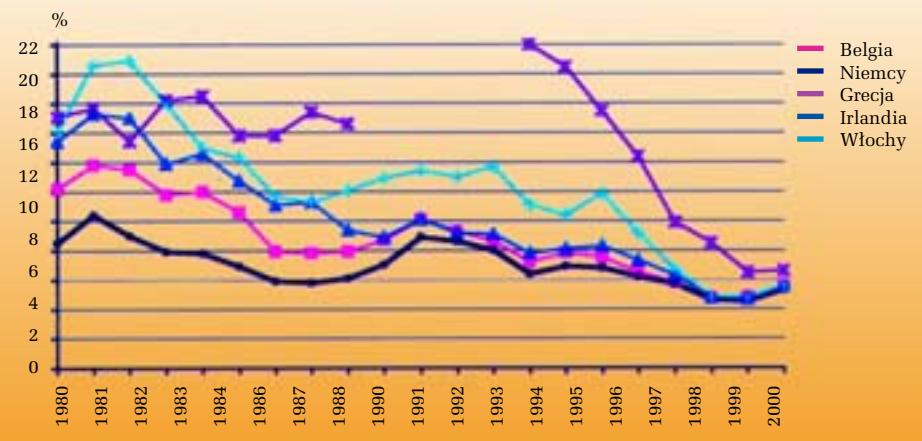
2.2. Przezwyciężanie dylematu „sprzecznego kwartetu"?

Można by twierdzić, że taki rozwój wydarzeń jedynie odzwierciedla prawidłowe funkcjonowanie mechanizmu rynkowego: wahania kursu walutowego są „naturalnym" mechanizmem dostosowawczym, korygującym zaburzenia równowagi. Wysokie stopy procentowe i premie ryzyka jedynie karcą rozrzutny kraj, a potrzeba obsługi coraz większego długu publicznego w ujęciu statycznym będzie się zmniejszać wraz ze wzrostem stopnia wolności krajowej polityki fiskalnej. Jednak w organizacji ekonomicznej o charakterze integrującym, takiej jak Wspólny Rynek, rozbieżne polityki tego rodzaju prędzej czy później doprowadziłyby do nie dających się pogodzić sprzeczności. Koncepcja ta określana jest przez Mundella[10] jako „sprzeczna trójca" albo przez Padoa-Schioppa[11] jako „sprzeczny kwartet" (ten drugi autor włączył tu jeszcze wolny handel i odniósł go do Wspólnoty). Wiąże się ona ze spostrzeżeniem, że doskonała mobilność kapitału, utrzymanie stałego kursu walutowego i prowadzenie autonomicznej polityki pieniężnej nie dadzą się na dłuższą metę pogodzić, zwłaszcza jeśli rozbieżne są zasadnicze polityki gospodarcze. Prędzej czy później jeden z elementów będzie musiał ustąpić pod presją lub w ten czy inny sposób dać się wyeliminować. Płynęły stąd dla Wspólnego Rynku bardzo jasne wnioski: w celu uniknięcia efektu „zawracania z drogi" osiągniętego we Wspólnocie postępu w zakresie swobodnego krążenia towarów i usług (wolnego handlu) i znoszenia ograniczeń przepływów kapitału (doskonała mobilność kapitału) kraje członkowskie będą musiały albo znieść stałe kursy walutowe, albo zrezygnować z autonomicznej polityki pieniężnej. W historii Wspólnoty można wskazać przypadki stosowania obu sposobów wyjścia z dylematu sprzeczności: częste dewaluacje, m.in. franka francuskiego (przed 1983 r.), lira włoskiego i punta (czyli funta irlandzkiego) w latach 80., pociągały za sobą utratę stabilności kursu walutowego. Pojawienie się bloku DEM, w którym banki centralne Holandii, Belgii, Danii, Austrii i (po 1983 r.) Francji działały jako odbiorcy decyzji niemieckiego Bundesbanku, odzwierciedlało utratę autonomii polityki pieniężnej.

[10] R. Mundell: *A theory of optimum currency areas.* „American Economic Review", tom 51, 4 września 1961 r.

[11] T. Padoa-Schioppa: *Capital Mobility: Why is the Treaty Not Implemented.* Address to the „Second Symposium of European Banks", Mediolan, czerwiec 1982 r.

Wykres 2 *Nominalne długoterminowe stopy procentowe obligacji rządowych w wybranych krajach członkowskich UE w latach 1980-2000*



W takim stopniu, w jakim kurs walutowy danego kraju można rozumieć jako wszechogarniającą zmienną, odzwierciedlającą ocenę przez rynki adekwatności polityki makroekonomicznej w ogóle, osiągnięcie stabilności kursu walutowego w ramach Wspólnoty z konieczności pociągało za sobą reorientację polityki krajowej w kierunku stabilności cenowej i zrównoważonych finansów publicznych. Najbardziej drastycznym przykładem takiej reorientacji był prawdopodobnie dokonany przez rząd francuski w latach 1982-1983 zwrot w kierunku polityki rygoru budżetowego i przyjęcia marki niemieckiej jako zewnętrznej kotwicy kursu walutowego pod hasłem polityki „franc fort".

Dylemat „sprzecznego kwartetu" stawał się coraz bardziej palący i oczywisty, kiedy państwa członkowskie przystępowały do projektu jednolitego rynku w celu usunięcia wszystkich pozostałych barier dla „czterech swobód" w ramach Wspólnoty do 31 grudnia 1992 r., w tym pełnej liberalizacji przepływów kapitałowych do 1 lipca 1990 r. To, co pierwotnie planowano jako przegląd (ocenę) mechanizmu Europejskiego Systemu Walutowego, wkrótce przekształciło się w dyskusję nad bardziej podstawowymi kwestiami, dotyczącymi porządku ekonomicznego i monetarnego Wspólnoty. W rezultacie uznano, że przewidywane prace nad jednolitym rynkiem należy uzupełnić wprowadzeniem jednolitej waluty. Rada Europejska w Hanowerze w 1988 r. wyraźnie określiła, że UGW jest celem Wspólnoty. Komitet Delorsa otrzymał za zadanie opracowanie planu, który powinien określać, w jaki sposób w ramach stopniowego procesu należy doprowadzić do ustanowienia unii gospodarczej i walutowej, jak zdefiniować instytucje i reguły (zasady), które byłyby niezbędne do jej właściwego funkcjonowania, i wskazać, jakie rewizje Traktatów byłyby w tym celu potrzebne.

Autorzy raportu Delorsa powstałego w wyniku tych prac w 1990 r. przedstawili diagnozę niedostatków gospodarczych Wspólnoty. Była ona podobna do diagnozy raportu Wernera: niebezpieczeństwo poważnych zaburzeń ekonomicznych z ujemnymi skutkami dla wzrostu i zatrudnienia oraz funkcjonowania jednolitego rynku. Zaburzenia takie wynikały z coraz większych rozbieżności między gospodarkami europejskimi, mierzonych (w ujęciu nominalnym) szeroką rozpiętością cen i kosztów w krajach członkowskich, ich pozycji budżetowych, relacji długu do PKB i bilansów płatniczych, wraz z wynikającym stąd brakiem stabilności cen i kursu walutowego[12].

Jednak wnioski sformułowane na użytek projektowania UGW były nieco odmienne. Ostatecznym celem pozostawało nieodwołalne usztywnienie kursów walutowych i wprowadzenie jednolitej waluty. Osiągnięcie zaś tego celu wymuszało powołanie wspólnego banku centralnego zawiadującego jednolitą polityką pieniężną. W mniej jasno zdefiniowanej dziedzinie „unii gospodarczej" uważano, inaczej niż w raporcie Wernera, że nie jest ani uzasadniona, ani pożądana daleko idącą centralizacja odpowiedzialności politycznej. Duży nacisk położono na stosowanie zasady subsydiarności, która zakładała, że również w końcowym etapie UGW wiele decyzji - zwłaszcza dotyczących ekonomicznie istotnych działań władz publicznych, mających wpływ na ogólne warunki makroekonomiczne, np. odnoszących się do płac, produkcji, oszczędności i inwestycji - byłoby w dalszym ciągu podejmowanych na poziomie narodowym, regionalnym lub nawet lokalnym. Za zapewnianie istotnych dóbr publicznych, takich jak bezpieczeństwo socjalne, edukacja, bezpieczeństwo wewnętrzne czy obrona (wszystkie te dziedziny mają istotne skutki budżetowe), nadal byłyby odpowiedzialne narodowe lub terytorialne władze publiczne. W celu zapewnienia funkcjonowania unii walutowej trzeba było się jednak upewnić, że zdecentralizowana polityka ekonomiczna prowadzić będzie do odpowiedzialnych i wzajemnie spójnych wyników.

3. Projektowanie reguł fiskalnych dla UGW

3.1. Dlaczego wiążące reguły dla polityki fiskalnej?

W ujęciu abstrakcyjnym kwestia zapewnienia spójności polityki powstaje tylko wówczas, kiedy niezależni decydenci działają we współzależnym środowisku, w którym ich cel (cele) i/lub efektywność ich instrumentów podlegają wzajemnych decyzjom. Jeśli obecne są takie czynniki zewnętrzne, efektywność polityki gospodarczej można poprawić dzięki uwzględnieniu wzajemnego przenikania się różnych polityk. Naturalnie, ilekroć decyzje polityczne są w pełni zdecentralizowane - a byłyby, gdyby istniała wspólna polityka fiskalna na poziomie Unii Europejskiej - nie powstaje kwestia spójności polityki, ponieważ potencjalne czynniki zewnętrzne można wówczas w pełni zinternalizować. Zgodnie z wyjaśnieniem podanym w literaturze na temat interakcji strategicznych i koordynacji politycznej[13], osią-

12 Bardziej gruntowną prezentację instrumentów „zbieżności nominalnej" zawiera, m.in. następująca publikacja: European Commission, „Annual Economic Report" 1990/1991, Study No. 4 Economic convergence in the Community. Office for Official Publications of the European Community, Luksemburg 1990.

13 Chodzi o takie pozycje, jak D. Currie i P. Levine: *Rules, Reputation and Macroeconomic Policy Co-ordination*. Cambridge University Press, Cambridge 1993; R. C. Bryant: *International Cooperation in the Making of National Macroeconomic Policies: Where Do We Stand?* W: P. B. Kenen (red.): *Understanding Interdependence. The Macroeconomics of the Open Economy*. Princeton University Press, Princeton 1995; T. Persson, G. Tabellini: *Double-Edged Incentives: Institutions and Policy Coordination*. W: G. Grossman, K. Rogoff (red.): *Handbook of International Economics*, 1995.

gnięcie spójnych wyników w zakresie polityki zależy od wielu zmiennych, takich jak liczba podmiotów, ich cele lub postrzegana struktura wypłat. Również aspekty operacyjne - takie jak liczba gier, dostępność informacji lub wiarygodność mechanizmów egzekwowania - determinują to, czy możliwa i celowa jest koordynacja, której celem jest osiągnięcie spójności polityki.

W jaki sposób te uwagi teoretyczne stosują się do narodowej polityki fiskalnej w konkretnych warunkach wynikających z unii walutowej? Przede wszystkim, w unii walutowej niezdyscyplinowana polityka fiskalna w jednym kraju może spowodować niekorzystne reperkusje w krajach partnerskich i w jednolitej polityce pieniężnej. Reperkusje takie będą powstawać głównie poprzez oddziaływanie na wspólną stopę procentową, wspólny kurs walutowy oraz perspektywę stabilności cenowej i stabilności finansowej na obszarze euro. Dlatego też głównym celem koordynacji polityki jest ograniczenie tego rodzaju oddziaływań zewnętrznych poprzez efektywne zniechęcanie do nadmiernego rozluźniania polityki finansowej. Dalsza istotna implikacja dla UGW wiąże się z utratą rynkowego mechanizmu dyscyplinującego krajową politykę fiskalną w formie premii za ryzyko dewaluacyjne na walutach narodowych. To z kolei może zachęcać do „swobodnego" zachowania ze strony poszczególnych krajów członkowskich. Dlatego też w regułach fiskalnych trzeba kłaść nacisk na indywidualną odpowiedzialność krajów członkowskich za ich działania polityczne w celu utrzymania dyscyplinujących efektów premii ryzyka za zaciąganie nadmiernego długu rządowego.

W jaki sposób powinniśmy zaprojektować ramy polityki fiskalnej dla UGW, biorąc pod uwagę wspomniane wyżej czynniki? Możemy wskazać dwie główne perspektywy w zakresie problemu spójności polityki, a mianowicie „podejście systemowe" (*regime approach*) i „podejście optymalizacyjne". Dychotomia ta nie tylko pomaga zrozumieć podstawowy sens traktatowych ram polityki fiskalnej, z którymi mamy do czynienia obecnie, ale może również rzucić światło na aktualne i modne dyskusje na temat roli polityki fiskalnej trzy lata po wprowadzeniu UGW (zob. część 5. poniżej).

Podejście systemowe (*regime approach*). Nacisk jest tu położony na wspólne instytucje, wspólnie uzgodnione reguły i zasady, jak również wspólne cele, które rzeczywiście ograniczają autonomiczne wybory decydentów, ale nie eliminują ich w pełni. Interakcja ma tu charakter ciągły i w projekcie konkretnego systemu dąży się do stworzenia właściwych bodźców dla poszczególnych podmiotów, by sterowały swoją polityką we właściwym kierunku. Główny akcent położony jest nie tylko na unikanie zachowania politycznego, które jest szkodliwe dla społeczności, ale również bardziej ogólnie: na ograniczenie przypadków „niepowodzeń rządu". Biorąc pod uwagę jej czysto prewencyjno-perswazyjny charakter, formę tę często określano jako „negatywną koordynację"[14] czy „wąską koordynację"[15]. Wybór odpowiednich reguł może się nawet posunąć tak daleko, że nie będzie potrzeby jakiejkolwiek wyraźnej koordynacji (takiej jak ta, o której mowa w „podejściu optymalizacyjnym" - patrz niżej). Innymi słowy, jeżeli wszyscy decydenci na każdym z obszarów polityki będą „utrzymywać swoje domostwa w porządku" i przestrzegać uzgodnionych reguł, wówczas koordynacja może się okazać zbędna[16].

Optymalizacja. Decydenci angażują się w wyraźną koordynację polityk, dążąc do korygowania swoich indywidualnych decyzji politycznych w taki sposób, aby osiągać wynik optymalny w danych okolicznościach. Tak więc swoboda decyzji staje się tutaj elementem absolutnie istotnym. „Podejście optymalizacyjne" wykracza w ten sposób poza zwykłe unikanie szkodliwego zachowania ze strony decydentów, tzn. jest czymś więcej niż „negatywną koordynacją" czy „wąską koordynacją." Dąży jednak do wspólnej maksymalizacji konkretnej zmiennej, tzn. zapewnienia „dobra publicznego", które będzie wspólne dla wszystkich uczestników. Jednak przed tego rodzaju „pozytywną koordynacją"[17] czy też „szeroką koordynacją"[18], stoją trudne problemy operacyjne. Wiążą się one z agregacją informacji i preferencjami różnych uczestników, definicją wspólnej funkcji obiektywnej lub potrzebą uzgodnienia wspólnego modelu tego, jak różne instrumenty polityki wpływają na zmienne ekonomiczne[19]. Żeby móc sobie poradzić ze wspomnianymi wyżej czynnikami zewnętrznymi, pierwszym (i najlepszym) rozwiązaniem byłaby ich internalizacja poprzez integrację lub harmonizację decyzji politycznych poszczególnych decydentów, najlepiej zgodnie z zasadami daleko idącej „komunitaryzacji" polityki budżetowej i ekonomicznej, tak jak sugerował to plan Wernera z 1970 r.

Jednak ze względu na praktyczne trudności, które niesie ze sobą „podejście optymalizacyjne", oraz na podstawie wniosków z analitycznych i politycznych błędów lat 70. i wczesnych 80. (chodzi np. o problemy niekonsekwencji czasowej kształtowania autonomicznej polityki gospodarczej), autorzy Traktatu z Maastricht skupili się na projektowaniu stabilnych i prze-

[14] M. Buti, A. Sapir: *EMU in the Early Years: Differences and Credibility.* Referat przedstawiony na warsztacie pt. „Funkcjonowanie UGW: Wyzwania pierwszych lat", zorganizowanym przez Komisję Europejską, Dyrekcję Generalną ds. Ekonomicznych i Finansowych w dniu 21 - 22 marca 2001 r.

[15] J. von Hagen, S. Mundschenk: T*he functioning of economic policy coordination.* Referat przedstawiony na warsztacie pt. „Funkcjonowanie UGW: Wyzwania pierwszych lat", zorganizowanym przez Komisję Europejską, Dyrekcję Generalną ds. Ekonomicznych i Finansowych w dniach 21-22 marca 2001 r.

[16] F. Giavazzi et al.: *Defining a Macroeconomic Framework for the Euro Area.* CEPR Paper Monitoring the European Central Bank 3, Londyn 2001.

[17] M. Buti, A. Sapir, op.cit.

[18] J. von Hagen, S. Mundschenk, op.cit.

[19] Zob. m.in. von Hagen, op.cit.

widywalnych ram polityki, opartych na pewnych regułach. Chodziło o zbiór stabilnych i wiarygodnych reguł, które umożliwiłyby poradzenie sobie ze wspomnianymi wcześniej czynnikami zewnętrznymi, oraz o zbiór właściwych bodźców dla krajów członkowskich do prowadzenia polityk fiskalnych w sposób wzajemnie spójny w warunkach UGW.

Zgodnie z zasadą subsydiarności, o której była mowa powyżej, można twierdzić, że pierwszym (i najlepszym) wyborem ram polityki fiskalnej w UGW mogłoby być wprowadzenie odpowiednich reguł fiskalnych na poziomie narodowym, które funkcjonowałyby bez odwoływania się do instrumentów polityki na poziomie Unii Europejskiej (np. narodowej zasady zrównoważonego budżetu lub narodowej zasady zakazującej zaciągania nadmiernych kredytów)[20]. To jednak mogłoby spowodować problemy nie tylko polityczne, takie jak nieprzezwyciężone kwestie wiążące się z suwerennością narodową czy trudności związane z wytłumaczeniem potrzeby istnienia takich reguł (i ich treści) opinii publicznej. Problem jest większy, gdyż monitorowanie takich krajowych instytucjonalnych, konstytucyjnych zasad z poziomu Wspólnoty byłoby operacyjnie trudniejsze niż np. centralnie ustalonego celu w zakresie długu nominalnego i deficytu. W tym ostatnim przypadku łatwiej zbierać, komunikować i oceniać informacje, przyczyniając się tym samym do wzrostu wiarygodności ram polityki fiskalnej opartej na zbiorze reguł[21]. Co więcej, w pewnych krajach członkowskich, w których słabe instytucje krajowe (takie jak niestabilne rządy koalicyjne, wpływ silnych grup nacisku) doprowadziły do rozrzutności fiskalnej w latach 70. i 80., potrzebny był silny wpływ dyscypliny zewnętrznej w celu przewartościowania zakorzenionych postaw krajowych i dostosowania zachowania fiskalnego do niezbędnych wymogów UGW.

Do rozważenia nadaje się ogólniejsze stanowisko, które głosi, że podejście do polityki fiskalnej oparte na regułach jest pożądane niezależnie od tego, czy kraj jest częścią unii walutowej. Przecież już same skutki polityki dostosowania fiskalnego w stylu lat 70., nierzadko szkodliwe przez wiele kolejnych lat, doprowadziły do ponownego zastanowienia się nad potrzebą istnienia reguł jako sposobu ograniczenia autonomii decydentów fiskalnych i zapewnienia wyraźnego kryterium dla odpowiedzialnych wyborów polityczno-gospodarczych[22]. Jest wiele przykładów krajów uprzemysłowionych, w których „prawo [ustanowiono] strażnikiem mądrości ekonomicznej"[23]. Na tym opierają się ustawy o odpowiedzialności fiskalnej w Nowej Zelandii, zobowiązania konstytucyjne do uchwalania budżetów zbilansowanych we wszystkich stanach USA (poza Vermont) czy „Złota Reguła" niemieckiej ustawy zasadniczej, która zakazuje rządowi zaciągania więcej kredytu, niż wydaje na inwestycje.

Uważnie wyważony musi być jednak zakres i surowość takich reguł. Istotną rolę odgrywają tutaj konkretne warunki unii walutowej. W tym kontekście literatura dotycząca optymalnych obszarów walutowych (OOW)[24] wnosi istotne spostrzeżenie, na podstawie którego można by sformułować zalecenie strategiczne o zdecydowanie odmiennym charakterze. Kraje mające wspólną walutę z definicji utraciły możliwość wykorzystania autonomicznej polityki pieniężnej i kursowej jako instrumentu stabilizacji krajowego produktu i zatrudnienia. Zadanie reagowania na zaburzenia związane z konkretnymi krajami (szokami asymetrycznymi) spoczywa zatem na tej części polityki makroekonomicznej, która nadal należy do rządów narodowych, a mianowicie na polityce fiskalnej. (W tym kontekście należy odnotować, że usunięcie nieelastyczności strukturalnych na rynkach produktów i pracy byłoby pierwszym, i najlepszym, rozwiązaniem problemu szoków asymetrycznych. Tego typu reforma strukturalna zwiększa bowiem zdolność gospodarki do przystosowania się do szoków i utrzymania, lub odzyskania, konkurencyjności, zmniejszając w ten sposób obciążenie polityki fiskalnej.). Teoria OOW wskazywałaby zatem, że unia walutowa wymagać będzie większej (w każdym razie nie mniejszej) elastyczności dla polityki fiskalnej na szczeblu krajowym. Wtłoczenie narodowej polityki fiskalnej w „gorset" ciasno zdefiniowanych reguł rodzi zatem ryzyko dla trwałości unii walutowej w dłuższej perspektywie.

Ze względu na to, co powiedzieliśmy powyżej, projekt ram polityki fiskalnej dla UGW musiał pogodzić wymogi dyscypliny z zachowaniem wystarczającej elastyczności dla decydentów krajowych. Jednocześnie niezbędna była pewna koordynacja polityki w celu umożliwienia rządom internalizacji zewnętrznych czynników popytowych i odnoszących się do stóp procentowych, tudzież zapewnienia odpowiedniej postawy fiskalnej w krajach członkowskich na obszarze euro jako całości. Stąd wynika sformułowanie, które Komisja przedstawiła już w 1990 r.: „Wyzwanie, któremu musi sprostać system fiskalny Wspólnoty, to zapewnienie adekwatnego połączenia autonomii, dyscypliny i koordynacji"[25].

[20] Zob. R. Beetsma: *Does EMU Need a Stability Pact?* W: A. Brunila, M. Buti, D. Franco: *The Stability and Growth Pact: The Architecture of Fiscal Policy in EMU.* Basinkstoke, 2001 Palgrave Publishers Ltd.

[21] Zob. M.B. Canzoneri, B. T. Dibe: *The SGP: Delicate Balance or Albatross?* W: A. Brunila, M. Buti, D. Franco, op.cit.

[22] Zob. R. Lucas: *Rules, Discretion and the Role of the Economic Advisor* oraz S. Fisher (red.): *Rational Expectations and Economic Policy.* University of Chicago Press 1980.

[23] M. J. Herdegen: P*rice Stability and Budgetary Restraints in the Economic and Monetary Union: The Law as Guardian of Economic Wisdom.* Common Market Law Review, tom 35 (1) 9-32, Dordrecht luty 1998 r.

[24] Jej pionierem był R. Mundell, op.cit.

[25] European Commission, 1990, s. 102.

3.2. Przepisy Traktatu z Maastricht oraz Pakt Stabilności i Wzrostu

Za tą tendencją poszła Unia Europejska, formułując wytyczne dla polityk gospodarczych, jak również pieniężnych i kursowych. Są nimi „stabilne ceny, stabilne finanse publiczne i warunki pieniężne oraz stabilny bilans płatniczy" (artykuł 4). Tak więc dyscyplina fiskalna jako cel nie jest już tylko wyborem politycznym, jednym z wielu. Osiągnęła ona status czegoś „ponad podziałami politycznymi", mianowicie „stałego obowiązku prawnego"[26].

Traktat nie tylko zapewnia orientację co do celów polityki, ale również ustanawia istotne mechanizmy instytucjonalne i wyposaża je w niezbędne instrumenty polityki. Tak jak to przedstawiono w ramce 1, przepisy Traktatu zawierają kombinację (1) instrumentów „miękkiej koordynacji" w zakresie ogólnej polityki gospodarczej (takich jak zobowiązanie do „traktowania polityki ekonomicznej jako sprawy wspólnej troski" lub przyjęcie zaleceń co do prowadzenia polityki w poszczególnych krajach członkowskich w ramach systemu wielostronnego nadzoru) oraz (2) twardych ograniczeń w dziedzinie polityki budżetowej.

Jednak reguły Traktatu, traktowane w izolacji, miały również pewne wady. Przede wszystkim, tzw. procedura nadmiernego deficytu przewidziana art. 104 była dość uciążliwa i pozostawiała pewien margines arbitralności co do nakładania sankcji. Ponadto, na różne etapy procedury nie zostały nałożone żadne dokładne limity czasowe. Oznaczało to w sumie, że podstawowemu mechanizmowi egzekwowania przepisów, na którym zbudowana została wiarygodność fiskalna, brakowało w istocie solidności. Bardziej wiarygodne ograniczenie narodowych polityk fiskalnych stanowiły natomiast kryteria zbieżności, które były warunkiem wstępnym przystąpienia do UGW. Były one wiarygodniejsze, ponieważ poparto je groźbą wykluczenia z pierwszej rundy krajów przystępujących do UGW. Dlatego też można prawdopodobnie rzetelnie twierdzić, że decydujący wpływ na politykę fiskalną krajów członkow-

[26] H. J. Hahn: *The Stability Pact for European Monetary Union: Compliance with Deficit Limit as a Constant Legal Duty*. Common Market Law Review, tom 35 (1) 77-100, Dordrecht luty 1998.

Przepisy Traktatu z Maastricht dotyczące polityki fiskalnej

- Artykuł 4, który należy do fundamentalnych przepisów dotyczących UGW, formułuje wytyczne dla polityki ekonomicznej, pieniężnej i kursowej, mianowicie „stabilne ceny, stabilne finanse publiczne oraz warunki monetarne i zrównoważony bilans płatniczy".

Rozdział na temat „Polityki ekonomicznej" Traktatu z Maastricht uszczegóławia dość luźno określone ramy ogólnej koordynacji polityk ekonomicznych krajów członkowskich i przewiduje generalnie ściślejsze przepisy na temat prowadzenia narodowej polityki budżetowej i jej wielostronnego nadzoru.

- Artykuł 99 dotyczy polityk ekonomicznych w ogóle i zapewnia podstawę prawną ustanowienia ram nadzoru wielostronnego. Wymaga, aby państwa członkowskie „traktowały swoje polityki ekonomiczne jako sprawę wspólnej troski".
- Artykuł 104 jest zasadniczym przepisem dotyczącym prowadzenia polityki fiskalnej, który (wraz z protokołem nr 5 - załączonym do Traktatu - na temat procedury nadmiernego deficytu) określa, że państwa członkowskie będą unikały nadmiernych deficytów rządowych. Zgodnie z tymi przepisami nadmierny deficyt występuje, jeśli (a) deficyt budżetowy jest wyższy niż 3% PKB, chyba że wskaźnik ten albo znacznie się obniżył, osiągając poziom bliski 3% (a obniżenie to miało charakter ciągły), albo przekroczenie poziomu 3% ma charakter wyjątkowy lub przejściowy, a deficyt pozostaje blisko 3% oraz (b) relacja długu rządowego brutto do PKB przekracza 60%, chyba że wskaźnik ten w wystarczającym stopniu ulega zmniejszeniu, zbliżając się do wartości referencyjnej w zadowalającym tempie. Decyzja co do tego, czy kraj członkowski znajduje się w sytuacji nadmiernego deficytu, spoczywa na Radzie Ecofin. Gdyby stwierdzono, że kraj ma nadmierny deficyt, Rada będzie musiała podjąć prawnie wiążące działania i ostatecznie odwołać się do sankcji.

Trzy kolejne reguły stanowią fundamentalne zasady porządku fiskalnego Unii Europejskiej:

- Artykuł 101 zabrania stosowania przez EBC lub narodowe banki centralne kredytu na rachunku bieżącym lub jakiegokolwiek innego mechanizmu kredytowego na rzecz jakiejkolwiek instytucji sektora publicznego na poziomie narodowym lub Wspólnoty.
- Artykuł 102 zawiera zakaz przyznawania instytucjom sektora publicznego uprzywilejowanego dostępu do instytucji finansowych.
- Artykuł 103 podkreśla indywidualną odpowiedzialność krajów członkowskich za ich finanse publiczne: klauzula niedopuszczalności „wykupywania" przedsiębiorstw (wybawiania ich z kłopotów) przewiduje, że w przypadku niewypłacalności danej instytucji sektora publicznego jakiegoś kraju członkowskiego nie powstanie odpowiedzialność ani Wspólnoty, ani innego kraju członkowskiego.

Przepisy Paktu Stabilności i Wzrostu

Regulacja Rady (UE) nr 1466/97 z dnia 7 lipca 1997 r. dotycząca wzmocnienia nadzoru pozycji budżetowych oraz nadzoru i koordynacji polityki ekonomicznej obejmuje następujące przepisy:

Artykuł 3

1. Każdy uczestniczący kraj członkowski przedstawi Radzie i Komisji informacje niezbędne do prowadzenia wielostronnego nadzoru w regularnych odstępach czasu [...] w formie programu stabilności stanowiącego zasadniczą podstawę osiągania stabilności cenowej oraz silnego, zrównoważonego wzrostu sprzyjającego tworzeniu miejsc pracy.
2. Program stabilizacji przedstawiać będzie następujące informacje:
   (a) cel średniookresowy: pozycja budżetowa bliska zbilansowania lub z nadwyżką oraz ścieżka dostosowawcza do osiągnięcia tego celu w odniesieniu do konkretnej nadwyżki budżetowej/deficytu budżetowego i oczekiwana ścieżka relacji długu rządowego do PKB;
   (b) główne założenia na temat spodziewanych trendów ekonomicznych oraz istotnych zmiennych ekonomicznych, które mają znaczenie dla realizacji programu stabilności, takich jak rządowe wydatki inwestycyjne, realny wzrost PKB, zatrudnienie i inflacja;
   (c) opis budżetowych środków zaradczych i innych środków zaradczych w zakresie polityki gospodarczej podejmowanych i/lub proponowanych w celu osiągnięcia celów programu, w przypadku zaś głównych budżetowych środków zaradczych, ocena ich ilościowych skutków dla budżetu;
   (d) analiza tego, jak zmiany w obrębie głównych założeń ekonomicznych wpłynęłyby na pozycję budżetową i dłużną.
3. Informacja na temat ścieżek relacji nadwyżki/deficytu budżetowego oraz relacji długu do PKB oraz główne założenia ekonomiczne, o których mowa w paragrafie 2 (a) i (b), będą podawane co roku i obejmować będą, oprócz roku bieżącego i wcześniejszego, przynajmniej trzy następne lata.

Artykuł 5

1. Opierając się na ocenach Komisji oraz [Komitetu Ekonomicznego i Finansowego] Rada, w ramach wielostronnego nadzoru [...], zbada, czy określony w **programie stabilności** średniookresowy cel budżetowy **zapewnia odpowiedni margines bezpieczeństwa w celu uniknięcia nadmiernego deficytu**, czy założenia ekonomiczne, na których opiera się program, są realistyczne i czy podejmowane i/lub proponowane środki zaradcze wystarczą do przejścia docelowej ścieżki dostosowawczej aż do osiągnięcia średnioterminowego celu budżetowego.

Artykuł 6

2. W przypadku, gdy Rada zidentyfikuje istotną rozbieżność pozycji budżetowej w stosunku do średniookresowego celu budżetowego lub ścieżki prowadzącej do jego osiągnięcia, wówczas w celu zasygnalizowania **wczesnego ostrzeżenia**, aby zapobiec tworzeniu się nadmiernego deficytu, skieruje do [...] zainteresowanego kraju **zalecenie** podjęcia niezbędnych działań zaradczych.

Regulacja Rady (UE) nr 1467/1997 z 7 lipca 1997 r. o przyspieszeniu i wyjaśnieniu wdrażania procedur nadmiernego deficytu:

Artykuł 11

Ilekroć Rada zdecyduje się na nałożenie sankcji na uczestniczący kraj członkowski [...] wymagane będzie z reguły złożenie nieoprocentowanego depozytu.

Artykuł 12

1. Kiedy nadmierny deficyt wynika z niezgodności z kryterium wiążącym się z relacją deficytu rządowego do PKB [...], kwota pierwszego depozytu obejmować będzie stały składnik równy 0,2% PKB oraz zmienny składnik równy jednej dziesiątej różnicy między procentowym udziałem deficytu w PKB w poprzednim roku oraz wartością referencyjną 3% PKB.
2. W każdym kolejnym roku, aż do odwołania decyzji o istnieniu nadmiernego deficytu, Rada dokonywać będzie oceny, czy zainteresowany uczestniczący kraj członkowski podjął odpowiednie działania w odpowiedzi na powiadomienie przez Radę [...]. W trakcie tej dorocznej oceny Rada podejmie postanowienie, zgodnie z artykułem 104c (11) i bez wpływu na przepis artykułu 13 niniejszej Regulacji, o zintensyfikowaniu tych sankcji, chyba że uczestniczący kraj członkowski dostosuje się do treści powiadomienia Rady. Jeśli zostanie podjęte postanowienie o dodatkowym depozycie, będzie on równy jednej dziesiątej różnicy między procentowym udziałem deficytu w PKB w poprzednim roku a wartością referencyjną 3% PKB.
3. Żaden pojedynczy depozyt, o którym mowa w paragrafach 1 i 2, nie przekroczy górnej granicy 0,5% PKB.

skich w okresie prowadzącym do przyjęcia euro w mniejszym stopniu miały ogólne ekonomiczne i budżetowe przepisy Traktatu. Zwrot polityczny w kierunku dyscypliny fiskalnej opierał się natomiast (i skupiał) na liczbowych wartościach kryteriów zbieżności, które miały tę istotną zaletę, że były ścisłe i przejrzyste. W związku z tym łatwo było je mierzyć i mogły być stosowane w dyskursie politycznym i debacie publicznej.

Sukces kryteriów UGW w zakresie wpajania dyscypliny fiskalnej (zob. część 4. poniżej) był oczywisty. Miał on jednak być czymś więcej niż tylko jednorazowym wysiłkiem. Niezbędny był mechanizm dalszego określania i wyjaśniania przepisów Traktatu w zakresie dyscypliny fiskalnej. Chodziło o zagwarantowanie trwałej zgodności polityki fiskalnej z wymogiem ostrożności budżetowej oraz o wprowadzenie systemu monitorowania zdarzeń fiskalnych w celu przesyłania wczesnych ostrzeżeń na wypadek osłabienia pozycji budżetowej.

Na życzenie rządu niemieckiego[27] (i nie tylko) Rada Europejska w Amsterdamie w 1997 r. zdecydowała się wyraźniej przedstawić budżetowe zasady Traktatu, przyjmując Pakt Stabilności i Wzrostu, który formułuje reguły koordynacji polityki fiskalnej i definiuje warunki stosowania procedury nadmiernego deficytu przewidzianej na trzecim etapie UGW (zob. ramka 2). Wiele napisano o tych regułach i ich wdrażaniu, omówiono zalety i wady oraz ogólny wpływ Paktu Stabilności i Wzrostu (PSW)[28]. Ze względu na tę coraz bogatszą literaturę niniejszą prezentację zamierzamy ograniczyć do bardziej systematycznych i strukturalnych elementów obecnych ram polityki, opartych na zbiorze reguł.

Zgodnie z opisanym powyżej „podejściem systemowym", reguły Paktu Stabilności i Wzrostu zwierają kombinację elementów prewencyjnych i perswazyjnych[29].

Środki prewencyjne, wyłożone głównie w „Regulacji Rady o wzmocnieniu nadzoru pozycji budżetowych oraz nadzoru i koordynacji polityki gospodarczej"[30], obejmują regularny monitoring zdarzeń budżetowych na podstawie przedkładanych co roku przez kraje członkowskie programów stabilności, które podlegają łącznym badaniom przez kraje członkowskie, Europejski Bank Centralny oraz Komisję Europejską. W przypadku gdy polityka budżetowa kraju członkowskiego spowoduje nieosiągnięcie wcześniej ogłoszonych celów oraz odchylenia od ostrożnościowej polityki fiskalnej, mogą być wydane wczesne ostrzeżenia i rekomendacje polityczne.

Elementy perswazyjne PSW, odnoszące się do potrzeby istnienia wiarygodnych mechanizmów egzekwowania zgodności, wyłożono w „Regulacji Rady o przyśpieszeniu i wyjaśnieniu wdrażania procedury nadmiernego deficytu"[31]. Jak wskazuje tytuł regulacji, celem jest tu nadanie „zębów" procedurze Traktatu, skądinąd dość niewygodnej i potencjalnie niezbyt efektywnej, która dąży do skutecznego zniechęcenia rządów do zaciągania nadmiernych deficytów. Dlatego też głównym mechanizmem dyscyplinującym jest groźba sankcji, które mogą zostać nałożone na kraj członkowski popadający w nadmierny deficyt (pomimo ostrzeżeń i zaleceń naprawienia tej sytuacji). Początkowo mają one formę nieoprocentowanego depozytu liczonego w relacji do PKB kraju „winowajcy"; depozyt ten można następnie przekształcić w grzywnę, jeśli nadmierny deficyt trwa dłużej niż dwa lata.

Najważniejsze jest to, że PSW zakłada cel uzyskania w średnim okresie pozycji budżetowych „bliskich równowadze lub z nadwyżką", do którego osiągnięcia zobowiązują się same kraje członkowskie. Zwrot „w średnim okresie" należy przy tym rozumieć jako długość jednego cyklu koniunkturalnego[32]. Ekonomiczny sens tego celu polega na umożliwieniu krajom członkowskim poradzenia sobie z normalnymi wahaniami cyklicznymi przy utrzymaniu ich relacji deficytu budżetowego do PKB poniżej 3%. Niedawne badania, m.in. Komisji Europejskiej[33], pokazały na podstawie danych z cyklów koniunkturalnych okresu powojennego, że stanowiłoby to dla większości krajów członkowskich „bezpieczną" pozycję budżetową, pozwalającą im na uruchomienie automatycznych stabilizatorów i zachowanie przy tym dodatkowego marginesu bezpieczeństwa w wysokości 0,5 - 1% PKB przed osiągnięciem 3% górnej granicy deficytu. Ten „bufor" budżetowy mógłby okazać się konieczny do pokrycia nieprze-

[27] Zob. również J. *Stark: Genesis of a Pact?* W: A. Brunila, M. Buti, D. Franco, op.cit.

[28] Zob. zwłaszcza A. Brunila, M. Buti, D. Franco, op.cit.; również M. Buti, A. Sapir (red.): *Economic policy in EMU: A study by the European Commission services*. Oksford 1998 OUP; lub S. Eiffinger, J. de Haan: *European Monetary and Fiscal Policy*. Oksford 1998 OUP lub European Central Bank: *The implementation of the Stability and Growth* Pact. EBC Monthly Bulletin, maj 1999 r.

[29] Zob. również A.J. Cabral: *Main aspects of the Working of the SGP?* W: A. Brunila, M. Buti, D. Franco, op.cit. lub European Commission: *How the SGP works*. W: Public Finances in EMU Report 2000, op.cit., s. 47-49.

30 Council Regulation (EC) No 1466/97 of 7 July 1997 on the strengthening of the surveillance of budgetary positions and the surveillance and coordination of economic policies (Regulacja Rady (UE) nr 1466/97 z 7 lipca 1997 r. o wzmocnieniu nadzoru pozycji budżetowych oraz nadzoru i koordynacji polityki gospodarczej).

[31] Council Regulation (EC) No 1467/97 of 7 July 1997 on speeding up and clarifying the implementation of the excessive deficit procedure (Regulacja Rady (UE) nr 1467/97 z 7 lipca 1997 r. o przyśpieszeniu i wyjaśnieniu kwestii wdrażania procedury nadmiernego deficytu).

[32] Interpretation of the Monetary Committee contained in the Opinion of the Monetary Committee on the content and format of stability and convergence programmes, Document MC/II/482 final of 16 September 1998, endorsed by the Ecofin Council of 12 October 1998, published as an annex to the conclusions of the Council (Interpretacja Komitetu Polityki Pieniężnej zawarta w opinii Komitetu Polityki Pieniężnej na temat treści i formy programów stabilności i zbieżności, dokument MC/II/482 (wersja ostateczna) z dnia 16 września 1998 r. zatwierdzony przez Radę Ecofin z 12 października 1998, opublikowany jako załącznik do wniosków Rady).

[33] *European Commission: Setting the Medium-term budget targets. W: Public Finances in EMU Report 2000*, op.cit., s. 51-56.

widzianych zdarzeń fiskalnych niezwiązanych bezpośrednio z działaniem automatycznych stabilizatorów - zdarzeń takich, jak ryzyko nieprzewidzianych spadków przychodów, nadmiernych wydatków oraz szoki stóp procentowych.

Na cel średniookresowy powinno się zatem patrzeć jak na coś, co jest przejawem pożądanego połączenia dyscypliny i elastyczności. Po stronie dyscypliny naruszenie 3-procentowego progu bezpieczeństwa staje się bardzo mało prawdopodobne ze względu na wystarczający margines bezpieczeństwa. Po stronie elastyczności dopuszczone jest działanie automatycznych stabilizatorów, ponieważ cel ustawiony jest na średni okres, obejmujący cały cykl koniunktury. Jeśli nie jest zagrożony cel, pozostaje miejsce na zastosowanie środków polityki fiskalnej zgodnych z narodowymi preferencjami politycznymi lub jako mechanizm absorpcji w przypadku szoków asymetrycznych. Ponadto na wypadek ostrych recesji (negatywny wzrost PKB o ponad 2%) istnieje klauzula „ucieczki".

W jakim stopniu regule Traktatu z Maastricht i Paktu Stabilności i Wzrostu udało się wpoić faktyczną dyscyplinę finansową w ciągu ostatnich 10 lat? Zbadamy to części 4. (patrz niżej). Pierwsza ocena subtelnego połączenia surowości i elastyczności zostanie przedstawiona w części 5., w której będziemy omawiać aktualną kwestię niedawnej krytyki zbioru reguł, zarówno akademickiej, jak i politycznej. W części tej zastanowimy się również, w jakim stopniu, jeśli w ogóle, oparty na regułach mechanizm PSW umożliwia koordynację polityki w formach wprowadzonego powyżej „podejścia optymalizacji".

4. Weryfikacja za pomocą danych: ewolucja fiskalna od czasu Maastricht

4.1. Zasadnicza poprawa sald budżetowych...

W latach dziewięćdziesiątych strategie finansowe państw członkowskich kształtowano głównie na podstawie reguł i procedur finansowych, wyłożonych w istotnych przepisach Traktatu, a zwłaszcza w kryteriach zbieżności finansów publicznych. Przepisy te okazały się skuteczne w kierowaniu finansami publicznymi i wzmacnianiu procesu konsolidacji fiskalnej trwałej zbieżności pozycji fiskalnych krajów członkowskich.

Od 1993 r. znacznie poprawiły się średnie salda budżetowe w krajach Unii Europejskiej jako całości. Nastąpiło mianowicie przejście od deficytu w wysokości 6,2% do prawie równowagi w roku 2000. Co więcej, większość tych osiągnięć da się przypisać poprawie pierwotnych sald krajów członkowskich - średnio wzrosły one z minus 0,6% PKB w 1993 r. do 3,8% PKB w 2000 r. Nie mniejsze wrażenie robi układ czynników, które spowodowały poprawę tej zmiennej. Znajduje się ona pod ścisłą kontrolą rządów i wobec tego można ją traktować jako dość rzetelne odzwierciedlenie ich rzeczywistego zobowiązania do przeprowadzenia konsolidacji budżetowej. Podczas gdy we wczesnej (przeważnie) fazie zwiększonych działań konsolidacyjnych część tych osiągnięć była spowodowana wzrostem podatków, zwłaszcza w niektórych krajach o szczególnie wysokich relacjach długu do PKB, to później akcent konsolidacji wyraźnie przesunął się na ograniczenie wydatków. W wyniku tego postęp w zakresie konsolidacji stał się z czasem trwalszy i poprawił perspektywy stabilności tych osiągnięć.

Pomimo niezaprzeczalnie dużych wysiłków podjętych przez same państwa członkowskie nie powinno się jednak ignorować tego, że znaczna część poprawy osiągnięta poprzez redukcję deficytu publicznego była spowodowana spadkiem stóp procentowych w drugiej połowie lat 90. i ich ogólnie niskim poziomem w wielu krajach członkowskich w porównaniu z tym, co było w przeszłości. Spadek stóp procentowych powodował znaczącą redukcję kosztów odsetkowych długu rządowego. Z tego powodu dla ograniczenia wysokiego jeszcze ryzyka stopy procentowej w odniesieniu do dużego długu publicznego niezbędny jest dalszy postęp w celu obniżenia długu rządowego poprzez zdecydowaną kontynuację konsolidacji budżetowej.

4.2. ... oraz relacji długu do PKB ...

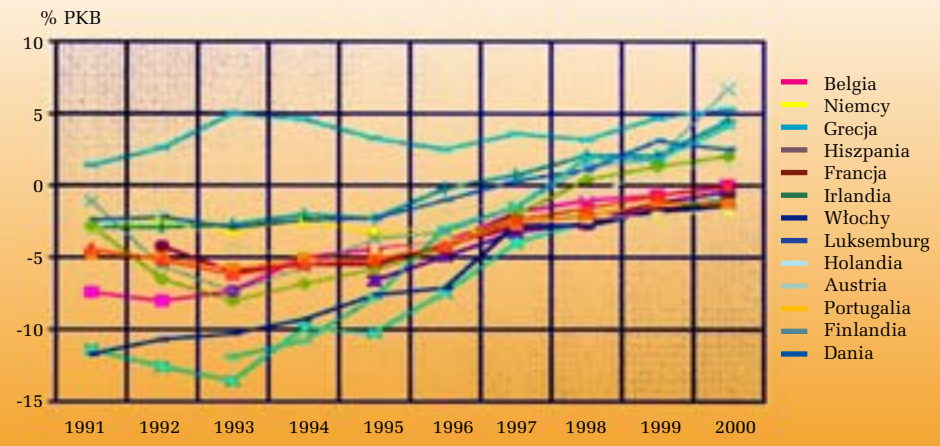
Jeśli chodzi o kształtowanie się relacji długu rządowego do PKB, to relacja ta w krajach Unii Europejskiej obniżyła się w 2000 r. po raz czwarty z rzędu, schodząc do 64,4% w porównaniu z 72,2% w 1996 r. Po przepro-

Tabela 1 *Salda pierwotne w wybranych krajach o wysokim zadłużeniu oraz 15 krajach UE, w latach 1991-2000 (w % PKB)*

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Belgia	4,0	3,2	3,8	4,6	4,9	5,0	6,1	6,6	6,5	7,0
Grecja	-2,1	-1,1	-1,0	4,0	2,6	4,6	4,2	5,4	5,7	6,4
Włochy	0,2	2,0	2,8	2,1	3,9	4,4	6,7	5,2	5,0	5,0
EU-15	0,7	0,2	-0,6	-0,1	0,3	1,3	2,6	3,0	3,4	3,8

Źródło: opracowania własne.

Wykres 3 *Salda budżetowe krajów członkowskich UE latach 1991-2000*

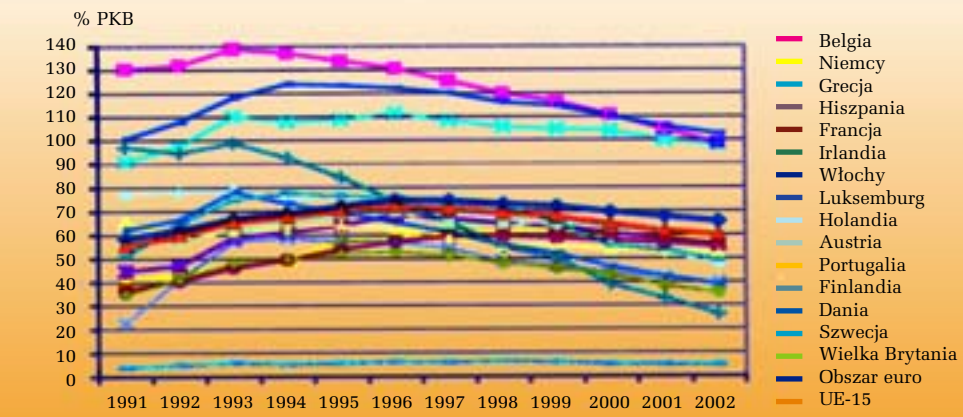


wadzonej w zeszłym roku ostatniej aktualizacji programów stabilności i zbieżności przewiduje się, że relacja długu rządowego do PKB w całej Unii Europejskiej spadnie w 2002 r. poniżej progu Traktatu z Maastricht (60%) i osiągnie do 2004 r. wysokość 56,3%. Chociaż obecna sytuacja gospodarcza i problemy w związku z atakami terrorystycznymi w Stanach Zjednoczonych mogą sprawić, że zejście do tych poziomów będzie dużo trudniejsze, to ogólnie spadkowa tendencja relacji długu do PKB powinna pozostać niezmieniona.

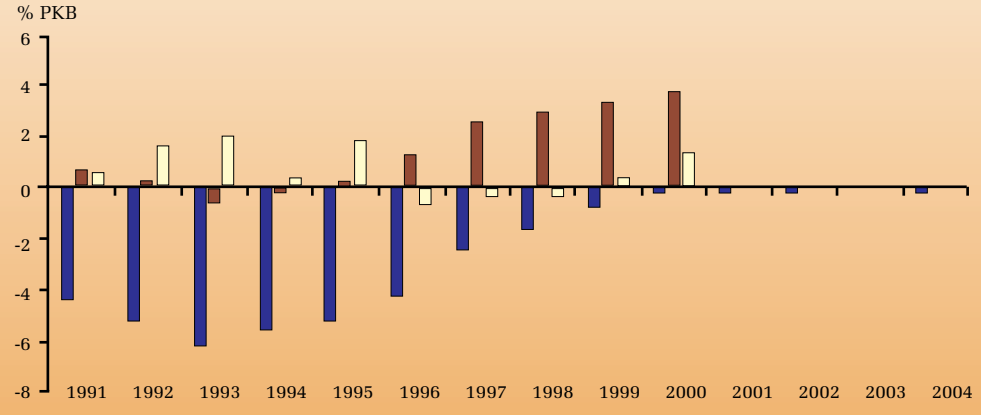
Jeżeli przyjrzymy się poszczególnym wysoko zadłużonym krajom, to zobaczymy, że w okresie badania szczególnie obniżyły się poziomy długu w Belgii i Irlandii. W Belgii relacja długu do PKB obniżyła się ze 130,4% w 1991 r. do 110,8% w roku 2000 i oczekuje się, że w 2004 r. osiągnie 92,9%. W przypadku Irlandii relacja ta spadła w sposób bardzo istotny, bo aż o 58,4 punktu procentowego: do 38,9% (w latach 1991-2000); przewiduje się, że w 2003 r. osiągnie 24%. Grecja i Włochy przechodziły tendencję spadkową; odpowiednio od 1996 i 1994 r. Przewiduje się jednak, że w 2004 r. Włochy utrzymują relację długu do PKB w wysokości 94,9% (najwyższy wskaźnik spośród wszystkich krajów członkowskich Unii Europejskiej).

Głównym czynnikiem prowadzącym do osiągnięcia postępu w konsolidacji długu publicznego w krajach członkowskich Unii Europejskiej była znaczna poprawa sald pierwotnych, szczególnie w Belgii, Grecji, Irlandii, Szwecji i Wielkiej Brytanii. Jednocześnie jednak obniżanie się relacji długu do PKB zostało spowolnione przez inercję tego wskaźni-

Wykres 4 *Dług budżetowy brutto krajów członkowskich UE w latach 1991-2002*



Wykres 5 *Salda budżetowe, salda pierwotne i dostosowanie dług-deficyt w 15 krajach UE w latach 1991-2004*



ka[34], ponieważ stopa procentowa *implicite* od długu rządowego znajdowała się nadal powyżej stopy wzrostu PKB. Jednak w 2000 r. różnica ta znacznie spadła w porównaniu z wcześniejszymi latami ze względu na stosunkowo sprzyjające warunki wzrostu w ubiegłym roku i spadek stopy procentowej *implicite*.

Na ewolucję długu rządowego miały wpływ także dostosowania deficyt - dług. Chociaż efekty te umożliwiły zmniejszenie relacji długu do PKB w przededniu wprowadzenia UGW, to nieznacznie się zwiększyły w 1999 i 2000 r. Dostosowania deficyt - dług obejmują wszystkie czynniki, które mają wpływ na relację długu do PKB, z wyjątkiem deficytów rządowych i skutków zmian w PKB. Jeśli chodzi o czynniki, które powiększały dług, to warto tu wymienić głównie trzy aspekty: po pierwsze, decyzje prowadzące do akumulacji aktywów finansowych; po drugie, rewaloryzację długu denominowanego w walucie zagranicznej i po trzecie, zasilenia przedsiębiorstw publicznych kapitałem.

Ostatnie dwa czynniki wskazują, że zarówno kwota długu denominowanego w walucie obcej, jak i zaangażowanie rządów w przedsiębiorstwa publiczne mogą pociągać za sobą, zależnie od ich skali, istotne ryzyka dla ewolucji relacji długu do PKB. Z tego względu wymagają uważnego śledzenia, zwłaszcza z punktu widzenia stabilnych finansów publicznych.

Jeśli chodzi o dostosowania deficyt - dług, które prowadzą do redukcji długu, to najbardziej istotne są tu przychody z prywatyzacji, które miały istotny wpływ na relację długu do PKB przy dochodzeniu do UGW oraz w kolejnych latach.

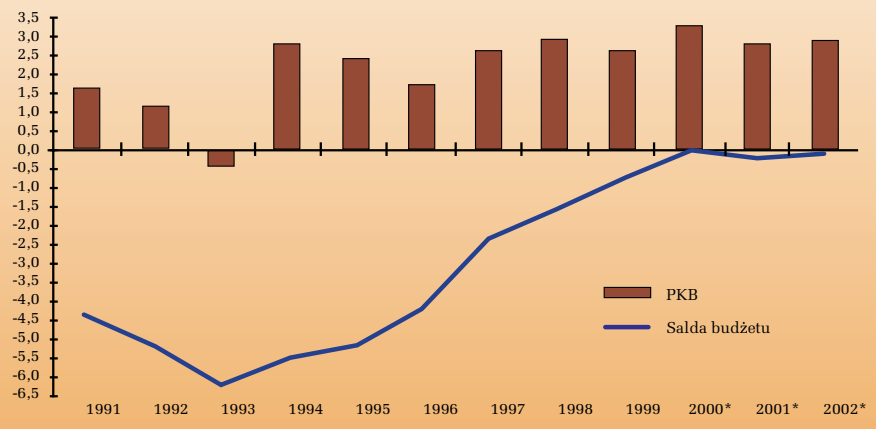
[34] Inercja relacji długu do PKB, zwana również efektem śnieżnej kuli lub dynamiką stopy procentowej i wzrostu, ujmuje oddziaływanie różnic między stopą procentową *implicite* a wzrostem PKB na relację długu do PKB

Podsumujmy: znaczny postęp osiągnięto również pod względem relacji długu do PKB. Niektóre kraje, szczególnie te, które mają wysoką relację długu do PKB, musiały jednak utworzyć znaczne nadwyżki pierwotne w celu sprowadzenia relacji długu do PKB na ścieżkę spadkową i mają nadal wiele do zrobienia, zanim osiągną relację długu do PKB poniżej 60%. Nie ulega wątpliwości, że ogranicza to i nadal będzie ograniczać ich pole manewru fiskalnego. Z doświadczenia tego można zatem wyciągnąć wniosek, że rządy powinny zrobić wszystko, co tylko w ich mocy, aby uniknąć akumulacji niezdrowych pozycji długu. Powinny do tego zmierzać mimo - czasami znacznej - pokusy prowadzenia mniej surowej polityki fiskalnej, zwłaszcza w przypadku krajów, które stoją w obliczu znacznych wymogów dostosowawczych w zakresie infrastruktury publicznej.

4.3. ... ale za jaką cenę?

Pojawiły się głosy, że za radykalny, ale udany jak dotąd proces konsolidacji fiskalnej w Europie w drugiej połowie lat 90. trzeba było zapłacić cenę w formie utraconej produkcji i wyższego bezrobocia, niż było to konieczne. Restrykcyjność fiskalna narzucona rządom przez kryteria zbieżności z Maastricht, obniżyła stopy wzrostu, dopuszczając tym samym do niepotrzebnie wysokiego poziomu bezrobocia cyklicznego - ze wszystkimi związanymi z nim kosztami ekonomicznymi i społecznymi. Poza tym, wąskie ukierunkowanie polityki na redukcję wskaźników długu i deficytu uniemożliwiło Europie odegranie aktywnej roli w utrzymywaniu poziomu działalności gospodarczej w trakcie kryzysów na rynkach wschodzących w 1997 i 1998 r. Niższy niż średni wzrost gospodarczy w najważniejszych krajach Wspól-

Wykres 6 *Salda budżetowe i stopy wzrostu PKB w 15 krajach UE w latach 1991-2002*



noty, obniżona konsumpcja krajowa oraz drastyczne cięcia w wydatkach publicznych oznaczały, że tylko Stany Zjednoczone podtrzymywały wzrost światowy, działając jako „importer ostatniej instancji".

Odpowiadając na tę krytykę, należy zwrócić uwagę, że powrót do stabilnych finansów publicznych odkładano już od bardzo dawna. Dlatego też polityka konsolidacji finansowej w krajach europejskich była sama w sobie wartościowym celem politycznym, tzn. była wartościowa niezależnie od tego, czy dany kraj chciał się zakwalifikować do UGW. Co więcej, makroekonomiczne oddziaływanie konsolidacji fiskalnej nie może w żadnym przypadku być negatywne, tak jak to sugeruje tradycyjna teoria keynesowska. W istocie, kiedy bierzemy pod uwagę skutki niekeynesowskie, to widzimy, że redukcja wydatków rządowych może nawet zwiększyć ogólny zagregowany popyt, jeżeli nad jej skutkami bezpośrednimi górować będą pozytywne skutki zaufania i bogactwa w sektorze prywatnym[35]. Przede wszystkim, prywatną działalność gospodarczą mogą stymulować niższe stopy procentowe wskutek spadających wymogów finansowych sektora publicznego i oczekiwań na przyszły spadek podatków w wyniku postrzeganej konsolidacji fiskalnej. Poza tym redukcja wydatków publicznych może spowodować spłaszczenie płac publicznych, które - jeśli zostanie przeniesione do sektora prywatnego - może zredukować koszty produkcji w przedsiębiorstwach i zwiększyć ich rentowność. I wreszcie, oparcie pozycji budżetowych na bardziej stabilnych podstawach tworzy, poprzez redukcję wydatków fiskalnych, swobodę fiskalną i umożliwia rządom przenoszenie wydatków na bardziej wydajne cele.

Na tle tych argumentów dane empiryczne wskazują, że konsolidacja fiskalna rzeczywiście prowadzi do pozytywnych efektów w zakresie wzrostu gospodarczego, zwłaszcza w tych krajach Unii Europejskiej, które mają wysokie poziomy długu rządowego oraz duży sektor publiczny, co potwierdza efektywność kanałów niekeynesowskich[36]. Dane wskazują, że w latach 1996-2000, który charakteryzował się znacznymi postępami pod względem konsolidacji długu publicznego, wzrost okazał się całkiem silny i w 2000 r. osiągnął najwyższą stopę - około 3,3%.

5. Jak dotąd sukces - ale czy są możliwości sprostania przyszłym wyzwaniom?

W poprzedniej części przedstawiliśmy przekonujące dane, dowodzące właściwego funkcjonowania reguł fiskalnych, tak jak zostały uświęcone w Traktacie z Maastricht i PSW jako wytyczne i ograniczenia nakładane na narodowe polityki fiskalne. Ostatni zastój gospodarczy wywołał jednak pewną dyskusję publiczną na temat oceny istniejącego systemu polityki fiskalnej. Co ważniejsze, została zakwestionowana adekwatność ram polityki fiskalnej, a niektórzy obserwatorzy wyrazili zaniepokojenie, że istniejące reguły są zbyt sztywne, aby mogły sobie poradzić z niepewnością budżetową, lub że nie biorą pod uwagę pewnych istotnych czynników ekonomicznych. W niniejszej części zamierzamy odnieść się do tych zagadnień i omówić różne propozycje

[35] Zob. np. A. Alesina i inni (1999): *Fiscal policy, profits, and investment.* NBER Working Paper No. 7207, Cambridge; R. Bhattacharya, (1999): *Private sector consumption behaviour and non-Keynesian effects of fiscal policy.* IMF Working Paper 99/112, Waszyngton, D. C.

[36] A. Alesina i inni (1998): *The Political Economy of Fiscal Adjustments.* Brookings Papers on Economic Activity No. 1, Brookings Institution, s. 197-266.

poprawy istniejących ram polityki fiskalnej, które zgłoszono w toku bieżącej dyskusji.

Jeśli chodzi o rolę polityki fiskalnej jako narzędzia stabilizacji, to wyrażono zaniepokojenie możliwością, że reguły fiskalne Traktatu i PWS nie zapewniają państwom członkowskim wystarczającego pola manewru na stabilizację ich gospodarek i zmniejszenia nierównowagi makroekonomicznej, tym samym podcinając wzrost gospodarczy. Twierdzi się, że ponieważ państwa członkowskie są pozbawione polityki pieniężnej i kursowej jako narzędzi korekty, nie powinno się ograniczać ich polityki fiskalnej. „The Economist" wyciągnął z tego wniosek radykalny: „ponieważ pakt stabilności [...] niesie ze sobą ryzyko wyrządzenia tak poważnej szkody, byłoby daleko lepiej i czysto w ogóle się go pozbyć".[37]

Należy jednak odnotować, że zgodnie z wymogiem PSW, który nakazuje osiągać średniookresowe pozycje budżetowe bliskie równowagi lub z nadwyżką, kraje członkowskie mogą umożliwić swobodne działanie ich automatycznym stabilizatorom przyczyniając się w ten sposób do stabilizacji gospodarki bez pogwałcenia pułapu 3% PKB. Jak wcześniej wykazaliśmy, pozycja „bezpieczna", bliska równowagi lub z nadwyżką, zdefiniowana jest z myślą o tych automatycznych stabilizatorach. Kraje członkowskie mogą realizować swoją autonomiczną politykę, pod warunkiem że stworzyły sobie odpowiednie pole manewru. Zastosowanie reguł PSW przy scenariuszu „stanu stacjonarnego" (ustalonych warunków) nie spowodowałoby zatem problemu. W chwili obecnej jednak niektóre kraje członkowskie nie osiągnęły jeszcze pozycji budżetowych bliskich równowadze lub z nadwyżką, toteż muszą kontynuować wysiłki konsolidacyjne w celu stworzenia odpowiednich marginesów bezpieczeństwa przed posłużeniem się w pełni automatycznymi stabilizatorami[38].

Dalsza krytyka obecnych ram polityki opartych na zbiorze reguł wiąże się z pewnym spostrzeżeniem teorii OOW: mianowicie, że musi istnieć efektywny mechanizm, który określałby optymalne stanowisko fiskalne (optymalną postawę fiskalną) na zagregowanym poziomie unii walutowej - jako odpowiednik jednolitej polityki pieniężnej. Postanowieniom Traktatu i Paktu Stabilności i Wzrostu, przy ich ukierunkowaniu na „negatywną koordynację", braku zdolności do efektywnego reagowania (jeśli jest taka potrzeba) na szoki ekonomiczne, które jednakowo wpływają na wszystkie kraje członkowskie. Kiedy budżety wszystkich krajów członkowskich obszaru euro będą już „bliskie równowagi lub będą miały nadwyżkę", to obecny system posługiwać się będzie tylko dość „miękkim" instrumentem polityki: udzielaniem wskazówek narodowym politykom budżetowym (np. poprzez szerokie wytyczne polityki gospodarczej, opinie i zalecenia). W wyniku tego niemożliwe mogłoby się wówczas okazać zapewnienie na obszarze euro pewnego wspólnego dobra publicznego, mianowicie makrostabilizacji.

Teoretycznie najlepszym rozwiązaniem problemu byłoby przeniesienie odpowiedniej kompetencji na poziom Wspólnoty, tak jak to przewidywał plan Wernera. Jeśli jednak nie zdecydujemy się na pełną „komunitaryzację" polityki fiskalnej, to w jaki sposób moglibyśmy zaprojektować politykę fiskalną, która byłaby optymalna dla całej zbiorowości? Czy powinna istnieć - tak jak ostatnio zasugerowano[39] - wspólna „Karta Polityki Ekonomicznej"[40], na podstawie której można by zdefiniować stanowisko polityki fiskalnej?

W praktyce jednak, gdyby przyjęto takie podejście, mogłoby się pojawić wiele trudności. Po pierwsze, ministrowie finansów obszaru euro musieliby uzgodnić dokładną kwotę rozluźnienia lub zacieśnienia fiskalnego w budżecie narodowym każdego kraju członkowskiego. Po drugie, każdy budżet narodowy musiałby być zatwierdzony przez odpowiedni parlament narodowy, a nie byłoby przecież gwarancji, że parlament nie przegłosowałby poprawek, które nie byłyby spójne z centralnie uzgodnionymi celami. I po trzecie, nawet po przyjęciu budżetów musiałoby być osiągnięte wspólne porozumienie co do tego, jak reagować, gdyby sytuacja ekonomiczna nie pokrywała się z przewidywaniami, na których oparte były budżety. Z tych powodów próby zdefiniowania wspólnej pozycji finansowej obszaru euro, choć podyktowane dobrymi intencjami, doprowadziłyby prawdopodobnie do mniejszej, a nie większej pewności co do polityki fiskalnej na obszarze euro. Poza tym nie ma szczególnego powodu, aby sądzić, że stanowisko polityki fiskalnej obszaru euro uzgodnione *ex ante* byłoby lepsze niż to, które wynikałoby *ex post* z prowadzenia odpowiedniej polityki fiskalnej na szczeblu krajowym. Przeciwnie, jeśli członkowie obszaru euro będą realizować swoje zobowiązanie do posiadania w średnim okresie zrównoważonych budżetów, jednocześnie umożliwiając budżetom równoważenie cyklicznych wahań w krótkim okresie, to wynikające stąd stanowisko fiskalne byłoby również ogólnie adekwatne dla obszaru euro jako całości.

6. Wnioski

Na politykę fiskalną krajów członkowskich Unii Europejskiej nie można patrzeć w oderwaniu od ogólnego procesu integracji gospodarczej i politycznej. Chociaż

[37] „The Economist" z 25 sierpnia 2001 r., op. cit.

[38] European Commission (2001): European Economy - Public Finances in EMU 2001, Bruksela.

[39] Np. J. Pisany-Ferry, P. Jacquet: *Economic policy co-ordination in the eurozone: What has been achieved? What should be done?* Essay series of the Centre for European Reform, Londyn 2001.

[40] Taka „Karta" czy też wspólna filozofia polityki gospodarczej byłaby bliska „wspólnemu modelowi", o którym mowa w „podejściu optymalizacyjnym", determinującym, w jaki sposób różne instrumenty polityki gospodarczej oddziałują na różne zmienne

Traktat Rzymski - ze swoim celem ustanowienia „rynku wewnętrznego, charakteryzującego się zniesieniem przeszkód dla swobodnego przepływu towarów, osób, usług i kapitału między krajami członkowskimi”[41] - nie zapewnił żadnych konkretnych przepisów w dziedzinie polityki fiskalnej, to udane przejście w kierunku głębszej integracji gospodarczej ujawniło wkrótce dylemat, tkwiący w pojęciu „sprzecznego kwartetu”. Rozwiązaniem tej niespójności przez Unię Europejską było przejście do Unii Gospodarczej i Walutowej, której sukces opiera się na spójnej polityce makroekonomicznej, a zwłaszcza na stabilnej polityce budżetowej. Projekt Unii Gospodarczej i Walutowej sformułowany w Traktacie z Maastricht ustanawia system polityki oparty na przejrzystych i niedwuznacznych regułach (np. PSW, niezależność banku centralnego), wyraźnym zobowiązaniu do realizacji wspólnych celów (stabilne finanse publiczne i stabilność cenowa) oraz ramach koordynacji polityki (wielostronny nadzór, programy stabilności) wspomaganych przez wiarygodne mechanizmy egzekwowania (sankcje).

[41] Artykuł 3.1(c) Traktatu ustanawiającego Wspólnotę Europejską.

Dane z dziesięciolecia przed wprowadzeniem euro i doświadczenia pierwszych trzech lat Unii Gospodarczej i Walutowej pokazały, że system polityki fiskalnej rzeczywiście zdołał narzucić „twarde ograniczenia”, w niektórych przypadkach łamiąc głęboko zakorzenione wzorce zachowań decydentów krajowych. Byłoby naturalnie przedwczesne już na tym etapie oceniać optymalność dla Unii Gospodarczej i Walutowej obecnych ram polityki w ich ujęciu statycznym. Jednak fakt, że PSW zapewnia wyraźną orientację krajowej polityki fiskalnej, służąc jako drogowskaz podczas obecnego zahamowania gospodarczego, wskazuje na siłę i istotność tego systemu, który opiera się na połączeniu elastyczności i ograniczeń. Ostatecznie, efektywność ram polityki fiskalnej opiera się na ogólnym konsensusie co do korzyści płynących z paradygmatu „stabilnego pieniądza, stabilnych finansów”[42]; paradygmat ten stanowi podstawę pojęciową tej koncepcji.

[42] K. Dyson: *The Politics of the Euro-Zone: Stability or Breakdown.* Oksford 2000 OUP.

BANK I KREDYT listopad-grudzień 2001

Koszty i korzyści płynące z mechanizmu kursowego ERMII: doświadczenia duńskie

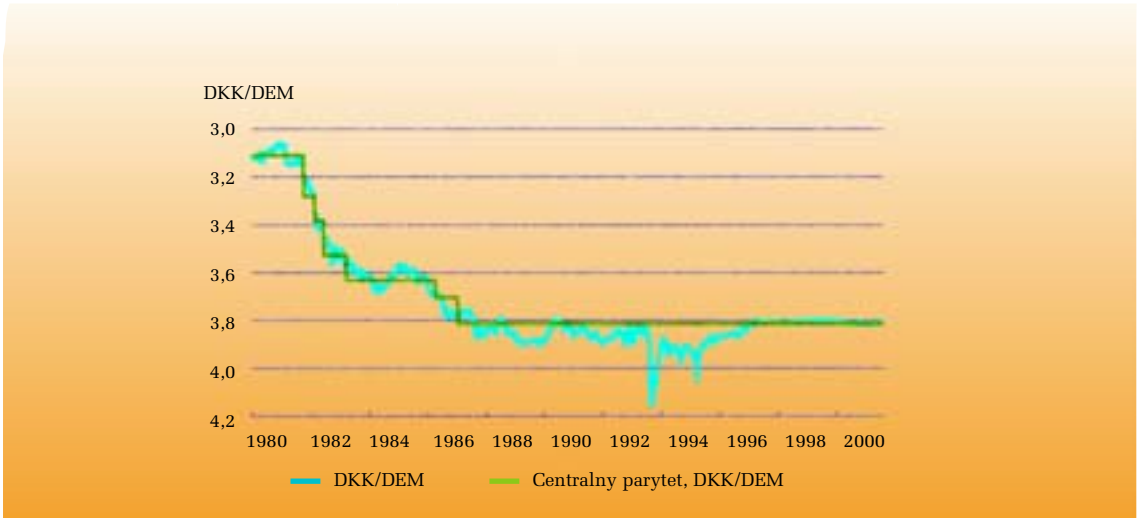
Hugo Frey Jensen

Wstęp

Na koszty i korzyści wynikające z przystąpienia do mechanizmu kursowego ERMII można patrzeć z różnych punktów widzenia. Literatura dotycząca optymalnego wyboru systemu walutowego jest obszerna. Nie jest jednak zamierzeniem niniejszego artykułu dokonanie przeglądu zalet i wad ERMII z perspektywy teoretycznej na podstawie literatury ekonomicznej. Są dwojakie powody nie przyjmowania tego punktu wyjścia. Po pierwsze, przegląd taki wniósłby jedynie ograniczoną wartość dodaną. Po drugie, z naszych doświadczeń wynika, że uogólnione analizy duńskiego systemu walutowego, oparte na standardowych modelach podręcznikowych, pomijają niekiedy konkretne i najbardziej istotne okoliczności duńskie.

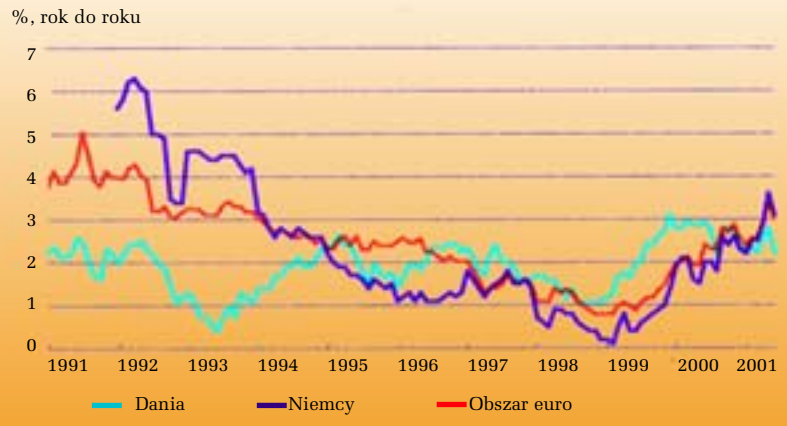
Przeprowadzana w niniejszym referacie analiza kosztów i korzyści przystąpienia do mechanizmu kursowego ERMII opiera się na rzeczywistych okolicznościach, charakterystycznych dla gospodarki duńskiej, np. mechanizmie transmisji polityki pieniężnej, kształtowaniu płac, roli polityki fiskalnej, otwartości handlu zagranicznego oraz instrumentach polityki pieniężnej.

Wykres 1 *Kurs walutowy korony duńskiej wobec marki niemieckiej i euro*



Uwaga: 1 stycznia 1999 r. dokonano konwersji: markę zastąpiło euro.

Wykres 2 *Wzrost zharmonizowanego indeksu cen konsumpcyjnych w Danii, Niemczech i na obszarze euro*



ERMII wszedł w życie 1 stycznia 1999 r. i Dania stała się natychmiast jego członkiem z wąskim pasmem wahań +/-2,25 wokół centralnego kursu równowagi (parytetu) 746,7038 korony za 100 euro. Osiągnięcie porozumienia o przyjęciu wąskiego pasma umożliwiła dobra sytuacja gospodarki duńskiej w zakresie zbieżności. Standardowe pasmo odchylenia w ERMII wynosi +/-15%. Członkostwo w ERMII nie stanowiło jednak zasadniczej zmiany w duńskim systemie walutowym. Tak naprawdę w Danii istnieje bardzo długa tradycja sztywnego kursu walutowego. Parytet centralny w stosunku do euro odpowiada dokładnie istniejącemu wcześniej parytetowi centralnemu w stosunku do marki niemieckiej, który nie zmienił się od początku 1987 r. (por. wykres 1). Poza tym już w 1982 r. korekty kursu walutowego przestały być instrumentem duńskiej polityki pieniężnej stosowanym z własnej inicjatywy.

Konsekwentne stosowanie sztywnego kursu walutowego ma genezę w czasach słabości polityki makroekonomicznej i, co za tym idzie, słabych wyników gospodarki duńskiej w latach 70. W obliczu wysokiej inflacji, nadmiernego deficytu budżetowego, stałego deficytu na rachunku obrotów bieżących bilansu płatniczego, częstych dewaluacji korony duńskiej oraz wysokich nominalnych stóp procentowych w 1980 r. władze duńskie uczyniły udany zwrot w kierunku systemu makroekonomicznego nastawionego na stabilizację. Polityka sztywnego kursu walutowego była i nadal jest istotnym elementem ram makroekonomicznych w Danii. W (Christensen i Topp, 1997) można znaleźć bardziej szczegółowe omówienie zmian w duńskiej polityce gospodarczej we wspomnianym okresie.

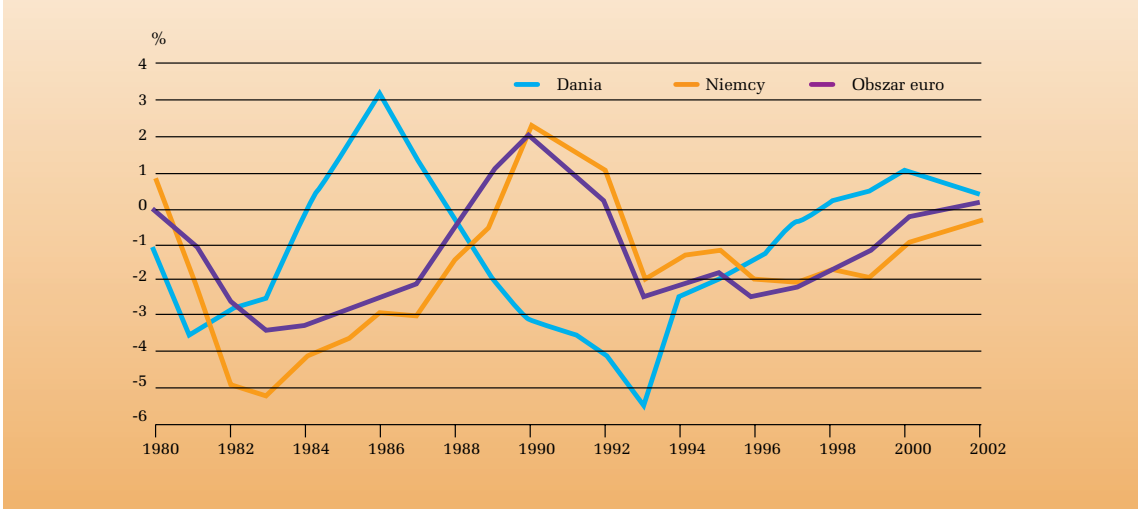
Niniejszy referat ma następujący układ. Część pierwsza dotyczy strukturalnych faktów makroekonomicznych, które mają duże znaczenie dla polityki sztywnego kursu walutowego. Część druga dotyczy technicznych i taktycznych aspektów prowadzenia polityki pieniężnej w ERMII. Referat kończy się wnioskiem, że sztywny kurs walutowy w stosunku do euro jest korzystny dla małej otwartej gospodarki, takiej jak duńska. Trzeba koniecznie podkreślić, że polityką kursową jest **sztywny kurs walutowy**, nie zaś kurs sztywny, lecz korygowalny. Dosłownie rzecz biorąc, może się to tylko odnosić do członkostwa w obszarze euro. Jednak w kontekście duńskiej polityki gospodarczej oznacza to, że cała polityka makroekonomiczna prowadzona jest w celu zagwarantowania sztywnego kursu walutowego. Nie ma planu awaryjnego na wypadek, gdyby coś się nie powiodło.

Dwoma kluczowymi warunkami powodzenia jest konsekwencja władz w powstrzymywaniu się od szoków „domowego chowu" (które normalnie są dużo ważniejsze niż egzogeniczne szoki zewnętrzne) i bezwarunkowa gotowość do podporządkowania polityki pieniężnej strategii kursowej.

Stabilność cenowa

Pierwszym sprawdzianem korzyści płynących z systemu walutowego jest zorientowanie się, czy rzeczywiście realizuje on cel ostateczny. Dla banku centralnego kluczową kwestią jest stabilność cen i duński system walutowy zalicza ten sprawdzian. Inflacja, mierzona rocznym przyrostem procentowym zharmonizowanego indeksu cen konsumpcyjnych (HICP), wykazywała w Danii od początku lat 90. stabilny poziom około 2% (zob. wykres 2). Dla okresu jako całości osiągnięto to bez utraty dochodu w porównaniu z naszymi głównymi partnerami handlowymi: Niemcami, Szwecją i Wielką Brytanią. Dochodzenie do niskiej inflacji nie

Wykres 3 *Luka PKB w Danii, Niemczech i na obszarze euro*



Uwaga: lata 2001 i 2002 - projekcja

Źródło: OECD, Economic Outlook.

jest zjawiskiem charakterystycznym wyłącznie dla Danii. Większość krajów OECD osiągnęła w ciągu ostatnich lat ten sam rezultat niezależnie od swoich systemów polityki pieniężnej. Dlatego też osiągnięć inflacyjnych Danii nie da się potraktować jako ogólnego dowodu wyższości systemu sztywnego kursu walutowego. Jednak konsekwentne utrzymywanie niskiej inflacji potwierdza to, że duński mechanizm walutowy rodzi niskie oczekiwania inflacyjne.

W latach 90. wiele krajów miało trudności ze sztywnymi kursami walutowymi. Wykształcił się wówczas nowy paradygmat polityki pieniężnej w zakresie wyznaczania celu inflacyjnego. W swojej najprostszej postaci podstawowy model, kryjący się za tym mechanizmem, obejmował bank centralny, któremu przyświecał cel utrzymania stabilności cen, jeden instrument polityki gospodarczej - politykę pieniężną, kurs walutowy ewoluujący według parytetu siły nabywczej i, w związku z tym, działający jako skuteczny mechanizm antywstrząsowy (amortyzujący szoki). W świecie takim nie sposób dostrzec roli polityki sztywnego kursu walutowego. Zachowaniem optymalnym jest skupienie się na celu ostatecznym - stabilności cen - i korygowanie polityki pieniężnej zgodnie z optymalnymi prognozami inflacyjnymi. Niniejsza krótka prezentacja w pewnym sensie nie oddaje sprawiedliwości literaturze ekonomicznej na temat wyboru celu inflacyjnego ani bankom centralnym realizującym taką strategię. Pomaga jednak zrozumieć jedną z niewielu wad polityki kursu sztywnego, której doświadczyliśmy w ostatnich latach. Pomimo oczywistych faktycznych sukcesów coraz trudniejsze stawało się wyjaśnienie kręgom akademickim i obserwatorom zewnętrznym, dlaczego taka polityka jest realizowana.

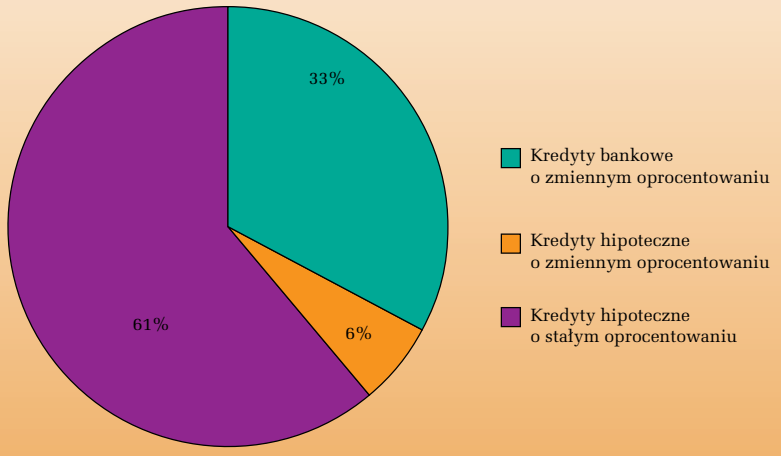
Jednak strukturalne otoczenie makroekonomiczne w Danii (i prawdopodobnie w innych gospodarkach) znacznie się różni od wcześniej wspomnianego modelu prostego. Może ono zatem przeważyć na korzyść polityki sztywnego kursu walutowego.

Polityka pieniężna a cykl biznesowy

Polityka sztywnego kursu walutowego powoduje, że przyjęta polityka pieniężna może być czynnikiem destabilizującym. Skoro kluczowe stopy procentowe polityki pieniężnej związane są z niemieckimi stopami procentowymi, a od 1999 r. ze stopami procentowymi obszaru euro, to nie ma miejsca na niezależną stabilizację krajową za pomocą polityki pieniężnej. Problem ten jak się wydaje, występuje szczególnie ostro w Danii, której cykl biznesowy - przynajmniej na pierwszy rzut oka - wydaje się ujemnie skorelowany z warunkami cyklicznymi w Niemczech i na obszarze euro (zob. wykres 3). Z tego odchylenia ścieżek cyklicznych da się jednak wyciągnąć wniosek zupełnie przeciwny: dla powodzenia polityki kursu sztywnego rozbieżność cykliczna nie ma znaczenia.

Przy dokonywaniu wyboru między stabilizacją cyklu biznesowego a stabilizacją kursu walutowego zasadniczą rolę odgrywa mechanizm transmisji polityki pieniężnej. Bezpośredni wpływ zmian krótkoterminowych stóp procentowych na popyt krajowy jest w Danii stosunkowo niewielki. Warunki kredytów hipotecznych, które są najważniejszym mechanizmem transmisyjnym dla sektora mieszkaniowego, są oparte głównie na rentowności 20- lub 30-letnich obligacji o stałym oprocentowaniu. Pod koniec 2000 r. długoterminowe kredyty hipoteczne o stałym oprocentowaniu stanowi-

Wykres 4 *Struktura finansowa w Danii na koniec 2000 r.*



ły więcej niż 60% wszystkich krajowych kredytów bankowych, w tym hipotecznych, udzielonych całemu sektorowi prywatnemu, tzn. gospodarstwom domowym i przedsiębiorstwom (zob. wykres 4).

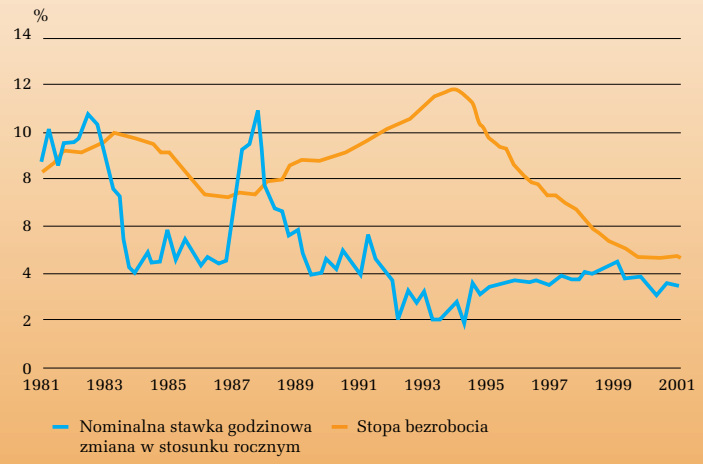
W ostatnich latach pewne znaczenie zyskały kredyty hipoteczne o rocznej zmiennej stopie procentowej. Nadal jednak pozostają jeszcze na bardzo niskim poziomie. Symulacje dokonywane za pomocą MONA, modelu makroekonomicznego Nationalbank, pokazują, że spadek długoterminowych stóp procentowych o jeden punkt procentowy zwiększa PKB o 1 punkt procentowy po trzech latach, natomiast podobna zmiana stóp krótkoterminowych zwiększa PKB tylko o 0,25%. Efektywny kurs walutowy pozostaje w symulacjach na stałym poziomie. Ze względu na strukturę finansową Danii bezpośredni wpływ zmian krótkoterminowych stóp procentowych na PKB i inflację jest niewielki. Wobec tego najważniejszy skutek polityki pieniężnej na PKB i stabilizację inflacji będzie wynikał z reakcji efektywnego kursu walutowego korony na zmiany krótkoterminowych stóp procentowych. Jeśli więc politykę pieniężną stosuje się bezpośrednio do stabilizacji cyklu biznesowego, główny ciężar tego będzie musiał ponieść sektor eksportowy gospodarki i sektor konkurujący z importem. Polityką optymalną byłoby rozdzielenie większej części kosztów stabilizacji na bardziej chronione sektory gospodarki, np. budownictwo. Poza tym programami rządowymi i pararządowymi w zakresie infrastruktury łatwiej jest zarządzać, symetrycznie reagując na cykl biznesowy. Konkurujące sektory gospodarki łatwiej prawdopodobnie niszczyć niż rozwijać.

Podstawowy model podręcznikowy obejmuje tylko jedno narzędzie polityki krótkoterminowej stabilizacji - politykę pieniężną. Jest to standardowe sformułowanie w literaturze, zgodne zresztą z praktyką większości krajów uprzemysłowionych. Uznaniowa polityka fiskalna utraciła dobrą opinię po tym, jak w latach 60. i 70. nadużywano tego instrumentu, co doprowadziło do stagflacji, wysokiego deficytu budżetowego oraz wysokiego zadłużenia publicznego w wielu krajach. Dania też na tym ucierpiała, niemniej jednak uznaniową politykę fiskalną nadal stosuje się w niej do stabilizowania gospodarki.

Trzeba podkreślić, że uznaniowych środków fiskalnych nie stosuje się często. Częstotliwość jest dużo mniejsza niż częstotliwość zmian polityki pieniężnej w krajach z innymi systemami walutowymi. Rząd nie spotyka się co dwa tygodnie, aby rozważyć na przykład korektę stopy VAT po najświeższych informacjach dotyczących cyklu biznesowego. W ciągu ostatnich dziesięciu lat uznaniowe środki stabilizacji fiskalnej zastosowano, poza normalnym kalendarzem budżetowym rządu centralnego, tylko w trzech przypadkach: były to tymczasowe środki w celu poluzowania sytuacji w 1993 r. oraz zacieśnienia sytuacji w 1997 i 1998 r. Poza tym przy dorocznych negocjacjach budżetowych bierze się również pod uwagę odpowiednie impulsy makroekonomiczne, przepływające od budżetu rządowego do produktu krajowego brutto. Tak jak w większości krajów, również w Danii jest rzeczą politycznie łatwiejszą zwiększenie wydatków publicznych i obniżenie podatków niż na odwrót. Nie uważamy jednak, że opieranie się na sztywnym kursie walutowym i, od czasu do czasu, stosowanie uznaniowych środków fiskalnych same z siebie pogorszyły ten immanentny problem.

Wprost przeciwnie, polityka sztywnego kursu walutowego odegrała istotną rolę przy znacznej poprawie duńskiej polityki gospodarczej, która nastąpiła w ciągu ostatnich 10-15 lat. Rząd duński, wspomagany znaczną

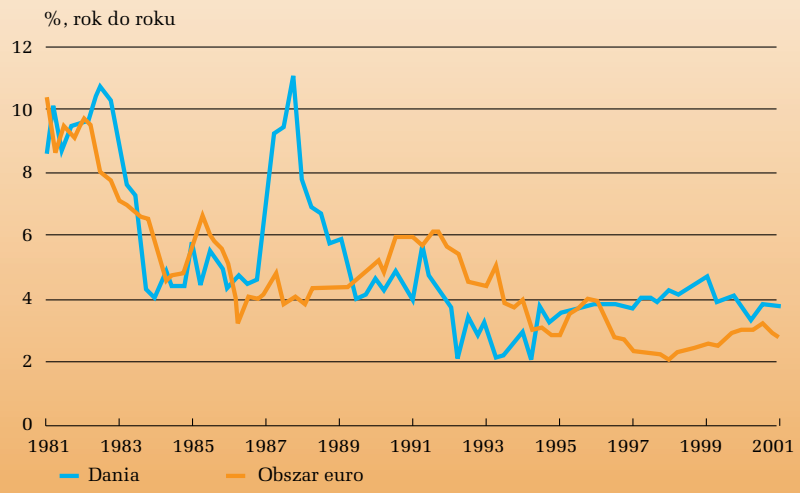
Wykres 5 *Nominalny wzrost zarobków godzinowych i bezrobocia*



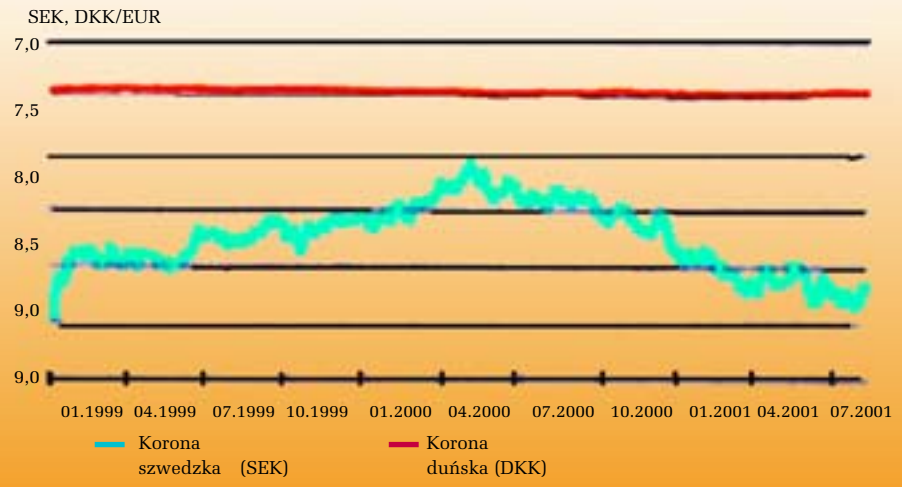
większością w parlamencie, jest zobowiązany do zastosowania polityki fiskalnej, jeśli inflacja rozminie się z polityką kursową. Publicznie ogłoszono, że polityka fiskalna zostanie skorygowana, jeśli inflacja odchyli się od podanej przez Europejski Bank Centralny definicji stabilności cen (0-2-punktowy wzrost zharmonizowanego indeksu cen konsumpcyjnych). Co więcej, równie ważne jest to, że polityka sztywnego kursu walutowego wysunęła na czoło kwestię strukturalnych reform systemu podatkowego oraz systemu świadczeń, a ponadto rynku pracy, traktowanych jako niezbędne narzędzia, umożliwiające zapewnienie niskiego bezrobocia oraz wzrostu dochodu realnego. Różne reformy strukturalne ostatniego dziesięciolecia w warunkach niskiej inflacji utorowały drogę znacznemu spadkowi bezrobocia w ostatnich latach w połączeniu z umiarkowanym wzrostem płac nominalnych (por. wykres 5).

Polityka sztywnego kursu walutowego nie tylko odegrała rolę w wypracowaniu przez rządy duńskie stabilnej polityki makroekonomicznej. Doprowadziła również do poprawy sytuacji w zakresie ewolucji płac i w postępowaniu partnerów socjalnych. Pomimo znacznego spadku bezrobocia począwszy od 1993 r. podwyżki płac mniej lub bardziej odpowiadały podwyżkom płac na obszarze euro i u głównych partnerów handlowych Danii (zob. wykres 6). Kontrastuje to ostro z ewolucją płac w latach 80., kiedy to silny wzrost doprowadził do nominalnych wzrostów płac powyżej 10%.

Wykres 6 *Wzrost zarobków godzinowych w Danii i na obszarze euro*



Wykres 7 *Korona szwedzka i korona duńska a euro*



Szoki asymetryczne, szoki „domowego chowu" oraz polityka kursowa w Danii

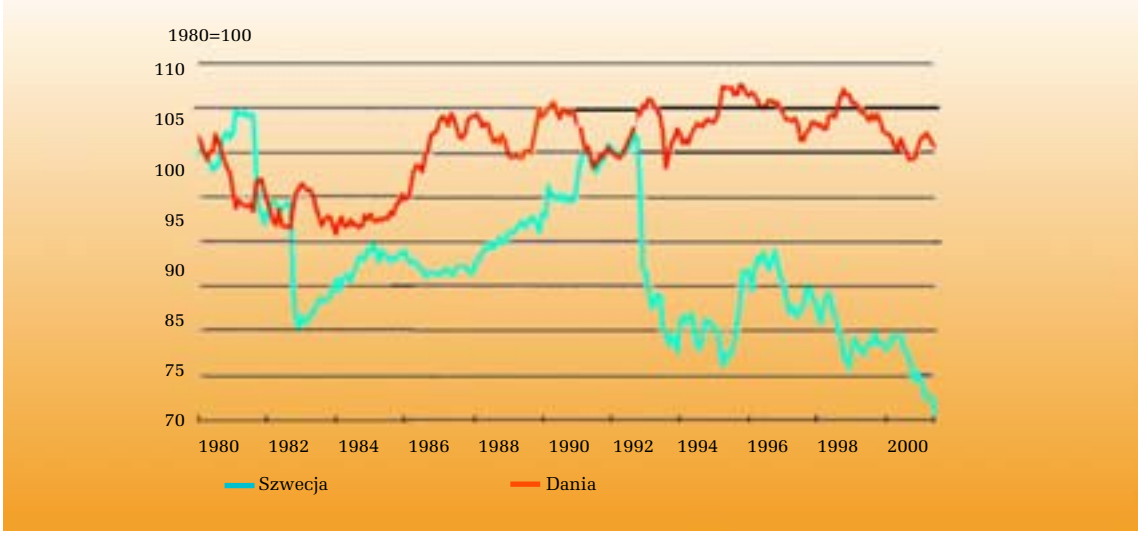
Płynny kurs walutowy uważa się często za użyteczny mechanizm chroniący gospodarkę przed pewnego rodzaju szokami (wstrząsami), które występują w świecie charakteryzującym się nominalną nieelastycznością płacową i(lub) ograniczoną mobilnością siły roboczej. W świecie tym polityka sztywnego kursu walutowego może doprowadzić do nadmiernego i chronicznego bezrobocia. Dostosowywanie się do szoków asymetrycznych jest - przynajmniej w teorii - istotnym argumentem przeciw polityce sztywnego kursu walutowego. Potwierdzenie zasadności tego argumentu wymaga jednak odpowiedzi na co najmniej dwa pytania: (1) co powoduje duże pozytywne i duże negatywne luki PKB, (2) czy płynny kurs walutowy stanowi efektywne narzędzie amortyzacji szoków?

W 1981 r. gospodarka duńska przechodziła ostrą recesję, w 1986 r. osiągnęła szczyt wzrostu, następnie weszła znowu w okres wolnego wzrostu. W 1993 r. odbiła się od dna i od tego czasu dynamicznie rośnie, wypełniwszy po drodze ujemną lukę PKB (zob. wykres 3). Dodatkowo, cykl biznesowy był niezgodny z cyklem niemieckim i cyklem całego obszaru euro. Cyklu biznesowego *per se* oraz odchyleń od niemieckiego cyklu biznesowego nie da się wyjaśnić tylko egzogenicznymi czynnikami zewnętrznymi. Po pierwsze, popyt na eksport duński nie odchylał się od trendu w takim stopniu, który może wyjaśnić cykliczne zawirowania w obserwowanym okresie. Po drugie, *terms of trade* w Danii ewoluowały przeważnie zgodnie z *terms of trade* innych krajów Unii Europejskiej, co wykluczało wytłumaczenie zjawiska za pomocą szoków zewnętrznych (zob. publikacja duńskiego Ministerstwa Finansów, 2001). Genezy wahań PKB Danii należy więc szukać wśród czynników wewnętrznych.

Zapaść z 1981 r. miała źródło w bardzo złej polityce makroekonomicznej lat 70., którą można podsumować jako stosowanie tradycyjnego keynesowskiego bodźca popytowego w odpowiedzi na naftowe szoki cenowe. Na początku lat 80. Dania była krajem o wysokiej inflacji i niskiej skłonności do oszczędzania. Istotnym czynnikiem było tutaj zbyt preferencyjne traktowanie kosztów odsetkowych w połączeniu z wysoką inflacją. Koszty odsetkowe można było odjąć od najwyższego przedziału podatkowego (między 40 a 70% w zależności od poziomu dochodu). Ostremu spadkowi nominalnych stóp procentowych po ogłoszeniu polityki sztywnego kursu walutowego w 1982 r., w połączeniu z innymi sposobami zaciskania pasa, nie towarzyszył spadek oczekiwań inflacyjnych. Doprowadziło to do spadku oczekiwanych realnych *ex ante* stóp procentowych netto (po opodatkowaniu), co wywołało boom w cenach mieszkań i konsumpcji prywatnej i, co więcej, stworzyło podwaliny długotrwałego spadku produkcji w następnych latach. Stopień preferencyjnego potraktowania kosztów odsetkowych zmniejszano począwszy od 1987 r. Spadek rzeczywistej inflacji z połączeniu ze zmianami podatkowymi doprowadził do ostrego wzrostu realnych stóp procentowych *ex post* netto (po opodatkowaniu), co wywołało postępujący kryzys na rynku mieszkaniowym oraz silny wzrost stopy oszczędności prywatnych.

Doświadczenia duńskie pokazują, że szoki „domowego chowu", wynikające z polityki ekonomicznej, mają większe znaczenie niż egzogeniczne szoki zewnętrzne. Jaką rolę ma w tym środowisku do odegrania elastyczność kursu walutowego i niezależna polityka

Wykres 8 *Realny efektywny kurs walutowy w Szwecji i Danii*

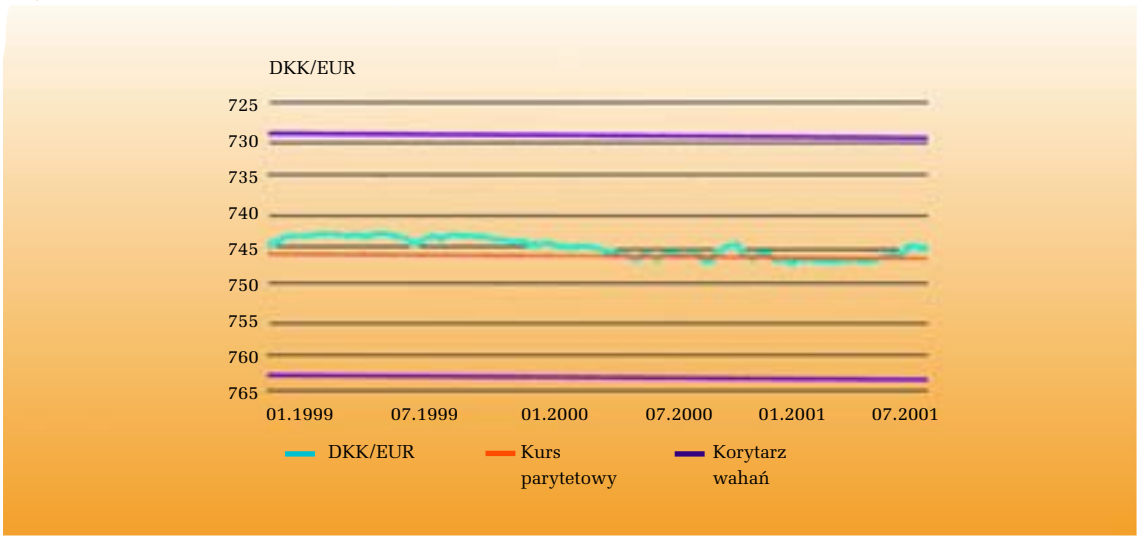


Uwaga: realny efektywny kurs korony jest oparty na cenach detalicznych. Ostatnia obserwacja pochodzi z czerwca 2001 r.

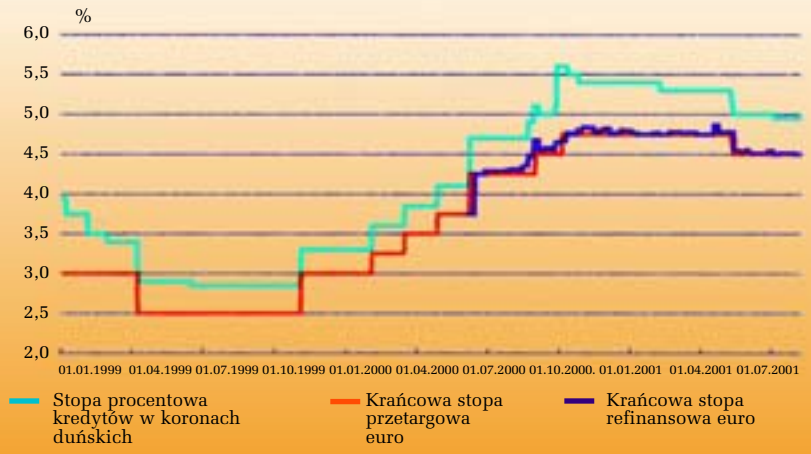
pieniężna? Można by twierdzić, że nadmierne wzrosty płac w 1987 r. (por. wykres 5) uzasadniały dewaluację korony w sytuacji charakteryzującej się spadkiem nominalnej nieelastyczności płacowej. Jednak taką reakcją byłaby może kilkunasta z kolei dewaluacja pod hasłem „raz na zawsze i nigdy więcej" oraz wybawianie z kłopotów partnerów socjalnych, co wpędziłoby duńską politykę gospodarczą z powrotem w błędne koło lat 70.

Wybór kursu walutowego nie jest wyborem między sztywnym nominalnym kursem walutowym a płynnym kursem walutowym, który ewoluuje zgodnie z parytetem siły nabywczej. Płynny kurs walutowy nierzadko bowiem odbiega stosunkowo daleko od jakiegokolwiek rozsądnego oszacowania parytetu siły nabywczej, działając w ten sposób jako przyczyna szoków, a nie mechanizm, który ma je amortyzować (por. Buiter, 2000). Dobrze znane przykłady to siła dolara w połowie lat 80. i obecna słabość euro. Takie nieuzasadnione wypaczenia kursu walutowego mają duże znaczenie w małych otwartych gospodarkach - takich jak Dania - i występują w nich z największą surowością. Wahania kursu walutowego ukazane na wykresach 7 i 8 wskazują, że w Szwecji - małej otwartej gospodarce z płynnym kursem walutowym i niską inflacją - w wyniku wahań kursu walutowego pojawia się więcej zakłóceń niż w Danii. Polityka sztywnego kursu walutowego może nie gwarantować ani stabilności nominalnego efektywnego kursu walutowego, ani stabilności realnego efektywnego kursu walutowego. Jednak w efektywnym duńskim kursie walutowym euro ma

Wykres 9 *Pasmo ERMII oraz korona duńska w stosunku do euro*



Wykres 10 *Kluczowe stopy procentowe polityki pieniężnej w Danii i na obszarze euro*



wagę nieco poniżej 60%. Te stabilne warunki planowania sprzyjają prowadzeniu działalności gospodarczej. Takiego zabezpieczenia przed jakąkolwiek konkretną walutą nie dawałaby polityka sztywnego kursu walutowego oparta na nominalnym efektywnym kursie walutowym.

W przypadku Danii sztywny kurs walutowy amortyzuje szoki, jednak nie w tradycyjnym sensie. Zachęca natomiast do podejmowania racjonalnej polityki gospodarczej i kształtowania płac w sposób sprzyjający zatrudnieniu.

Prowadzenie polityki pieniężnej a ERMII

Od czasu, kiedy 1 stycznia 1999 r. rozpoczął funkcjonowanie ERM II oraz zaczął się trzeci etap Unii Gospodarczej i Walutowej, korona duńska pozostaje blisko centralnego parytetu wokół euro (por. wykres 9).

W celu osiągnięcia stabilności kursu walutowego stopy procentowe Danmarks Nationalbanku dostosowuje się do stóp EBC, odpowiednio uwzględniając warunki panujące na rynku walutowym (por. wykres 10). Środkiem zaradczym na spadkową tendencję korony duńskiej będzie poszerzanie zróżnicowania stóp procentowych i odwrotnie. Interwencje na rynku walutowym stosuje się do osłabiania wahań kursu korony.

Z wykresu 9 jasno widać, że kurs walutowy korony do euro jest dużo bardziej stabilny niż dopuszczałoby to pasmo wahań +/-2,25% wokół euro. W okresie poprzedzającym załamanie się ERMI w latach 1992 - 1993 wiele kursów walutowych, w tym korona duńska, podlegało znacznym wahaniom w ramach wąskiego pasma, a obowiązkowa interwencja na granicy dopuszczalnego pasma wahań nie była niczym rzadkim. Poszerzenia pasma do +/-15% w 1993 r. nie traktowano jako sensownej podstawy polityki kursowej Danii, toteż Danmarks Nationalbank przystąpił do jednostronnej polityki stabilizacji korony duńskiej, posługując się centralnym parytetem jako punktem odniesienia - chociaż od czasu do czasu był to odległy punkt odniesienia. Polityka ta na początku 1997 r. doprowadziła koronę do stabilizacji w pobliżu centralnego parytetu. Od tej pory kluczowe stopy procentowe Danmarks Nationalbank odwzorowywały stopy procentowe Bundesbanku, a od stycznia 1999 r. stopy procentowe Europejskiego Banku Centralnego. Najistotniejsze w ostatnich latach wydarzenia to jesień 1998 r. w związku z globalnym kryzysem finansowym i jesień 2000 r. - okres bezpośrednio po tym, jak Dania wypowiedziała się w referendum przeciwko uczestnictwu w obszarze euro.

Dla polityki kursowej ważne jest to, że Danmarks Nationalbank stosuje stopy Europejskiego Banku Centralnego automatycznie, bez wahania i niezależnie od sytuacji w kraju. Ponadto, zróżnicowanie krótkoterminowych stóp procentowych musi wzrosnąć niezwłocznie, jeśli korona wykazuje wyraźną tendencję do osłabiania się poza wahania dzienne. Interwencja na rynku walutowym nie może być działaniem izolowanym. Musi jej towarzyszyć wzrost stóp procentowych. Nieodłączną częścią strategii obrony kursu jest to, że zróżnicowanie stóp procentowych jest zwiększane szybko i znacznie, ale redukowane stopniowo, w postaci opóźnionej reakcji na napływ waluty. Polityka taka zapewnia to, że spekulacja przeciwko koronie jest kosztowna i nierentowna.

To, że w Danii zasadniczą rolę odgrywają długoterminowe kredyty hipoteczne o stałej stopie procentowej (por. wykres 4), prawie eliminuje napięcia związane z podnoszeniem stóp procentowych w celu obrony kursu walutowego. Co więcej, narzędzia polityki pieniężnej stosowane przez Danmarks Nationalbank umożli-

wiają zróżnicowanie sygnałów polityki pieniężnej, które mogą jeszcze bardziej złagodzić obciążenia obywateli - przynajmniej na krótką metę. Stopę kredytową Danmarks Nationalbank, decydujący sygnał dla stóp rynku pieniężnego, można na krótki okres podnieść bardziej niż stopę dyskontową, decydującą dla ogólnych warunków depozytowo-kredytowych w bankach komercyjnych. Christensen i Topp (1997) dają szczegółowy opis duńskich instrumentów polityki pieniężnej i różnych instrumentów płynnościowych, które można zastosować w przypadku poważnych zaburzeń kursowych.

Uczestnicy rynku walutowego oraz duńscy eksporterzy i importerzy zdają sobie sprawę z polityki sztywnego kursu walutowego i bezwarunkowej gotowości Danmarks Nationalbank do wspomagania kursu walutowego. Stabilizująco działa zachowanie spekulacyjne dużych banków komercyjnych na rynku walutowym. Jeśli korona znajduje się po słabej stronie parytetu, banki komercyjne będą ustawiały się na pozycjach wspierających koronę i, co więcej, będą doradzać swoim klientom zakup koron, np. poprzez sprzedaż przychodów eksportowych w walucie obcej. Sytuacja wygląda odwrotnie wówczas, gdy korona jest po silnej stronie parytetu centralnego. Wszystko to ma miejsce wewnątrz wąskiego przedziału wokół parytetu centralnego.

Zakończenie

Z poprzednich części referatu widać wyraźnie, że na co dzień, przy bieżącym zarządzaniu polityką sztywnego kursu walutowego, mechanizm kursowy ERM II nie jest zbyt widoczny. Danmarks Nationalbank dąży do stabilizacji korony w dużo węższym przedziale niż pasmo wahań +/- 2,25. ERM II służy jako „siatka ochronna". Przy zrealizowaniu się najgorszego scenariusza zapewnia poparcie międzynarodowe. I jeszcze to, co jest prawdopodobnie najważniejsze: przystępując w 1998 r. do porozumienia o ERM II, rząd duński wzmocnił swoje zobowiązanie do prowadzenia polityki gospodarczej zgodnie z wymogami wyznaczonymi przez politykę sztywnego kursu walutowego.

Ramy makroekonomiczne, zorientowane na stabilność i prowadzące do wzrostu gospodarczego zatrudnienia, można bez wątpienia osiągać na wiele różnych sposobów. W przypadku Danii istotną rolę przy ustalaniu takich ram odegrały: polityka sztywnego kursu walutowego i członkostwo w ERM (I i II). Jest wiele różnych okoliczności charakterystycznych dla danego kraju, które bądź ułatwiają, bądź utrudniają życie ze sztywnym kursem walutowym. Myślę jednak, że można z tego wyciągnąć dwa dość ogólne wnioski. Po pierwsze, polityka pieniężna musi być bezwarunkowo podporządkowana kursowi walutowemu. Po drugie, uczestnictwo w ERM II oraz polityka sztywnego kursu walutowego nie są środkami do osiągnięcia w sposób uproszczony najniższych stóp procentowych ani sposobem opóźnienia strukturalnych dostosowań w kraju przy poparciu innych państw Unii Europejskiej. Zasadnicza odpowiedzialność za ustanowienie ram makroekonomicznych zorientowanych na stabilność leży po stronie danego kraju. Członkostwo w ERM II może tu działać jako katalizator.

Bibliografia

1. W.H. Buiter (2000): *Optimal currency areas: Why does the exchange rate regime matter?* CEPR Discussion Paper nr 2366.
2. Topp (1997): *Monetary policy in Denmark since 1992.* W: *Monetary policy in the Nordic countries: Experiences since 1992.* BIS, Policy papers nr 2, s. 5-23.
3. Ministerstwo Finansów Danii (2001): *Why Were the Nordic Countries and the UK Out of Phase with Continental Europe.* Forthcoming working paper.
4. Danmarks Nationalbank (1999): *Pengepolitik i Danmark.* Kopenhaga.
5. H. Lyngesen (1999): *Pengepolitiske strategier i praksis.* Nationaløkonomisk tidsskrift, bd. 137, nr 3, s. 237-255.

Konsekwencje uczestnictwa w Unii Gospodarczej i Walutowej dla polskiego rynku pracy

Marek Góra

Wprowadzenie

Statystyki dotyczące rynku pracy lokują Polskę wśród krajów o zdecydowanie wysokim bezrobociu. Obecna stopa bezrobocia na poziomie około 16% jest problemem, który przenosi się na wiele innych obszarów poza rynkiem pracy. Rozwiązanie tego problemu jest jednym z najważniejszych wyzwań stojących przed Polską. Zależy ono jednak od prawidłowej diagnozy sytuacji, a w szczególności bezpośrednich i pośrednich przyczyn tak złej sytuacji na rynku pracy, z jaką mamy do czynienia w Polsce.

Diagnoza taka spychana jest w dyskusjach na dalszy plan. W związku z tym mamy wielki szum wokół bezrobocia i niewielkie efekty walki z nim. Warunkiem koniecznym - choć oczywiście niewystarczającym - sukcesu w porządkowaniu rynku pracy jest krytyczna refleksja nad funkcjonowaniem polskiego rynku pracy.

Elementem takiej refleksji, nie jedynym oczywiście, jest porównanie tempa wzrostu w ostatnich dziesięciu latach w Polsce i kilku innych krajach, które przechodząc podobną transformację nie osiągnęły aż tak wysokiego poziomu bezrobocia. Jest wiele innych uwarunkowań, ale sytuacja, w której gospodarka o najwyższym w regionie tempie wzrostu gospodarczego ma jednocześnie najwyższy poziom stopy bezrobocia, wskazuje, że „coś jest nie tak". Wyraźnie nie tempo wzrostu, ale inne czynniki wypchnęły bezrobocie na tak wysoki poziom. Wahania tempa wzrostu, szczególnie jego ostatnie osłabienie, można dodać do innych przyczyn bezrobocia - ale nie one go wywołały. Bezrobocie osiągnęło dwucyfrowy poziom zaraz po 1990 r. i na takim wysokim poziomie pozostało. Jego fluktuacje nigdy nie sprowadziły stopy bezrobocia do poziomu, który można by uznać choćby za średni.

Reforma tego rynku jest konieczna. Inaczej nawet bardzo szybki wzrost gospodarczy nie doprowadzi do sukcesu rozumianego jako powstanie warunków do trwałego obniżenia bezrobocia do poziomu jednocyfrowego. Reforma rynku pracy jest jednym z wyzwań, które warunkują bezproblemowe wejście do struktur europejskich. Musimy sobie poradzić nie tyle z obniżeniem bezrobocia, ile z przeprowadzeniem gruntownej reformy rynku pracy. Skutki wejścia Polski do Unii Gospodarczej i Walutowej będą dla rynku pracy albo dobre - gdy poradzimy sobie najpierw sami z reformą rynku pracy - albo trudne do przewidzenia - dobre, ale słabo oddziałujące na rynek pracy i gospodarkę - lub wręcz niebezpieczne - jeśli skrajnie nieefektywnie działający polski rynek pracy zostanie skonfrontowany z nowoczesnym otoczeniem gospodarczym.

Polski rynek pracy

Polski rynek pracy szybko wygenerował bezrobocie na poziomie dwucyfrowym i spowodował, że przez całą dekadę nie spadło ono do jednocyfrowego poziomu. Dlaczego?

Odpowiedź na to pytanie wymaga dostrzeżenia splotu uwarunkowań, które pokrótce omówię poniżej.

Wzrost produktywności pracy

Wzrost produktywności pracy jest jednym z najbardziej spektakularnych sukcesów polskiej gospodarki. Był on o wiele silniejszy niż bardzo szybki przecież wzrost PKB[1]. Z jednej strony stało się to na skutek wykorzystania ogromnych rezerw związanych z ukrytym bezrobociem (*labour hoarding*), istniejącym w polskiej gospodarce w latach 80. i zdecydowanie przekraczającym to, co obserwowane było w innych krajach[2]. Z drugiej natomiast strony stało się to na skutek znacznego napływu kapitału i związanych z nim nowoczesnych technologii w latach 90.

Nadrejestracja

Kryteria definiujące bezrobocie traktowane są w Polsce bardzo luźno. Dlatego rejestry zawierają znaczną liczbę osób, które bezrobotne nie są. Największą grupę stanowią wśród nich osoby, które nie spełniają kryterium aktywnego poszukiwania pracy. Do tego dochodzi grupa osób, które mają nierejestrowane zajęcia (szara strefa), oraz tych, które nie mogłyby lub nie chciały podjąć pracy nawet wtedy, gdyby była ona łatwo dostępna. Znaczy to, że faktyczny problem bezrobocia jest trochę mniejszy, niż wynika wprost ze statystyk. Pewnym potwierdzeniem tego jest fakt, że do pobierania zasiłku uprawniony jest bardzo niewielki odsetek bezrobotnych. Z przyczyn fiskalnych pilnuje się bowiem, aby osoby, które nie spełniają kryteriów bycia bezrobotnym, nie otrzymywały zasiłku. Paradoksalnie, nie wykreśla się ich z tego powodu z rejestru. Można więc nie być bezrobotnym i pozostawać w rejestrze - tyle że nie otrzymuje się wtedy zasiłku. Jest jednak wiele innych powodów, dzięki którym wciąż może to być dla niektórych atrakcyjne.

Skala nadrejestracji jest trudna do oszacowania. Próby oszacowania wskazują, że może to być około 25% zarejestrowanych[3]. Problemem nie są w tym przypadku same statystyki. Fakt, że w rejestrach jest znaczna liczba osób, które nie są faktycznie bezrobotne, jest bardzo poważnym utrudnieniem walki z bezrobociem. W takich warunkach walka z bezrobociem staje się bowiem mniej efektywna. Środki na walkę z bezrobociem rozpraszają się na większą liczbę osób.

Niemniej jednak to, że w Polsce występuje znaczna nadrejestracja bezrobotnych, nie znaczy, że problem bezrobocia jest mniejszy. Podnosi ona jedynie koszty walki z tym problemem. Bezrobocie - nawet po odjęciu tego, co moglibyśmy wiązać z nadrejestracją - jest i tak dwucyfrowe i wymaga zwalczenia jego faktycznych przyczyn.

Klin podatkowy

Wysokie podatki oraz wysokie *quasi*-podatki, takie jak składki na ubezpieczenie społeczne, generują razem bardzo znaczący klin podatkowy, który z kolei sprzyja trwale wysokiemu bezrobociu[4]. Bardzo istotną częścią tego klina są właśnie składki ubezpieczeniowe. Relatywnie hojny (w relacji do płac), a przy tym nieefektywny system ubezpieczeń społecznych stał się jednym z głównych powodów wysokiego bezrobocia w Polsce. Na szczęście ten system już nie istnieje. Niestety, istnieją i trwać będą jeszcze przez wiele lat skutki jego działania w przeszłości[5].

Niewystarczająca elastyczność rynku pracy

Podkreśla się - słusznie - że istniejące w Polsce uregulowania dotyczące rynku pracy są niewłaściwe i niepotrzebnie usztywniają ten rynek, przez co przyczyniają się do generowania bezrobocia. Reforma prawa pracy jest w Polsce konieczna. Nie należy jednak ulec złudzeniu, że wystarczy ona do uelastycznienia rynku pracy. Konieczne jest zajęcie się jeszcze dwoma problemami. Pierwszym jest instytucjonalna obsługa rynku pracy, czyli funkcjonowanie urzędów pracy, które poza przeciążeniem wynikającym m.in. z nadrejestracji mają niewłaściwie określone zadania. Gruntownej przebudowy wymaga też realizowana przez urzędy pracy polityka rynku pracy aktywna i pasywna. Drugim problemem jest niska elastyczność podaży pracy. Jest to ogromny i trudny do zwalczenia problem. Zwiększa on skutki restrukturyzacji gospodarki.

Przyrost podaży pracy

Polska jest krajem wyjątkowym w skali całej Europy, w którym odnotowuje się silny przyrost podaży pracy. Jest to wielka szansa rozwojowa dla kraju, wynikająca z tego, że jeden z czynników produkcji - czyli praca - jest dostępny w bardzo dużej ilości. Dzięki temu można osiągać szybszy wzrost gospodarczy. Ta szansa to jednak także zagrożenie. Nieelastyczny rynek pracy blokuje bowiem dostęp nowym pracownikom. Jest to ekonomicznie nieefektywne i jednocześnie społecznie szkodliwe. Chciałbym zdecydowanie podkreślić, że wszelkie formy polityki ograniczania podaży pracy, które miałyby przeciwdziałać problemom istniejącym

[1] W latach 1999 i 2000 średni wzrost produktywności pracy wyniósł 7% rocznie. Patrz na przykład OECD (2001).
[2] Patrz Góra i Rutkowski (1990).
[3] Patrz Góra (1996).
[4] Porównaj np. Layard et al. (1991).
[5] Patrz Góra (2001).

na rynkach pracy, są również ekonomicznie i społecznie szkodliwe.

Wahania wzrostu gospodarczego

Obserwowane ostatnio wyraźne spowolnienie tempa wzrostu gospodarczego często obarcza się winą za występowanie w Polsce wysokiego bezrobocia. Jest to rozumowanie tylko częściowo słuszne. Z pewnością spowolnienie tempa wzrostu przyczyniło się do wzrostu bezrobocia, ale wzrost ten nastąpił z bardzo wysokiego już przedtem poziomu. Efekt związany z niedostatecznym popytem odpowiada za około 1/4 stopy bezrobocia w Polsce[6]. Reszta wynika z czynników wymienionych wcześniej. Szybki wzrost gospodarczy na pewno przyczyni się do poprawy sytuacji na rynku pracy, ale nie obniży go do poziomu jednocyfrowego ani nie stworzy warunków jego trwałego obniżenia.

Perspektywy

W prognozach dotyczących rynku pracy w Polsce dominuje bardzo katastroficzny ton. Zakłada się, że bezrobocie będzie rosło, a jego obniżenie jest możliwe tylko przy osiągnięciu tempa wzrostu gospodarczego powyżej 6%[7]. Tak jednak być nie musi. Te powtarzające się w dyskusjach ekonomicznych 6% zakłada, że nic nie zostanie zrobione w zakresie faktycznych przyczyn bezrobocia. Cóż, zawsze jest jakiś poziom tempa wzrostu PKB, który „wessie" większość bezrobocia. Jednak budowanie na tym perspektyw rozwojowych rynku pracy jest minimalizmem i faktyczną zgodą na trwale wysokie bezrobocie w Polsce. Ma ono w Polsce tak wysoki poziom właśnie dlatego, że całkiem przyzwoity wzrost gospodarczy, 3-4%, nie wystarcza do jego obniżenia. W wielu innych krajach wystarcza. Polski rynek pracy nie pozwala na to przez swoje skrajnie nieefektywne funkcjonowanie.

Reforma rynku pracy powinna objąć wszystkie aspekty jego funkcjonowania wymienione w poprzednim rozdziale. Każdy z nich ma bowiem znaczący udział w generowaniu bezrobocia. Podsumujmy. Należy więc doprowadzić do uporządkowania rejestrów bezrobotnych, wszelkimi sposobami dążyć do ograniczania kosztów pracy i - ogólniej - klina podatkowego, a także dążyć do zwiększenia elastyczności rynku pracy.

Realizacja drugiego z wymienionych celów, czyli dążenie do ograniczenia klina podatkowego, została zapoczątkowana. Polega to na ograniczeniu przyszłych zobowiązań systemu emerytalnego oraz na zmianie ekonomicznego charakteru składek emerytalnych: z charakteru podatkowego na oszczędnościowy. Niestety, skutki tych zmian będą odczuwane przez gospodarkę dopiero po upływie kilku lat. Pozostałe z wymienionych kwestii pilnie czekają na zajęcie się nimi. Będzie to o tyle ważne, że potencjalne efekty są w ich przypadku możliwe do osiągnięcia w znacznie krótszym czasie.

Szybszy wzrost gospodarczy na pewno przyczyni się do poprawy sytuacji na rynku pracy. Nie jest on jednak wystarczający do rozwiązania problemu, jakim jest bezrobocie. Można zastanawiać się, jak szybki wzrost gospodarczy spowoduje spadek bezrobocia. Można też odwrócić to rozumowanie i zastanowić się, co zrobić, aby przy danym wzroście gospodarczym ograniczyć bezrobocie. To drugie podejście jest bardziej skuteczne, a jego rezultaty - w przeciwieństwie do „pobudzania" wzrostu - są trwałe.

Przystąpienie do Unii Gospodarczej i Walutowej

Z punktu widzenia rynku pracy możliwe są dwa główne scenariusze skutków, jakie będzie miało przystąpienie Polski do UGW. Pierwszy dotyczy sytuacji, gdy Polska poradziła sobie z reformą rynku pracy przed przystąpieniem do UGW i jest w związku z tym na drodze do trwałego obniżenia bezrobocia. Drugi natomiast dotyczy sytuacji, w której reforma taka nie została przeprowadzona - na tyle przynajmniej, aby zapoczątkować pożądane zmiany. W obu przypadkach skutki dla rynku pracy, jakich można się spodziewać, będą raczej pośrednie niż bezpośrednie.

Optymalne wykorzystanie czynników produkcji

W pierwszym przypadku rynek pracy będzie sprzyjał rozwojowi gospodarczemu, a także wykorzystaniu nowych możliwości rozwojowych całej gospodarki, które będą wynikać z przystąpienia do UGW. W szczególności możliwe będzie elastyczne dostosowanie pracy i kapitału w sytuacji, gdy kapitał łatwo przemieszczający się w obrębie całej UGW, będzie również łatwiej dostępny w Polsce. W drugim przypadku dostosowanie to będzie znacznie mniej elastyczne, co ograniczy możliwości wykorzystania takiej sytuacji do celów rozwojowych gospodarki.

W obu przypadkach przystąpienie do UGW, poprzez sprzyjanie stabilnemu wzrostowi gospodarczemu, przyczyni się do ograniczenia problemów rynku pracy. Ponownie jednak zreformowany wcześniej rynek pracy skorzysta znacznie bardziej na przystąpieniu do UGW niż rynek pozostający w postaci zbliżonej do tego, co obserwujemy obecnie.

[6] Jest to bardzo zgrubny szacunek. Opiera się on na tym, że stopa bezrobocia równowagi wynosi w Polsce około 10-12%. Patrz Góra (1998).
[7] Porównaj np. Kwiatkowski et al. (2001).

Migracje siły roboczej

Udział w UGW to łatwiejsze niż kiedykolwiek przenoszenie czynników produkcji - a więc także migracje pracowników. Wiąże się to z obawami wielu krajów - dotyczy to w szczególności Niemiec i Austrii - że nastąpi masowy napływ do nich pracowników z Polski. Polska jest tu postrzegana jako szczególne zagrożenie z racji swej wielkości oraz dynamiki podaży pracy.

Jeśli zastanowić się głębiej nad istotą problemu, to okaże się - paradoksalnie - że kraje te, broniąc się przed napływem pracowników z Polski, działają wbrew swojemu interesowi. Niemniej jednak walka o swobodę podejmowania pracy dla polskich obywateli - jakkolwiek uzasadniona z punktu widzenia walki o równe prawa - jest częściowo sprzeczna z interesem gospodarczym Polski. Wyjaśnienie tego paradoksu tkwi w nieelastyczności rynków pracy zarówno w Polsce, jak i wielu innych krajach Europy. Rynki te nie absorbują nowych pracowników.

Niemiecki i austriacki system emerytalny są w bardzo poważnych kłopotach finansowych[8]. Liczba płacących składki jest niewielka i spada, liczba emerytów jest znaczna i stale rośnie. Obecny kształt systemów emerytalnych w tych krajach nie pozwala na rozwiązanie tego problemu. Jedynym ratunkiem - poza oczywiście gruntowną reformą systemów emerytalnych w tych krajach - jest znaczący napływ pracowników z zewnątrz. *Notabene* pracownicy ci i tak napływają do tych krajów, ale nie mogą pracować legalnie. Podejmują więc różne nierejestrowane zajęcia, które nie powiększają przychodów systemu emerytalnego. Jest to ewidentna strata dla krajów broniących się przed napływem pracowników.

Z kolei z polskiej strony odpływ pracowników za granicę jest ewidentną stratą. Najważniejszym elementem tej straty byłaby oczywiście utrata produktu pracy, która nie byłaby zatrudniona w Polsce. Można argumentować, że gdy ludzie nie mają pracy, to niech lepiej wyjadą, ponieważ produkt, który byłby przez nich wytwarzany, i tak nie powstaje. Jednak zamiast wypychać ludzi do pracy za granicę, lepiej przeprowadzić reformę rynku pracy, która da im możliwość pracy w kraju. Polski PKB rósł będzie dzięki temu szybciej, a dodatkowo ułatwi to walkę z inflacją. Duża podaż pracy to mniejsza presja płacowa, a co za tym idzie - łatwiejsze ograniczanie inflacji.

[8] W przypadku Niemiec skala subsydiowania wypłat z systemu emerytalnego wynosi już 20% wartości tych wypłat.

Wnioski

Podsumowując, bezpośredni wpływ przystąpienia do Unii Gospodarczej i Walutowej na polski rynek pracy nie musi być duży. Problemy związane z nieefektywnym funkcjonowaniem tego rynku muszą być rozwiązane niezależnie od przystąpienia do UGW. Ich rozwiązanie umożliwi natomiast osiągnięcie większych korzyści z samego przystąpienia do UGW.

Bibliografia

1. M. Góra, M. Rutkowski (1990): *The Demand for Labour and the Disguised Unemployment in Poland in the 1980s.* „Communist Economies" 2, No.3, s. 325-334.
2. M. Góra (1996): *The Labour Market in Poland: 1990-1995. Empirical and Methodological Studies.* Warszawa Szkoła Główna Handlowa.
3. M. Góra (1998): *Le chúmage structurel en Pologne - Steady-state unemployment in Poland.* „Revue d'Etudes Comparatives East-Ouest", No.2, vol. 29, s. 41-48.
4. E. Kwiatkowski, A. Rogut, T. Tokarski: *Prognoza popytu na pracę i stopy bezrobocia w Polsce do roku 2005 oparta na analizie współczynników pracochłonności.* W: *Wzrost gospodarczy, restrukturyzacja i bezrobocie w Polsce. Ujęcie teoretyczne i praktyczne.* Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego (w druku).
5. R. Layard, S. Nickell, R. Jackman (1991): *Unemployment.* Oksford.
6. OECD (2001): *Economic Survey: Poland.* Paris OECD.

Podatność Polski na szoki asymetryczne a proces akcesji do Unii Gospodarczej i Walutowej

*Jakub Borowski**

Wprowadzenie

Przystąpienie Polski do Unii Gospodarczej i Walutowej (UGW) powinno być poprzedzone sporządzeniem bilansu korzyści i kosztów tego procesu. Zgodnie z teorią integracji monetarnej, podstawowym składnikiem kosztów związanych z utworzeniem wspólnego obszaru walutowego jest utrata autonomii polityki pieniężnej i kursowej. Koszt ten jest tym większy, im większa jest podatność gospodarki na szoki asymetryczne. Niniejszy tekst podejmuje problem oceny tej podatności w warunkach polskich.

W pierwszej części referatu przedstawiono typologię szoków asymetrycznych, które mogą wystąpić w krajach uczestniczących w unii monetarnej. Typologia ta zawiera również prezentację standardowych mechanizmów dostosowawczych, zapewniających akomodację ewentualnych szoków.

Część druga zawiera krótką informację na temat szeregów czasowych wykorzystanych w badaniu.

Część trzecia referatu zawiera analizę stopnia zbieżności cyklu koniunkturalnego w Polsce i UGW, stanowiącego syntetyczny miernik podatności na szoki asymetryczne. Została ona przeprowadzona w trzech etapach. Na pierwszym etapie uwagę skoncentrowano na ewolucji cyklicznej zbieżności w czasie, ocenianej przez pryzmat współczynnika korelacji kroczącej cyklicznych składników podstawowych pro- i antycyklicznych kategorii makroekonomicznych. Na drugim etapie celem badania było ustalenie maksymalnego okresu, w którym wystąpiła umiarkowanie silna synchronizacja cykli koniunkturalnych w Polsce i strefie euro. Etap trzeci poświęcony jest analizie porównawczej stopnia cyklicznej zbieżności gospodarek wybranych krajów europejskich i Polski z gospodarkami strefy euro i Niemiec.

Czwarta część referatu zawiera analizę siły powiązań wewnątrzgałęziowych między Polską a UGW, stanowiącej przesłankę trwałej zbieżności cykli koniunkturalnych w krajach tworzących wspólny obszar walutowy. Jako podstawowe kryterium oceny przyjęto udział handlu wewnątrzgałęziowego w całości wymiany handlowej, wyznaczony z wykorzystaniem podstawowego i skorygowanego indeksu Grubela-Lloyda. Pomiaru intensywności handlu wewnątrzgałęziowego dokonano również w ramach poszczególnych grup towarowych oraz w odniesieniu do wymiany towarowej między Polską a jej głównymi partnerami handlowymi z Europy Wschodniej.

Referat kończą wnioski z przedstawionych badań.

* Dziękuję osobom, które pomogły mi w uzyskaniu szeregów czasowych oraz materiałów wykorzystanych w niniejszym tekście: Janowi Bielawskiemu, Agnes Horvath, Rafałowi Kierzenkowskiemu, Jackowi Kotłowskiemu, Isabelli Lindner, Ewie Łopuszyńskiej, Maximiano Pinheiro, prof. dr. hab. Zbigniewowi Polańskiemu, dr. Janowi Przystupie, Terry'emu Quinnowi, Katji Rietzler, Markowi Rozkrutowi, Konradowi Szwedzińskiemu i Herculesowi Voridisowi. Korzystałem również z uwag i sugestii prof. dr. hab. Andrzeja Sławińskiego, dr. Ryszarda Kokoszczyńskiego i Michała Brzoza-Brzeziny. Będę wdzięczny za ewentualne komentarze i uwagi do tekstu. Poglądy wyrażone w tekście przypisywać należy wyłącznie autorowi.

I. Typologia szoków asymetrycznych i ocena ryzyka ich wystąpienia

Zgodnie z teorią optymalnych obszarów walutowych (OOW), decyzja o utworzeniu wspólnego obszaru walutowego powinna być podjęta tylko wówczas, gdy długookresowy bilans korzyści i kosztów rezygnacji z waluty krajowej jest dodatni. Konstrukcja tego bilansu wymaga więc jakościowej i ilościowej oceny kosztów integracji monetarnej, które utożsamiane są przede wszystkim z utratą autonomii polityki monetarnej i kursowej. Koszt ten jest tym większy, im większa jest podatność krajowej gospodarki na szoki asymetryczne. Przyjmując, że kraje wprowadzające wspólną walutę stanowią podstawową jednostkę tworzącą unię monetarną, szoki te można zdefiniować jako zakłócenia procesów gospodarczych wywierające odmienny wpływ na podstawowe kategorie realne (produkt, zatrudnienie, stopa bezrobocia) w poszczególnych krajach członkowskich unii walutowej. Teoria OOW koncentruje się na szokach negatywnych, których skutkiem jest obniżenie się produktu poniżej jego potencjalnego poziomu. W przypadku ich wystąpienia kraj nieuczestniczący w unii walutowej może odwołać się do polityki pieniężnej, w szczególności kursowej, łagodzącej dotkliwość szoku. Możliwość ta jest szczególnie cenna w warunkach sztywności (w dół) nominalnych wynagrodzeń. Sztywność ta sprawia, że spadek realnych płac, niezbędny do obniżenia realnego kursu walutowego i ograniczenia luki popytowej, wymuszony jest wyższym bezrobociem i dokonuje się ze znacznym opóźnieniem. Gdy reakcją na szok popytowy jest deprecjacja waluty krajowej, początkowy spadek produktu i wzrost stopy bezrobocia są mniejsze niż w sytuacji, gdy instrument kursu walutowego nie jest dostępny[1]. Usztywnienie nominalnego kursu walutowego, wykluczające dostosowanie realnego kursu walutowego poprzez zmiany jego nominalnego poziomu, postrzegać trzeba zatem jako główny koszt integracji monetarnej.

Odpowiedź na pytanie, jak duży będzie w warunkach polskich koszt związany z utratą autonomii polityki pieniężnej (kursowej), wymaga zbadania podatności polskiej gospodarki na szoki asymetryczne. Analizę tę warto poprzedzić omówieniem podstawowych ich typów (schemat 1). Pozwoli to stworzyć punkt odniesienia dla rozważań w trzeciej i czwartej części opracowania. Typologia ta obejmuje źródła i charakter szoków asymetrycznych oraz procesy dostosowawcze, umożliwiające gospodarce powrót do równowagi. Kluczowe dla prezentowanej typologii jest rozróżnienie między szokami asymetrycznymi w klasycznym ich rozumieniu (nieodczuwalnymi w pozostałych krajach unii monetarnej, typ A) oraz szokami wspólnymi dla wszystkich krajów ją tworzących, wywierającymi, ze względu na występowanie zróżnicowanych uwarunkowań makro- i mikroekonomicznych, odmienny wpływ na procesy gospodarcze w poszczególnych krajach (typ B).

Podstawowe dwa rodzaje szoków, mogących wywoływać asymetryczne skutki w krajach unii monetarnej, to szoki podażowe i popytowe[2]. Wśród źródeł szoków podażowych, oddziałujących na potencjał produkcyjny gospodarki, można wyróżnić:

1.1. zmiany klimatyczne, które – w zależności od elastyczności rynków i stopnia otwartości gospodarki – mogą wywoływać różne skutki cenowe i związane z nimi fluktuacje produktu i zatrudnienia (typ A lub B);

1.2. zmiany krańcowej produkcyjności kapitału wynikające z postępu technicznego, przynoszące skutek w postaci różnic w tempie wzrostu potencjalnego PKB i stopnia adekwatności wspólnej polityki monetarnej dla poszczególnych krajów unii walutowej; charakter szoku (A lub B) zależeć będzie w tym przypadku od szybkości dyfuzji postępu technicznego, znaczenia danej gospodarki w unii jako całości oraz reakcji czynników produkcji (kapitału i pracy);

1.3. zmiany cen surowców (A lub B); charakter szoku będzie zależał od stopnia uzależnienia gospodarek od zewnętrznych źródeł surowców oraz jakości krajowych rynków, w szczególności rynku pracy[3];

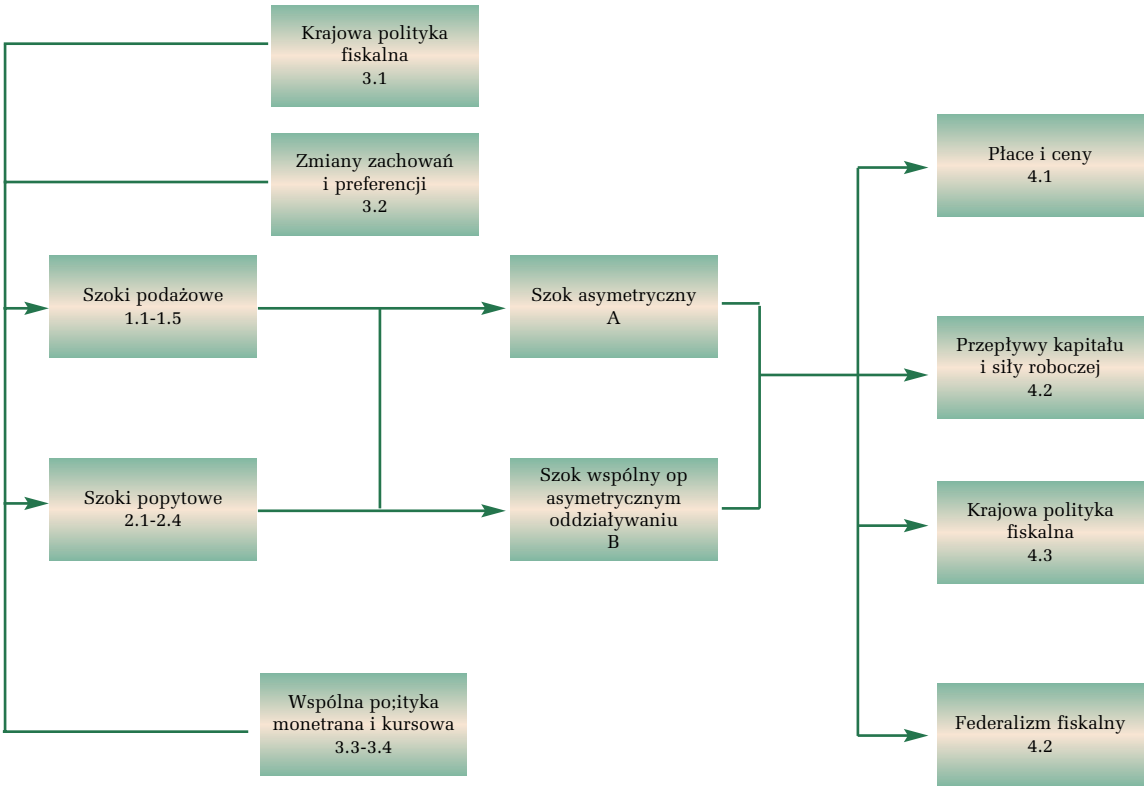
1.4. średnio- i długookresowe tendencje demograficzne (A lub B); warunkiem ich skutecznej neutralizacji jest elastyczny rynek pracy oraz swoboda i skłonność do migracji transgranicznych;

[1] W długim okresie skuteczność tej polityki w ograniczaniu luki popytowej zależy od stopnia, w jakim podmioty gospodarcze kierują się iluzją kursową. Ten z kolei zdeterminowany jest przez otwartość gospodarki oraz instytucjonalne uwarunkowania rynku pracy. Gdy iluzja ta nie występuje, proces domykania luki popytowej trwa dłużej niż w wariancie bez deprecjacji i towarzyszy mu wyższa inflacja. W przypadku szoku podażowego dostosowanie kursowe jest instrumentem jeszcze mniej skutecznym, albowiem wzmacnia ono wywołany szokiem impuls inflacyjny. Badania i symulacje przeprowadzone z wykorzystaniem modeli makroekonometrycznych dla wybranych krajów UGW wskazują, iż powrót realnego kursu walutowego do poziomu sprzed szoku występuje zwykle po kilku latach (EC Commission, 1990). Innymi słowy, w długim okresie nominalna deprecjacja kursu walutowego nie jest tożsama z realnym spadkiem jego poziomu.

[2] Zaproponowany poniżej podział źródeł szoków asymetrycznych nie może być traktowany jako kompletny nie tylko ze względu na znaczną liczbę możliwych wariantów, ale również ze względu na możliwość przyjęcia innych kryteriów podziału. Takim kryterium może być okres oddziaływania szoku (szok trwały lub przejściowy) lub to, czy dany wstrząs pochodzi spoza obszaru unii monetarnej (zewnętrzny szok asymetryczny), czy też powstał na jej terenie (szok wewnętrzny).

[3] De Grauwe (1997), opierając się na koncepcji Bruno i Sachsa (1985) oraz Calmforsa i Diffina (1999), dowodzi, że reakcja na szok podażowy w postaci żądań płacowych jest najsilniejsza w krajach, w których stopień centralizacji negocjacji płacowych jest umiarkowany. W takich krajach związki zawodowe stają przed klasycznym dylematem więźnia, wymuszającym aktywną postawę w negocjacjach. W przypadku wysokiej i niskiej centralizacji presja płacowa jest słabsza, ponieważ związki zawodowe biorą pod uwagę jej inflacyjne skutki w skali całej gospodarki (silna centralizacja) lub spadek konkurencyjności cenowej firmy (negocjacje na poziomie firmy).

Schemat 1 *Źródła i charakter szoków asymetrycznych oraz procesy dostosowawcze w kraju tworzącym wspólny obszar walutowy*



1.5. szoki płacowe (A lub B), których wpływ na procesy gospodarcze w poszczególnych krajach unii będzie zależeć od instytucjonalnego kształtu rynku pracy[4].

Wśród źródeł szoków popytowych na szczególną uwagę zasługują:

2.1. wahania popytu inwestycyjnego jako najbardziej zmiennego składnika popytu finalnego (A lub B), które zgodnie z podstawowymi modelami cyklu koniunkturalnego są źródłem fluktuacji produktu i zatrudnienia[5]; to, w jakim stopniu szoki te będą miały charakter symetryczny, zależy przede wszystkim od siły związków handlowych łączących gospodarki krajów unii walutowej, zbieżności oczekiwań dotyczących rozwoju koniunktury w przyszłości oraz wykorzystania czynników wytwórczych;

2.2. zewnętrzna (tzn. w stosunku do gospodarek krajów nieuczestniczących w unii monetarnej) otwartość gospodarki (A lub B)[6];

2.3. struktura geograficzna obrotów handlowych z krajami spoza unii (A lub B)[7];

2.4. odmienne ryzyko makroekonomiczne przypisywane krajom będącym głównymi partnerami handlowymi; w połączeniu z uwarunkowaniami przedstawionymi w pkt. 2.2 i 2.3 określa ono ryzyko wystąpienia szoku asymetrycznego wywołanego przez niewłaściwą politykę makroekonomiczną w tych krajach (A lub B)[8].

Źródła szoków asymetrycznych, mogących przybrać charakter zarówno podażowy, jak i popytowy, to:

[4] W niektórych krajach UGW polityka kursowa była w przeszłości wykorzystywana do łagodzenia skutków wzrostu jednostkowych kosztów pracy. Jednak ekonomiści na ogół są zgodni co do tego, że nieodwołalne usztywnienie kursów walutowych, a w dalszej kolejności wprowadzenie wspólnej waluty, prowadzi do wzrostu dyscypliny płacowej w krajach tworzących unię monetarną. Szerzej na ten temat zob. Borowski (1999 b).

[5] Dwa podstawowe modele cyklu koniunkturalnego oparte na impulsie inwestycyjnym jako źródle wahań cyklicznych to model mnożnika-akceleratora oraz model cyklu zapasów. Szersze ich omówienie przedstawiają Sachs i Larrain (1993) oraz Czarny (2000).

[6] Bayoumi i Eichengreen (1997) stosują przeciętny udział bilateralnego eksportu w PKB jako miernik podatności dwóch krajów na ten rodzaj szoku. Wielkość ta ma ujemny i statystycznie istotny wpływ na zmienność bilateralnego kursu walutowego, stanowiąc tym samym jeden z czynników determinujących ryzyko wystąpienia szoków asymetrycznych.

[7] Dornbush et al. (1998) przytaczają wielkości ilustrujące wrażliwość gospodarek krajów UE na szoki asymetryczne, wywołane przez czynniki omówione w pkt. 2.2. i 2.3.

[8] Przykładem takiego wstrząsu był kryzys rosyjski w 1998 r., którego negatywny wpływ był w Polsce znacznie bardziej odczuwalny niż w krajach UGW. Szerzej na ten temat zob. Borowski (2000).

3.1. zmiany stopnia restrykcyjności polityki fiskalnej w poszczególnych krajach (typ A), mogące uruchamiać reakcję podażowej strony gospodarki (np. wzrost podaży pracy w wyniku obniżenia stawek podatkowych), oraz – w przypadku przeniesienia impulsów popytowych poprzez kanał importowy (*spillover efects*) - wzrost popytu w innych krajach unii (typ B)[9]; skala szoku asymetrycznego zależy wówczas od tego, w jakim stopniu wpływ impulsu popytowego (zarówno w kraju będącym źródłem szoku, jak i w krajach, które go odczują) zostanie zrównoważony w wyniku zmian popytu wywołanych zmianą stóp procentowych[10];

3.2. zmiany zachowań i preferencji (A lub B), takie jak wahania skłonności do oszczędzania, zmiany preferencji dotyczących konsumpcji oraz wprowadzanie nowych technologii; powoduje to przesunięcia popytu między poszczególnymi grupami towarów i usług;

3.3. wspólna polityka kursowa (typ B), która może wywoływać asymetryczne szoki popytowe; ich skala w poszczególnych krajach unii zależeć będzie od elastyczności krajowych rynków pracy i zewnętrznej otwartości gospodarek[11];

3.4. wspólna polityka monetarna (typ B), której asymetryczny wpływ zależy od elastyczności krajowego rynku pracy oraz strukturalnych cech gospodarki i sektora finansowego, określających funkcjonowanie kanału kredytowego i stopy procentowej w ramach mechanizmu transmisji monetarnej w poszczególnych krajach unii[12].

Działanie mechanizmów dostosowawczych, umożliwiających częściową lub całkowitą neutralizację omówionych wyżej szoków asymetrycznych, jest jednym z głównych nurtów teorii integracji monetarnej[13]. Podstawowymi sposobami akomodacji szoków, zapewniającymi gospodarce powrót do równowagi, są: dostosowania cen i płac (4.1), swobodny przepływ siły roboczej i kapitału z kraju (regionu) dotkniętego szokiem negatywnym do obszaru dotkniętego szokiem pozytywnym (4.2), wykorzystanie krajowej polityki fiskalnej jako stabilizatora popytu wewnętrznego (4.3) oraz uruchomienie transferów w ramach wspólnego budżetu krajów unii monetarnej (4.4). Im słabiej funkcjonują te mechanizmy, tym mniej symetryczne jest oddziaływanie szoków. Warto podkreślić, że w przypadku Polski żaden z mechanizmów akomodacji szoków nie mógłby być wykorzystany do ich efektywnej neutralizacji. Giętkość płac oraz zewnętrzna i wewnętrzna mobilność siły roboczej są niskie i instytucjonalnie ograniczone (Borowski, 2000). Ze względu na znaczący deficyt strukturalny budżetu bardzo ograniczone byłyby także możliwości wykorzystania polityki fiskalnej do stabilizowania popytu w warunkach szoku. Fiskalny federalizm, mogący potencjalnie pełnić funkcję skutecznego mechanizmu dostosowawczego, nie istnieje nawet w UE. Z tym większą uwagą trzeba się przyjrzeć podatności polskiej gospodarki na szoki asymetryczne.

W niniejszym opracowaniu ocenę ryzyka wystąpienia symetrycznych, w stosunku do UGW, szoków w Polsce przeprowadzono według dwóch metod. Pierwsza z nich, przedstawiona w trzeciej części referatu, koncentruje się na określeniu stopnia zbieżności cykli koniunkturalnych w Polsce oraz UGW i Niemczech. Stoi za nią przyjęte *implicite* założenie, że stopień zbieżności wahań koniunktury w dwóch krajach stanowi syntetyczną miarę podatności na szoki asymetryczne[14].

Druga z przyjętych metod, przedstawiona w czwartej części referatu, wywodzi się z tradycyjnego nurtu teorii optymalnych obszarów walutowych, w ramach której akcentowane jest zagadnienie specjalizacji w produkcji towarów biorących udział w handlu międzynarodowym. Zastosowanie tej metodologii do oceny ryzyka wystąpienia szoków asymetrycznych jest komplementarne w stosunku do analizy zbieżności cykli koniunkturalnych. Metodologia ta pozwala stwierdzić, czy zjawisko to ma charakter trwały. Ocenę tę oparto na anali-

[9] W przeciwieństwie do szoków płacowych, utworzenie unii monetarnej sprzyja osłabieniu dyscypliny fiskalnej. W wyniku likwidacji bilateralnych kursów walutowych saldo rachunku obrotów bieżących przestaje wywierać dyscyplinujący wpływ na politykę fiskalną.

[10] Gros i Thygesen (1998) prezentują wyniki symulacji przeprowadzonych w okresie poprzedzającym utworzenie UGW. Zgodnie z nimi wpływ netto ekspansji fiskalnej w Niemczech (tzn. po uwzględnieniu wpływu wzrostu stóp procentowych na popyt) na produkt jest dodatni w Niemczech i ujemny (choć bliski zeru) w pozostałych krajach UGW objętych analizą. Taki model reakcji powinien być obecny w UGW, w której polityka monetarna otrzymała formalny mandat do zapewnienia stabilnych cen, choć jej siła z pewnością zmieni się. Asymetryczne szoki fiskalne prowadzą również do rozbieżności w zakresie stóp inflacji, na co wskazują Dornbush et al. (1998). Tezę o asymetrycznym wpływie krajowych szoków fiskalnych można również postawić w odniesieniu do ich wpływu na strukturę popytu w poszczególnych krajach unii, choć z pewnością wymaga ona weryfikacji empirycznej.

[11] Miernikiem podatności na ten rodzaj szoków może być elastyczność produktu względem zmian kursu wspólnej waluty. Badania przeprowadzone przez Dornbusha et al. (1998) dla wybranych krajów UE (elastyczność względem kursu USD/DEM) wskazują na znaczne różnice w tym względzie.

[12] Najważniejsze z tych czynników to: udział sektorów wrażliwych (budownictwa, produkcji dóbr kapitałowych i towarów konsumpcyjnych trwałego użytku) w PKB, struktura źródeł finansowania (rynki kapitałowe a system bankowy), konkurencyjność sektora finansowego (określająca szybkość i skalę reakcji rynkowych stóp procentowych na zmiany stóp banku centralnego), struktura bilansów gospodarstw domowych i firm (wpływająca na skalę majątkowego i dochodowego efektu zmiany stóp), stopień segmentacji krajowych systemów bankowych (siła związków łączących banki z klientami), dostępność papierów wartościowych mogących stanowić zastaw pod zaciągane pożyczki (*collaterals*). Dornbush et al. (1998) wskazują, że w wyniku działania tych czynników opóźnienia mechanizmu transmisji oraz zmiany produktu w reakcji na zmiany stóp procentowych w wybranych krajach UE istotnie się różnią. Mojon (2000) argumentuje, że wprowadzenie wspólnej polityki pieniężnej w UGW (mniejsza zmienność stóp procentowych) oraz wzrost konkurencyjności krajowych sektorów finansowych (wzrost znaczenia innych niż kredyt źródeł finansowania) powinny zwiększyć siłę oddziaływania stóp EBC na stopy rynkowe. De Haan et al. (2001) twierdzą jednak, że do chwili obecnej nie nastąpiło to.

[13] Słabe funkcjonowanie tych mechanizmów postrzegać trzeba jako koszt integracji monetarnej przede wszystkim w kontekście szoków omówionych w pkt. 3.3. i 3.4. W ich przypadku utrata autonomii polityki kursowej nie może być postrzegana jako koszt utworzenia unii monetarnej.

[14] Bayoumi i Eichengreen (1997) przedstawiają formalny dowód na związek zbieżności cykli koniunkturalnych z podatnością na szoki asymetryczne. W estymowanym na próbie 16 krajów równaniu objaśniają oni zmienność nominalnego kursu walutowego (mierzoną odchyleniem standardowym jego względnych zmian) odchyleniem standardowym różnic w tempach zmian PKB, stanowiących przybliżoną miarę zbieżności wahań koniunktury. Otrzymany estymator jest statystycznie istotny i dodatni.

zie siły powiązań wewnątrzgałęziowych między Polską a UGW i krajami ją tworzącymi.

Efekty zastosowania obu metodologii pomagają sformułować odpowiedź na pytanie o podatność polskiej gospodarki na szoki asymetryczne. Pozwala to oszacować rozmiar potencjalnych kosztów związanych z jej przyszłą integracją z gospodarką UGW.

II. Dane

Wykorzystane w referacie dane pochodzą z różnych instytucji, co w niektórych przypadkach odzwierciedla brak danych źródłowych i konieczność oparcia się na szacunkach, w innych zaś wynika z niekompletności wykorzystanych w referacie baz danych.

Szeregi czasowe wykorzystywane w trzeciej części referatu i dotyczące strefy euro (produkcja przemysłowa, PKB, zharmonizowany indeks towarów i usług konsumpcyjnych, zatrudnienie i stopa bezrobocia) pochodzą z sekcji statystycznej biuletynów miesięcznych EBC. Źródłem danych na temat dynamiki wolumenu PKB w krajach UE (z wyjątkiem Portugalii) jest OECD. W przypadku Portugalii i Węgier wykorzystano szeregi czasowe udostępnione przez krajowe banki centralne, obejmujące zarówno dane źródłowe, jak i szacunki własne banków. Dane dla Polski pochodzą z biuletynów statystycznych GUS oraz opracowania A. Kelma (1997). Ze względu na brak dostępnych autorowi szacunków kwartalnej dynamiki wolumenu PKB w Irlandii i Grecji, poziom cyklicznej zbieżności w tych krajach ustalono wyłącznie na podstawie danych o produkcji przemysłowej.

Szeregi czasowe wolumenu produkcji przemysłowej dla krajów UE (z wyjątkiem Grecji, Portugalii i Irlandii) uzyskano z bazy danych Datastream, zawierającej dane Eurostatu i MFW. W pozostałych przypadkach wykorzystano dane pochodzące z krajowych banków centralnych. Dane dla Polski pochodzą z biuletynów statystycznych GUS.

Kwartalne dane na temat dynamiki realnego PKB i zatrudnienia obejmują okres od pierwszego kwartału 1992 r. do czwartego kwartału 2000 r. Szereg miesięcznego wolumenu produkcji przemysłowej rozpoczyna się w styczniu 1989 r. i kończy w grudniu 2000 r. W przypadku Grecji wartości wynikające z trendu wyznaczone zostały na podstawie szeregu rozpoczynającego się w styczniu 1994 r., co wynikało z niedostępności danych obejmujących wcześniejszy okres. Szeregi czasowe stopy bezrobocia i inflacji w Polsce oraz w strefie euro obejmują okres od (odpowiednio) stycznia 1993 r. i stycznia 1992 r. do grudnia 2000 r.

Dane na temat wymiany towarowej między Polską i krajami UGW, wykorzystane w czwartej części referatu, pochodzą z bazy danych GUS.

III. Czy cykle koniunkturalne w Polsce i UGW są zsynchronizowane?

Istnieje wiele metod oceny stopnia synchronizacji cykli koniunkturalnych. Dokonywane są one na poziomie całej gospodarki lub poszczególnych regionów i sektorów. Najprostsze z nich opierają się na analizie korelacji parametrów obrazujących stan koniunktury w krajach objętych analizą. Cohen i Wyplosz (1989) transformują szeregi realnego PKB na sumy i różnice, traktując wahania sumy jako zakłócenia o charakterze symetrycznym, wahania różnicy zaś jako szoki asymetryczne. Bayoumi i Eichengreen (1997) traktują odchylenie standardowe różnic w tempach wzrostu PKB jako miernik cyklicznej zbieżności. W innej pracy (1992) zauważają oni, że wszystkie powyższe metody obciążone są błędem, wynikającym z niemożności odróżnienia relatywnych szoków popytowych i podażowych od reakcji na nie w postaci uruchomienia mechanizmów dostosowawczych. Proponują zatem dekompozycję relatywnych wahań produktu, uwzględniającą istnienie tych trzech procesów. Komisja Europejska (1990) proponuje model, w którym tempo zmian produkcji przemysłowej 31 sektorów w 12 krajach Unii objaśniają zmienne sektorowe i krajowe, co pozwala wyróżnić sektory szczególnie podatne na szoki asymetryczne. Artis i Zhang (1995) analizują korelacje między relatywnymi odchyleniami stóp wzrostu produkcji przemysłowej od długookresowego trendu. Taką analizę szerszej grupy zmiennych stosuje również EBC (1999) w odniesieniu do krajów UGW. Ze względu na jej przejrzystość oraz leżące u jej podstaw założenia metodologia ta została przyjęta również w niniejszym opracowaniu. Jej zastosowanie wymaga jednak dodatkowego komentarza.

Po pierwsze, jej przyjęcie jest tożsame z założeniem, że wzrost gospodarczy jest procesem, w ramach którego wyróżnić można długookresową tendencję (trend) oraz krótko- i średniookresowe (cykliczne) odchylenia od trendu. Takie postrzeganie wzrostu gospodarczego wynika z połączenia neoklasycznej teorii wzrostu z elementami neokeynesowskiej analizy, upatrującej w różnorodnych sztywnościach w gospodarce przyczyn odchyleń obserwowanych wartości od długookresowego trendu[15]. Ponadto, w warunkach polskich wspomniana teoria wzrostu ma znaczenie szczególne, albowiem w długim okresie przewiduje ona, zgodnie z zadaną dynamiką okresu przejściowego, szybszy wzrost gospodarczy w Polsce niż w najbogatszych krajach UGW (*catching-up*)[16]. Dodatkowo uzasadnia to potrzebę wyodrębnienia długookresowej tendencji wzrostowej.

[15] Alternatywne spojrzenie na długookresowy wzrost gospodarczy oferuje teoria realnego cyklu koniunkturalnego. Zgodnie z nią, podstawowym źródłem fluktuacji gospodarczych są szoki produktywności, w wyniku których długookresowa tendencja wzrostu nie daje się wyodrębnić. Szerzej zagadnienie to omawiają Blanchard i Fischer (1989).

[16] Zarówno teoretyczne, jak i empiryczne podstawy zjawiska dynamiki okresu przejściowego prezentują Barro i Xala-i-Martin (1995), oraz – przy uwzględnieniu zasobu kapitału ludzkiego – Barro (1989).

Po drugie, badaniu temu musi towarzyszyć świadomość, że pojęcie „cyklu koniunkturalnego" użyte zostało nieco na wyrost. Jak pokazują Sachs i Larrain (1993), przeciętna długość cyklu w gospodarce amerykańskiej, mierzonego między dwoma kolejnymi szczytowymi punktami cyklu, wynosiła w latach 1945-1982 około pięciu lat. Formalnie rzecz biorąc, w przypadku polskiej gospodarki, w której mechanizmy rynkowe obecne są od początku lat 90., należałoby mówić raczej o krótkookresowych odchyleniach obserwowanych wielkości od trendu. Ponadto, trend ten *per se* jest wielkością stosunkowo niestabilną, albowiem wyznaczoną na podstawie krótkich szeregów czasowych[17].

W celu dekompozycji szeregów na cykliczny i długookresowy komponent zastosowano filtr Hodricka-Prescotta[18], którego działanie sprowadza się do minimalizacji następującego wyrażenia:

$$\min_{s_t} \sum_{t=1}^{T} \left(y_t - s_t\right)^2 + \lambda \cdot \sum_{t=2}^{T-1} \left(\left(s_{t+1} - s_t\right) - \left(s_t - s_{t-1}\right)\right)^2,$$

gdzie:

s_t – wartość wynikająca z długookresowego trendu,

y_t – wartość obserwowana,

$(y_t - s_t)$ – cykliczny komponent,

λ – parametr określający stopień gładkości trendu (gdy $\lambda \to \infty$ trend jest liniowy).

W zależności od częstotliwości danych (miesięczne, kwartalne) przyjęta w obliczeniach wielkość parametru λ wyniosła odpowiednio 14 400 i 1 600 (wielkości standardowe). Jako miarę odchyleń od trendu przyjęto różnicę obserwowanej zmiennej i jej wartości wynikającej z trendu[19]. Uzyskane wyniki przedstawiono w aneksie.

Na pierwszym etapie celem analizy było ustalenie, jak ewoluuje w czasie współzależność wahań cyklicznych komponentów podstawowych zmiennych charakteryzujących fazę koniunktury w Polsce i UGW: rocznych stóp wzrostu PKB, produkcji przemysłowej, inflacji, zatrudnienia (zmienne procykliczne) oraz stopy bezrobocia (zmienna antycykliczna). W tym celu skonstruowano współczynniki jednoczesnej (tzn. bez uwzględnienia opóźnień) korelacji kroczącej (wykresy 1 i 2 w aneksie), każdorazowo obliczanej na podstawie obserwacji z ostatnich trzech lat (tzn. 36 obserwacji miesięcznych i 12 obserwacji kwartalnych. I tak na przykład, odpowiadający pierwszemu kwartałowi 1999 r. współczynnik korelacji cyklicznych komponentów PKB, wynoszący 0,41, odnosi się do okresu II kwartał 1996 r. – I kwartał 1999 r. Oparcie współczynników korelacji kroczącej na trzyletnim okresie bazowym pozwala stwierdzić, w jakim stopniu na ich poziom wpłynęły: wspólny dla obu gospodarek szok popytowy związany z kryzysem rosyjskim w 1998 r. oraz szok naftowy (podażowy).

Na podstawie przedstawionych danych można wyciągnąć następujące wnioski. Po pierwsze, rysuje się dość wyraźny podział na zmienne ilustrujące stan rynku pracy i pozostałe. O ile w przypadku tych ostatnich (PKB, produkcja przemysłowa, inflacja) mamy w ostatnich latach do czynienia ze wzrostem symetrii ich wahań, o tyle w przypadku stopy bezrobocia i zatrudnienia wahania te są rozbieżne lub nie wykazują wyraźnie ukierunkowanej tendencji. Podstawową przyczyną tego zjawiska są zachodzące w Polsce w ciągu całej dekady zmiany strukturalne. W przypadku bezrobocia istotną rolę odegrał również obserwowany w ostatnich latach trend demograficzny. Liczne sztywności polskiego rynku pracy uniemożliwiły zaabsorbowanie nadwyżek siły roboczej, co z pewnością wpłynęłoby na kształt długookresowych tendencji i zwiększyłoby symetrię obserwowanych odchyleń cyklicznych. W tym kontekście wydaje się, że stosunkowo wysoka współzależność cyklicznych komponentów zatrudnienia w latach 1998–2001 jest w dużym stopniu korelacją pozorną, zdeterminowaną przede wszystkim wspólnymi dla Polski i strefy euro (choć niekoniecznie o tej samej skali oddziaływania) szokami popytowymi i podażowymi. Źródłem tej korelacji może być również polityka władz monetarnych, która zarówno w Polsce, jak i w strefie euro zorientowana była na przeciwdziałanie inflacyjnym skutkom szoków podażowych. Podobne zastrzeżenia, choć już mniej rygorystyczne, można zgłosić w odniesieniu do przebiegu procesów inflacyjnych. Na ich cyklicznej zbieżności z pewnością zaciążył kształt polityki monetarnej w Polsce i UGW w latach 1998–2001 oraz szok naftowy, który przyniósł wyraźny wzrost korelacji cyklicznych komponentów inflacji w drugiej połowie 2000 r.

Zdecydowanie bardziej optymistyczny wydźwięk mają dane dotyczące PKB i produkcji przemysłowej. Umiarkowanie silna współzależność cyklicznych komponentów tej ostatniej utrzymuje się od połowy lat 90., co jest skutkiem szybkiego wzrostu otwartości polskiej gospodarki oraz rosnącego udziału wymiany towarowej z krajami UGW w całkowitym handlu Polski (Borowski, 1999 a). Warto również podkreślić, że nie zmieniła się ona w okresie silnej aktywności szoków popytowych i podażowych. Ustalenie to jest szczególnie waż-

[17] Zdaniem Orłowskiego (2000) nie jest obecnie możliwe stwierdzenie, czy w gospodarce polskiej w latach 90. występowały wahania o charakterze cyklicznym. Wynika to przede wszystkim z silnego oddziaływania czynników strukturalnych na kształt długookresowego trendu (przebieg procesów restrukturyzacyjnych), rozmiar deficytu na rachunku obrotów bieżących (napływ zagranicznych inwestycji bezpośrednich) oraz poziom inflacji (spadek oczekiwań inflacyjnych).

[18] Jak pokazują Artis i Zhang (1995), przyjęcie innych, powszechnie wykorzystywanych metod wyodrębniania trendu nie zmienia się w sposób istotny otrzymanych wyników.

[19] Przyjęcie ilorazu obu wartości zwiększa nieco zmienność uzyskanych współczynników, choć ich poziom nie odbiega istotnie od wielkości uzyskanych przy zastosowaniu alternatywnej metody.

ne, albowiem to właśnie produkcja przemysłowa, jako podstawowy składnik produkcji uczestniczącej w wymianie, stanowi swoisty pas transmisyjny, przenoszący cykliczne wahania pomiędzy gospodarkami.

Interpretację cyklicznych wahań PKB można przeprowadzić w podziale na trzy podszeregi. Pierwszy z nich obejmuje okres do 1996 r. włącznie. W okresie tym, podobnie jak w przypadku produkcji przemysłowej, współzależność ta praktycznie nie istnieje. Lata 1997 i 1998 przyniosły wzrost zbieżności cyklu koniunkturalnego w Polsce i strefie euro, który w przypadku PKB, a więc najszerszego miernika aktywności gospodarczej, uległ w kolejnych latach dodatkowemu wzmocnieniu. Trudno w sposób jednoznaczny stwierdzić, na ile wzmocnienie to ma charakter pozorny, za czym mógłby przemawiać stabilny poziom cyklicznej zbieżności oparty na produkcji przemysłowej. „Bezpieczna" ocena cyklicznej zbieżności na podstawie szeregów realnego PKB musi się zatem w większym stopniu opierać na wskaźnikach obserwowanych w latach 1997 i 1998. Są one niższe od analogicznych wskaźników opartych na produkcji przemysłowej, co jest przede wszystkim rezultatem przemian strukturalnych zachodzących w ramach tego agregatu (spadek udziału produkcji przemysłowej i rolnej oraz wzrost udziału usług rynkowych i budownictwa w PKB).

W ramach drugiego etapu analizy, ograniczonej tym razem wyłącznie do cyklicznych komponentów produkcji przemysłowej i PKB, wyodrębniono najdłuższy szereg czasowy, dla którego współczynnik korelacji jest wyższy od 0,50, co sygnalizuje umiarkowanie silną zbieżność cykli koniunkturalnych. Celem badania było zatem stwierdzenie, na ile trwałe są obserwowane tendencje w zakresie cyklicznej zbieżności. Analizę rozszerzono dodatkowo na gospodarkę niemiecką, jako największą w UGW i wywierającą największy wpływ na przebieg procesów realnych zachodzących w krajach strefy euro (tabele 1A i 1B). Umiarkowanie silna korelacja cyklicznych komponentów produkcji przemysłowej (0,54 dla Niemiec i 0,51 dla UGW) przypada na okres ponad siedmiu lat, podczas gdy w przypadku PKB (odpowiednio 0,66 i 0,60) okres ten wynosi 6 lat[20]. Oba szeregi nie wydają się dostatecznie długie, by można było uznać, że obserwowane zjawisko cyklicznej zbieżności ma charakter trwały. Ponadto, ze względu na podniesione powyżej argumenty należy mieć również świadomość stosunkowo wysokiego ryzyka wystąpienia pozornej zbieżności cyklicznych zmian PKB, dla którego wartość otrzymanego współczynnika wydaje się nieco zawyżona.

Zaprezentowane współczynniki korelacji dla produkcji przemysłowej przy różnych opóźnieniach i wyprzedzeniach wskazują, że współzależność jej wahań, przy uwzględnieniu opóźnień i wyprzedzeń, wygasa po upływie jednego kwartału. Z zastrzeżeniem do kwartalnego wyprzedzenia tezę tę postawić można również w odniesieniu do cyklicznych komponentów PKB. Oznacza to, że współczynniki jednoczesnej (tzn. nie opóźnionej) korelacji stanowią dobrą podstawę oceny współzależności wahań cyklicznych w Polsce i UGW.

Ostatnim etapem badania była analiza porównawcza cyklicznej zbieżności gospodarek Polski, wybranych krajów akcesyjnych oraz członkowskich UE z gospodarkami UGW oraz Niemiec. Ocena podatności na szoki asymetryczne, dokonywana na podstawie stopnia cyklicznej zbieżności, musi mieć bowiem charakter relatywny, a więc brać pod uwagę jej siłę również w innych krajach, w szczególności w krajach członkowskich UGW. Na wykresach 3 i 4 w aneksie przedstawiono wartości współczynników korelacji cyklicznych komponentów produkcji przemysłowej i PKB między wybranymi krajami europejskimi a gospodarkami Niemiec i UGW. Współczynniki te wyznaczono dla szeregów obejmujących lata 1994–2000. Dla analizowanej grupy krajów jest to okres najbardziej homogeniczny, gdyż nie uwzględnia wpływu tych zjawisk, które w przypadku krajów strefy euro nie powtórzą się już w przyszłości, a które wywarły silnie asymetryczny wpływ na procesy gospodarcze w analizowanych krajach[21]. Ponadto, w przypadku dynamiki realnego PKB szereg ten, ze względu na stosunkowo dużą liczbę obserwacji, daje możliwość ograniczenia efektu korelacji pozornej, z którą najprawdopodobniej mieliśmy do czynienia w ostatnich latach.

Przedstawione dane wskazują, że w porównaniu z pozostałymi krajami objętymi badaniem stopień cyklicznej zbieżności polskiej gospodarki z gospodarkami UGW i Niemiec jest niski w przypadku PKB i umiarkowanie silny w przypadku produkcji przemysłowej. Skłania to do utrzymania w mocy sformułowanych wcześniej wniosków, dotyczących wpływu strukturalnych procesów zachodzących w polskiej gospodarce na stopień cyklicznej zbieżności PKB. Ponadto, na szczególną uwagę zasługuje fakt relatywnie silniejszych związków cyklicznych między Polską a Niemcami niż między Polską a UGW. Gdyby taki wzorzec korelacji miał się utrzymać w przyszłości, należałoby to ocenić jako zjawisko niekorzystne. Zważywszy bowiem na to, że funkcja reakcji EBC opiera się na zmiennych wyznaczonych dla całej strefy, w przypadku Polski pożądane byłoby w przyszłości odwrócenie tych proporcji.

Dotychczasowa analiza wskazuje, że cykliczna zbieżność PKB i produkcji przemysłowej między Pol-

[20] Wyraźny spadek współczynnika korelacji obejmującego czwarty kwartał 1994 r. wynikać może z faktu wykorzystania szacunków rocznych stóp wzrostu PKB w latach 1992–1994, zniekształcających skalę cyklicznych odchyleń od trendu.

[21] Były nimi: kryzys ERM we wrześniu 1992 r. (po kryzysie niektóre kraje UE utrzymały się na ścieżce wzrostu, a niektóre powróciły na ścieżkę wzrostu szybciej), strukturalne załamanie gospodarki rosyjskiej (jego wpływ na gospodarkę fińską był silniejszy niż na pozostałe kraje UE) i węgierskiej na początku lat 90.

ską a UGW i Niemcami, stanowiąca przybliżoną miarę podatności na szoki asymetryczne, wyraźnie wzrosła w ciągu ostatniej dekady. Ze względu na zachodzące procesy strukturalne, stopień synchronizacji cykli koniunkturalnych między Polską a UGW trzeba oceniać przede wszystkim na podstawie cyklicznych wahań produkcji przemysłowej. Opierając się na analizie porównawczej, można stwierdzić, że jest ona umiarkowanie silna. Ze względu na krótkie szeregi czasowe wykorzystane w badaniu nie ma jednak gwarancji, że obserwowany obecnie stopień synchronizacji cykli koniunkturalnych ma charakter trwały[22]. W tym kontekście warto zwrócić uwagę na trzy zagadnienia.

Po pierwsze, zbieżność cykli koniunkturalnych między krajami jest w pewnym stopniu endogeniczna w stosunku do reżimów monetarnych w nich obowiązujących. Wskazują na to Artis i Zhang (1995), analizując cykliczną zbieżność w krajach UE, USA, Japonii i Kanadzie przed wprowadzeniem europejskiego mechanizmu kursowego (ERM) i w trakcie jego obowiązywania. W warunkach swobody przepływów kapitałowych współpraca w ramach jakiegokolwiek systemu kursowego wymusza koordynację polityk stóp procentowych oraz ograniczenie wahań nominalnego (i realnego) kursu walutowego, zwiększając tym samym symetryczność szoków dotykających gospodarki. Oznacza to, że już samo przystąpienie Polski do ERMII powinno przyczynić się do wzrostu cyklicznej zbieżności między Polską a UGW, a tym samym zmniejszenia istniejących w tym względzie różnic między Polską a krajami członkowskimi strefy euro. Relatywny stopień cyklicznej zbieżności jako miarę podatności na szoki asymetryczne najlepiej będzie można zatem ustalić dopiero po przystąpieniu Polski do strefy euro.

Po drugie, powyższa analiza ujawniła słabość funkcjonujących w Polsce mechanizmów dostosowawczych rynku pracy. Utrzymywanie istniejących obecnie sztywności rodzi niebezpieczeństwo, że w przyszłości polityka monetarna EBC wywoływać będzie szoki asymetryczne, których ciężar odczuwalny będzie właśnie w tej sferze gospodarki.

Po trzecie, należy mieć świadomość, że przedstawione w ramach analizy porównawczej wielkości, ilustrujące cykliczną zbieżność Polski i innych krajów z gospodarką strefy euro i Niemiec, mogą być obciążone błędem wynikającym z długości szeregów czasowych wykorzystanych w badaniu. Preferowana byłaby w tym względzie analiza oparta na szeregach znacznie dłuższych, co mogłoby zmienić wartości wynikające z trendu oraz poziom poszczególnych korelacji[23]. Przeprowadzenie analizy porównawczej dla Polski wymaga jednak operowania szeregiem krótkim, co obniża prawdopodobieństwo uzyskania identycznych wyników w przyszłości.

IV. Analiza powiązań wewnątrzgałęziowych

Silna zbieżność cykli koniunkturalnych stanowi przesłankę małej podatności na szoki asymetryczne tylko wówczas, gdy jest ona zjawiskiem trwałym. Ocena trwałości tego procesu jest w polskich warunkach szczególnie potrzebna. Wykorzystanie w przedstawionej wyżej analizie stosunkowo krótkich szeregów czasowych nie daje gwarancji, że stwierdzona umiarkowanie silna cykliczna zbieżność gospodarek Polski i UGW utrzyma się w przyszłości. Spośród czynników odpowiedzialnych za jej trwałość na szczególną uwagę zasługują zmiany preferencji i zachowań podmiotów gospodarczych, takie jak zmiany gustów konsumentów czy też zastosowanie nowych technologii. Zmiany te, które dość trudno przewidzieć, mogą wywoływać relatywne wahania popytu w krajach tworzących unię monetarną (Mundell, 1961), obniżając tym samym poziom cyklicznej zbieżności. Ryzyko wystąpienia tego rodzaju szoków, przenoszonych między krajami poprzez łączące je związki handlowe[24], zależy od stopnia specjalizacji towarowej poszczególnych krajów tworzących unię monetarną (Kenen, 1969). Wniosek ten jest zgodny z ekonomiczną intuicją: im bardziej zdywersyfikowana jest produkcja eksportowa danej gospodarki, tym mniejsze jest ryzyko wystąpienia symetrycznych szoków popytowych i tym większa jest zbieżność cykli koniunkturalnych.

[22] Ponadto wykorzystanie w badaniu stosunkowo krótkich szeregów czasowych sprawia, że w wielu przypadkach odrzucenie hipotezy o braku współzależności między analizowanymi wielkościami nie jest możliwe przy poziomie istotności równym 0,01. W przypadku współczynników korelacji kroczącej produkcji przemysłowej, inflacji, bezrobocia i PKB uzyskane wielkości stają się trwale istotne statystycznie odpowiednio od grudnia 1997 r., kwietnia 1999 r., lutego 2000 r. i pierwszego kwartału 2000 r. Wszystkie współczynniki dla zatrudnienia są statystycznie nieistotne. Współczynniki korelacji wykorzystane w analizie porównawczej są nieistotne w przypadku Polski (PKB), Portugalii (PKB i produkcja przemysłowa), Grecji (produkcja przemysłowa), Irlandii (produkcja przemysłowa Niemiec), Austrii i Holandii (PKB Niemiec). Informacje dotyczące statystycznej istotności współczynników korelacji jednoczesnej i opóźnionej dla Polski zawierają tabele 1A i 1B w aneksie. Szerzej na temat testowania istotności współczynnika korelacji zob. Luszniewicz (2001).

[23] Podobna analiza przeprowadzona wyłącznie dla krajów strefy euro i oparta na dziesięcioletnich korelacjach kroczących (dane roczne) daje w odniesieniu do niektórych krajów nieco inny obraz cyklicznej zbieżności z UGW (ECB Monthly Bulletin, 1999). I tak na przykład w przypadku Włoch zbieżność ta jest w ostatnich latach niższa, podczas gdy Austria charakteryzuje się wyższym, a Portugalia znacznie wyższym stopniem synchronizacji cykli koniunkturalnych z UGW.

[24] W dalszej analizie omówiono zatem wyłącznie te determinanty cyklicznej zbieżności, których źródło tkwi w sferze wymiany towarowej między krajami mającymi wspólną walutę. Pominięto tym samym znaczenie pozostałych źródeł szoków asymetrycznych, omówionych w drugiej części referatu. Analiza nie obejmuje również efektu „zarażenia się" kryzysem finansowym (*contagion*) i jego wpływu na poziom cyklicznej zbieżności gospodarek Polski i strefy euro w okresie przedakcesyjnym. Ryzyko urzeczywistnienia się takiego scenariusza powinno zaniknąć z chwilą przystąpienia Polski do UGW. Szersze omówienie efektu zarażenia się kryzysem finansowym znajduje się w pracy Hernándeza i Valdésa (2001).

Problem specjalizacji i związanej z nią podatności na szoki asymetryczne jest jednym z najżywiej dyskutowanych zagadnień w teorii integracji monetarnej. W szczególności, brakuje konsensusu wokół tego, jaki jest wpływ integracji gospodarczej (eliminacja barier swobodnego handlu, wzrost wzajemnej otwartości gospodarek) na stopień specjalizacji krajów uczestniczących w tym procesie. Jak dotąd, dwa skrajne poglądy zdominowały dyskusję na ten temat. Pierwszy z nich utożsamiać można ze stanowiskiem Komisji Europejskiej (1990), zgodnie z którym istnieje wyraźnie negatywny związek między symetrią szoków dotykających poszczególnych sektorów przemysłu a rozmiarem barier handlowych ograniczających ich rozwój. Innymi słowy, sektory przemysłu produkujące towary przeznaczone głównie na rynek krajowy są bardziej podatne na szoki asymetryczne. Jednocześnie rozwój handlu międzynarodowego opiera się na korzyściach skali i niedoskonałej (monopolistycznej) konkurencji. Przynosi to skutek w postaci stosunkowo dużego udziału handlu podobnymi produktami (pochodzącymi z jednej branży) w całkowitej wymianie handlowej, czyli handlu wewnątrzgałęziowego[25]. Jeśli udział ten jest stosunkowo wysoki, ewentualne zmiany zachowań i preferencji oraz związane z nimi przesunięcia popytu między produktami poszczególnych gałęzi przemysłu powinny mieć charakter symetryczny. Zgodnie z tym rozumowaniem, integracja gospodarcza sprzyjać będzie wzrostowi wzajemnej otwartości gospodarek uczestniczących w tym procesie, czemu towarzyszyć będzie rozwój handlu wewnątrzgałęziowego. W konsekwencji, w krajach UGW asymetryczne szoki powinny zanikać.

Na gruncie teoretycznym i empirycznym pogląd ten zakwestionował Krugman (1991), podkreślając znaczenie zewnętrznych korzyści skali[26] jako czynnika sprzyjającego geograficznej koncentracji przemysłowej[27], a tym samym również podatności na popytowe szoki asymetryczne. Korzyści te w pełni ujawnią się dopiero po zlikwidowaniu barier handlowych, sztucznie podnoszących koszty transakcyjne. Lokalizacja poszczególnych gałęzi zależeć wówczas będzie od możliwości wykorzystania wspomnianych korzyści zewnętrznych i w niewielkim stopniu pokrywać się będzie z obszarami wytyczonymi przez narodowe granice. W warunkach swobody przemieszczania się czynników produkcji oraz silnego związania inwestycji krajowych z popytem na eksport prowadzić to będzie do rozbieżności w zakresie stóp wzrostu lub (i) stóp bezrobocia w poszczególnych regionach (krajach) unii monetarnej. Tych ostatnich nie będzie już można łagodzić za pomocą polityki kursowej.

Prawdopodobieństwo realizacji przedstawionych scenariuszy ma fundamentalne znaczenie dla bilansu korzyści i kosztów integracji monetarnej. W sposób schematyczny bilans ten przedstawiono na wykresie 1, uwzględniając jednocześnie różnice dzielące omówione wyżej punkty widzenia. Zarówno w wariancie I (stanowisko Komisji Europejskiej), jak i II (punkt widzenia Krugmana) podstawowe korzyści z integracji monetarnej (eliminacja kosztów transakcyjnych i niepewność co do kształtowania się realnego kursu walutowego w przyszłości) są pozytywnie związane ze stopniem otwartości krajowej gospodarki w stosunku do pozostałych krajów członkowskich unii monetarnej (krzywa BB). Funkcja kosztów (krzywa CC), rozumianych jako poziom cyklicznej rozbieżności, jest malejąca w wariancie I oraz rosnąca w wariancie II. Oznacza to, że stopień otwartości gospodarki, wymagany dla zbilansowania kosztów i korzyści integracji monetarnej (punkt B), może być w wariancie II znacznie wyższy. W wariancie skrajnym (krzywa CC1) zbilansowanie korzyści i kosztów może okazać się niemożliwe (Aksoy, De Grauwe 1999).

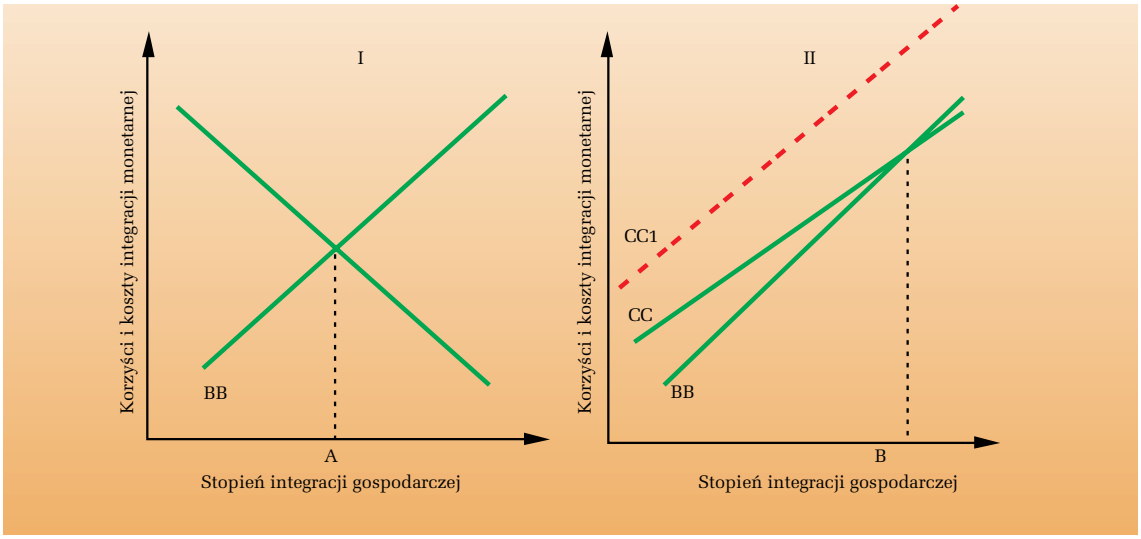
Rozwiązanie powyższego sporu na gruncie empirycznym zaproponowali Frankel i Rose (1996), wskazując, że zarówno stopień integracji gospodarczej, jak i synchronizacja cykli koniunkturalnych są procesami endogenicznymi w stosunku do procesów integracji gospodarczej i monetarnej. Innymi słowy, integracja gospodarcza i monetarna sprzyja wzrostowi wzajemnej otwartości gospodarek, a ta z kolei wpływa pozytywnie na poziom ich cyklicznej zbieżności. Tę ostatnią zależność stwierdzają oni również empirycznie, budując model, w którym cykliczna zbieżność podstawowych kategorii realnych (PKB, produkcja przemysłowa, zatrudnienie i stopa bezrobocia) zależy od wzajemnej intensywności handlu (udział bilateralnego eksportu, importu, eksportu i importu w, odpowiednio, całkowitym eksporcie obu krajów, całkowitym imporcie oraz całkowitej wymianie handlowej dwóch krajów). Choć indeksy handlu wewnątrzgałęziowego nie pojawiają się bezpośrednio w estymowanych równaniach, autorzy przyjmują *implicite*, że to właśnie handel wewnątrzgałęziowy, którego udział systematycznie wzrasta w miarę pogłębiania się integracji, determinuje stopień cyklicznej zbieżności. Firdmuc (2001) uzupełnia estymowane przez Frankela i Rose'a równania wskaźnikami intensywności handlu wewnątrzgałęziowego. Ich wpływ na stopień cyklicznej zbieżności okazuje się sta-

[25] Klasycznym przykładem wymiany wewnątrzgałęziowej jest eksport niemieckich samochodów do Francji i import francuskich samochodów do Niemiec. Problematykę związaną ze zjawiskiem handlu wewnątrzgałęziowego szczegółowo omawia Czarny (2000).

[26] Najczęściej wymieniane zewnętrzne korzyści skali to wyspecjalizowani dostawcy, głębszy rynek pracy oraz proces rozprzestrzeniania się wiedzy. Szerzej na ten temat zob. Krugman (2000).

[27] Krugman przedstawia różne miary specjalizacji przemysłowej, które wskazują, że geograficzna koncentracja podstawowych gałęzi przemysłu jest w USA znacznie większa niż w krajach UE. Na przykład w 1985 r. 66,3% produkcji branży samochodowej w USA skoncentrowane było w środkowo-zachodniej części kraju, podczas gdy jej rozkład między największymi krajami UE był znacznie bardziej równomierny.

Wykres 1 *Korzyści i koszty integracji monetarnej a stopień integracji gospodarczej*



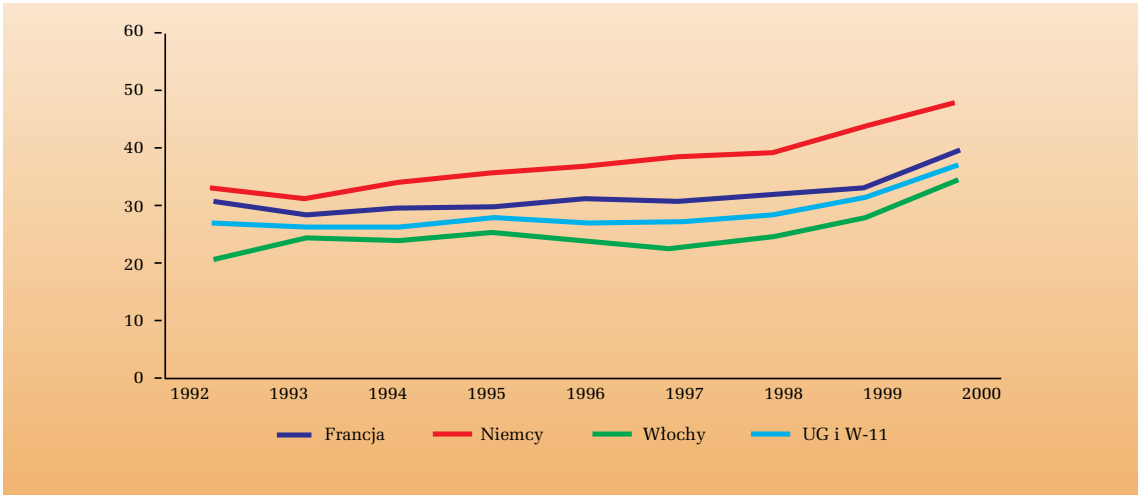
tystycznie istotny, czemu towarzyszy spadek wartości wszystkich parametrów, ilustrujących oddziaływanie stosowanych przez Frankela i Rose'a różnych miar intensywności handlu na stopień synchronizacji cykli koniunkturalnych.

Powyższe rozważania wskazują jednoznacznie, że trwałość cyklicznej zbieżności między Polską a UGW zdeterminowana jest udziałem handlu wewnątrzgałęziowego w ich całkowitej wymianie handlowej. Potrzebna jest zatem pogłębiona analiza tej kategorii. Przeprowadzono ją, wykorzystując podstawowy indeks intensywności handlu wewnątrzgałęziowego, zaproponowany przez Grubela-Lloyda (1975). Istota tego miernika sprowadza się do ustalenia, jaki procent obrotów handlowych realizowanych między dwiema gospodarkami realizowany jest w ramach poszczególnych branż (handel wewnątrzgałęziowy), jaki zaś między nimi (handel międzygałęziowy). Im silniejsze są powiązania wewnątrzgałęziowe, tym bardziej symetryczne są szoki popytowe dotykające poszczególnych gałęzi[28]. W analizie przyjęto, że gałęzie te są dobrze reprezentowane przez grupy towarowe wyodrębnione na podstawie 3-stopniowej klasyfikacji SITC[29].

[28] Metodologia ta abstrahuje od jakości towarów uczestniczących w wymianie wewnątrzgałęziowej. Jeśli dobra wymieniane w ramach poszczególnych gałęzi różnią się jakością (tzw. pionowy handel wewnątrzgałęziowy), ryzyko wystąpienia szoków asymetrycznych nadal istnieje. Jak wskazują Michałek et al. (2000), handel wewnątrzgałęziowy między Polską a UE zdominowany jest przez handel pionowy.

[29] Grubel i Lloyd (1975) dowodzą, że ten poziom dezagregacji w sposób właściwy oddaje specyfikę poszczególnych branż. Otrzymane na podstawie 3-stopniowego SITC wskaźniki są również w niewielkim stopniu wrażliwe na zwiększenie stopnia dezagregacji.

Wykres 2 *Udział handlu wewnątrzgałęziowego w całkowitym handlu Polski z wybranymi krajami UGW* mierzony zwykłym indeksem Grubela-Lloyda na podstawie 3-stopniowej klasyfikacji SITC*



* Z wyłączeniem Grecji.
Źródło: obliczenia własne na podstawie danych GUS.

Wartości indeksu Grubela-Lloyda (IIT) wyznaczono zgodnie ze wzorem:

$$IIT = \frac{\sum_{i=1}^{n}\left(X_i + M_i\right) - \sum_{i=1}^{n}\left|X_i + M_i\right|}{\sum_{i=1}^{n}\left(X_i + M_i\right)} \cdot 100;\ IIT \in \left[0,\ 100\right],$$

gdzie:

X_i – eksport towarów i-tej grupy według 3-stopniowej klasyfikacji SITC,

M_i – import towarów i-tej grupy według 3-stopniowej klasyfikacji SITC,

n – liczba grup towarowych (gałęzi).

Udział handlu wewnątrzgałęziowego w całkowitym handlu Polski z największymi krajami UGW oraz ze strefą euro (z wyłączeniem Grecji) przedstawiono na wykresie 2. Dane dotyczące pozostałych krajów UGW zamieszczono w tabeli 2 w aneksie. W celu pogłębienia analizy przedstawiono również wartość indeksu Grubela-Lloyda (G-L) dla handlu Polski z Rosją i Ukrainą.

Przedstawione dane pozwalają sformułować następujące wnioski. Po pierwsze, udział handlu wewnątrzgałęziowego z głównymi gospodarkami UGW oraz całą strefą euro wykazuje od 1992 r. systematyczny trend wzrostowy. Jednocześnie obserwowane wartości indeksu G-L dla UGW są, odpowiednio, dziesięcio- i czterokrotnie większe od indeksów obliczonych dla Rosji i Ukrainy. Teza o stymulującym wpływie integracji gospodarczej na rozwój handlu wewnątrzgałęziowego znajduje zatem w warunkach polskich jednoznaczne potwierdzenie[30].

Po drugie, tendencja do wzrostu intensywności handlu wewnątrzgałęziowego uległa w latach 1999 i 2000 wyraźnemu przyspieszeniu. W pewnym stopniu był to z pewnością skutek kryzysu rosyjskiego, wymuszającego geograficzną reorientację wymiany handlowej. Przyczyniła się do tego również restrykcyjna polityka pieniężna, która doprowadziła do zmniejszenia w 2000 r. deficytu handlowego, którego lwią część stanowił deficyt w handlu z krajami UGW. Deficyt ten, ilustrujący skalę niezbilansowania wzajemnych obrotów, zaniża bowiem zawsze wartość indeksu G-L.

Po trzecie, przedstawione w tabeli 2 dane pozwalają wyróżnić kraje „peryferyjne", a więc te, które charakteryzują się stosunkowo niskim udziałem wymiany wewnątrzgałęziowej z Polską. Są nimi: Finlandia, Irlandia, Portugalia i Luksemburg. Ponieważ jednocześnie odnotowują one najniższy wśród państw Wspólnoty udział wymiany wewnątrzgałęziowej z całą UE (Kaitila, 2001), którą można traktować jako przybliżenie UGW, nie należy uważać tego za zjawisko niepokojące.

Po czwarte, obserwowany poziom handlu wewnątrzgałęziowego między Polską a UGW jest znacznie niższy od wskaźników G-L obliczonych dla większości krajów UGW i Unii Europejskiej. Jak odnotowuje Kaitila (2001), w 1998 r. wielkości te przekraczały w przypadku Francji, Niemiec i Belgii 65%, Holandii, Austrii i Hiszpanii: 60% oraz Włoch – 50%. Warto jednak podkreślić, że różnice te wynikają z relatywnie wysokiego stopnia niezbilansowania wymiany handlowej Polski ze strefą euro. Deficyt lub nadwyżka, pojawiające się we wzajemnych obrotach handlowych, obniżają bowiem z definicji wartość indeksu G-L. W polskich warunkach deficyt handlowy z krajami UGW ma charakter strukturalny i odzwierciedla przede wszystkim konieczność likwidowania luki rozwojowej dzielącej Polskę i strefę euro. Wyeliminowanie efektu związanego z deficytem handlowym pozwala ustalić teoretyczny udział handlu wewnątrzgałęziowego, a więc taki, jaki ukształtowałby się, gdyby wzajemny handel był zbilansowany. Dla uzyskania takiej miary wykorzystano skorygowany indeks G-L (IITs), który wyznaczono zgodnie ze wzorem (tabele 2 i 3):

$$IIT_S = \frac{\sum_{i=1}^{n}\left(X_i + M_i\right) - \sum_{i=1}^{n}\left|X_i - M_i\right|}{\sum_{i=1}^{n}\left(X_i + M_i\right) - \left|\sum_{i=1}^{n} X_i - \sum_{i=1}^{n} M_i\right|} \cdot 100;\ IIT \in \left[0,\ 100\right],$$

gdzie:

$X_i(M_i)$ – eksport (import) towarów i-tej grupy według 3-stopniowej klasyfikacji SITC,

n – liczba grup towarowych (gałęzi).

Uzyskane wyniki potwierdzają słuszność zastrzeżeń, dotyczących adekwatności podstawowego indeksu G-L w warunkach polskich. Wartość indeksu skorygowanego dla całej strefy euro jest dwukrotnie wyższa od wartości indeksu podstawowego. Oznacza to, że problem niezbilansowania wymiany handlowej między Polską a UGW istotnie zaciążył na otrzymanych wartościach indeksu podstawowego. Co ciekawe, tak głęboka różnica nie występuje w przypadku Rosji i Ukrainy. Otrzymane dla tych krajów wartości podstawowego indeksu G-L należy zatem traktować jako mierniki rzeczywistej podatności na szoki asymetryczne.

Analizę siły powiązań wewnątrzgałęziowych można przeprowadzić również na poziomie głównych grup towarowych, wyodrębnionych na podstawie 1-stopniowej klasyfikacji SITC (tabele 4, 5 i 6 w aneksie). Przedmiotem oceny jest w tym przypadku intensywność handlu wewnątrzgałęziowego (wyznaczana nadal na podstawie 3-stopniowej klasyfikacji SITC) w każdej z dziesięciu grup towarowych. Analiza ta skłania do dwóch wniosków. Po pierwsze, w trzech grupach towarowych (5, 6 i 10) poziom handlu wewnątrzgałęziowego jest znacząco niższy od poziomu notowanego

[30] Niska intensywność wymiany wewnątrzgałęziowej Polski z Rosją i Ukrainą wskazywałaby na wysokie prawdopodobieństwo asymetrycznych – w stosunku do strefy euro – szoków, mających swe źródło w wymianie handlowej z tymi krajami. Właściwa ocena tego ryzyka wymaga jednak analizy powiązań wewnątrzgałęziowych między strefą euro a Rosją i Ukrainą.

w pozostałych grupach. Na szczególną uwagę zasługuje grupa 6., której udział w całości wymiany jest stosunkowo wysoki. W tej grupie handel wewnątrzgałęziowy pozostaje niezbilansowany również przy zastosowaniu indeksu skorygowanego, co oznacza relatywnie wysokie prawdopodobieństwo wystąpienia szoków asymetrycznych. Po drugie, głęboka różnica między wartościami podstawowego i skorygowanego indeksu G-L w grupie 8., a więc w grupie towarowej o najwyższym zaawansowaniu technologicznym, potwierdza hipotezę o wpływie czynników strukturalnych na poziom podstawowego wskaźnika G-L. Po trzecie, szybki wzrost intensywności wymiany wewnątrzgałęziowej między Polską i UGW w 2000 r. był rezultatem przede wszystkim jej wzrostu w grupie 8. (10 punktów procentowych). Wartość wskaźnika skorygowanego dla tej grupy wskazuje jednak, że połowa tego przyrostu wynikała ze spadku deficytu handlowego notowanego w tej grupie. Oznacza to, iż w efekcie spodziewanego w najbliższych latach ożywienia gospodarczego i związanego z tym wzrostu popytu inwestycyjnego obserwowana tendencja do szybkiego wzrostu wymiany wewnątrzgałęziowej między Polską a strefą euro może zostać zahamowana.

W kontekście wspomnianego wyżej znaczenia wymiany wewnątrzgałęziowej dla trwałości cyklicznej zbieżności między Polską a strefą euro warto zadać pytanie o możliwość podtrzymania w najbliższych latach zaobserwowanej tendencji do wzrostu intensywności tej wymiany między obiema gospodarkami. W szczególności zasadne jest pytanie o możliwość wspierania tej tendencji przez politykę makroekonomiczną.

Teoria handlu międzynarodowego wskazuje na trzy przesłanki wysokiej intensywności wymiany wewnątrzgałęziowej (Krugman, 2000). Są nimi: eliminacja barier rozwoju wymiany towarowej (możliwość wykorzystania korzyści skali), zbliżony relatywny zasób kapitału i pracy w krajach podejmujących wymianę towarową (określający stopień, w jakim wymiana ta może być oparta na przewagach komparatywnych) oraz zbliżony i wysoki zasób zaawansowanych technologii wytwarzania (determinujący udział wysoko przetworzonych i jednocześnie zróżnicowanych produktów przemysłowych w całkowitej wymianie).

W odniesieniu do wymiany towarowej między Polską a UGW pierwszy z wymienionych wyżej warunków można uznać za spełniony. Spełnienie pozostałych dwóch, ściśle ze sobą związanych, wymaga jednak zwiększenia dostępnego w Polsce zasobu kapitału. Umożliwiłoby to zmniejszenie luki technologicznej dzielącej Polskę od strefy euro i, w konsekwencji, wzrost wymiany wewnątrzgałęziowej między obiema gospodarkami. Zwiększona akumulacja kapitału przyniosłaby również skutek w postaci szybszego wzrostu PKB *per capita*.

Powyższe ustalenia znajdują również potwierdzenie empiryczne. Podstawowe modele, poszukujące współzależności między siłą powiązań wewnątrzgałęziowych a czynnikami makroekonomicznymi, wskazują, że udział handlu wewnątrzgałęziowego w wymianie towarowej między dwoma krajami jest duży, gdy poziom ich rozwoju (PKB *per capita*) jest wysoki, różnice w poziomie rozwoju są względnie małe i bariery handlowe są niskie (Michałek et al., 2000). Tezę tę potwierdza również Kaitila (2000), wskazując na poziom PKB *per capita* oraz udział zagranicznych inwestycji bezpośrednich w PKB jako na czynniki determinujące intensywność handlu wewnątrzgałęziowego. W praktyce oznacza to, że dla zapewnienia w najbliższych latach trwale niskiej podatności polskiej gospodarki na szoki asymetryczne w ramach realizowanej w Polsce polityki makroekonomicznej priorytet powinny uzyskać działania na rzecz tworzenia przyjaznego otoczenia dla zagranicznych inwestycji bezpośrednich, stanowiących podstawowe źródło nowoczesnych technologii. Działania te obejmują: ograniczanie systemowych barier krępujących działalność gospodarczą, wzmocnienie infrastrukturalnych podstaw gospodarki, uelastycznienie rynku pracy oraz utrzymywanie właściwych proporcji w ramach *policy mix*. Brak takich działań nie opóźni integracji monetarnej Polski z UGW, zwiększy jednak z pewnością długookresowe koszty tego procesu.

Podsumowanie

Niniejszy tekst podejmuje kluczowy, z punktu widzenia przyszłego przystąpienia Polski do Unii Gospodarczej i Walutowej, problem kosztów tego procesu. Zgodnie z teorią integracji monetarnej, koszty te utożsamiane są z zagadnieniem podatności gospodarki na szoki asymetryczne. W referacie zaproponowano dwie metody jej oceny.

Pierwsza metoda sprowadza się do ustalenia stopnia cyklicznej zbieżności gospodarek Polski a UGW. Zaprezentowane wyniki badań wskazują, że z wyjątkiem zmiennych charakteryzujących sytuację na rynku pracy – zbieżność ta w ostatnich latach systematycznie rosła. Analiza porównawcza, obejmująca wybrane kraje UE i akcesyjne, pozwala uznać stopień synchronizacji cykli koniunkturalnych między Polską a UGW za umiarkowanie silny. Wskazywałoby to na stosunkowo niską podatność polskiej gospodarki na szoki asymetryczne.

Druga metoda zmierza do ustalenia, czy obserwowany poziom cyklicznej zbieżności między Polską i strefą euro ma charakter trwały. Kluczem do odpowiedzi na to pytanie jest ocena siły powiązań wewnątrzgałęziowych między Polską a UGW. Powiązania te wykazywały w ciągu ostatniej dekady systematyczny wzrost, co odzwierciedla rosnącą integrację gospodarczą Polski z Unią Europejską. Za taką interpretacją przyczyn

wzrostu udziału wymiany wewnątrzgałęziowej przemawia również bardzo mała intensywność handlu wewnątrzgałęziowego z najważniejszymi partnerami handlowymi Polski z Europy Wschodniej. Powiązania wewnątrzgałęziowe Polski ze strefą euro są jednak znacznie słabsze niż w głównych gospodarkach UGW, co w dużym stopniu wynika ze strukturalnego charakteru deficytu w handlu Polski ze strefą euro. Zapewnienie trwale niskiej podatności polskiej gospodarki na szoki asymetryczne, a tym samym ograniczenie kosztów integracji monetarnej, zależy zatem od dalszego zwiększania się siły powiązań wewnątrzgałęziowych między Polską a UGW. Będzie to możliwe tylko w warunkach realizowania w Polsce polityki makroekonomicznej sprzyjającej napływowi zagranicznych inwestycji bezpośrednich.

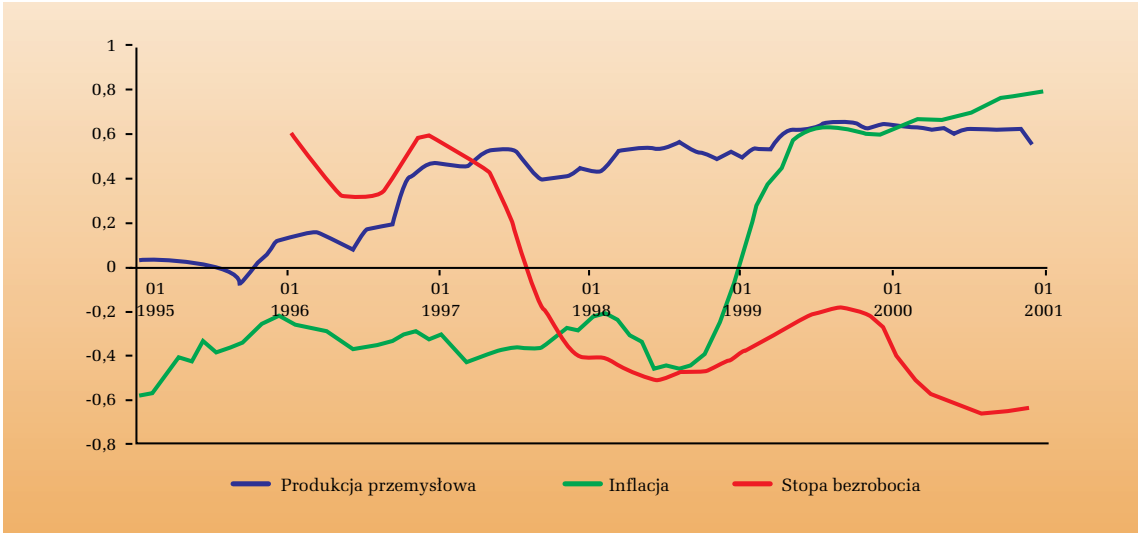
Bibliografia

1. Y. Aksoy, P. De Grauwe (1999): *Are Central European Countries Part of the European Currency Area.* W: P. De Grauwe, V. Lavrac: *Inclusion of Central European Countries In the European Monetary Union.* Kluwer.
2. M. Artis, W. Zhang (1995): *Interntional Business Cycles and The ERM: Is There a European Business Cycle?* CEPR „Discussion Paper" No. 1191.
3. R. J. Barro (1989): *Economic Growth In a Cross Section of Countries.* NBER „Working Paper" No 3120.
4. R. J. Barro, X. Sala-i-Martin (1995): *Economic Growth* McGraw-Hill.
5. T. Bayoumi, B. Eichengreen (1992): *Shocking Aspects of European Monetary Unification.* NBER „Working Paper" No. 3949.
6. T. Bayoumi, B. Eichengreen (1997): *Ever closer to heaven? An optimum-currency area index for European countries.* „European Economic Review" No. 41.
7. O. Blanchard, S. Fischer (1989): *Lectures on Macroeconomics.* MIT Press.
8. J. Borowski (1999 a): *How prone is Poland to exogenous asymmetric shocks?* W: Yearbook of Polish European Studies, Vol. 3/1999, Warsaw University Centre for Europe, Warsaw 1999.
9. J. Borowski (1999 b): *Znaczenie polityki kształtowania płac dla konkurencyjności krajów Europejskiej Unii Walutowej.* „Ekonomista" nr 6/1999.
10. J. Borowski (2000): *Polska i UGW: optymalny obszar walutowy?* „Materiały i Studia" nr 115, Narodowy Bank Polski, Warszawa grudzień 2000.
11. M. Bruno, J. Sachs (1985): *Economics of Worldwide Stagflation.* Oxford Basil Blackwell.
12. L. Calmfors, J. Diffil (1989): Bargaining Structure, Corporatism and Macroeconomic Performance. „Economic Policy" No. 6.
13. D. Cohen, C. Wyplosz (1989): *The European Monetary Union: An Agnostic Evaluation.* CEPR „Discussion Paper" No. 306.
14. E. Czarny (2000): *Międzynarodowy handel wewnątrzgałęziowy jako przedmiot badań ekonomistów.* „Bank i Kredyt" nr 1-2/2000.
15. B. Czarny (2000): *Wzrost gospodarczy.* „Bank i Kredyt" nr 1-2/2000.
16. P. De Grauwe (1997): *The Economics of Monetary Integration.* Oxford University Press, New York, 1997.
17. J. De Haan, J.E. Sturm, L.A. Toolsena (2001): *Convergence of Monetary Transmission in EMU.* New Evidence. CESifo „Working Paper" No. 465.
18. R. Dornbush, C. Favero, F. Giavazzi (1998): *The immediate challenges for the European Central Bank.* „Economic Policy" No. 26.
19. ECB Monthly Bulletin (1999): *Longer-Term Developments and Cyclical Variations in Key Economic Indicators Across Euro Area Countries.*
20. EC Commission (1990): *One Market, One Money. An Evaluation of the Potential Benefits and Costs of Forming an Economic and Monetary Union.* „European Economy" No. 44.
21. B. Eichengreen (1991): *Is Europe an Optimum Currency Area?* NBER „Working Paper" No. 3579.
22. J. Firdmuc (2001): *Optimum Currency Area Theory, Trade Integration and EMU Enlargement.* Mimeo, 2001 Annual Royal Economic Society Conference, University of Durham, April 9-11, 2001.
23. J.A. Frankel, A.K. Rose (1996): *The Endogeneity of The Optimum Currency Area Criteria.* NBER „Working Paper" No 5700.
24. D. Gros, N. Thygesen (1998): *European Monetary Integration*, 2nd Edition, Addison Wesley Longman, 1998.
25. H. G. Grubel, P.J. Lloyd (1975): *Intra-Industry Trade: The Theory and Measurement of International Trade in Differentiated Products.* MacMillan Press London.

26. L.F. Hernández, R.O. Valdéz (2001): *What Drives Contagion: Trade, Neighborhood, or Financial Links?* IMF „Working Paper" No 29.
27. R. Kelm (1999): *Kwartalny szacunek produktu krajowego brutto i popytu finalnego dla lat 1990–1997.* Prace Instytutu Ekonometrii i Statystyki Uniwersytetu Łódzkiego, nr 125, seria G., Uniwersytet Łódzki.
28. P. Kenen (1969): *The Theory of Optimum Currency Areas: An Eclectic View.* W*: Monetary Problems of the International Economy*, edited by R. Mundell and A. Svoboda, University Chicago Press 1969.
29. P. Krugman (1993): *Lessons of Massachusetts for EMU.* W: F. Torres, F. Giavazzi: *Adjustment And Growth In The European Monetary Union.* Cambridge University Press i CEPR, 241-261.
30. P. Krugman, M. Obsfeld (2000): *International economics. Theory and Policy.* Addison-Wesley.
31. A. Luszniewicz (2001): *Statystyka nie jest trudna. Metody wnioskowania statystycznego.* Warszawa, Polskie Wydawnictwo Statystyczne.
32. J.J. Michałek, K. Śledziewska-Kołodziejska (2000): *Analiza i perspektywy rozwoju handlu międzygałęziowego i wewnątrzgałęziowego oraz zmiany strukturalne handlu Polski z Unią Europejską.* W: J. Kotyński: *Korzyści i koszty członkostwa Polski w Unii Europejskiej.* Instytut Koniunktur i Cen Handlu Zagranicznego, 2000.
33. B. Mojon (2000): *Financial structure and the interest rate channel of ECB monetary policy.* ECB „Working Paper" No. 40.
34. R. Mundell (1961): *A Theory of Optimum Currency Areas.* „The American Economic Review" Vol. 51, No. 4.
35. W. Orłowski (2000): *Czy polityka gospodarcza Polski w latach 1990-tych miała charakter antycykliczny?* Maszynopis powielony.
36. J. Sachs, F. Larrain (1993): *Macroeconomics In The Global Economy.* Prentice-Hall, London.

Aneks

Wykres 1 *Korelacja krocząca* cyklicznych komponentów produkcji przemysłowej, inflacji** i stopy bezrobocia w Polsce i UGW-12*

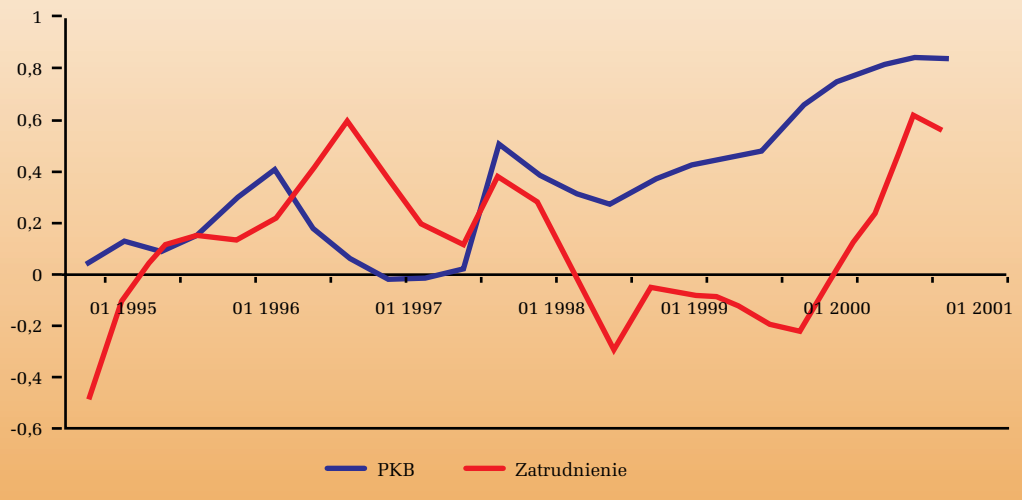


* Dane miesięczne; okres bazowy: 36 miesięcy.

** Za miarę inflacji w UGW przyjęto zharmonizowany indeks cen towarów i usług konsumpcyjnych (HICP).

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych Eurostatu, GUS i EBC.

Wykres 2 *Korelacja krocząca* cyklicznych komponentów PKB i zatrudnienia w Polsce i UGW-12*



* Dane kwartalne; okres bazowy: 12 kwartałów.

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych Eurostatu, GUS, EBC oraz szacunków R. Kelma (1999).

Tabela 1 *Współczynniki korelacji cyklicznych komponentów produkcji przemysłowej i PKB w Polsce i UGW-12*

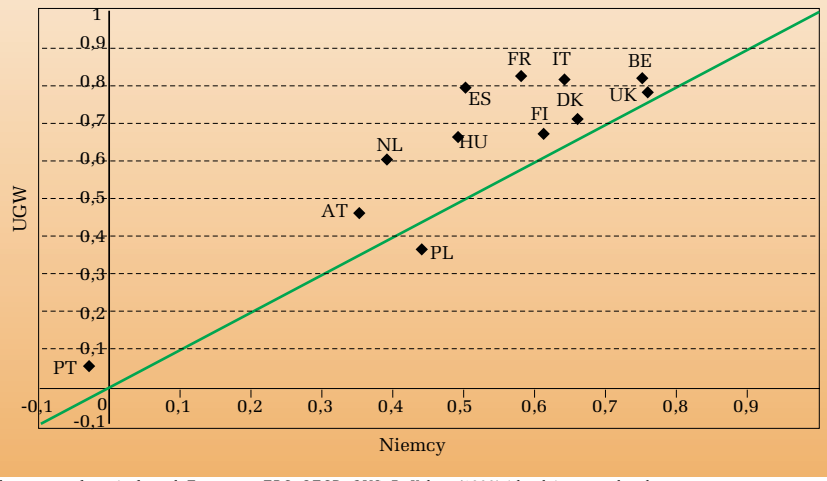
1A Produkcja przemysłowa, dane miesięczne (czerwiec 1993-grudzień 2000)*									
Opóźnienie**	**-12**	**-9**	**-6**	**-3**	**0**	**+3**	**+6**	**+9**	**+12**
Korelacja PL~ Niemcy	***-0,38***	***-0,29***	0,04	***0,32***	***0,54***	***0,51***	***0,34***	0,12	-0,19
Korelacja PL~UGW-12	***-0,55***	***-0,41***	-0,10	***0,28***	***0,51***	***0,55***	***0,44***	0,12	-0,07
1B PKB, dane kwartalne (styczeń 1995-kwiecień 2000)*									
Opóźnienie**	**-4**	**-3**	**-2**	**-1**	**0**	**+1**	**+2**	**+3**	**+4**
Korelacja PL~ Niemcy	**-0,37**	**0,01**	**0,37**	***0,66***	***0,66***	0,22	-0,25	***-0,68***	***-0,64***
Korelacja PL~UGW-12	**-0,17**	**-0,01**	**0,28**	***0,54***	***0,60***	0,25	-0,25	***-0,73***	***-0,86***

* Zaznaczone kursywą i pogrubione współczynniki korelacji są statystycznie istotne przy poziomie istotności równym 0,01.

** Znak „+" oznacza opóźnienie w stosunku do UGW.

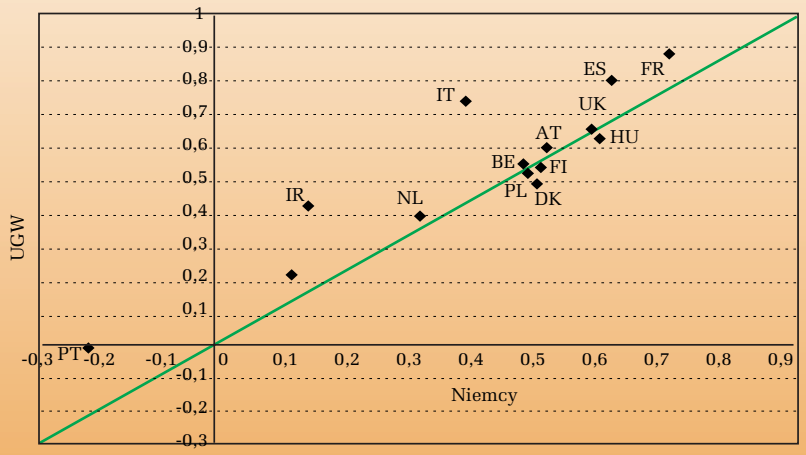
Źródło: obliczenia własne na podstawie danych GUS, Eurostatu, OECD i szacunków R. Kelma (1999).

Wykres 3 *Współczynniki korelacji cyklicznych komponentów PKB wybranych krajów UE, Polski i Węgier z cyklicznymi komponentami PKB Niemiec i UGW (I kwartał 1994-IV kwartał 2000 r.).*



Źródło: obliczenia własne na podstawie danych Eurostatu, EBC, OECD, GUS, R. Kelma (1999) i banków centralnych.

Wykres 4 *Współczynniki korelacji cyklicznych komponentów produkcji przemysłowej wybranych krajów UE, Polski i Węgier z cyklicznymi komponentami produkcji przemysłowej Niemiec i UGW (styczeń 1994-grudzień 2000 r.)*



Źródło: obliczenia własne na podstawie danych Eurostatu, EBC, OECD, IMF, GUS, R. Kelma (1999) oraz banków centralnych.

Tabela 2 *Udział handlu wewnątrzgałęziowego w całkowitym handlu Polski z krajami członkowskimi UGW* (w %) mierzony zwykłym (IIT) i skorygowanym (IITs) indeksem Grubela-Lloyda na podstawie 3-stopniowej klasyfikacji SITC*

	Austria		Belgia		Finlandia		Francja	
SITC 3	**IIT**	**IITs**	**IIT**	**IITs**	**IIT**	**IITs**	**IIT**	**IITs**
1992	21,9	30,6	25,2	27,7	10,6	13,2	30,7	40,1
1993	19,4	27,3	22,9	24,8	8,8	13,0	28,3	33,3
1994	21,0	25,8	19,5	22,1	8,9	12,2	29,9	36,1
1995	21,9	27,5	20,7	24,2	12,7	16,1	30,2	41,3
1996	21,2	28,5	23,5	30,0	14,8	21,7	31,1	44,8
1997	23,3	32,6	28,3	42,7	14,6	23,3	30,8	49,4
1998	28,9	38,0	29,0	42,2	17,1	35,2	31,9	52,5
1999	35,8	46,5	31,1	42,1	21,8	45,7	33,0	55,5
2000	38,5	47,8	31,0	36,5	16,1	39,0	39,6	57,7
	Hiszpania		**Holandia**		**Irlandia**		**Luksemburg**	
SITC 3	**IIT**	**IITs**	**IIT**	**IITs**	**IIT**	**IITs**	**IIT**	**IITs**
1992	16,6	21,9	26,1	27,8	4,0	5,1	2,9	5,6
1993	14,5	25,2	26,2	26,9	5,6	5,8	5,8	7,8
1994	17,8	26,1	26,4	26,6	5,3	6,2	8,5	9,6
1995	27,0	39,1	28,2	28,5	7,0	13,2	20,2	33,9
1996	22,8	45,9	33,1	36,5	7,5	14,8	14,7	23,4
1997	22,8	52,9	34,0	38,7	10,2	20,7	6,0	20,3
1998	28,2	57,5	35,9	41,7	10,6	23,6	10,4	27,8
1999	33,1	61,8	35,4	38,8	10,3	20,9	18,6	37,5
2000	32,9	55,4	34,8	36,3	11,3	23,5	15,4	29,6
	Niemcy		**Portugalia**		**Włochy**		**UGW-11***	
SITC 3	**IIT**	**IITs**	**IIT**	**IITs**	**IIT**	**IITs**	**IIT**	**IITs**
1992	32,9	35,6	7,5	10,6	20,7	26,7	27,0	53,0
1993	31,5	32,0	10,3	18,2	24,5	36,5	26,4	54,5
1994	34,1	34,7	8,1	15,3	24,0	37,5	26,2	52,3
1995	35,7	38,1	9,0	10,9	25,7	41,2	27,5	56,9
1996	37,0	38,6	13,5	15,0	24,1	46,1	27,0	63,5
1997	38,5	42,3	23,8	42,6	22,6	42,6	27,2	68,2
1998	39,1	43,3	27,8	57,0	24,8	45,4	28,6	73,5
1999	44,1	47,8	29,9	63,7	28,1	47,7	31,6	75,5
2000	47,9	49,3	13,6	15,5	34,8	52,9	37,3	79,1

* Z wyłączeniem Grecji.

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych GUS.

Tabela 3 *Udział handlu wewnątrzgałęziowego w całkowitym handlu Polski z Rosją i Ukrainą (w %) mierzony zwykłym (IIT) i skorygowanym (IITs) indeksem Grubela-Lloyda na podstawie 3-stopniowej klasyfikacji SITC*

	Rosja		Ukraina	
SITC 3	**IIT**	**IITs**	**IIT**	**IITs**
1992	6,7	9,6	17,2	18,2
1993	5,8	8,7	14,0	14,5
1994	7,0	9,0	12,2	14,4
1995	6,3	8,0	8,8	15,7
1996	6,4	8,1	7,7	12,9
1997	4,9	5,5	7,3	14,2
1998	5,3	6,6	8,2	15,9
1999	4,5	10,8	10,2	15,8
2000	3,1	9,7	11,1	14,9

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych GUS.

Tabela 4 *Udział handlu wewnątrzgałęziowego w całkowitym handlu Polski z krajami UGW* (w %) mierzony zwykłym indeksem Grubela-Lloyda na podstawie 3-stopniowej klasyfikacji SITC w poszczególnych grupach towarowych*

Numer grupy towarowej**	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
001-099	28,6	28,7	32,4	32,2	28,2	32,8	31,7	31,8	33,5
100-199	12,1	27,1	39,0	23,5	19,4	30,9	17,3	23,1	26,5
200-299	27,9	30,1	29,0	33,8	26,1	27,6	33,8	32,2	35,2
300-399	7,1	10,1	9,2	11,3	7,1	9,1	10,3	10,4	25,2
400-499	10,5	10,4	7,1	9,3	8,6	8,0	6,1	7,7	3,4
500-599	34,3	22,7	21,9	21,7	19,4	18,2	16,2	14,5	17,7
600-699	27,6	23,2	26,5	28,9	26,8	27,5	29,2	32,5	36,1
700-799	24,6	30,6	27,7	28,0	29,7	29,1	32,0	35,9	45,5
800-899	34,1	30,0	29,6	31,8	33,9	34,7	36,5	41,1	41,7
900-999	63,0	6,3	5,6	6,7	7,8	7,7	1,4	11,7	8,3

* Z wyłączeniem Grecji.

** 001-099: żywność i zwierzęta żywe
100-199: napoje i tytoń
200-299: surowce niejadalne z wyjątkiem paliw
300-399: paliwa mineralne, smary i materiały pochodne
400-499: oleje, tłuszcze i woski zwierzęce i roślinne
500-599: chemikalia i produkty pokrewne
600-699: towary przemysłowe sklasyfikowane głównie według surowca
700-799: maszyny, urządzenia i sprzęt transportowy
800-899: różne wyroby przemysłowe
900-999: pozostałe

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych GUS.

Tabela 5 *Udział handlu wewnątrzgałęziowego w całkowitym handlu Polski z krajami UGW* (w %) mierzony skorygowanym indeksem Grubela-Lloyda na podstawie 3-stopniowej klasyfikacji SITC w poszczególnych grupach towarowych*

Numer grupy towarowej**	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
001-099	36,7	42,4	41,3	42,8	45,9	53,4	54,8	51,6	57,1
100-199	100,0	100,0	84,9	100,0	46,9	85,9	50,1	93,9	91,1
200-299	28,4	35,7	38,1	47,8	47,6	45,1	54,5	48,5	54,2
300-399	8,8	20,0	17,0	23,0	11,6	12,4	12,0	10,5	25,8
400-499	96,5	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
500-599	83,3	90,2	93,8	79,9	83,9	87,3	87,1	88,4	89,1
600-699	57,6	59,9	58,3	65,5	69,2	73,1	80,8	84,1	84,3
700-799	74,9	84,9	74,0	75,7	85,1	87,9	89,9	87,2	92,2
800-899	82,5	50,1	46,1	47,7	52,6	60,0	60,6	65,2	61,2
900-999	100,0	29,3	30,7	22,1	25,4	17,0	99,9	100,0	100,0

* Z wyłączeniem Grecji;
** 001-099: żywność i zwierzęta żywe
100-199: napoje i tytoń
200-299: surowce niejadalne z wyjątkiem paliw
300-399: paliwa mineralne, smary i materiały pochodne
400-499: oleje, tłuszcze i woski zwierzęce i roślinne
500-599: chemikalia i produkty pokrewne
600-699: towary przemysłowe sklasyfikowane głównie według surowca
700-799: maszyny, urządzenia i sprzęt transportowy
800-899: różne wyroby przemysłowe
900-999: pozostałe

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych GUS.

Tabela 6 *Udział handlu w ramach poszczególnych grup towarowych 1-stopniowego SITC w całkowitej wymianie handlowej Polski z krajami UGW* (w %)*

Numer grupy towarowej**	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
001-099	10,4	9,9	8,1	7,0	6,5	5,4	5,1	4,7	4,6
100-199	0,5	0,3	0,4	0,3	0,4	0,4	0,3	0,4	0,3
200-299	4,4	3,2	3,1	3,0	2,7	2,4	2,0	1,9	2,0
300-399	5,9	5,1	4,8	3,5	2,8	2,9	2,4	2,1	2,5
400-499	0,6	0,5	0,6	0,5	0,4	0,4	0,5	0,4	0,3
500-599	13,5	13,0	13,7	14,4	14,0	14,2	13,5	14,2	14,6
600-699	22,5	23,4	25,7	27,2	25,5	24,7	24,6	24,9	24,7
700-799	31,3	32,5	31,8	32,7	36,8	38,9	40,0	40,6	40,9
800-899	10,6	11,9	11,7	11,0	10,8	10,5	10,3	10,7	10,1
900-999	0,1	0,2	0,3	0,2	0,1	0,1	1,4	0,1	0,1
Suma***	100	100	100	100	100	100	100	100	100

* Z wyłączeniem Grecji.
** 001-099: żywność i zwierzęta żywe
100-199: napoje i tytoń
200-299: surowce niejadalne z wyjątkiem paliw
300-399: paliwa mineralne, smary i materiały pochodne
400-499: oleje, tłuszcze i woski zwierzęce i roślinne
500-599: chemikalia i produkty pokrewne
600-699: towary przemysłowe sklasyfikowane głównie według surowca
700-799: maszyny, urządzenia i sprzęt transportowy
800-899: różne wyroby przemysłowe
900-999: pozostałe
*** Liczby mogą nie sumować się do 100 ze względu na zaokrąglenia.

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych GUS.

Renta mennicza po akcesji do Unii Gospodarczej i Walutowej – korzyści czy koszty?

*Dobiesław Tymoczko**

Wprowadzenie

Celem artykułu jest przedstawienie wpływu przystąpienia Polski do Unii Gospodarczej i Walutowej (UGW) na wielkość dochodów NBP z renty menniczej. W pierwszej części referatu przedstawione są teoretyczne koncepcje renty menniczej. Jego druga część omawia czynniki, które wpływały w ostatnich latach na wielkość renty menniczej w Polsce. Trzecia część referatu omawia proces powstawania i podziału renty menniczej w Europejskim Banku Centralnym (EBC). W części czwartej artykułu oszacowano wpływ przystąpienia do UGW na wielkość renty menniczej w Polsce. W uwagach końcowych referatu poruszono kwestię przyszłego kształtowania się dochodów z renty menniczej.

Teoretyczne koncepcje renty menniczej

Renta mennicza jest dochodem władzy monetarnej z kreacji pieniądza. Stanowi marżę odsetkową, którą uzyskuje bank centralny, osiągając dochody z oprocentowania aktywów, nie płacąc natomiast oprocentowania od pasywów stanowiących składniki bazy monetarnej. Nie są bowiem z reguły oprocentowane rachunki bieżące banków. Nie jest także – z natury rzeczy – oprocentowana gotówka.

Z punktu widzenia rządu, renta mennicza przyjmuje postać wpłaty z zysku banku centralnego. W dalszych częściach referatu renta mennicza będzie tak właśnie rozumiana. W teorii można jednak wyróżnić co najmniej kilka podejść, odnoszących się do zagadnienia generowania i szacowania renty emisyjnej. Niektóre z nich zostaną przedstawione poniżej.

Renta mennicza a podatek inflacyjny

Rentę menniczą często utożsamia się z podatkiem inflacyjnym. Utożsamiana jest zatem z dochodem władzy monetarnej osiąganym na skutek zmniejszania się siły nabywczej pieniądza. Dochód banku centralnego z renty emisyjnej zależy w takiej sytuacji od wielkości bazy monetarnej i tempa inflacji:

$$S = MO \cdot p = \left(C + R\right) \cdot p \,,$$

gdzie:

S – renta mennicza,
MO – pieniądz rezerwowy,
p – inflacja,
C – gotówka w obiegu,
R – płynne rezerwy banków utrzymywane w banku centralnym.

Renta mennicza jako koszt alternatywny

Ze względu na to, że kosztem alternatywnym utrzymywania gotówki jest wyrzeczenie się dochodów z opro-

* Autor dziękuje prof. Andrzejowi Sławińskiemu za pomoc okazaną w trakcie pisania referatu.

centowania, można spotkać się z traktowaniem renty emisyjnej jako kosztu posiadania składników bazy monetarnej. Renta mennicza zależy wówczas od wielkości bazy monetarnej i wysokości stopy procentowej:

$$S = MO \cdot i = \left(C + R\right) \cdot i \ ,$$

gdzie:

S – renta mennicza,

MO – pieniądz rezerwowy,

i – stopa procentowa,

C – gotówka w obiegu,

R – płynne rezerwy banków utrzymywane w banku centralnym.

Gdyby do rozważań ponownie włączyć inflację, należałoby zdeflować poziom bazy monetarnej i renta mennicza przybrałaby postać[1]:

$$S = \frac{MO}{P} \cdot i = \left[\left(C + R\right) / P\right] \cdot i \ ,$$

gdzie: P – deflator (poziom cen).

Berthold Herrendorf stwierdza, że przy niskich realnych stopach procentowych i niskiej inflacji powyższy wzór stanowi przybliżenie wartości renty emisyjnej w warunkach wcześniejszego prowadzenia operacji otwartego rynku przy wykorzystaniu papierów wartościowych sektora pozarządowego. Cały przyrost bazy monetarnej wynika w takim przypadku z zakupu papierów sektora prywatnego. Sytuacja taka zdarza się jednak niezmiernie rzadko. Zwykle banki centralne przeprowadzają operacje otwartego rynku, skupując papiery wartościowe sektora rządowego. Wówczas renta mennicza ma postać[2]:

$$S = \frac{\Delta MO}{P} \ .$$

W tym wypadku cały przyrost bazy monetarnej jest wynikiem zakupu papierów rządowych przez bank centralny. Podobne podejście do problemu liczenia renty menniczej przedstawia Daniel Gros[3].

Definicja Manfreda Neumanna

Jeśli przyjmiemy, że operacje otwartego rynku przeprowadzane są z użyciem nie tylko papierów rządowych, ale także papierów sektora prywatnego, to zwiększa to liczbę czynników, które występują w formule liczenia renty menniczej. Należy w niej także uwzględnić podział na aktywa krajowe sektora prywatnego i aktywa zagraniczne będące w posiadaniu banku centralnego. W przypadku aktywów zagranicznych nie zachodzi potrzeba dokonywania rozróżnienia między papierami sektora rządowego i prywatnego. Wobec tego przy wyliczaniu renty menniczej należy uwzględnić przepływy dochodów odsetkowych od nabytych wcześniej papierów dłużnych wyemitowanych przez sektor pozarządowy i przez podmioty zagraniczne. Formuła liczenia renty menniczej przybiera wówczas postać zaproponowaną przez Manfreda Neumanna[4]:

$$S = \frac{\Delta MO}{P} + \left(i^P \cdot A^P + i^f \cdot A^f\right) / P \ ,$$

gdzie:

ΔMO – przyrost bazy monetarnej,

P – deflator (poziom cen),

A^P – aktywa krajowe sektora pozarządowego,

A^f – aktywa zagraniczne wyrażone w walucie krajowej,

i^P – stopa procentowa krajowa,

i^f – stopa procentowa dla aktywów zagranicznych.

Pierwszy element prawej strony równania odzwierciedla przyrost bazy monetarnej, wynikający z zakupu papierów rządowych. Drugi składnik formuły Neumanna stanowi przyrost pieniądza rezerwowego, powstały na skutek kupna przez bank centralny walut obcych bądź papierów sektora prywatnego, przy czym oba składniki aktywów generują dochody odsetkowe. Powyższą formułę zastosowano do wyliczania renty menniczej w Polsce[5].

Renta mennicza jako marża odsetkowa

Można przyjąć, że zysk banku centralnego to różnica między dochodami z aktywów a kosztami pasywów. W modelowej sytuacji bank centralny posiada pasywa, które nie są oprocentowane. Można zatem powiedzieć, że wpłata z zysku banku centralnego do budżetu jest równa oprocentowaniu jego aktywów:

$$X = i\left(A^g + A^p\right) \ ,$$

gdzie:

X – zysk banku centralnego,

i – stopa procentowa,

A^g – aktywa wyemitowane przez sektor rządowy,

A^p – aktywa wyemitowane przez sektor prywatny[6].

Tak może wyglądać formuła wyliczania zysku w banku centralnym kraju, w którym nie występuje zja-

[1] B. Herrendorf: *Time consistent collection of optimal seigniorage: a unifying framework*. „Journal of Economic Surveys" 1997, Vol. 11, No. 1, s. 9.

[2] B. Herrendorf: op.cit., s. 8.

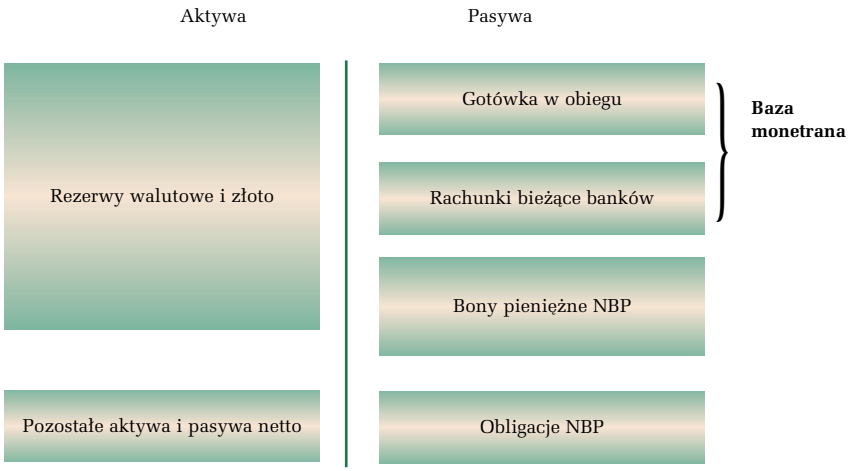
[3] D. Gros: *Seigniorage and EMU - The fiscal implications of price stability and financial market integration*. „European Journal of Political Economy" 1993, No. 9, s. 581-601.

[4] M. J. M. Neumann: *A Comaprative Study of Seigniorage: Japan and Germany*. „Bank of Japan Monetary and Economic Studies", 1996, Vol. 14 No. 1, s. 104-142.

[5] J. Cukrowski, J. Janecki: *Financing Budget Deficits by Seigniorage Revenues: the Case of Poland 1990 – 1997*. CASE „Studies & Analyses" No. 155, Warszawa 1998.

[6] B. Herrendorf: op.cit., s. 6.

Schemat 1 *Bilans NBP*



Źródło: obliczenia własne na podstawie danych GUS.

wisko nadpłynności systemu bankowego, zmuszające bank centralny do pożyczania nadmiaru płynności od banków, co wiąże się z koniecznością poniesienia związanych z tym kosztów oprocentowania. Jeśli jednak koszty takie występują – tak jak w Polsce – formuła wyliczania zysku musi zostać zmodyfikowana:

$$X = i\left(A^g + A^p\right) - iL^{bc},$$

gdzie: L^{bc} – stan zadłużenia banku centralnego wynikły z operacji absorbujących nadmiar płynności.

Jak widać, przyjmując założenie, że renta mennicza jest tożsama z wpłatą zysku banku centralnego do budżetu, abstrahuje się od konsekwencji, wynikających z posiadania przez bank centralny portfela papierów skarbowych. Odsetki od obligacji skarbowych, wypłacane bankowi centralnemu, powiększają wydatki budżetu, ale jednocześnie zwiększają zysk banku centralnego odprowadzany na rzecz rządu. Założenie pomijające te przepływy przy szacowaniu renty menniczej jest uprawnione w warunkach, w których – jak to się dzieje w Polsce – bank centralny nie zwiększa dodatkowo źródeł płynności poprzez zakup papierów skarbowych.

W praktyce istnieje jeszcze jeden powód, dla którego można identyfikować rentę menniczą z zyskiem banku centralnego. Z punktu widzenia finansów publicznych nie jest istotne, jak duża jest faktyczna wielkość renty menniczej. Ważne jest tylko to, ile zysku bank centralny odprowadzi do budżetu. O tyle zwiększają się bowiem dochody rządu i zmienia się saldo budżetu. Zgodnie z definicją Eurostatu, tylko kwota efektywnie przekazana z banku centralnego do budżetu wpływa na deficyt budżetowy z punktu widzenia kryteriów Traktatu z Maastricht[7].

W rzeczywistości wyliczenie zysku banku centralnego nie jest sprawą tak łatwą, jak zostało to w uproszczeniu powyżej przedstawione. Poważną komplikacją jest już chociażby kwestia uwzględnienia różnic kursowych[8].

Renta mennicza w Polsce

Jakie czynniki wpływają na zysk Narodowego Banku Polskiego? Dochody banku centralnego wynikają głównie z oprocentowania rezerw walutowych. Przynosi to rocznie kilka miliardów złotych dochodu. W sytuacji nadpłynności, która występuje od połowy lat 90., NBP nie dokonuje operacji otwartego rynku zasilających w płynność system bankowy. Nie osiąga więc związanych z tym przychodów. Jak widać, w warunkach nadpłynności, gdy bank centralny nie kupuje papierów wartościowych (w tym rządowych), usprawiedliwione jest założenie utożsamiające rentę menniczą z zyskiem banku centralnego odprowadzanym do budżetu. W posiadaniu NBP znajdują się wprawdzie papiery skarbowe, jednak ich ilość jest niewielka w porównaniu z wielkością rezerw walutowych. W takiej sytuacji można założyć, że podstawą emisji pieniądza rezerwowego w Polsce są rezerwy walutowe. Stąd też do szacowania renty menniczej należy w takiej sytuacji wyko-

[7] D. Gros: op.cit., s. 596.

[8] V. Grilli: *Exchange rates and seigniorage.* „European Economic Review" 33 (1989), s. 580-587. Szerzej nt. metodologii liczenia renty menniczej: W. Maliszewski: *Pomiar senioratu – przegląd metod i wyników empirycznych.* CASE „Studia i Analizy" nr 228, Warszawa 2001.

Tabela 1 *Udziały w kapitale EBC krajów wchodzących w 1999 r. do strefy euro*

	%	mln EUR
Niemcy	24,5	1.224,7
Francja	16,8	841,7
Włochy	14,9	744,8
Hiszpania	8,9	444,7
Holandia	4,3	213,9
Belgia	2,9	143,3
Austria	2,4	118,0
Portugalia	1,9	96,2
Finlandia	1,4	69,9
Irlandia	0,8	42,5
Luksemburg	0,1	7,5
Kraje strefy euro	78,9	3.946,9

Źródło: European Central Bank, Annual Report 2000.

rzystywać przede wszystkim zagraniczne stopy procentowe. Aby dokładniej określić, jakie czynniki wpływają na wielkość renty menniczej w Polsce, spójrzmy na bilans NBP.

Jak widać, wielkość renty menniczej zależy w Polsce nie tylko od wielkości dochodów z aktywów pozostających w posiadaniu banku centralnego. Znaczący wpływ ma na nią także oprocentowanie wypłacane przez bank centralny od wyemitowanych przez NBP papierów dłużnych – bonów pieniężnych i obligacji[9].

Renta mennicza w strefie euro

Banki centralne w strefie euro otrzymują rentę menniczą różnymi kanałami. Aby lepiej zrozumieć ten proces, spróbujmy najpierw prześledzić, jakie zmiany w bankach centralnych następują w momencie ich przystąpienia do strefy euro. W tym celu wyodrębnimy trzy czynniki wpływające na rentę menniczą krajów członkowskich:

a) udział w kapitale EBC,
b) transfer rezerw walutowych do EBC,
c) dochód pieniężny.

Udziały w kapitale EBC

W momencie utworzenia Europejskiego Banku Centralnego wszystkie kraje unii monetarnej nabyły udziały w jego kapitale. Kapitał EBC był tworzony według zasad zawartych w art. 29 Statutu Europejskiego Systemu Banków Centralnych i Europejskiego Banku Centralnego (Statutu ESBC i EBC). Udziały każdego narodowego banku centralnego w EBC kształtują się według następujących proporcji:

– 50% udziału danego kraju w ogólnej liczbie ludności Wspólnoty w przedostatnim roku poprzedzającym ustanowienie ESBC,

– 50% udziału danego kraju w PKB Wspólnoty obliczonym na podstawie cen rynkowych, według notowań z ostatnich pięciu lat poprzedzających przedostatni rok przed ustanowieniem ESBC.

Udziały poszczególnych krajów w kapitale EBC przedstawia tabela 1.

Udziały w kapitale EBC nabyły również banki centralne krajów Unii Europejskiej, które w 1999 r. nie

[9] Por. A. Sławiński, D. Tymoczko: *Czynniki wpływające na wielkość renty menniczej w Polsce*. CASE „Studia i Analizy" nr 229, Warszawa 2001. Szacunki dotyczące renty menniczej w Polsce dokonane zostały w pracy J. Cukrowski, J. Janecki: *Wpływ polityki banku centralnego na wielkość dochodów budżetu z renty emisyjnej*. CASE „Studia i Analizy" nr 227, Warszawa 2001.

Tabela 2 *Udziały w kapitale EBC krajów pozostających w 1999 r. poza strefą euro*

	%	mln EUR
Dania	1,7	4,2
Grecja	2,1	5,1
Szwecja	2,7	6,7
Anglia	14,7	36,7
Kraje poza strefą euro	21,1	52,7

Źródło: European Central Bank, Annual Report 2000.

Tabela 3 *Rezerwy walutowe przekazane do EBC w 1999 r.*

	Rezerwy walutowe przekazane do EBC (mln EUR)
Niemcy	12.246,8
Francja	8.416,9
Włochy	7.447,5
Hiszpania	4.446,8
Holandia	2.139,0
Belgia	1.432,9
Austria	1.179,7
Portugalia	961,6
Finlandia	698,5
Irlandia	424,8
Luksemburg	74,6
Ogółem	39.469,0

Źródło: European Central Bank, Annual Report 2000.

należały do strefy euro. W ich przypadku wpłata kapitału wyniosła 5% wartości kapitału należnego w wypadku gdyby były one w strefie euro. Udziały w kapitale EBC krajów pozostających poza strefą euro w 1999 r. przedstawia tabela 2.

Wpłacony w 1999 r. kapitał EBC wyniósł prawie 4 miliardy euro.

Udziały w kapitale są podstawą do podziału zysku wygenerowanego nie na poziomie pojedynczych banków centralnych, lecz na poziomie EBC. Zysk EBC jest więc dzielony jak klasyczna dywidenda. Warto w tym miejscu podkreślić, że przyjęcie wspólnej waluty nie oznacza, że narodowe banki centralne nie generują i nie dystrybuują zysków samodzielnie. Zyski te są w dalszym ciągu generowane i wpłacane do budżetów poszczególnych krajów, niezależnie od wypłaty z zysku EBC. Udziały w kapitale decydują również o skali transferu rezerw walutowych z narodowych banków centralnych do EBC, a także o podziale tzw. dochodu pieniężnego.

Transfer rezerw walutowych

Oprócz kapitału banki centralne krajów jedenastki, zgodnie z art. 30 Statutu ESBC i EBC przekazały do EBC część swych rezerw walutowych. Wkłady każdego z banków centralnych ustalone zostały proporcjonalnie do ich udziału w kapitale EBC; ich wysokość w 1999 r. przedstawia tabela 3.

Jak widać z tabeli 3, transfer rezerw walutowych do EBC stanowił równowartość dziesięciokrotności udziału danego kraju w kapitale EBC, jakkolwiek nie dotyczył krajów pozostających poza strefą euro.

Między 2 a 5 stycznia 2001 r. Bank Grecji przekazał do EBC rezerwy walutowe o równowartości 1,3 mld euro. Rezerwy walutowe przekazano w dolarach amerykańskich i jenach w takiej samej proporcji, w jakiej wpłat dokonywały inne banki centralne na początku 1999 r.[10]

Rada Naczelna EBC ustaliła, na podstawie art. 30.3 Statutu ESBC i EBC, że transfery te będą traktowane przez narodowe banki centralne jako pożyczka udzielona EBC, nominowana w euro i oprocentowana na poziomie podstawowych operacji refinansujących, z uwzględnieniem zerowego oprocentowania złota.

„Dochód pieniężny"

Oprócz transferu rezerw walutowych narodowe banki centralne są zobowiązane do przekazania do wspólnego podziału tzw. dochodu pieniężnego. Zgodnie z art. 32.2 Statutu ESBC i EBC, wartość dochodu pieniężnego banku centralnego jest równa jego rocznemu dochodowi uzyskanemu z aktywów równych wartości banknotów w obiegu i zobowiązań związanych z wkładami bankowymi instytucji kredytowych. Powyższe aktywa są wyznaczane przez banki centralne zgodnie z wytycznymi przyjętymi przez Radę Naczelną. Źródłem dochodu pieniężnego jest zatem emisja pieniądza rezerwowego. Art. 32.4 precyzuje, że wysokość dochodu pieniężnego każdego narodowego banku centralnego jest pomniejszana o sumę równą oprocentowaniu wypłacanemu instytucjom utrzymującym w banku centralnym rezerwę obowiązkową. Dochód przekazywany przez narodowe banki centralne jest rozdzielany między poszczególne banki centralne proporcjonalnie wpłaconych do przez nie udziałów w kapitale EBC. Innymi słowy, narodowe banki centralne powinny wskazać w swoim bilansie aktywa, których powstanie wiąże się z emisją bazy monetarnej. Dochód z tych aktywów miał trafiać do wspólnej puli, dzielonej następnie między wszystkie banki centralne strefy euro.

[10] ECB Annual Report 2000, s. 182.

W związku z tym, że zapis ten od samego początku budził kontrowersje, art. 32.3 stwierdza, że jeżeli po utworzeniu strefy euro struktury bilansów narodowych banków centralnych nie pozwalają na stosowanie przepisów dotyczących wyznaczania dochodu pieniężnego, to Rada Naczelna może zdecydować, że dochód pieniężny będzie określany według innej metody, przez okres nie dłuższy niż pięć lat. Dodatkowo art. 51 Statutu ESBC i EBC precyzuje, że jeśli Rada Naczelna uzna, że taki sposób wyznaczania i podziału dochodu pieniężnego zmienia w istotny sposób dochody narodowych banków centralnych, to suma dochodu pieniężnego do podziału zostanie obniżona w jednakowym, określonym procentowo stopniu, który nie może przekroczyć 60% w pierwszym roku obrachunkowym po rozpoczęciu trzeciego etapu i który będzie obniżany o 12 punktów procentowych w każdym następnym roku obrachunkowym.

Jak zostało powiedziane, rezerwy walutowe są przekazywane do EBC proporcjonalnie do udziałów kapitałowych krajów członkowskich. W takich samych proporcjach rozdzielany jest zysk, jaki przynoszą przekazane do EBC rezerwy walutowe. Rozwiązanie to nie wypacza struktury dochodów i zysków narodowych banków centralnych.

Czy dystrybucja dochodu pieniężnego jest równie mało kontrowersyjna, jak dystrybucja zysku EBC? Otóż nie. Jeżeli udział bazy monetarnej danego narodowego banku centralnego w bazie monetarnej całego obszaru jest większy niż jego udział w kapitale EBC, to kraj ten traci na redystrybucji dochodu pieniężnego. Dlatego – jak podkreślają Hans-Werner Sinn i Holger Feist – w sytuacji, w której udział bazy monetarnej danego narodowego banku centralnego w bazie monetarnej całego obszaru jest mniejszy niż jego udział w kapitale EBC, kraj ten zyskuje na redystrybucji dochodu pieniężnego[11].

Czy istnieją inne czynniki, które powodowałyby niekorzystną dla niektórych krajów redystrybucję dochodu pieniężnego? Przede wszystkim art. 32.2 Statutu ESBC i EBC stwarza narodowym bankom centralnym możliwość dowolnego wyznaczania aktywów, z których dochód wchodziłby w skład dochodu pieniężnego. W związku z tym istniała duża pokusa wyznaczenia przez banki centralne aktywów przynoszących najniższy dochód. Wówczas zaliczano by do wspólnej puli relatywnie małą ilość środków, licząc na to, że dochód po redystrybucji w EBC będzie wyższy. Występowały obawy, że narodowe banki centralne będą starały się włożyć do wspólnej puli jak najmniej.

W wyniku pojawienia się tego rodzaju wątpliwości jeszcze przed utworzeniem EBC, pojawiły się propozycje, aby udziały w kapitale były nabywane nie według klucza zawartego w Statucie ESBC i EBC, ale w kwocie odzwierciedlającej udział bazy monetarnej danego kraju w ogólnej wielkości bazy monetarnej całego obszaru[12]. Propozycje te nie zostały jednak przyjęte, choć z pewnością prowadziłyby do mniej kontrowersyjnego sposobu redystrybucji renty emisyjnej.

EBC uznał również, że regulacje systemowe, zawarte w Statucie ESBC i EBC, mogą zniekształcać strukturę dochodów poszczególnych narodowych banków centralnych. 3 listopada 1998 r. EBC zdecydował, że dochód pieniężny, wynikający z emisji gotówki, nie będzie redystrybuowany aż do momentu wprowadzenia euro do obiegu. Decyzja ta została podtrzymana 14 grudnia 2000 r.[13] Oprócz tego stwierdzono, że pozostała część dochodu pieniężnego będzie wyznaczana poprzez pomnożenie zdefiniowanej osobno bazy monetarnej banków centralnych (już bez gotówki) przez jednolitą dla wszystkich krajów stopę referencyjną, równą ostatniej stopie, przy której przeprowadzona została główna operacja refinansująca. Tak wyznaczony dochód pieniężny będzie redystrybuowany zgodnie z udziałami poszczególnych krajów w kapitale EBC. Dochód z emisji gotówki może zostać przekazany do EBC, ale tylko w wypadku, gdy EBC poniesie stratę. Rozwiązanie to oznacza, że na razie do redystrybucji dochodu pieniężnego praktycznie nie dochodzi, gdyż dochód z aktywów, stanowiących podstawę emisji osobno zdefiniowanej bazy monetarnej, jest przeznaczony na wypłatę oprocentowania od rezerw obowiązkowych. Wiadomo więc, że kwestia redystrybucji dochodu pieniężnego będzie musiała zostać ponownie rozpatrzona przed wprowadzeniem euro do obiegu, czyli przed 2002 r.

Jak widać, efekt, o którym piszą Sinn i Feist, mógłby wystąpić tylko wtedy, gdyby dochód pieniężny był wyliczany i dzielony zgodnie z zasadami zapisanymi w Statucie ESBC i EBC. Ponieważ jednak przepisy modyfikujące regulacje Statutu ESBC i EBC mają charakter przejściowy, należy uznać argumenty Sinna i Feista oraz Smaghiego i Grosa[14] za słuszne. Zgodnie z ich metodą (nieco zmodyfikowaną), wyszacujemy wpływ akcesji na rentę menniczą w Polsce. Opieranie się na tej metodzie jest słuszne również dlatego, że rozwiązania eliminujące w praktyce redystrybucję dochodu pieniężnego mają obowiązywać tylko do końca 2001 r., więc na pewno nie będą dotyczyć Polski. Przyszły sposób redystrybucji dochodu pieniężnego nie jest na razie znany. Należy zatem oprzeć się raczej na Statucie ESBC i EBC niż próbować przewidzieć ewentualny kształt przyszłej redystrybucji.

[11] H. W. Sinn, H. Feist: *Eurowinners and Eurolosers: The Distribution of Seigniorage Wealth in EMU*. NBER „Working Paper" 6072, Cambridge, Mass. 1997.

[12] H.W. Sinn, H. Feist: op.cit.

[13] Decision of the European Central Bank of 3 November 1998 as amended by Decision of 14 December 2000 on the allocation of monetary income of the national central banks of participating Member States and losses of the ECB fo the financial years 1999 to 2001, Official Journal of the European Communities OJ L 336 30.12.2000 p. 119, (ECB/2000/19).

[14] Por. L. B. Smaghi, D. Gros: „Open Issues in European Central Banking". The Centre for European Policy Studies 2000.

Pojawiają się propozycje innej redystrybucji renty w strefie euro. Koncepcja Lorenzo Bini Smaghi i Daniela Grosa[15], której początkową ideę można znaleźć we wcześniejszym opracowaniu D. Grosa[16], zmierza do tego, aby narodowe banki centralne w dalszym ciągu pozostawiały dla siebie przychody z aktywów będących w ich posiadaniu w momencie utworzenia Unii Gospodarczej i Walutowej. Przychody z aktywów uzyskanych już po utworzeniu unii przejmowałby natomiast EBC. Innymi słowy, dochody wynikające z powiększania się bazy monetarnej otrzymywałby EBC. Proponuje się także, aby rozpatrzyć kwestię transferu całej renty menniczej do wspólnego budżetu unijnego. Rozwiązanie takie mogłoby być krokiem w kierunku stworzenia unii fiskalnej[17].

Renta mennicza NBP po akcesji

Niejednokrotnie dokonywano już oceny wpływu przystąpienia poszczególnych krajów do UGW na wielkość ich dochodów z tytułu renty emisyjnej. Badania przeprowadzone przez Daniela Grosa w 1993 r. wskazywały, że renta emisyjna w krajach południowej Europy, z którymi jesteśmy najczęściej porównywani, ulegnie zmniejszeniu. Najbardziej znaczący spadek renty, w jednym ze scenariuszy akcesji, powinien był nastąpić w Grecji – o około 3% PKB. Mniejsze spadki miały nastąpić w przypadku Portugalii i Hiszpanii – od 1,2 do 1,3% PKB. Według szacunków Daniela Grosa, zmniejszenie się wielkości dochodów z renty emisyjnej miało nastąpić także w Niemczech[18]. Badania te były jednak przeprowadzane w czasie, gdy nie była do końca wyjaśniona kwestia podziału renty emisyjnej w ramach unii monetarnej. W kolejnych badaniach, przeprowadzonych przez Daniela Grosa wspólnie z Lorenzo Bini Smaghi, wyniki w odniesieniu do Portugalii były już odmienne, chociaż Niemcy pozostały krajem, który utraci część renty wskutek wprowadzenia wspólnej waluty[19]. Badania Smaghiego i Grosa zostały przeprowadzone według metodologii stosowanej już przez Sinna a Feista[20]. Metodologia ta została przyjęta na podstawie Statutu ESBC i EBC.

Czym tłumaczyć odmienne wyniki badań? Przede wszystkim im później zostały przeprowadzone, tym więcej było dostępnych informacji na temat rzeczywistych przepływów między krajowymi bankami centralnymi a Europejskim Bankiem Centralnym. Można było dokładniej wyliczyć udział poszczególnych krajów w kapitale EBC, a także przyjąć dokładniejsze założenia dotyczące stóp rezerwy obowiązkowej.

W każdym przypadku autorzy poszczególnych badań bazowali na pieniądzu rezerwowym jako głównej zmiennej determinującej poziom renty menniczej. Przyjrzyjmy się więc bliżej częściom wspólnym dwóch badań (Sinna i Feista oraz Smaghiego i Grosa). Spróbujmy za ich pomocą oszacować potencjalny wpływ akcesji Polski do UGW na poziom renty menniczej.

Wypada zacząć od stwierdzenia, że po akcesji do UGW kraju o stosunkowo wysokiej inflacji i wysokich stopach procentowych renta emisyjna powinna się zmniejszyć. Będzie to zapewne efektem dostosowywania się poziomu inflacji i stóp procentowych w Polsce do tempa inflacji i stóp procentowych w strefie euro. Stwierdzenie to byłoby na pewno prawdziwe dla krajów ze strukturalnym brakiem płynności w systemie bankowym. Czy dzieje się tak również w przypadku Polski, a więc kraju, w którego systemie bankowym występuje nadmiar płynnych rezerw? Spróbujemy to zweryfikować w toku dalszych rozważań.

Zacznijmy od zidentyfikowania najważniejszych czynników, które wpłyną na poziom renty menniczej w Polsce w okresie bezpośrednio poprzedzającym przystąpienie do UGW:

a) zmniejszenie się kosztów operacji otwartego rynku, wynikające z obniżania poziomu stóp procentowych,

b) obniżenie stóp rezerwy obowiązkowej,

c) zwiększenie się kosztów NBP po wprowadzeniu oprocentowania rezerwy obowiązkowej,

d) przekazanie części rezerw walutowych NBP do EBC,

e) nabycie udziałów w kapitale EBC,

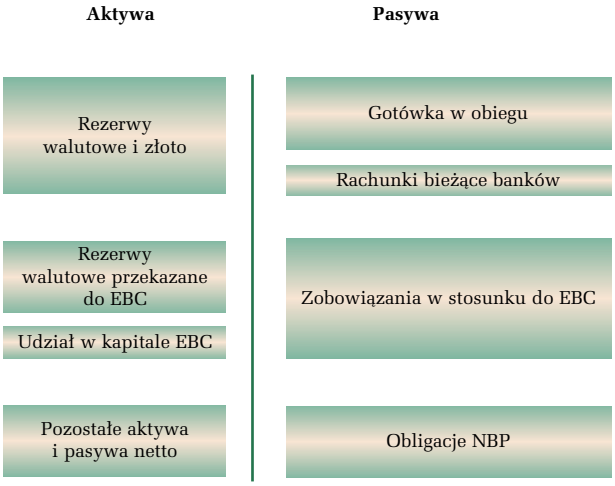
f) podział *dochodu pieniężnego* proporcjonalnie do udziału Polski w kapitale EBC.

Część z tych zmian nastąpi jeszcze przed przystąpieniem Polski do UGW. Niewątpliwie dojdzie w Polsce do spadku stóp procentowych. Nawet jeśli nie uda się doprowadzić do zapowiadanego w *Założeniach polityki pieniężnej na rok 2001* stanu operacyjnego niedoboru płynności, to i tak oprocentowanie operacji otwartego rynku nie będzie już tak dużym, jak obecnie, obciążeniem dla NBP. Podobnie będzie działo się ze stopami rezerwy obowiązkowej. Dążenie do poprawy konkurencyjności banków krajowych może skłonić NBP do wprowadzenia oprocentowania środków tworzących rezerwę obowiązkową. Zmiany, które nastąpią dopiero w momencie przystąpienia, obejmą: kupno udziałów w kapitale EBC, transfer części rezerw walutowych do EBC oraz podział dochodu pieniężnego. Wpływ tylko tych trzech zmian na poziom renty menniczej w Polsce zostanie poniżej oszacowany.

Warto w tym miejscu przyjrzeć się bliżej problemowi udziału Polski w kapitale EBC i powiązanym

[15] L.B. Smaghi, D. Gros: op.cit.
[16] D. Gros: op.cit.
[17] L.B. Smaghi, D. Gros: op.cit.
[18] D. Gros: op.cit, s. 592.
[19] L.B. Smaghi, D. Gros: op.cit.
[20] H.W. Sinn, H. Feist: op.cit.

Schemat 2 *Bilans NBP po przystąpieniu do UGW*



Źródło: opracowanie własne.

z tym transferom części rezerw walutowych. Szacunki dokonane na podstawie danych dotyczących PKB oraz liczby ludności Polski i Wspólnoty w 1998 r. wskazują, że gdyby Polska była przyjmowana do Wspólnoty jako jedyny nowy kraj, to jej udział w ludności Wspólnoty wyniósłby 9,4%, natomiast udział w PKB wyniósłby 1,8%. W założonej sytuacji udział Polski w subskrypcji kapitału EBC stanowiłby 5,6%, w związku z czym transfer rezerw walutowych wyniósłby około 2,6 mld EUR[21].

Aby bliżej przyjrzeć się zmianom, jakie może przynieść przystąpienie do EBC, spójrzmy na przypuszczalny kształt bilansu NBP (schemat 2).

Większa część rezerw walutowych, zgodnie z art. 3.2 Statutu ESBC i EBC, pozostanie w NBP. W przybliżeniu można przyjąć, że rezerwy walutowe przekazane do EBC będą przynosić NBP taki sam dochód jak pozostała część rezerw. Udział w kapitale EBC będzie decydował nie tylko o przysługującej nam części dochodu pieniężnego, ale także o wielkości dochodu z zysku EBC. W przybliżeniu można przyjąć, że środki stanowiące udział NBP w kapitale EBC będą przynosiły taki sam dochód jak poprzednio posiadane rezerwy walutowe. Zobowiązania z tytułu zapadających sukcesywnie bonów pieniężnych będą zamieniane na zobowiązania wobec EBC (czasami określane jako zobowiązania wobec TARGET-u[22]). Zobowiązania z tego tytułu będą oprocentowane[23], więc koszt dla NBP nie powinien się zmienić. W pasywach NBP pozostaną zobowiązania z tytułu wyemitowanych w 1999 r. obligacji, jeśli przystąpienie nie nastąpi po 2009 r., gdy upłynie termin zapadalności ostatnich obligacji NBP.

Z powyższych założeń wynika, że przy szacowaniu wpływu przystąpienia Polski do UGW na poziom renty menniczej można skorzystać z metod zaproponowanych przez Sinna i Feista oraz Smaghiego i Grosa. Przypomnijmy, że stwierdzili oni, iż jeżeli udział pieniądza rezerwowego danego kraju w pieniądzu rezerwowym całej strefy jest większy niż udział w kapitale EBC, to kraj taki straci część swojej renty menniczej. Jeśli natomiast udział bazy monetarnej danego kraju w ogólnej ilości pieniądza rezerwowego całej strefy jest mniejszy niż udział w kapitale EBC, to dochody z renty menniczej okażą się w takim kraju relatywnie większe.

Formułując taki wniosek, trzeba jednak pamiętać o oprocentowaniu rezerwy obowiązkowej w strefie euro. Ponieważ dochód pieniężny danego kraju jest pomniejszany o sumę równą oprocentowaniu rezerwy obowiązkowej, to ten składnik pieniądza rezerwowego można pominąć. Jest tak dlatego, że jeżeli przyjmiemy założenie, iż aktywa stanowiące pokrycie dla emisji tej części bazy monetarnej przynoszą dochód zbliżony do kosztów wynikających z wypłacanych bankom odsetek, to koszty i dochody z tytułu obu wymienionych pozycji znoszą się wzajemnie. Zgodnie z obecnymi regulacjami przejściowymi, przy szacowaniu dochodu pieniężnego wykorzystuje się stopę procentową stosowaną w głównych operacjach refinansujących, czyli dokładnie taką, według której oprocentowana jest rezerwa obowiązkowa. Dlatego można jeszcze prościej szacować wpływ akcesji na rentę menniczą. Jeżeli po-

[21] S. Jakubiec: *Spodziewana wysokość wpłat NBP do kapitału Europejskiego Banku Centralnego*, maszynopis powielony.
[22] TARGET – skrót od *Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system*. System rozrachunków pieniężnych w strefie euro.
[23] Patrz np. ECB *Annual Report 2000*, s. 184.

miniemy – z podanych powyżej powodów – rachunki banków komercyjnych w banku centralnym, to nasza analiza może skoncentrować się już tylko na gotówce. Jeśli udział obiegu gotówkowego danego narodowego banku centralnego w obiegu gotówkowym całego obszaru jest większy niż jego udział w kapitale EBC, to kraj ten traci na redystrybucji dochodu pieniężnego. Jeśli natomiast udział obiegu gotówkowego danego narodowego banku centralnego w obiegu gotówkowym całego obszaru jest mniejszy niż jego udział w kapitale, to kraj ten zyskuje na redystrybucji dochodu pieniężnego. Zmodyfikowana „reguła" Sinna i Feista oraz Smaghiego i Grosa wyglądałaby zatem następująco:

$$\frac{\text{Obieg gotówkowy danego kraju}}{\text{Obieg gotówkowy strefy euro}} > \text{Udział w kapitale EBC} \Rightarrow \text{STRATA}$$

$$\frac{\text{Obieg gotówkowy danego kraju}}{\text{Obieg gotówkowy strefy euro}} > \text{Udział w kapitale EBC} \Rightarrow \text{ZYSK}$$

W celu oszacowania wpływu przystąpienia do UGW na poziom renty menniczej w Polsce należy określić, czy poziom obiegu gotówkowego w Polsce, w stosunku do obiegu gotówkowego całej strefy euro, jest mniejszy czy większy niż udział NBP w kapitale EBC.

W 2000 r. pozycja „banknoty w obiegu" w bilansie skonsolidowanym Eurosystemu wyniosła 371.370 mln EUR. W tym samym czasie obieg gotówkowy w Polsce (38.564 mln PLN) stanowił równowartość 10.005 mln EUR. Hipotetyczny udział obiegu gotówkowego w Polsce w obiegu gotówkowym Eurosystemu wyniósłby 2,69%. Gdyby przyjąć zmodyfikowaną metodę Sinna i Feista oraz Smaghiego i Grosa do oszacowania wpływu akcesji do UGW, to wejście Polski do Eurosystemu zwiększyłoby dochody NBP z renty menniczej – przy przyjętym wcześniej założeniu, że udział Polski w kapitale EBC wyniósłby 5,6%.

Jeżeli popatrzymy na udział Polski w PKB strefy euro (1,78%), to widać wyraźnie, że na wynik powyższej analizy istotny wpływ miał udział Polski w ludności Wspólnoty, wynoszący 9,35%. Gdyby udziały w kapitale EBC szacowane były na przykład tylko w proporcji do udziału w PKB strefy, to Polska – na skutek dużo niższych udziałów – traciłaby część renty menniczej w rezultacie wprowadzenia euro.

Uwagi końcowe

Na koniec wypada zadać sobie pytanie, jak długo renta mennicza w strefie euro będzie dystrybuowana w taki sposób jak dzisiaj. Jest to jednocześnie pytanie o przyszły kształt Europejskiego Banku Centralnego. Jakie mogą zajść zmiany, które wpłyną na wielkość i podział renty menniczej? Wydaje się, że w pewnym momencie operacje otwartego rynku i prowadzenie rachunków bieżących banków komercyjnych zostanie scentralizowane w EBC, a więc cała renta mennicza będzie generowana w jednym miejscu. Dystrybucja renty będzie wtedy zależała wyłącznie od udziałów poszczególnych narodowych banków centralnych w kapitale EBC, a więc będzie niczym więcej niż dywidendą wypłacaną akcjonariuszom. Nie jest także wykluczone, że unia monetarna przekształci się z czasem w unię fiskalną i wówczas generowanie i dystrybucja renty menniczej będą wyglądały tak, jak dzieje się to obecnie na szczeblu krajowym.

Należy także oczekiwać, że sama wielkość renty menniczej będzie stale ulegała zmniejszeniu, ponieważ będzie się zmniejszał popyt podmiotów gospodarczych na składniki bazy monetarnej obiegu[24].

[24] Por. C. A. E. Goodhart: *Can Central Banking Survive the IT Revolution?* Financial Markets Group Special Papers: sp0125, August 2000.

Bibliografia

1. J. Cukrowski, J. Janecki: *Financing Budget Deficits by Seigniorage Revenues: the Case of Poland 1990–1997.* CASE „Studies & Analyses" No. 155, Warszawa 1998.
2. J. Cukrowski, J. Janecki: *Wpływ polityki banku centralnego na wielkość dochodów budżetu z renty emisyjnej.* CASE „Studia i Analizy" nr 227, Warszawa 2001.
3. Decision of the European Central Bank of 3 November 1998 as amended by Decision of 14 December 2000 on the allocation of monetary income of the national central banks of participating Member States and losses of the ECB fo the financial years 1999 to 2001. Official Journal of the European Communities OJ L 336 30.12.2000 p. 119, (ECB/2000/19).
4. ECB *Annual Report 2000.*

5. C. A. E. Goodhart: *Can Central Banking Survive the IT Revolution?* Financial Markets Group Special Papers: sp0125, August 2000.
6. V. Grilli: *Exchange rates and seigniorage.* European Economic Review 33 (1989), s. 580-587.
7. D. Gros: *Seigniorage and EMU - The fiscal implications of price stability and financial market integration.* „European Journal of Political Economy", No. 9, 1993, s. 581-601.
8. B. Herrendorf: *Time consistent collection of optimal seigniorage: a unifying framework.* „Journal of Economic Surveys" 1997, Vol. 11, No. 1, s. 1-46.
9. S. Jakubiec: *Spodziewana wysokość wpłat NBP do kapitału Europejskiego Banku Centralnego.* Maszynopis powielony, Warszawa 2001.
10. W. Maliszewski: *Pomiar senioratu – przegląd metod i wyników empirycznych.* CASE „Studia i Analizy" nr 228, Warszawa 2001.
11. M.J.M. Neumann: *A Comaprative Study of Seigniorage: Japan and Germany.* „Bank of Japan Monetary and Economic Studies" 1996, Vol. 14 No. 1, s. 104-142.
12. H.W. Sinn, H. Feist: *Eurowinners and Eurolosers: The Distribution of Seigniorage Wealth in EMU.* NBER „Working Paper" No. 6072, Cambridge, Mass. 1997.
13. A. Sławiński, D. Tymoczko: *Czynniki wpływające na wielkość renty menniczej w Polsce.* CASE „Studia i Analizy" nr 229, Warszawa 2001.
14. L. B. Smaghi, D. Gros: *Open Issues in European Central Banking.* The Centre for European Policy Studies 2000.

Polska droga do euro

Sprawozdanie merytoryczne z konferencji naukowej NBP w Falentach w dniach 22-23 października 2001 r.

Polska znajduje się w grupie państw, które mają dziejową szansę przystąpienia do Unii Europejskiej już w 2004 r. Z perspektywy historycznej jest to niepowtarzalna okazja trwałego włączenia Polski w struktury gospodarcze Europy Zachodniej i osiągnięcia awansu cywilizacyjnego. Konsekwencją tego kroku będzie zobowiązanie naszego kraju do przyjęcia euro i wejścia do obszaru wspólnej polityki pieniężnej. Już w momencie uzyskania członkostwa w Unii Europejskiej Polska stanie się bowiem także członkiem Europejskiej Unii Gospodarczej i Walutowej (UGW), korzystając z zasady derogacji. Oznacza to, że po spełnieniu kryteriów z Maastricht, od decyzji władz naszego kraju zależeć będzie jedynie moment, a nie sam fakt wprowadzenia euro. Otwiera to pole do dyskusji dotyczącej kosztów i korzyści związanych z tym procesem, a także optymalnego kształtowania jego przebiegu i tempa. Celem konferencji naukowej zorganizowanej przez NBP w 2001 r. było przedstawienie dorobku naukowego i przybliżenie stanowisk w tak niezmiernie ważnej sprawie, jak polska droga do euro.

Konferencję otworzył Leszek Balcerowicz, Prezes Narodowego Banku Polskiego. W swoim wystąpieniu zarysował trzy zasadnicze obszary, istotne dla tematyki konferencji.

Zagadnienia z pierwszego obszaru koncentrują się wokół wyboru optymalnej strategii kursowej przed przystąpieniem do strefy euro. Problematyka ta nabiera szczególnego znaczenia w świetle odmiennych doświadczeń krajów kandydackich w zakresie przyjętego reżimu kursowego: od izby walutowej aż do kursu płynnego. Doświadczenia te skłaniają do sformułowania wniosków dotyczących wyboru polityki kursowej przed przystąpieniem do systemu ERMII. W tym zakresie mieści się przede wszystkim problematyka ustalenia właściwego parytetu centralnego, a także optymalnego momentu usztywnienia kursu.

Polityka fiskalna i strukturalna państwa jest drugim obszarem zagadnień niezmiernie istotnych dla gospodarki, tak przed wprowadzeniem euro, jak i później. Polityka pieniężna, w tym polityka kursu walutowego, nie mogą być substytutem reform strukturalnych, determinującym długoterminowe podstawy wzrostu gospodarczego.

Trzeci obszar, ważny z punktu widzenia przystąpienia do europejskiego obszaru walutowego, tworzą zagadnienia związane z występowaniem efektu Balassy-Samuelsona. Jego wpływ na możliwość spełnienia kryterium inflacyjnego z Maastricht, jak też skutki dla procesu przystępowania do strefy euro wymagają badań empirycznych.

Prezes Balcerowicz podkreślił, że konferencja powinna służyć przybliżeniu rozwiązania powyższych problemów i sformułowaniu wniosków praktycznych, związanych zarówno ze sposobem, jak i z tempem przystąpienia Polski do wspólnego obszaru walutowego euro.

* * *

Uczestnicy konferencji byli zgodni co do tego, że Polska powinna docelowo przyjąć, jako przyszły członek Unii Europejskiej, jej wspólną walutę. Wynika to z gospodarczych i politycznych korzyści, które Polska może odnieść z przyjęcia euro, jak też obligatoryjnego uczestnictwa nowych członków w UGW (początkowo z derogacją). Choć tytuł konferencji sugeruje jednostronne spojrzenie na to zagadnienie - z punktu widzenia kraju akcesyjnego - to jednak wiele miejsca poświęcono argumentom wysuwanym przez stronę unijną. Podkreślano, że dla Unii Europejskiej rozszerzenie o nowe kraje także stanowi historyczne wyzwanie. Dlatego też opinii strony unijnej wysłuchano ze szczególną uwagą.

Przedmiotem konferencji był zatem wybór optymalnej ścieżki i czas osiągnięcia tego celu. Jak podkreślił, otwierając konferencję, Prezes L. Balcerowicz, kraje stosujące obecnie kursy płynne, tzn. Polska, Węgry i Czechy - w przeciwieństwie do państw, które przyję-

ły system izby walutowej - mają pełną swobodę wyboru reżimu kursowego w okresie poprzedzającym przystąpienie do ERMII. Wybór ten powinien być wynikiem rozważenia alternatywnych rozwiązań pod kątem wynikających z nich korzyści i kosztów oraz zagrożeń. Korzyści i koszty zależą od stanu konwergencji gospodarki polskiej i gospodarek krajów Unii Europejskiej.

Wybór możliwych rozwiązań w zakresie polityki kursowej jest szeroki i rozciąga się od kursu płynnego, poprzez kurs płynny kontrolowany, kurs sztywny, izbę walutową aż po jednostronną euroizację. Po uzyskaniu członkostwa w UE wybór będzie dotyczył czasu przystąpienia i formy uczestnictwa w ERMII.

Opinie uczestników konferencji w sprawie wyboru optymalnego reżimu kursowego przed przyjęciem euro były zróżnicowane. Pewna część uczestników opowiadała się za jednostronną euroizacją.

Jednostronne przyjęcie jednej z głównych walut światowych jako waluty krajowej proponowano już wcześniej dla kilku państw, przedstawiając je jako rozwiązanie trwalsze niż standardowy mechanizm kursu sztywnego czy nawet izby walutowej. A.S. Bratkowski i J. Rostowski zmodyfikowali tę ideę dla Polski, zakładając, że jednostronna euroizacja ma stanowić jedynie etap przejściowy, po którym nastąpi pełnoprawne członkostwo w UGW. Prezentując referat, J. Rostowski wskazywał na wiele zalet jednostronnej euroizacji, w tym zwiększenie dostępu do oszczędności zagranicznych i możliwość spadku stóp procentowych.

Najszybsza ścieżka wejścia Polski do strefy euro, polegająca na jednostronnym wprowadzeniu euro (jednostronnej euroizacji), wzbudziła ożywioną dyskusję.

W trakcie dyskusji S. Gomułka stwierdził, że jednostronna euroizacja pozwoliłaby na wykorzystanie bardzo silnej pozycji zagranicznej Polski - większość zadłużenia przedsiębiorstw przypada na filie firm zagranicznych, zadłużenie krótkoterminowe jest niskie i istnieje spory margines zwiększenia zadłużenia zagranicznego. Przez kilka lat po jednostronnej euroizacji Polska mogłaby stosunkowo bezpiecznie się zadłużać, wykorzystując zewnętrzne oszczędności do finansowania rozwoju.

Z drugiej strony argumentowano, że m.in. wskutek występowania efektu Balassy-Samuelsona inflacja może przez dłuższy okres nadal pozostawać na poziomie wyższym niż w UE. Wskazywano także, że zbieżność w zakresie krótkoterminowych stóp procentowych nie musi oznaczać analogicznego kształtowania się długoterminowych stóp procentowych. Inne argumenty odwoływały się do możliwości wykreowania boomu konsumpcyjnego i inwestycyjnego, spowodowanego napływem kapitału w okresie przygotowania do jednostronnej euroizacji (według autorów koncepcji przez około rok - dwa lata) i po przyjęciu euro - dopóki istotnie nie zwiększy się zadłużenie kraju i ryzyko kredytowe. Wskazywano, że brak możliwości kształtowania kursu walutowego i wysokości krótkoterminowej stopy procentowej istotnie zwiększy, niemożliwe do wcześniejszego określenia, ryzyko makroekonomiczne. Jedno z ryzyk polegałoby na tym, że w kraju jednostronnie zeuroizowanym władze monetarne nie mogą pełnić funkcji pożyczkodawcy ostatniej instancji, tj. nie mogą udzielać bankom kredytów refinansowych, o ile nie mają one pokrycia w rezerwach walutowych banku centralnego.

W dyskusji zabierali głos przedstawiciele Komisji Europejskiej i banków centralnych ze strefy euro. Kładli oni nacisk nie tylko na kwestie ekonomiczne związane z euroizacją, ale także instytucjonalno-prawne i polityczne. Podkreślono, że docelowo wszystkie kraje UE mają stać się pełnoprawnymi członkami UGW - z wyjątkiem Wielkiej Brytanii i Danii, które mają opcję nieprzystępowania do strefy euro (*opt-out*). Po akcesji do UE instytucje unijne mogą pracować na rzecz rozwoju Polski, bez konieczności jednostronnego wprowadzania euro. Odpowiadając na wątpliwości zgłaszane podczas dyskusji, J. Rostowski skoncentrował się na kilku zasadniczych zagadnieniach. Zwrócił uwagę, że podnoszona w dyskusji sprzeczność koncepcji euroizacji z Traktatem z Maastricht wynika z jego błędnej interpretacji i nie jest już podtrzymywana przez stronę unijną. Zauważył także, że Polska jest bardziej zintegrowana gospodarczo z UGW niż połowa jej krajów członkowskich (łącznie z czteroma największymi). Problem braku pożyczkodawcy ostatniej instancji dla banków krajowych nie powinien mieć dużego znaczenia, gdyż większość banków ma zagranicznych inwestorów strategicznych, którzy zapewnią refinansowanie. Pożyczkobiorcą może być sam bank centralny - może być wynegocjowana linia kredytowa i powinien być utworzony fundusz płynnościowy z rezerw pozostałych po zakupie znaków pieniężnych, wobec czego nie powinno także wzrosnąć ryzyko dla systemu bankowego. Wskazał, że zgłaszane wątpliwości nie mogą podważać spodziewanych korzyści z jednostronnej euroizacji w postaci niższej inflacji i niższego poziomu stóp procentowych.

Podkreślono, że wprowadzenie izby walutowej czy jednostronnej euroizacji nie jest wyłącznie rozwiązaniem „awaryjnym", odpowiednim dla sytuacji wychodzenia z nierównowagi gospodarczej.

W wyniku dyskusji wykrystalizowały się dwa przeciwstawne stanowiska dotyczące wprowadzenia jednostronnej euroizacji w Polsce. Obie strony były jednak zdania, że tylko pełnoprawne uczestnictwo w UGW może być uznane za całkowicie stabilny system kursu sztywnego.

* * *

Argumenty, jakie padały w dyskusji nad potrzebą ewolucji systemu kursowego oraz czasem i okolicznościami przystąpienia do ERMII, można usystematyzować w kilku grupach.

Pierwsza grupa argumentów skupiała się wokół koncepcji optymalnego obszaru walutowego, charakteru wstrząsów asymetrycznych oraz konwergencji. **Druga grupa** zagadnień, bezpośrednio związana z pierwszą, koncentrowała się wokół oceny użyteczności autonomicznej polityki pieniężnej w absorpcji wstrząsów i jej wiarygodności w różnych reżimach kursowych. **Trzecia grupa** obejmowała zagadnienia wysokości stóp procentowych i ich wpływu na wzrost gospodarczy. Z tymi zagadnieniami wiązała się w pewnej mierze czwarta grupa argumentów, odnoszących się do ryzyka zahamowania przepływów kapitału oraz załamania na rynkach finansowych. Poniżej zostaną kolejno przedstawione ważniejsze argumenty należące do wyszczególnionych grup.

W odniesieniu do pierwszej kwestii, czyli oceny stopnia, w jakim Polska stanowi optymalny obszar walutowy, należy odnotować opinie wskazujące na dość wysoką korelację cyklu gospodarczego między Polską (a także - szerzej - krajami Europy Środkowej) i Unią Europejską. J. Borowski zwrócił uwagę na rosnącą siłę powiązań wewnątrzgałęziowych między gospodarkami Polski i UE, co odzwierciedla znaczne zaawansowanie integracji oraz stanowi ważny czynnik zbieżności cykli i ogranicza podatność polskiej gospodarki na asymetryczne wstrząsy zewnętrzne.

Wysoka korelacja cyklu i zaawansowany rozwój handlu wewnątrzgałęziowego wskazują na stosunkowo małe ryzyko poważnych zewnętrznych wstrząsów asymetrycznych lub rozbieżności cyklu, których skutki należałoby absorbować poprzez zmienność kursu walutowego. Wydaje się zatem, że Polska w wysokim stopniu spełnia kryteria optymalnego obszaru walutowego z UGW. F. Coricelli podkreślił, że także w UE istnieją poważne różnice (asymetria) między regionami.

Dla oceny wpływu wstrząsów asymetrycznych na obszar walutowy duże znaczenie ma stopień mobilności czynników produkcji, w tym pracy, oraz elastyczność rynku pracy. W tym kontekście wielu uczestników konferencji podkreślało znaczenie koniecznej liberalizacji rynku pracy w Polsce (zwiększenia mobilności siły roboczej i zwiększenia elastyczności płac) dla możliwości przyjęcia szybkiej ścieżki wejścia do strefy euro (ograniczenia jej potencjalnych kosztów). Zagadnienie liberalizacji przepływu siły roboczej między Polską a Unią nie było przedmiotem dyskusji.

H.F. Jensen omówił doświadczenia Danii z uczestnictwa w ERMII, w ramach którego korona duńska utrzymywana jest na stałym poziomie. H.F. Jensen podkreślił, że jest to możliwe wówczas, gdy podporządkowana kursowi polityka pieniężna wywiera znikomy wpływ na bieżącą aktywność gospodarczą - ze względu na specyfikę duńskiego sektora finansowego. H.F. Jensen zwrócił uwagę, że wstrząsy w gospodarce Danii były efektem wewnętrznej polityki gospodarczej. Kurs sztywny stanowił poważny czynnik uporządkowania polityki gospodarczej i wyeliminowania płynących z niej wstrząsów, przy czym ciężar działań antycyklicznych spoczywa na polityce fiskalnej. Jak podkreślano, **kurs sztywny nie stanowi substytutu reform strukturalnych.** W ramach dyskusji postawiono pytanie o znaczenie i źródła wewnętrznych wstrząsów w gospodarce polskiej.

Poruszono także kwestię, czy różnice między mechanizmami transmisji monetarnej w poszczególnych krajach nie stanowią źródła asymetrycznych wstrząsów w UGW. Stwierdzono, że pomimo znacznych różnic mechanizmów transmisji w poszczególnych krajach trudno jest ocenić skutki tych rozbieżności. Wyrażono także opinię, że przystąpienie do ERMII i UGW może sprzyjać upodobnieniu mechanizmów transmisji.

W odniesieniu do konwergencji w zakresie kryteriów z Maastricht, D. Gros zwrócił uwagę na możliwości przyjęcia przez Polskę euro w perspektywie kilku lat. Dużo uwagi poświęcono konwergencji realnej, różnicom w tempie wzrostu i efektowi Balassy-Samuelsona. Stanowiło to punkt wyjścia dyskusji nad możliwością trwałej konwergencji w zakresie stóp inflacji w warunkach kursu sztywnego i potrzeby modyfikacji kryteriów z Maastricht.

Użyteczność płynnego kursu walutowego (druga grupa argumentów) jako narzędzia absorpcji wstrząsów była w trakcie konferencji przedmiotem zróżnicowanych, a nawet całkowicie przeciwstawnych poglądów. Monetarna polityka antycykliczna w systemie kursu płynnego jest zwykle mało wiarygodna i prowadzi ostatecznie do wzrostu inflacji. W kilku referatach wyrażono przekonanie, że polityka pieniężna w systemie kursu płynnego ma często charakter pro-cykliczny, co świadczy, że kraje deklarujące kurs płynny cechuje „lęk przed pływaniem (dryfowaniem kursu)". Przed polityką pieniężną w systemie kursu płynnego stawia się jednak często bezpośredni cel inflacyjny, a nie cel łagodzenia realnego cyklu lub realnych skutków wstrząsów zewnętrznych. Warto także odnotować uwagi dotyczące potencjalnych, negatywnych dla sektora eksportowego, skutków polityki ukierunkowanej na stabilizację cyklu (i - analogicznie - stabilizację cen) w warunkach mechanizmu transmisji, działającego przede wszystkim poprzez kanał kursowy. Osiągnięcie zamierzonego efektu w wyniku podniesienia stóp procentowych dokonuje się wówczas głównie poprzez aprecjację i prowadzi do podważenia konkurencyjności sektora eksportowego. Na zagadnienie to zwrócił uwa-

gę H.F. Jensen, wskazując je jako argument za utrzymywaniem kursu sztywnego w Danii.

Wybór optymalnego systemu kursowego w Polsce powinien uwzględniać prawdopodobny charakter potencjalnych wstrząsów (wewnętrzne lub zewnętrzne), stopień, w jakim Polska i UE stanowią optymalny obszar walutowy oraz siłę kanału kursowego w mechanizmie transmisji. Wybór reżimu kursowego jest także wyborem między kategoriami, które mogą być celem polityki pieniężnej: realnymi zmianami PKB, kursem walutowym lub stopą inflacji.

W trakcie konferencji nie zawsze podzielano pogląd, że wybór między kursem sztywnym a bezpośrednim celem inflacyjnym, któremu towarzyszy kurs płynny, jest w pełni rozłączny. K. Lutkowski w swoim referacie wzywał do uzupełnienia strategii bezpośredniego celu inflacyjnego polityką dążącą do zachowania konkurencyjności gospodarki poprzez pewną kontrolę kursu walutowego (w drodze ustanowienia „miękkiego" pasma wahań). Jednocześnie K. Lutkowski wyraził przekonanie, że w dłuższym okresie cele te nie byłyby sprzeczne, choć zwrócił uwagę na możliwe konflikty między polityką pieniężną, mającą za cel obniżenie inflacji, a polityką kursową.

Konieczność uwzględnienia oddziaływania polityki pieniężnej i kursowej na kategorie realne poprzez stopy procentowe była przedmiotem trzeciej z wyżej wspomnianych grup zagadnień i argumentów. F. Coricelli uznał, odwołując się do przykładu Polski, że płynnemu kursowi walutowemu towarzyszą wysokie stopy procentowe, co stanowi obciążenie dla gospodarki. W dyskusji pojawiły się wszakże głosy, że wysokie stopy procentowe nie są wynikiem płynnego kursu walutowego, lecz polityki pieniężnej ukierunkowanej na szybką dezinflację. Jako dowód tego stwierdzenia wskazywano na znacznie niższe realne stopy w Czechach i na Węgrzech (mimo że do niedawna kurs na Węgrzech był ściśle kontrolowany przez bank centralny, a w Czechach istnieje system kursu płynnego). W tym kontekście kluczowego znaczenia nabiera pytanie, czy skala ryzyka destabilizacji gospodarki jest porównywalna w różnych systemach kursu walutowego, tzn. czwarta wyżej wymieniona grupa zagadnień.

R. Hausmann zwrócił uwagę, na znaczenie pewnej cechy gospodarki, polegającej na niemożności uzyskiwania długookresowego finansowania we własnej walucie („grzechu pierworodnego"). Sprawia ona, że podmioty krajowe pożyczają albo w walucie obcej, co powoduje niedopasowanie walutowe zobowiązań i należności, albo w walucie krajowej, co uniemożliwia pożyczanie długoterminowe i powoduje niedopasowanie terminów zapadalności długów i zwrotu inwestycji. Niedopasowania te prowadzą, odpowiednio, do ryzyka kryzysu płatniczego (kryzysu walutowego) i kryzysu finansowego, które mogą mieć charakter samospełniających się prognoz. R. Hausmann stwierdza, że niezabezpieczone zobowiązania w walutach obcych są konsekwencją kursów sztywnych, ale przyznaje jednocześnie, że istnieje wiele krajów o płynnym kursie walutowym, które pozyskują kredyty zagraniczne w walucie obcej bez zabezpieczenia. Hausmann wskazuje również, że niezależnie od niedopasowania struktury zobowiązań i należności w każdym systemie kursowym może dojść do nagłego zahamowania napływu kapitału, co może prowadzić do kryzysu finansowego, wzrostu stóp procentowych, deficytu budżetowego, inflacji i deprecjacji. W tym przypadku miałby działać mechanizm samosprawdzających się przepowiedni. W dyskusji zgłoszono wątpliwość, czy system kursu płynnego nie stanowi mechanizmu, który pozwoliłby uniknąć gwałtownych zahamowań. W wielu referatach i głosach w dyskusji przewijało się jednak przekonanie, że płynny kurs walutowy może być wysoce niestabilny i znacznie odbiegać od poziomu długookresowej równowagi. Pogląd ten stanowił ważne uzasadnienie wspomnianych już opinii wskazujących na celowość kontroli kursu. Jednocześnie wyrażano wątpliwość, co do praktycznych możliwości prowadzenia przez bank centralny skutecznej polityki korygowania trendu rynkowego poprzez zmniejszenie odchyleń kursu od domniemanego poziomu równowagi i wyrażano obawę, że mogłoby to prowadzić do ciągłych i ostatecznie chybionych interwencji. Zastrzeżenia te, w jeszcze większym stopniu dotyczą wyznaczania przez bank centralny kursu równowagi.

Szczególny aspekt tej dyskusji stanowiło zagadnienie ewentualnego stabilizującego wpływu uczestnictwa w ERMII. Niektórzy uczestnicy konferencji wykazywali wiarę w taki stabilizujący wpływ, natomiast inni wskazywali, że nagłe zatrzymania napływu kapitału i wynikająca stąd destabilizacja są możliwe także w ramach ERMII. D. Gross podał przykład Hiszpanii. Niejednokrotnie zwracano uwagę, że perspektywa wejścia do UGW może wywołać presję aprecjacyjną prowadzącą do przeszacowania waluty i konieczność jej późniejszej dewaluacji już w ramach ERMII. To zagadnienie wskazuje na kluczowe znaczenie sposobu ustalenia parytetu złotego wobec euro w ramach ERMII, w tym także czasu jego ogłoszenia, oraz roli, jaką w tej mierze można przypisać nieskrępowanym siłom rynkowym.

Z kwestią możliwej destabilizacji kursu złotego w ramach ERMII wiąże się problem wyboru optymalnego terminu przystąpienia do ERMII. Za późnym przystąpieniem do ERMII opowiedział się w swoim referacie tylko E. Pietrzak. Z kwestią oceny ryzyka, towarzyszącego poszczególnym reżimom kursowym, wiąże się także zagadnienie nadmiernego ożywienia, które mogłoby towarzyszyć przyjęciu jakiejkolwiek formy kursu sztywnego i wynikającego stąd późniejszego załamania walutowego oraz (lub) finansowego (*boom-bust*). Szczególnym jego przejawem może być spekulacyjny bąbel

na rynku aktywów. Nie wykluczono jednak, że zjawiska te w pewnym stopniu mogą występować także w systemie kursu płynnego. Zwrócono uwagę, że dla uniknięcia poważnej destabilizacji rynku finansowego, duże znaczenie ma wewnętrzna dyscyplina krajowego sektora finansowego oraz stopień jego integracji z rynkiem światowym.

* * *

Z deklaracji wynika, że nowi członkowie Unii będą jak najszybciej dążyli do przyjęcia wspólnej waluty euro. Dlatego też zasadniczą kwestią okazało się spełnienie przez kraje kandydujące kryteriów z Maastricht. Spełnienie kryteriów przez nowe państwa członkowskie daje gwarancję, że euro pozostanie silną walutą a obszar euro stabilnym i konkurencyjnym obszarem walutowym. Rozważając kwestię adekwatności kryteriów z Maastricht dla krajów kandydujących, dyskutanci skupili się na dwóch zasadniczych kwestiach: **inflacji i kursie walutowym.**

Konferencja stworzyła forum do dyskusji na temat podstawowych czynników, które sprawiają, że relatywnie szybkie spełnienie kryteriów z Maastricht będzie utrudnione. Wskazywano na możliwość wystąpienia tzw. *efektu boksera przed walką.* Możliwe jest szybkie zbicie wskaźnika inflacji do wymaganego poziomu, jeśli jednak nie będzie to wynikało z realnego dostosowania, to w momencie wejścia kraju do strefy euro sztucznie zduszona inflacja ponownie wzrośnie.

Głównym problemem wiążącym się ze spełnieniem inflacyjnego kryterium członkostwa w UGW, jest występowanie tzw. efektu Balassy-Samuelsona, który opisuje kształtowanie się cen w szybko rozwijających się gospodarkach. W krajach tych konkurencja międzynarodowa wymusza, a relatywne zacofanie technologiczne lub reformy gospodarcze umożliwiają wzrost wydajności pracy w sektorze dóbr podlegających wymianie (ang. *tradables*). Zjawisko to rodzi presję na wzrost płac, która przenosi się również na sektory produkujące dobra nie będące przedmiotem handlu międzynarodowego (ang. *non-tradables*), i nie podlegające tak szybkiemu wzrostowi wydajności pracy. Prawidłowość ta skutkuje wzrostem inflacji w sektorze *non-tradables* tych krajów, co przy takiej samej inflacji w sektorach *tradables* jak w krajach wysoko rozwiniętych powoduje wyższą przeciętną inflację niż w krajach o wolniejszym wzroście gospodarczym.

W. Orłowski w swoim wystąpieniu stwierdził, że w przypadku państw akcesyjnych, proces pokonywania luki dochodowej w stosunku do krajów UE jest konieczny. Sprawia to, że będą one generować szybsze tempo wzrostu PKB, tak aby wyprzedzać średnią unijną. W związku z tym należy przyjąć, że efekt Balassy-Samuelsona będzie występować. W krótkim okresie pojawia się więc konieczność dokonania trudnego wyboru. Chęć szybkiej redukcji inflacji wymaga rezygnacji z przyspieszonego wzrostu PKB. Na tym tle pojawiła się dyskusja nad możliwościami wyjścia z tej trudnej sytuacji.

Jedną z dyskutowanych opcji było złagodzenie kryteriów dla krajów kandydujących uwzględniające wpływ efektu Balassy-Samuelsona na kształtowanie się cen w tych krajach. Jednak w tym momencie pojawiło się stwierdzenie, że skala tego zjawiska jest trudna do wyizolowania i oszacowania. G. Fagan w swym wystąpieniu zwrócił uwagę, że nawet obecnie w UWG poziom inflacji jest odmienny dla różnych państw. Powodują to czynniki, które można podzielić na dwie zasadnicze grupy: **czynniki idiosynkratyczne** (np. wynikające z różnic w podatkach pośrednich, różnej wrażliwości kraju na szoki zewnętrzne) i **fundamentalne**, które wynikają z działania efektu Balassy-Samuelsona, postępującej integracji rynku oraz wahań cyklicznych gospodarki. Ponadto, trudno jest jednoznacznie podzielić dobra na podlegające i niepodlegające wymianie międzynarodowej, bowiem w każdym towarze podlegającym wymianie można znaleźć komponent niehandlowy.

W wyniku dyskusji sformułowany został wniosek, iż waga efektu Balassy-Samuelsona nie powinna być przeceniana, a tym bardziej skłaniać do zmiany zapisów Traktatu. Odnosząc się do adekwatności kryteriów konwergencji stwierdzono, że renegocjowanie Traktatu z Maastricht jest politycznie niemożliwe.

R. König w swoim referacie podkreślił, że kryteria z Maastricht powinny być traktowane jako kotwica polityki makroekonomicznej i swoisty kodeks dobrego postępowania (ang. *Code of good practice*).

Wobec powyższego podstawowym wyzwaniem dla krajów kandydujących jest znalezienie odpowiedzi na pytanie: **w jaki sposób sprostać kryteriom - szczególnie kryterium inflacyjnemu - a jednocześnie nie rezygnować z przyspieszenia wzrostu gospodarczego.**

Z referatów i dyskusji podczas konferencji wynika, że istnieją dwie podstawowe recepty na osiągnięcie takiego celu: **reforma rynku pracy oraz dalsza prywatyzacja i demonopolizacja gospodarki.**

Reforma rynku pracy niesie ze sobą wiele korzyści nie tylko społecznych w postaci spadku stopy bezrobocia. M. Góra w swoim wystąpieniu podkreślił, że wzrost elastyczności rynku pracy może przynieść konkretne pozytywne efekty dla całej gospodarki. Narzuty na wynagrodzenia, powodujące wzrost kosztu pracy dla pracodawcy, oraz sztywna płaca minimalna blokują możliwości zatrudniania nowych, głównie młodych, pracowników oraz ludzi o niższych kwalifikacjach. Sprawia to, że faktyczne bezrobocie jest wyższe, niż mogłoby być, gdyby te bariery zlikwidowano. Wyższe bezrobocie jest nie tylko kosztem społecznym, ale również przyczynia się do wzrostu deficytu budżetowego

w wyniku rosnących wypłat na zasiłki i pomoc społeczną. Z drugiej strony bezrobocie powoduje potencjalną utratę korzyści dla budżetu wynikającą z tego, że ludzie bezrobotni nie płacą składek i podatków i stanowią niewykorzystany potencjał gospodarczy.

Deregulacja rynku pracy, w tym ograniczenie roli płacy minimalnej oraz zmniejszenie narzutów na płace, wpłynie na spadek presji na wzrost płac. Deregulacja rynku pracy przyczynia się zatem także do osłabienia siły efektu Balassy-Samuelsona w gospodarce.

Dalsza prywatyzacja oraz demonopolizacja ważnych gałęzi gospodarki, np. energetyki i łączności, prowadzą do wzrostu produktywności tych branży i ograniczają presję inflacyjną. Podobne efekty przynosi prywatyzacja gospodarki.

Realizacja recepty w postaci reform strukturalnych może w znacznym stopniu przyczynić się do obniżania kosztów dezinflacji, przejawiających się w spowolnieniu tempa wzrostu gospodarczego.

* * *

1. Konferencja **potwierdziła dążenia Polski do przyjęcia euro.**

2. Standardowa strategia przyjęcia euro poprzez spełnienie kryteriów z Maastricht, a zatem także uczestnictwo w ERMII, zyskała silne poparcie. Jednocześnie jednak większość uczestników konferencji zgodziła się, że możliwie szybkie przyjęcie euro (także - według części uczestników - poprzez jednostronną euroizację) oraz wejście Polski na jednolity europejski rynek finansowy, przyniosłoby gospodarce znaczne korzyści i przyspieszyłoby wzrost gospodarczy.

3. **Niezależnie od wyboru reżimu kursowego, reformy strukturalne stanowią bardzo ważny element polityki makroekonomicznej kraju**. Są one niezbędne we wspieraniu polityki pieniężnej i fiskalnej w spełnianiu kryteriów konwergencji.

4. **Kryteria z Maastricht oraz zasady ERMII są na tyle elastyczne, że kraje kandydackie mogą je spełnić.**

5. Polska i kraje UGW w wysokim stopniu stanowią optymalny obszar walutowy. W świetle poglądów wypowiadanych w trakcie konferencji, płynny kurs walutowy wydaje się mieć ograniczone zastosowanie jako narzędzie absorpcji zewnętrznych asymetrycznych wstrząsów i skutków rozbieżności cyklu koniunkturalnego.

6. Płynny kurs walutowy pozwala ograniczyć ryzyko kryzysu walutowego oraz umożliwia neutralizację efektu Balassy-Samuelsona w drodze nominalnej aperacji waluty krajowej.

7. Warunkiem uniknięcia destabilizacji kursu po przystąpieniu do ERMII jest wybór prawidłowej strategii w okresie bezpośrednio poprzedzającym przystąpienie do ERMII.

Poland's Way to the Euro

The NBP's Conference in Falenty on 22-23 October 2001 (Technical Report)

Poland belongs to a group of states having a golden opportunity to accede the European Union as early as 2004. Historically, the country has a unique chance of sustainably joining the West European economic structures and making a big leap forward. This move will entail our country's commitment to adopting the euro and joining the area of common monetary policy. In fact, Poland will become EMU[1] member (albeit with a derogation) already upon gaining EU membership. This means that upon the satisfaction of the Maastricht criteria only the timing of euro adoption will be for our authorities to decide (but not whether to adopt or not). This opens up a discussion on the costs and benefits in connection with the process and its optimum routing and pace. The purpose of the conference organised by the NBP in 2001 was to present the relevant scholarship and bring closer positions on the overarching issue of Poland's road to the euro.

The conference was opened by Leszek Balcerowicz, President of the National Bank of Poland. His address highlighted three basic problem areas critical to the Conference.

The first area focuses around the choice of the optimum exchange rate strategy in the run-up to joining the eurozone. These issues are gaining special prominence of the light of candidate states' diverse experience in terms to their respective exchange rate regimes: from the currency board to the floating regime. The experience leads to formulating certain conclusions relating to the choice of the exchange rate policy in the run-up to ERMII. What is central to this problem area is first of all the establishment of an appropriate central rate (parity) as well as choice of the optimum date for exchange rate fixing.

Poland's fiscal and structural policy constitutes another problem area, extremely relevant to the health of the economy both before and after euro adoption. Monetary policy, including interest rate policy, can be no substitute for structural reforms, which determine long-term growth fundamentals.

The third area critical to joining the eurozone covers the issues connected with the Balassa-Samuelson effect. Its impact on the ability to meet the Maastricht inflation criterion (MIC) and its implications for joining the eurozone, call for empirical studies.

President Balcerowicz stressed that the purpose of the Conference should be to speed up the solving of the above-mentioned problems and to formulate practical recommendations relating both to the way and speed of Poland's joining the eurozone.

* * *

The participants of the Conference agreed that Poland as a future member of the European Union should ultimately adopt its common currency. This is justified by the economic and political benefits which can be derived by Poland from the adoption of the euro. It also follows from new members' obligatory EMU membership (initially with a derogation). Although the conference title might suggest a one-sided (accession country's) view of this issue, much room was left to arguments put forward by the Union side. It was emphasised that enlargement was a historical challenge for EU countries too. That's why EU opinions were particularly carefully listened to.

[1] Economic and Monetary Union.

The subject-matter of the conference was thus the choice of the optimum pathway and timing of reaching the objective. As stressed by President Balcerowicz in his opening address, floating rate countries like Poland, Hungary and the Czech Republic (unlike currency board countries) have full discretion in their choice of the exchange rate in the run-up to ERMII. The choice should be informed by an analysis of alternative proposals in terms of their benefits and costs, as well as threats. The benefits and costs depend on the status of Poland's convergence with EU economies.

The spectrum of possible solutions in terms of exchange rate policy is quite broad: from the floating rate, through managed float, fixed exchange rate, currency board to unilateral euroisation. After joining the EU the choice will cover the timing of ERMII accession and the form of participation in it.

Conference participants differed in their opinions as to the choice of the optimum exchange rate regime in the run-up to the euro. Some of the participants favoured unilateral euroisation.

The idea of unilaterally adopting one of the principal world currencies as domestic currency had already been proposed for some countries and presented as a more sustainable solution than the standard hard peg or even currency board. A.S. Bratkowski and J. Rostowski modified this idea for Poland on the assumption that unilateral euroisation was to constitute merely a temporary phase, to be followed by full-fledged EU membership. In presenting the paper J. Rostowski pointed to a number of advantages of unilateral euroisation, including increased access to foreign savings and possibility of lower interest rates.

Poland's fastest lane to the eurozone consisting in unilateral euroisation sparked lively debate.

During the discussion S. Gomułka stated that unilateral euroisation would allow Poland to use its strong foreign position - with most corporate debt accounted for by branches of foreign companies, low level of short-term debt and ample scope for increasing external debt. For a few years after unilateral euroisation Poland could contract debt in relative safety using external savings to fund its development.

But it was also argued that among others due to the operation of the Balassa-Samuelson effect inflation could stay in excess of EU levels for a long time. It was also pointed out that short-term interest rate convergence need not mean analogous trends in long-term interest rates. Other arguments spoke of the danger of engineering a consumer and investment boom, caused by an inflow of capital in the period of preparations for unilateral euroisation (which would take 1 - 2 years according to the proponents of the concept) and after the adoption of the euro - until the country's debt and credit risk have significantly mounted. It was argued that lack of instruments of influencing the exchange rate and the level of short-term interest rates would considerably push up macroeconomic risk to an unforeseeable level. One risk would be that the monetary authorities of a unilaterally euroised state would no longer be able play the role of a lender of last resort, i.e. they would not be able to extend refinancing credit to banks, if they did not have a central bank' foreign reserve coverage.

The discussion benefited from presentations by representatives of the European Commission and eurozone central banks. They focused not only euroisation-related economic, but also institutional-legal and political issues. It was stressed that ultimately all EU countries would become full-fledged EMU members, except the UK and Denmark (countries with an opt-out). After EU accession Union institutions would be able to work for Poland's development with no requirement of unilaterally introducing the euro. In responding to the concerns formulated during the discussion J. Rostowski focused on a few basic issues. He noted that the apparent incompatibility of euroisation with the Treaty of Maastricht, as pointed to by discussion participants, followed from an incorrect interpretation of the Treaty and was no longer sustained by the Union side. He also noted that Poland was more economically integrated with EMU than half of its members (including the four biggest ones). The problem of having no lender of last resort should not be relevant to domestic banks, because most banks had foreign strategic investors who would provide the refinancing. In fact, the central bank itself could be the lender - a credit line could be negotiated and a liquidity fund ought to be created based on the reserves remaining after the purchasing of money values, so banking system risk should not go up either. He noted that the concerns, as raised, could not undermine the expected bonus from unilateral euroisation coming in the shape of lower inflation or interest rates.

It was emphasised that the introduction of a currency board or unilateral euroisation was not merely a "contingency plan" to be used in a situation of overcoming an economic disequilibrium. Two opposing viewpoints emerged from the discussion on Poland's unilateral euroisation. However, both sides were of the opinion that only full-fledged EMU participation could be recognised as a completely stable hard peg.

* * *

The arguments put forward in the discussion on the need of exchange regime evolution and, in some cases, extended to the circumstances of joining ERMII can be broken down into several groups.

The first group of arguments focused around the concept of an optimum currency area (OCA), nature of asymmetric shocks and convergence. **The second group** of issues, directly connected with the first one, focused around the assessment of the relevance of autonomous monetary policy to shock absorption and its credibility in various exchange rate regimes. **The third group** covered the issues of interest rate levels and their impact on growth. To a certain extent the issues led to the **fourth group** of arguments which spoke of the risk of capital inflow stops and financial crash. In what follows let us present, one by one, the most important arguments which belong to the groups just enumerated.

With respect to the first issue, i.e. assessment of the extent to which Poland constitutes an OCA, opinions should be noted which point to a rather high business cycle correlation between Poland (and more broadly Central European countries) and the European Union. J. Borowski noted a growing strength of intra-industry linkages between the economies of Poland and the EU, which reflected considerable progress in integration, constituted an important factor in the convergence of cycles and made Poland's economy more immune to asymmetric external shocks.

A relatively high correlation of the business cycle and advanced growth of intraindustry trade imply a relatively small risk of major external asymmetric shocks or cycle divergences whose consequences would have to be absorbed by exchange rate volatility. It thus seems that Poland to a high degree meets the criteria of an OCA with EMU. After all, as stressed by F. Corricelli, there are also major differences (asymmetries) between EU regions.

What is also very important in assessing the impact of asymmetric shocks on a currency area is the extent of mobility of production factors (including labour) and labour market flexibility. Many conference participants stressed at this juncture the relevance of the necessary labour market liberalisation in Poland (increasing labour mobility and wage flexibility) to the prospects of adopting a fast lane approach to the euro (limiting its potential downside). The issue of labour movement liberalisation between Poland and the Union was not discussed.

H.F. Jensen discussed the experience of Denmark's participation in ERMII, to which the Danish krone is pegged. According to him such arrangement was only possible in circumstances in which monetary policy (subordinated to the exchange rate) had a negligible impact on the shape of the Danish financial system. H.F. Jensen pointed out that Denmark's economic shocks came from internal economic policy (were "home-made"). The fixed rate constituted a major factor in ordering the economic policy and elimination of policy-induced shocks, while the main anticyclical responsibilities were shouldered by fiscal policy. It was argued that the **fixed rate was no substitute for structural reforms.** The subsequent discussion threw up the issue of the importance and sources of shocks in the Polish economy.

The question was also raised if the differences between monetary transmission mechanisms in particular countries did not possibly constitute a source of asymmetric shocks in EMU. It was found that despite considerable differences in transmission mechanisms between particular countries, the effects of such divergences were difficult to assess. The opinion was also voiced that ERMII and EMU accession might constitute a factor conducive to the approximation of transmission mechanisms.

Talking of Maastricht criteria convergence D. Gros pointed to the possibility of Poland's euro adoption in a few years' horizon. Much attention was paid to real convergence, uneven growth rates and the Balassa-Samuelson effect. These issues provided a starting point for the discussion on the possibility of sustainable convergence of the inflation rates under a fixed exchange rate and the need to modify the Maastricht criteria.

The usefulness of a float (second group of arguments) as a shock absorber was subject to diverse or even totally opposing views of conference participants. An anticyclical monetary policy in a floating regime is usually anything but credible and ultimately leads to rising inflation. A few papers expressed the view that monetary policy in a floating system was often pro-cyclical, which meant that countries which declared a floating rate showed "a fear of floating". However, monetary policy in a floating regime was usually assigned a direct inflation target rather than the objective of smoothing down the real cycle or mitigating real external shocks. Certain comments should also be noted on potential, export-adverse consequences of business cycle stabilization policies (and, correspondingly, price stabilization policies) under a transmission mechanism using primarily the exchange rate channel. The effect intended to be achieved through higher interest rates is then produced mainly through appreciation and leads to undermining the competitiveness of the export sector. This issue was raised by H.F. Jensen, who made it into a case for maintaining a fixed exchange rate in Denmark.

The choice of the exchange rate regime optimal for Poland should take into account the probable nature of potential shocks (internal or external), extent to which Poland and the EU constitute an optimum currency area and the strength of the interest rate channel in the transmission mechanism. A choice of the exchange rate

regime is also a choice between the categories which can become a monetary policy target; real product changes, exchange rate or inflation rate.

Conference participants did not always share the view that the choice between the fixed rate and the direct inflation targeting (DIT) accompanied by a floating rate always had to be a purely either/or choice. K. Lutkowski's paper called for complementing the DIT strategy with a policy whose purpose would be to retain the economy's competitiveness by maintaining some exchange rate controls (by way of establishing a "soft" fluctuation band). At the same time K. Lutkowski expressed the view that in the long-run the objectives would not be inconsistent, although he also took note of potential conflicts between the inflation-bashing monetary policy and the exchange rate policy.

The requirement of taking into account the impact of monetary and exchange rate policy on real economy through interest rates was taken up by the third above-mentioned group of issues and arguments. F. Coricelli found, based on Poland's example, that the floating exchange rate went hand in hand with high interest rates which encumbered the economy. However, there were voices in the discussion that high interest rates did not result from a floating exchange rate but rather from a monetary policy geared toward quick disinflation. To corroborate this proposition the much lower interest rates in the Czech Republic and Hungary were adduced (although until recently the exchange rate in Hungary was closely controlled by the central bank, while in the Czech Republic has a floating rate). This brings to the fore the question if the magnitude of destabilisation risk in various exchange rate regimes is comparable. We are thus turning to the fourth of the above-mentioned groups of issues.

R. Hausmann noted the importance of a certain feature of an economy which consisted in the inability to borrow long-term in one's own currency ("original sin"). This feature had the consequence that domestic entities borrowed either in foreign currency, which resulted in currency mismatches between their liabilities and receivables, or in domestic currency, which precluded long-term borrowing and resulted in mismatches of debt and investment returns. The mismatches led to a risk of, respectively, currency or financial crises which could come as self-fulfilling prophecies. R. Hausmann stated that the unhedged FX liabilities resulted from hard pegs, but also admitted that there were many countries with a floating regime borrowing unhedged funds from abroad.

Hausmann also demonstrated that irrespective of the mismatched structure of liabilities and receivables a sudden capital inflow stop might occur under any exchange rate regime, which could lead to a financial crisis, rising interest rates, budget deficits, inflation and depreciation. Apparently, a self-fulfilling prophecy mechanism would operate in this case. But it was tentatively suggested in discussion that perhaps a floating regime might be precisely the mechanism which could allow to avoid sudden capital stops. However, many papers and interventions shared the underlying assumption that a floating rate might be highly volatile and considerably diverge from long-term equilibrium. The view constituted a strong case for the already mentioned opinions on the desirability of exchange rate controls. Also, concerns were formulated about the sheer practicality of an effective market rate adjustment policy conducted by the central bank through reducing exchange rate misalignment with the hypothetical equilibrium level. Fears were also voiced that this could lead to continued but ultimately misguided interventions. Such concerns were even more pronounced with respect to the fixing of the point of equilibrium by the central bank.

One particular aspect of this discussion was also the issue of the potentially stabilising effect of ERMII participation. While some conference participants showed their faith in such stabilising impact, others demonstrated that sudden capital inflow stops and resulting turmoil were a possibility also under ERMII, as exemplified by D. Gros with the case of Spain. It was repeatedly pointed out that EMU accession prospects might trigger appreciation pressures leading to an overvalued currency and the necessity of its subsequent devaluation already under ERM2. This underscores the central importance of the manner in which the zloty's central parity vis a vis the euro will be established under ERM2, including the timing of its announcement and the role which can be assigned in this context to freely operating market forces.

The issue of potential zloty exchange rate destabilisation under ERMII is connected with the issue of choosing the optimum date for joining ERMII. Late ERMII accession was favoured only by E. Pietrzak in his paper. The issue of assessing the risks associated with particular exchange rate regimes brings to mind the issue of economy overheating (which could accompany the adoption of any form of hard peg) and subsequent recession (boom-bust). A speculative bubble in the asset market can be considered a special case of this phenomenon. However, it was not ruled out that a floating regime could exhibit similar problems too. It was noted that critical to avoiding serious financial market turmoil was the maintaining of the internal discipline of the domestic financial sector and the degree of its integration with the world market.

* * *

It follows from declarations that new Union members will try to adopt the single currency as soon as possible. This made the issue of meeting the Maastricht criteria by candidate countries a crucial one. The meeting of the criteria by new member countries is a guarantee of the euro remaining a strong currency and the eurozone a stable and competitive currency area. In discussing whether the Maastricht criteria were appropriate for candidate countries the participants focused on two basic issues: **inflation and exchange rate.**

The conference has provided a forum for the discussion of the basic factors which will hinder a relatively quick satisfaction of the Maastricht criteria. Its participants pointed to the possible operation of the so-called *boxer's diet effect* (*before a fight*). It would be possible to quickly repress the inflation ratio to the required level. But if this did not follow from real adjustment, then upon the country's eurozone accession the artificially suppressed inflation would rebound.

The main problem in connection with the satisfaction of the inflation criterion of EMU membership is the occurrence of the so-called Balassa-Samuelson effect, which captures price formation phenomena in fast growing economies. In such countries international competition necessitates and their relative technical backwardness or economic reforms enable a growth of labour productivity in the tradables sector. This phenomenon results in wage growth pressures which are also transferred to the non-tradables sector, not subject to fast productivity growth. This regularity results in inflation rising in the non-tradables sectors of such countries, which (with the same inflation in their tradables sector as in highly developed economies) breeds higher average inflation than in the countries with slower economic growth.

In his presentation W. Orłowski stated that accession countries faced the necessary process of closing the income gap with respect to EU countries. Consequently, accession states would generate a faster GDP growth rate in order to exceed the Union average. So the Balassa-Samuelson effect should be assumed to be at work. In the short run a difficult choice had to be made. If we wanted to repress inflation quickly, we would have to abandon accelerated GDP growth. This sparked a discussion on the possibilities of overcoming this difficult situation.

One of the options under discussion was the relaxation of the criteria for candidate countries in view of the impact of the Balassa-Samuelson effect on the evolution of price formation in those countries. But this was immediately followed by the comment that the scale of this phenomenon was difficult to isolate and estimate. G. Fagan pointed out in his paper that even at that stage the inflation level in EMU differed from country to country. This was caused by factors which could be divided into two basic groups: **idiosyncratic factors** (e.g. resulting from differences in indirect taxes, uneven susceptibility of a country to external shocks) and **fundamental factors** (resulting from the Balassa-Samuelson effect, rising market integration and business cycle fluctuations in the economy.) Moreover, it would be difficult to uniquely divide goods into tradables and non-tradables, as in each tradable a non-tradable component could be detected.

The discussion led to the conclusion that the importance of the Balassa-Samuelson effect must not be overestimated, let alone make one revise Treaty provisions. On the adequacy of the convergence criteria it was said that the renegotiation of the Treaty of Maastricht would be politically impossible.

R. Koenig emphasised in his paper that the Maastricht criteria should be treated as a macroeconomic policy anchor and a kind of code of good practices.

In view of the above the basic challenge faced by candidate states is to answer the question: **How to meet the criteria (especially the inflation criterion) without compromising economic growth acceleration?** The conference papers and discussion suggested two basic recipes for achieving such purpose: **labour market reform and further privatisation and demonopolising** of the economy.

Labour market reform carries many (not merely social) benefits in the form of a falling unemployment rate. M. Góra in his presentation stressed that growth in labour market flexibility might bring concrete positive effects for the whole economy. Payroll taxes, resulting in rising labour costs to the employer and the rigidities of the minimum wage preclude the hiring of new, mainly young employees and less qualified people. This pushes up actual unemployment to levels higher than it would otherwise climb to if such barriers were scrapped. Higher unemployment is not merely a social cost. It also inflates budget deficits through increased spending on benefits and social assistance. On the other hand, unemployment results in potential opportunity losses to the Treasury resulting from the fact that the unemployed do not pay taxes and constitute an unrealised economic potential.

Labour market deregulation, including the limitation of the role of the minimum wage and reducing wage surcharges, will reduce wage growth pressures. Thus, labour market deregulation contributes to the softening the Balassa-Samuelson effect in the economy.

A further privatisation and demonopolising of major economy sectors, e.g. energy and telecom lead to

growth in the productivity of such sectors and reduce inflation pressures. Similar effects come from privatisation.

The implementation of the structural reform recipe may largely contribute to lowering the cost of disinflation consisting in a slower growth rate.

CONCLUSIONS

1. The conference **confirmed Poland's commitment to adopting the euro.**
2. **The standard strategy** of adopting the euro by meeting the Maastricht criteria, and thus also ERMII participation, gained strong support. At the same time most conference participants agreed that the adoption of the euro as soon as possible (and according to some participants, by way of unilateral euroisation) and Poland's inclusion in the single European financial market would bring major benefits to the economy and accelerate economic growth.
3. **Irrespective of the choice of the exchange rate regime, structural reforms constitute important part of the country's macroeconomic policy.** They are indispensable in supporting monetary and fiscal policy on the road to meeting the convergence criteria.
4. The Maastricht criteria and ERMII principles provide sufficient elbow room for candidate states to meet their conditions.
5. Poland and EMU countries constitute an optimum currency area (OCA) to a high degree. In the light of the views formulated during the conference the floating exchange rate seems to have limited application as an absorber of both external asymmetric shocks and effects of business cycle divergences.
6. **The floating exchange rate allows to mitigate the currency crisis risk and allows to neutralise the Balassa-Samuelson effect through nominal appreciation of domestic currency.**
7. A precondition of avoiding exchange rate turmoil after joining ERMII is a correct analysis of strategies in the run-up to joining ERMII.

UWAGA

Zmieniamy konto „Banku i Kredytu”

Centrala NBP - Departament Operacyjno-Rachunkowy
NBP DOR 10100000-13-209-99

ERRATA do numeru 10/2001

W artykule Tadeusza Gieraszka i Antoniego Magdonia: *Przelew (cesja) wierzytelności jako sposób dodatkowego zabezpieczenia spłaty kredytu* tabela 1 na s. 30 ma następujące źródło: Narodowy Bank Polski, Generalny Inspektorat Nadzoru Bankowego: *Sytuacja finansowa banków w 2000 r.* Warszawa, kwiecień 2001.

W recenzji (s. 75) książki Leszka Gromadzkiego: *Gwarancyjne sposoby zabezpieczeń bankowych* błędnie podano wydawcę książki. Ukazała się ona nakładem Wydawnictwa Wyższej Szkoły Przedsiębiorczości i Zarządzania im. L. Koźmińskiego.