PERSPEKTYWY INTEGRACJI EUROPEJSKIEJ

Cezary WÓJCIK*

# Dylematy polityki kursowej na drodze do członkostwa Polski w Europejskiej Unii Gospodarczej i Walutowej[1]

## Wstęp

Strategicznym celem polskiej polityki monetarnej jest integracja z europejskim obszarem walutowym, czyli w istocie ostateczne zastąpienie złotego nową europejską walutą – euro. O ile jednak cel jest jasno określony i powszechnie akceptowany także przez niezależnych ekspertów z zakresu polityki kursowej, to znaczne różnice opinii występują w dyskusji na temat sposobu jego osiągnięcia. Innymi słowy euro tak, ale jaką drogą?

Oficjalny program [zob. RPP NBP, 1998], który w poniższej pracy stanowi główny punkt odniesienia, przewiduje przystąpienie do euro na drodze uwzględniającej wszystkie uwarunkowania prawno-instytucjonalne przewidziane w Traktacie Europejskim (EC Treaty). Plan ten zakłada następującą sekwencję wydarzeń: 1) okres kursu swobodnie płynnego (czystego *free float*); 2) minimum dwuletni okres trwałego (bez dewaluacji kursu centralnego) uczestnictwa złotego w Europejskim Systemie Walutowym 2 (ERM2); 3) i – po spełnieniu kryteriów z Maastricht – ostateczne wstąpienie do Europejskiej Unii Gospodarczej i Walutowej (UGIW).

Powyższy plan jest jednak kwestionowany przez niektórych ekspertów. Generalnie można wyróżnić cztery główne propozycje zmian oficjalnie założonej ścieżki dojścia do euro[2]. [Paweł Kowalewski, 2000a, 2000b] podaje w wątpliwość korzyści uczestnictwa w systemie ERM2, wyrażając jednocześnie przekonanie o słuszności strategii zakładającej utrzymanie kursu *free float* jeszcze przez jakiś czas. Cześć ekspertów akceptując w zasadzie strategię kursu płyn-

---

* Autor jest pracownikiem naukowym SGH i INE PAN. Aktualnie przebywa w Wiedniu, gdzie współpracuje z Departamentem Badań Zagranicznych Narodowego Banku Austrii oraz Wiedeńskim Instytutem Międzynarodowych Porównań Gospodarczych (WIIW).

1 Pragnę serdecznie podziękować dr Peterowi Backé (Oesterreichische Nationalbank), prof. Karolowi Lutkowskiemu i prof. Andrzejowi Sławińskiemu (SGH) oraz prof. Andrzejowi Wojtynie (AE w Krakowie) za cenne uwagi i dyskusje. Artykuł przygotowany został w ramach projektu badawczego PCZ-003-17, finansowanego przez KBN i realizowanego w INE PAN.

2 Pominięta tu jest dyskusja na temat ewentualnych interwencji w ramach obecnie *funkcjonującego* systemu kursu swobodnie zmiennego *(free float)*. Zob. [Sławiński, 2001a, 2001b], głos za interwencjami [Jankowiak, [2001] głos przeciw.

nego – ERM2-euro, różnią się tylko w kwestii fazy pierwszej tj. reżimu kursu płynnego i zamiast *free float* (tak jak tego chce RPP) proponują jakąś formę interwencji w kształtowaniu kursu złotego. W tej kategorii na szczególną uwagę zasługuje propozycja czegoś na wzór tunelu walutowego z miękkimi i szerokimi (np. +/- 15%) pasmami na obu jego krańcach [Lutkowski, 2000][3]. [Jacek Rostowski i Andrzej Bratkowski, 1999, 2000] proponują tzw. euryzację, czyli natychmiastową rezygnację z waluty narodowej i jednostronne wprowadzenie euro w jej miejsce; rozwiązanie nie tylko bardzo kontrowersyjne, ale także niezgodne z aktualnym stanowiskiem krajów członkowskich UE, Komisji Europejskiej i Europejskiego Systemu Banków Centralnych. Pojawiają się również głosy zachęcające do ustanowienia w Polsce sytemu *currency board* [Janusz Jankowiak, 2000], czyli nieco łagodniejszej, ale w swej istocie bardzo zbliżonej, (dopuszczalnej z punktu widzenia uwarunkowań prawnych) odmiany euroizacji.

Celem niniejszej pracy jest dokonanie analizy i oceny powyższych propozycji głównie w aspekcie potencjalnych kosztów, korzyści i zagrożeń związanych z każdą z nich. W pierwszej kolejności omówiona zostanie propozycja ominięcia ERM2, następnie ocenie poddana zostanie propozycja *target range* z miękkimi pasmami. Na końcu przedstawiona zostanie analiza euroizacji i *currency board*. Pomimo pewnych różnic, do których przede wszystkim należy zaliczyć: koszty z utraty wpływów z emisji pieniądza, problem stóp procentowych i ryzyka kursowego czy problem tzw. opcji wyjścia – propozycje te są bardzo do siebie zbliżone i dlatego w niniejszej pracy zostaną omówione łącznie[4].

## Dlaczego nie ERM2?

Pierwsza z wymienionych propozycji, stojąca w opozycji do oficjalnego stanowiska UE, zakłada ominięcie członkostwa w systemie ERM2[5] na drodze

---

[3] Wcześniej [Karol Lutkowski] proponował jednostronne przyłączenie złotego do systemu ERM2.

[4] Dyskusja na temat *currency board*, zob. [Wójcik, 2000b], [Lutkowski, 2000a], [Kowalewski, 2000a], [Pietrzak, 2000].

[5] System ERM2 został ustanowiony w drodze uchwały Rady Amsterdamskiej (Amsterdam Council Resolution) z dnia 16 czerwca 1997 oraz umowy z dnia 1 września pomiędzy EBC i narodowymi bankami centralnymi (NBC) krajów członkowskich nie będących w strefie euro *(non-euro area members states)*. Kursy centralne w ramach systemu ustanawiane są wspólnie przez EBC oraz odpowiedni NBC. Ewentualne zmiany kursu centralnego powinny być dokonywane w odpowiednim czasie, tak aby nie dopuścić do powstania nierównowagi *(misalignment)*. Standardowy zakres dopuszczalnych wahań kursu wokół kursu centralnego wynosi +/- 15%. Interwencje na krańcach pasma są z zasady automatyczne i bez ograniczeń i są wsparte okienkiem bardzo szybkiego finansowania (Very Short-Term Financing). Jednakże EBC oraz narodowy bank centralny mogą zawiesić interwencje, jeżeli ich prowadzenie mogłoby zagrozić stabilności cen w strefie euro. System ERM2 dopuszcza także ustanowienie węższych pasm niż +/- 15%. Węższe pasma mogą być zadeklarowane poprzez jednostronne zobowiązanie odpowiedniego NBC lub w drodze formalnej umowy zawartej na wniosek odpowiedniego narodowego banku centralnego. W drugim przypadku decyzja musi być powzięta wspólnie przez ministrów krajów członkowskich będących w strefie euro, EBC oraz władze

do euro [Kowalewski, 2000]. Według tej koncepcji, przyjęcie wspólnej waluty powinno być bezpośrednio poprzedzone okresem kursu swobodnie zmiennego *(free float)*. Uzasadnieniem takiej strategii jest obawa, że członkostwo w ERM2 mogłoby doprowadzić do sytuacji, w której kurs centralny (który, w systemie ERM2, stanowi środek (+/-15%) pasma), a tym samym i ostateczny kurs konwersji do euro *(conversion rate)* mógłby stać się przeszacowany, ze wszystkimi tego konsekwencjami dla sektora exportowego i wzrostu. Paweł Kowalewski argumentuje w szczególności, że entuzjazm wywołany członkostwem Polski w UE może wywołać „sztuczny popyt" na naszą walutę, prowadząc do jej silnej aprecjacji i w konsekwencji do ustalenia kursu centralnego w ramach ERM2 oraz ostatecznego kursu konwersji do euro, na zawyżonym poziomie.

Według tego autora, zaletą proponowanego przez niego rozwiązania jest to, że umożliwi ono odnalezienie ostatecznego kursu konwersji złotego poprzez mechanizm rynkowy. Zostanie on ustalony na zasadzie *ex post* (to znaczy na podstawie notowań, jakie występowały w okresie wymaganych dwóch lat), a nie *ex ante*, (czyli ustalenie danego parytetu, a następnie niedopuszczenie do nadmiernych odchyleń od niego w ramach ERM2).

Powyższe uwagi wiążą się również z przekonaniem o prokryzysowym charakterze systemu ERM2. Według Pawła Kowalewskiego, formalne zobowiązania wbudowane w system, tj. kurs centralny i dopuszczalne pasmo wahań kursu rynkowego, mogą stać się przedmiotem ataku spekulacyjnego, będącego próbą zweryfikowania przez rynek poziomu kursu ustalonego przez władze monetarne. Autor sugeruje także, że rezygnacja z uczestnictwa w ERM2 byłaby w pełni legalna, ponieważ w trakcie pospisywania Traktatu z Maastricht, takiego mechanizmu nie było.

Wymienione argumenty, nawet jeśli w pewnej części są uzasadnione, nie wydają się być jednak na tyle przekonywające, aby proponowaną ścieżką zdecydować się podążyć.

Po pierwsze, uczestnictwo w ERM2 stanowi warunek konieczny wypełnienia kryterium konwergencji w zakresie kursu walutowego, będącego nieodzownym wymogiem wstąpienia do obszaru euro. Legalne ominięcie ERM2 nie jest zatem możliwe z punktu widzenia ustawodawstwa europejskiego. Po drugie, nie ma obowiązku ani przymusu wstępowania do ERM2 bezpośrednio po uzy-

krajów członkowskich nie będących w strefie euro, jak również władze ich narodowych banków centralnych. System ERM2 jest zgodny z wieloma reżimami kursowymi. Rada ECOFIN uznała tylko trzy rodzaje reżimów kursowych za niezgodne z systemem ERM2: reżimy zakładające brak (wspólnie uzgodnionego) kursu centralnego do euro, reżimy typu *crawling peg* oraz reżimy oparte o kurs przywiązany do innej waluty niż euro *(non-euro pegs)*. System *currency board* związany z euro jest zgodny z systemem ERM2 w tym sensie, że jest on uważany jako jednostronne zobowiązanie kraju członkowskiego do utrzymywania kursu jego waluty w paśmie +/- 0%, z jednoczesnym brakiem dodatkowych zobowiązań EBC poza tymi, które wynikają z normalnych zasad systemu ERM2. Aby system *currency board* w konkretnym przypadku został uznany przez EBC za dopuszczalny musi on funkcjonować przez znaczny okres czasu, w którym zostanie potwierdzone, że wybrany poziom kursu danej waluty do euro jest prawidłowy, tzn. możliwy do utrzymania w długim okresie, bez powodowania negatywnych konsekwencji gospodarczych. Por. [Halpern i Wyplosz, 2001].

skaniu członkostwa w EU co oznacza, że zagrożenie przewartościowania złotego wskutek „sztucznego popytu" wywołanego entuzjazmem związanym ze wstąpieniem Polski do UE, nie jest ani wielkie, ani nieuchronne. Po trzecie, parytet centralny ustanowiony w ramach ERM2, ustalany jest w trybie wszechstronnych negocjacji, w trakcie których brany jest pod uwagę obszerny zbiór danych makroekonomicznych. W szczególności, parytet centralny nie musi być ustalony na poziomie równym kursowi nominalnemu, istniejącemu w czasie podejmowania decyzji. Po czwarte, ostateczny kurs konwersji do euro, nie musi być identyczny z kursem centralnym w systemie ERM2. Decyzja o poziomie kursu konwersji jest również poprzedzona analizą sytuacji makroekonomicznej danej gospodarki. Zatem argument o prokryzysowym charakterze ERM2 również nie wydaje się przekonywający. W wyniku kryzysu walutowego z roku 1992, europejski mechanizm walutowy został gruntownie zmodernizowany. W szczególności, dopuszczalne pasmo wahań kursu wokół kursu centralnego zostało znacznie rozszerzone i obecnie wydaje się wystarczająco szerokie (+/-15%), aby skutecznie zapobiegać potencjalnym atakom spekulacyjnym[6]. Oczywiście wyeliminowanie ryzyka ataku spekulacyjnego w stu procentach nie jest możliwe[7]. Dlatego też niezmiernie ważne jest to, aby system ERM2 nie był wykorzystywany jako (jedyny) instrument osiągania stabilności monetarnej, lecz aby był on raczej środkiem (jednym z wielu) do jej wzmacniania i utrwalania.

Propozycja ominięcia ERM2 może być także widziana z innej perspektywy. Część autorów twierdzi, że system kursu walutowego w kształcie ERM2 ma dwie główne wady. Powołując się w części na przypadek Grecji, Fabrizio [Coricelli, 2000] twierdzi, że kurs centralny w ERM2 będzie w istocie stanowił dolną granicę wahań *(floor)* kursu rynkowego, co będzie oznaczać, że waluty krajów uczestniczących w systemie będą stale w górnej części pasma. Według autora, dziać się tak może dlatego, że w obliczu wymogu braku dewaluacji

---

[6] [Bartolini i Prati, 1998] pokazują, że po rozszerzeniu pasma dopuszczalnych wahań w 1993, presja spekulacyjna na rynkach finansowych w Europie znacznie się zmniejszyła i system ERM w nowej formie stał się bardzo stabilny.

[7] [Halpern i Wypłosz, 2001] argumentują np.: że z powodu efektu Samuelsona-Balassy, nawet +/- 15% zakres wahań może okazać się zbyt wąski dla krajów wschodnio- i środkowoeuropejskich aspirujących do członkostwa w UE i UGiW, stając się potencjalnym zapłonem kryzysu. Piszą oni, że (...) podczas dwuletniego okresu członkostwa w ERM2 poprzedzającego wstąpienie do EMU, wystąpi konflikt *(trade off)* pomiędzy stabilnością kursu walutowego a celem inflacyjnym. Utrzymywanie nominalnego kursu waluty na stabilnym poziomie (co jest warunkiem wstąpienia do EMU) spowodować może stopę inflacji o około 3,5% powyżej inflacji w strefie euro. Uniknięcie tak wysokiej inflacji wymagać będzie z kolei 3,5% aprecjacje nominalnego kursu waluty krajowej rocznie. W ciągu dwóch lat zatem odpowiadałoby to połowie szerokości dopuszczalnego pasma wahań. Powyższa tendencja aprecjacyjna mogłaby zostać wzmocniona przez napływ kapitałów, co mogłoby zaabsorbować drugą połowę dopuszczalnego pasma wahań, zwiększając ryzyko kryzysu walutowego. Autorzy dodają przy tym, że napływ kapitału powoduje realną aprecjację waluty dwoma kanałami: poprzez nominalny kurs walutowy oraz poprzez efekt Samuelsona-Balassy, gdyż według ich badań empirycznych inwestycje zagraniczne znacznie przyczyniają się do wzrostu produktywności w przemyśle, a nie w usługach.

kursu centralnego na dwa lata przed przyjęciem euro[8], ewentualny ruch kursu poniżej kursu centralnego może budzić oczekiwania o niemożności wstąpienia do strefy euro, indukując destabilizujące przepływy kapitałowe i uruchamiając samospełniający się proces dalszej deprecjacji waluty. W obawie przed rozbudzeniem takich oczekiwań oraz uruchomieniem niekorzystnej spirali, narodowy bank centralny wraz z Europejskim Bankiem Centralnym (EBC) zmuszone będą interweniować na rynku dewizowym w celu wzmocnienia notowań waluty krajowej. Ponadto, w oczekiwaniu na te potencjalne trudności, władze danego kraju mogą „zaciskać" politykę monetarną w celu wsparcia własnej waluty. Presja na aprecjację pieniądza krajowego, może być także wzmocniona przez tzw. *convergence play*, gry, podczas której inwestorzy spekulują na wartość parytetu, który będzie wybrany na koniec dwuletniego okresu w ERM2 jako podstawa do ostatecznego zafiksowania kursu, a także na zyski kapitałowe osiągane w wyniku spadku nominalnych stóp procentowych od obligacji dyskontowych. Oba efekty mogą potencjalnie destabilizować proces ewolucji kursu, w tym przede wszystkim przyczynić się do jego nadmiernej aprecjacji i zafiksowania kursu konwersji na zawyżonym poziomie.

Powyższe obawy nie są bezpodstawne. Pozostaje tylko pytanie, czy rzeczywiście przedstawione ryzyka są tak znaczne, a w szczególności czy mogą być one skutecznie wyeliminowane przez zastosowanie innego reżimu kursowego, np. reżimu kursu swobodnie zmiennego, jak proponuje Paweł Kowalewski. Warto przy tym zauważyć, że wszyscy obecni członkowie Unii Monetarnej, przeszli przez system ERM i ostatecznie udało im się skutecznie i bez większych zaburzeń przyjąć euro. Dotyczy to także gospodarek Irlandii, Grecji, Portugalii czy Hiszpanii, które ówcześnie znajdowały się (i nadal się znajdują) w procesie *catching-up*. Warto dodać, że system ERM z pewnością nie „doprowadził" ich do strefy euro po zawyżonym kursie. Poza tym, prawie we wszystkich przypadkach kurs konwersji nie był ustalony powyżej kursu centralnego w ERM. W przypadku Irlandii i Grecji doszło wprawdzie do nieznacznej, wspólnie uzgodnionej, rewaluacji kursu centralnego przed przyjęciem euro, ale krok ten był niezbędny z punktu widzenia osiągnięcia kryterium inflacyjnego i w konsekwencji ostatecznego wstąpienia do Unii Walutowej.

Wracając do ryzyka *convergence play*, to wydaje się, że nie zniknie ono przy innym reżimie kursowym, w szczególności przy kursie swobodnie zmiennym. Konwergencja stóp inflacji i stóp procentowych będzie miała miejsce bez względu na reżim kursowy. Tym samym i *convergence play* i presja na aprecjację waluty narodowej może się zmaterializować bez względu na rodzaj systemu kursowego. Z drugiej strony, aprecjacja waluty krajowej może istnieć niejako niezależnie od tych zjawisk, gdyż może ona wystąpić jako instrument w procesie dezinflacji. W szczególności, wydaje się, że nie jest w pełni jasne czy to specyficzna cecha ERM2, opisana przez Fabrizio Coricelliego, ma być

[8] Co do zasady dewaluacja jest dopuszczalna w ramach systemu ERM2, jednakże dwuletni okres bez dewaluacji stanowi warunek członkostwa w UGiW zawarty w Traktacie Europejskim.

źródłem i przyczyną aprecjacji waluty, czy raczej aprecjacja ta jest tylko produktem ubocznym polityki monetarnej nastawionej na walkę z inflacją, w celu osiągnięcia kryterium inflacyjnego z Maastricht. Jeżeli prawdziwe jest to drugie stwierdzenie (co wydaje się bardziej prawdopodobne), to wydaje się, że system ERM2 jako pewna forma *target zone* może w istocie łagodzić presję na wzrost kursu. Teoria systemów w formie *target zones* wskazuje, że jeżeli wybrane pasmo jest wiarygodne, to może mieć miejsce tzw. spekulacja stabilizująca, która automatycznie utrzymuje kurs w ramach określonego pasma. W takim przypadku, wahania kursu mogą być znacznie mniejsze niż w przypadku systemu *free float*.

Wydaje się więc, że pośredni etap przebywania w ERM2 może być elementem skutecznej integracji walutowej i byłby wskazany jako ważny odcinek na drodze do euro. Udział w systemie może wzmocnić wiarygodność polskiej polityki kursowej i stanowić skuteczne wsparcie integracyjnych starań, prowadząc tym samym do skutecznego osiągnięcia ostatecznego celu. System ten może bowiem stanowić kanał transmisyjny wiarygodności olbrzymiego i stabilnego ugrupowania do nadal jeszcze labilnego, posiadającego krótką historię stabilności pieniądza. Co ważne, wiarygodność ta podparta jest nie tylko abstrakcyjnymi hasłami, ale konkretnymi zasobami pieniężnymi i możliwościami interwencji walutowych ze strony EBC.

## *Target range* z „miękkimi ramionami"?

Przed przejściem do omówienia kolejnych propozycji warto w skrócie przedstawić podstawowe założenia oficjalnego planu przedłożonego przez Radę Polityki Pieniężnej (RPP) Narodowego Banku Polskiego w średniookresowej strategii polityki pieniężnej. Plan ten zakłada kurs swobodnie pływający przed oficjalnym wstąpieniem do ERM2, przy jednoczesnym prowadzeniu strategii bezpośredniego celu inflacyjnego. Przyjęcie euro ma natomiast nastąpić bezpośrednio po dwuletnim okresie uczestnictwa w ERM2. Według RPP swobodne pływanie *(free float)* polskiego złotego ma pozwolić ustalić właściwy, rynkowy poziom kursu, przed zafiksowaniem złotego w ramach systemu ERM2, co – według przyjętego planu – ma nastąpić bezpośrednio po wstąpieniu do UE. Ponadto RPP zwróciła uwagę, że pełne uwolnienie kursu złotego (które zostało dokonane w kwietniu 2000 r.)[9] stanowi warunek skutecznego prowadzenia strategii celu inflacyjnego i dalszej dezinflacji.

Część autorów, którzy generalnie akceptują elastyczność kursu jako taką, ma jednak wątpliwości, co do zasadności przyjęcia w pełni płynnego kursu tj. wprowadzenia *free float*. Należy jednak przy tym zauważyć, że sama płynność

[9] Złoty został całkowicie uwolniony w kwietniu 2000. Jednakże już od sierpnia 1998, NBP nie prowadził żadnych interwencji na rynku walutowym w celu wsparcia lub osłabienia waluty narodowej. MFW (2001) dobrze ocenia przyjętą politykę nieinterwencji, twierdząc, że zwiększona zmienność kursu spowodowała częstsze ubezpieczanie zobowiązań zagranicznych polskich podmiotów.

nie budzi tutaj kontrowersji. Seria ostatnich kryzysów walutowych na rynkach wschodzących (jak również własne doświadczenia polskich władz monetarnych) jaskrawo dowiodły, że w sytuacji pogłębiającej się liberalizacji obrotów kapitałowych oraz integracji z gospodarką światową, kurs sztywny (głównie w formie *adjustable peg*) staje się narzędziem niezwykle niebezpiecznym, podatnym na spekulacyjne przepływy kapitałów i często będącym katalizatorem silnych zaburzeń gospodarczych, szczególnie w sytuacji, gdy władze nie są skłonne podporządkować polityki monetarnej kursowi walutowemu. Kontrowersje budzi jednak to, czy kurs płynny w jego czystej postaci, czyli tzw. *free float*, zakładający brak interwencji banku centralnego na rynku walutowym, jest rzeczywiście najbardziej odpowiedni dla takiej gospodarki jak Polska.

Teoretycznym uzasadnieniem strategii przyjętej przez RPP jest przekonanie, że w zglobalizowanym świecie finansów nie ma miejsca dla polityki pieniężnej, która chciałaby wywierać jednoczesny wpływ na stopy procentowe i kurs walutowy [Dąbrowski, 2000]. Powyższe założenie ma swoje źródło w tzw. doktrynie trójkąta niespójności *(inconsistency triangle doctrine)*[10]. Według tej doktryny, brak ograniczeń w przepływach kapitałów (warunek spełniony w zasadzie w sytuacji w Polsce) oraz zwiększona skala i mobilność przepływających funduszy pieniężno-kapitałowych, zmusza władze do wyboru albo w pełni płynnego kursu walutowego, co pozwala na zachowanie autonomii w kształtowaniu podaży pieniądza, albo rezygnacji z samodzielnej polityki pieniężnej np. przez przystąpienie do unii walutowej. W takiej sytuacji jedyną realną opcją polityki kursowej jest przyjęcie jednego z rozwiązań skrajnych, tj. albo czystego *floating*, albo kursu w pełni sztywnego (*currency board*, euroizacja, unia monetarna). Pośrednie rozwiązania kursowe (*target zones, adjustable peg* itd.) stają się w tym układzie niemożliwe do skutecznego zastosowania i/lub bardzo ryzykowne. Ponieważ jednostronna euroizacja nie jest możliwa z formalnego punktu widzenia, stosowany w Polsce system *free float* zdaje się być – w przekonaniu RPP – naturalną konsekwencją powyższych procesów.

Prawdziwość powyższej konstrukcji teoretycznej oraz jej adekwatność do obecnej sytuacji w Polsce bywa jednak kwestionowana. [Karol Lutkowski, 2000], zgadzając się w zasadzie, co do generalnego kierunku zachodzących w gospodarce światowej procesów, wyraził wątpliwość co do ostatecznych wniosków, jakie się z nich wyciąga dla polskiej polityki pieniężnej. Po pierwsze, zauważa on, że globalizacja gospodarki światowej, w szczególności rynków finansowych wprawdzie ogranicza autonomię polityki pieniężnej, ale nie zaszła ona jeszcze tak daleko, by tę autonomię w ogóle wyeliminować. Po drugie, Karol Lutkowski zwraca uwagę, że podstawowe założenie leżące u podstaw tezy o niemożliwości prowadzenia autonomicznej polityki kursowej i pieniężnej, tj. istnienie pełnej substytucyjności polskich i zagranicznych aktywów finansowych nie jest w Polsce spełnione, co sprawia, że i wnioski z analizy opartej o te błędne założenia stają się chybione. Innymi słowy, gorsza jakość polskich aktywów sprawia, że pomimo globalizacji gospodarki światowej, nadal jeszcze

[10] Zob. [Frankel, 1999].

pozostaje miejsce na autonomiczną politykę pieniężną. Innymi słowy istnienie premii za ryzyko umożliwia jakąś formę aktywnej polityki kursowej, przy jednoczesnym zachowaniu kontroli nad agregatami monetarnymi[11].

**Rys. 1 Trójkąt niespójności**

I: Kurs sztywny
II: Czysty *floating*
III: Kontrola kapitałów
Źródło: [Frankel, 1999]

Według Karola Lutkowskiego aktywna polityka kursowa w Polsce jest nie tylko możliwa, ale i ze wszech miar pożądana. Według autora, dwa problemy wydają się w tym kontekście szczególnie interesujące i ważne.

Po pierwsze, w sytuacji nadal jeszcze nie ustabilizowanych cen wewnętrznych z inflacją kroczącą wokół 10%[12], w pełni płynny, niczym nie ograniczany kurs, może być narażony na destabilizujące ruchy (przestrzelenie, *overshooting*). Z drugiej strony, pełny *free float* może samostanowić autonomiczne źródło zaburzeń i destabilizujących impulsów. Oba zagrożenia mogą potencjalnie utrudnić wysiłki antyinflacyjne władz, a tym samym integrację ze strefą euro. Tym bardziej że kurs walutowy zdaje się być w warunkach polskich bardzo silnym kanałem transmisyjnym polityki pieniężnej[13].

---

[11] [Williamson, 2000] przedstawia również inny argument twierdząc, że znaczny element arbitralności w kształtowaniu kursów walutowych tj. ich skłonności do odbiegania od poziomu wyznaczonego przez fundamenty gospodarcze, stanowi silny argument za stosowaniem aktywnej polityki kursowej.

[12] Ostatnio inflacja silnie spadła. W kwietniu 2001 inflacja liczona rok do roku wyniosła 6,6%. Trwałości ostatnio obserwowanego trendu dezinflacji nie jest jednak w pełni pewna. Warto przypomnieć, że w lutym 1999 inflacja roczna wyniosła 5,6% po czym wzrosła do 11,6% w lipcu 2001.

[13] Zob. [Rybiński, 2000]. Trochę inny pogląd wyraża Orłowski.

Po drugie, pozostawiając kurs zupełnie wolnym, może się okazać, że kiedy przyjdzie czas zafiksowania jego parytetu do euro przed wejściem w tunel ERM2, będzie niezbędna albo silna jego dewaluacja, mogąca wywołać destabilizacyjny impuls inflacyjny lub ewentualnie (co wydaje się mniej prawdopodobne) rewaluacja, także nie pozbawiona negatywnych efektów. Na samym progu europejskiego tunelu mogą nas więc czekać nie lada problemy.

W obliczu takiego niebezpieczeństwa oraz przekonania o istnieniu możliwości prowadzenia aktywnej polityki kursowej, Karol Lutkowski przedstawił ciekawą propozycję wprowadzenia tzw. *target range* z miękkimi ramionami. Według niego NBP mógłby zadeklarować zamiar takiego prowadzenia polityki pieniężnej i kursowej, by kurs złotego pozostawał w określonym paśmie np. 30%, tyle że z możliwością chwilowego wychodzenia z niego (bez obowiązku interwencji NBP przy przekraczaniu kursu ustanowionych ramion), gdyby taka presja zaistniała, ale – jak pisze Karol Lutkowski – z wiarygodną szansą na rychły powrót i zadeklarowanym zamiarem sprowadzenia go tam poprzez świadome działania polityki monetarnej, a także z okazjonalnym stosowaniem interwencji sterylizowanych lub nie, zależnie od okoliczności. W skrócie, w krótkim okresie bank centralny pozwalałby kursowi poruszać się w szerszym paśmie, natomiast w dłuższym okresie w węższym[14].

Jak twierdzi Karol Lutkowski, ponieważ bank centralny nie byłby zobowiązany do interweniowania na krańcach korytarza, system byłby wystarczająco elastyczny, by skutecznie zapobiegać ewentualnym atakom spekulacyjnym czy kryzysom walutowym[15]. Wiarygodne zobowiązanie NBP do utrzymywania kursu w określonym paśmie w średnim i długim okresie, pozwoliłoby natomiast wy-

---

[14] [Williamson, 2000] wyróżnia trzy rodzaje pośrednich reżimów kursowych *(intermediate exchange rate regimes)*, które zakładają brak bezpośredniego obowiązku interweniowania na krańcach przyjętego pasma. Są to: kurs odniesienia *(reference rate)*, korytarz walutowy z miękkimi pasmami (*target zones* with soft margins), pasmo monitorowane *(monitoring band)*. *Reference rate* oznacza, (...) że władze nie są zobowiązane do interwencji w celu obrony kursu, ale wymaga się od nich, aby unikały interwencji lub stosowania innego rodzaju instrumentów w ramach prowadzonej polityki, które mogłyby spowodować przesunięcie aktualnego kursu z dala od kursu odniesienia tzw. kursu równowagi fundamentalnej *(fundamental equilibrium exchange rate)*. *Target zones with soft margins* oznacza, że (...) nie ma żadnego zobowiązania ze strony władz do interweniowania na krańcach przyjętego korytarza. W okresie silnej presji spekulacyjnej, władze mogłyby ogłosić, że pozwolą aktualnemu kursowi wychylić się poza przyjęty korytarz, ostrzegając jednocześnie rynki, że jak będzie to tylko możliwe (i jeżeli będzie możliwe) dokonają takiej zmiany polityki, aby kurs ponownie wrócił do przyjętego korytarza. *Monitoring band* z kolei, składa się z tzw. naturalnego, realnego, efektywnego kursu, który stanowi oficjalny, i ogłoszony, szacunek kursu równowagi. Kurs ten stanowi punkt centralny przyjętego *monitoring band*. W ramach określonych granic (np. +/-5%) bank centralny nie interweniuje w ewolucję kursu w ogóle. Jednakże, w sytuacji kiedy kurs „wybiega" poza ustalony limit, bank centralny może interweniować. Jednakże i w tym przypadku formalnego obowiązku interweniowania nie ma; nie ma więc także, formalnego zobowiązania do obrony publicznie ogłoszonego poziomu kursu. W ramach takiego podziału wydaje się, że propozycja Karola Lutkowskiego jest najbardziej zbliżona do koncepcji *target zone with soft margin*.

[15] [Bartolini i Prati, 1998] pokazują, że tego typu „miękkie korytarze" są znacznie mniej podatne na ataki spekulacyjne niż korytarze walutowe z „twardymi ściankami".

gładzić wahania kursu oraz złagodzić potencjalne jego przestrzelenia. Innymi słowy, proponowany *target range* mógłby stać się wiarygodnymi szynami prowadzącymi złotego prosto i łagodnie do docelowego tunelu, przy czym możliwość okazjonalnego dostrajania zwrotnic w trakcie ruchu skutecznie mogłoby zapobiegać wykolejeniu, w postaci ataku spekulacyjnego. Jak argumentuje autor, taki indykatywny *target range* o miękkich krańcach byłby jednocześnie do pogodzenia z realizowaną strategią bezpośredniego celu inflacyjnego.

Diagnoza uwarunkowań polskiej polityki kursowej oraz stojących przed nią wyzwań i zagrożeń jest niezwykle przekonywująca i – jak sądzę – trafna. Przedstawiona recepta, chociaż bez wątpienia odpowiadająca na szereg wyzwań, rodzi jednak wiele nowych pytań i potencjalnych problemów.

Od razu narzuca się np. pytanie, czy w sytuacji nadal jeszcze nie ustabilizowanej inflacji korytarz powinien być ustawiony w pełni horyzontalnie, czy uzasadnione byłoby jeszcze poddanie go pewnej stopniowej dewaluacji? Z punktu widzenia stabilności złotego prawdopodobnie to pierwsze rozwiązanie byłoby bardziej zasadne, gdyż pełzająca dewaluacja, rodząc oczekiwania dewaluacyjne, niejako samoistnie, od wewnątrz „koroduje" walutę krajową oraz utwardza mechanizmy indeksacyjne w gospodarce, czyniąc proces dezinflacji trudniejszym i bardziej bolesnym. Z drugiej strony, jak dotąd kurs złotego pomimo często długich okresów aprecjacji (tak jak się to dzieje obecnie), cały czas podążał w zasadzie po lekko pochyłej ścieżce wyznaczonej przez zasadę relatywnego parytetu sił nabywczych, zgodnie z którą waluta kraju o wyższej stopie inflacji deprecjonuje się względem waluty kraju o inflacji niższej. Ponadto, rodzi się także pytanie nie tylko o nachylenie ewentualnej ścieżki kursowej, ale o sam poziom zawieszenia potencjalnego korytarza[16].

Pytania te, chociaż z pozoru o marginalnym, technicznym charakterze, mają jednak silny związek z zagadnieniem o znaczeniu fundamentalnym tj. poziomem i ewolucją realnego kursu równowagi złotego. Niepewność co do jego wartości może znacznie utrudniać politykę monetarną w ramach proponowanego *target range*. Problem ten jest szczególnie ważki w krajach transformujących się, w których nadal zachodzą znaczne zmiany strukturalne i które – jak się wydaje – są jeszcze daleko od tzw. *steady state equilibrium*, charakterystycznego dla gospodarek w pełni już dojrzałych.

Przyznać trzeba, że *target range* z jego – wbudowaną przez miękkie „ścianki" – elastycznością jest w jakimś sensie odpowiedzią na tego typu komplikacje. Nie rozwiązuje jednak sprawy do końca. Co się stanie, jeśli na przykład kurs równowagi z jakichkolwiek przyczyn, np. w wyniku dynamicznej restrukturyzacji gospodarki czy przemian strukturalnych, wykazywać będzie trwałą tendencję do przebywania poza ustaloną strefą? Ryzyko takiego błędu może być wysokie, a koszty znaczne. W przypadku proponowanego *target range* kosztem nie będzie prawdopodobnie atak spekulacyjny i kryzys walutowy, tak jak się to często dzieje w przypadku tuneli o twardych „ściankach". Jednakże,

[16] W istocie, autor nie sprecyzował w swojej propozycji żadnych detali na temat kursu centralnego.

może nastąpić nadszarpnięcie wiarygodności banku centralnego (pomijając już problem nieskutecznych wtedy interwencji walutowych, napełniających lub ewentualnie drenujących płynność systemu bankowego), ze wszystkimi negatywnymi konsekwencjami dla jej skuteczności w długim okresie. Fakt ten powinien – jak się wydaje – zostać uwzględniony przy analizie korzyści przedstawionej propozycji.

Nie to jednak wydaje się być najbardziej delikatnym punktem proponowanego rozwiązania. Bardziej groźny może być fakt, że podanie do publicznej wiadomości deklaracji banku centralnego, że w dłuższym horyzoncie czasowym będzie on starał się utrzymywać kurs złotego w określonym paśmie może spowodować zmniejszenie postrzeganego przez podmioty gospodarcze i gospodarstwa domowe ryzyka kursu walutowego. Pomimo że przy proponowanym *target range*, kurs mógłby krótkookresowo wychodzić poza ustalone pasmo, to jednak dla wszystkich będzie wiadome, że bank centralny sprowadzać go będzie z powrotem na zadeklarowany poziom.

Wydaje się więc, że o ile elastyczny *target range* z miękkimi ramionami rzeczywiście może być skutecznym narzędziem przeciw spekulacji walutowej rynków finansowych, to jednocześnie może on znacznie ograniczyć poczucie ryzyka walutowego w powszechnej świadomości społecznej. Może się to z kolei przyczynić do nadmiernego (nieubezpieczonego) zadłużania się podmiotów krajowych za granicą, chcących wykorzystać nieuchronną przy dezinflacji różnicę stóp procentowych w kraju i za granicą[17]. Taki przebieg wydarzeń mógłby być nie tylko realny, ale także bardzo niebezpieczny, szczególnie biorąc pod uwagę fakt, że u źródeł wielu ostatnich kryzysów walutowych leżało nadmierne zadłużenie zagraniczne sektora prywatnego.

Otwartą kwestią, którą warto przedyskutować przy analizie propozycji *target range*, pozostaje także rola i skuteczność miękkich pasm w stabilizacji kursu. Według rozważań teoretycznych korytarze walutowe *(target zones)* mogą wywoływać tak zwaną spekulację stabilizującą, niejako samoistnie utrzymującą kurs w ramach ustalonego pasma [Krugman, 1991][18]. Trzeba jednak dodać, że modele te opierają się na dwóch centralnych założeniach. Po pierwsze, na założeniu o doskonałej wiarygodności *(credibility)* tunelu, tj. przekonaniu, że kurs pozostanie w nim na zawsze. Po drugie, założeniu, że władze nie dokonują żadnych interwencji w środku tunelu tak długo, jak długo kurs nie osiąga jednej ze ścianek. Jak widać pierwsze założenie nie jest spełnione z samej istoty „miękkiego" *target range*. Nasuwa się więc pytanie, czy miękkie pasmo rzeczywiście uzbrojone będzie w tę dodatkową zaletę w postaci wewnętrznej siły stabilizacyjnej, czy może raczej stanowić będzie potencjalny element destabilizujący?

---

[17] W przypadku braku ograniczeń dla przepływów kapitałowych, to właśnie niepewność co do przyszłego kursu walutowego, tj. ryzyko kursu walutowego, jest tym elementem, który może skutecznie przyczynić się do odpowiedniego zabezpieczania zobowiązując dewizowe podmioty krajowe lub/i zniechęcić (przynajmniej w części) do ich zaciągania.

[18] Według [Witolda Maleckiego et al, 2001, str. 219] tego typu spekulacje stabilizujące miały miejsce w Polsce w ramach wcześniej funkcjonującego mechanizmu *crawling band*.

Z drugiej strony, Williamson [2000] twierdzi, że chociaż korytarze walutowe *(target zones)* nie są na ogół w pełni wiarygodne, to mimo to skutecznie pełnią rolę krystalizacji oczekiwań rynku co do kursu równowagi, sprawiając, że oczekiwania te stają się stabilizujące. Według tego autora, jest to potwierdzone przez fakt, że kiedy kurs porusza się w ramach wyznaczonego pasma, to kurs terminowy *(forward rate)* zmienia się o mniej niż kurs na rynku kasowym, wskazując, że rynek oczekuje powrotu kursu kasowego do środka korytarza *(mean reverting behavior)*. W przeciwieństwie do tego, badania empiryczne wykazały, że w systemie kursu całkowicie płynnego *(free float)*, zmianie kursu kasowego odpowiada prawie dokładnie taka sama zmiana kursu na rynku terminowym, oznaczając brak jakichkolwiek oczekiwań rynku, że kurs powróci do kursu równowagi [Svensson, 1992].

## Euroizacja?

Najbardziej radykalna i kontrowersyjna zarazem jest propozycja natychmiastowej euroizacji i pokrewny do niej pomysł wprowadzenia *currency board*. Problem ten był szeroko dyskutowany na łamach prasy, przy czym większość ekspertów wyrażała raczej sceptyczne oceny na jej temat[19]. Zanim przedstawione zostaną argumenty natury ekonomicznej, warto przytoczyć dwa, pozaekonomiczne czynniki, które z dużym prawdopodobieństwem sprawią, że polskie władze nie zdecydują się na jednostronne przyjęcie euro. Po pierwsze, osiągnięta do tej pory znaczna stabilność makroekonomiczna, jak również szybki wzrost gospodarczy notowany w ostatnich dziesięciu latach sprawiają, że brak jest obecnie silnego poparcia społecznego dla ekstremalnych rozwiązań i nieznanych eksperymentów. Po drugie, silna opozycja wobec euroizacji ze strony Komisji Europejskiej, krajów członkowskich UE, jak i EBC skutecznie „odstraszają" polskie władze monetarne przed przedstawieniem euroizacji jako możliwej ścieżki integracji, gdyż mogłoby to przynieść niepotrzebne koszty i potencjalnie zagrozić szybkiej integracji Polski z UE, która jest powszechnie postrzegana jako cel, niezwykle istotny dla długoterminowych interesów kraju.

Wracając do argumentów ekonomicznych, według zwolenników tego rozwiązania, głównymi korzyściami z euroizacji, mają być: 1) wyeliminowanie ryzyka kryzysów walutowych (jak twierdzą zwolennicy euroizacji, po jednostronnym przyjęciu euro nie będzie waluty krajowej, więc nie będzie przeciwko czemu spekulować); 2) niższe stopy procentowe, które mogłyby pobudzić inwestycje i wzrost gospodarczy oraz przynieść oszczędności budżetowe); 3) szybsza ścieżka dezinflacji i niska inflacja. Autorzy wyrażają również przekonanie, że próba przyjęcia euro na standardowej ścieżce integracji, czyli na bazie kursu płynnego, jest w przypadku Polski niemożliwa lub niezwykle kosztowna. Jak twierdzą, silny efekt Samuelsona-Balassy skazuje nas, przy próbie

[19] Zob. Obszerna analiza euryzjacji w Polsce zob. [Wójcik, 2000a]. Zob. również [Lutkowski, 2000a].

spełnienia kryteriów z Maastricht, na dramatyczną nominalną aprecjację kursu, co może grozić albo recesją, albo kryzysem[20].

Wydaje się jednak, że przedstawione argumenty nie są w pełni przekonywające. Euroizacja nie gwarantuje wspomnianych korzyści, a ponadto wiąże się z poważnym ryzykiem i wymiernymi kosztami.

Podstawowym, wymiernym kosztem jednostronnego przyjęcia euro jest utrata wpływów z tytułu emisji pieniądza *(seigniorage)*. Koszt z emisją pieniądza przyjąłby bowiem dwie formy: zasobową (jednorazowy koszt) i strumieniową (stały, roczny koszt). Po pierwsze, dokonując euroizacji trzeba ponieść znaczny koszt związany z wycofaniem z obiegu pieniądza krajowego i jego zamianą na euro. Operacja ta mogłaby wynieść około 6,0% PKB, czyli mniej więcej tyle, ile wynosi stosunek gotówki w obiegu do PKB. Po drugie, euroizacja spowodowałaby stałą utratę dochodów z emisji pieniądza w przyszłości. Koszt ten mógłby wynieść około 1,5% PKB rocznie[21]. Warto dodać, że powyższe koszty nie powstają na standardowej drodze oficjalnego członkostwa. Po przyjęciu do Unii Walutowej, Polska będzie zobowiązana przetransferować część swych rezerw dewizowych do Europejskiego Banku Centralnego (EBC), ale nie utraci prawa własności do nich. Ponadto, w zamian za tę operację, otrzymamy głos w Radzie EBC, a nasze banki dostęp do okienka płynności Europejskiego Banku Centralnego.

Jednostronne przyjęcie euro nie stanowi ochrony przed kryzysami. O ile bowiem rozwiązane to mogłoby zredukować możliwość wystąpienia kryzysu walutowego w czystej jego postaci (nie wyeliminowałoby go do końca, czego uczą chociażby doświadczenia z okresu funkcjonowania systemu waluty złotej), to nie chroni przed innymi rodzajami kryzysów, takimi jak np.: kryzys systemu bankowego czy kryzys wypłacalności zewnętrznej[22]. Co gorsza, euroizacja w nie przygotowanej do tego gospodarce, może takim kryzysom sprzy-

---

[20] Efekt ten wyjaśnia kształtowanie się cen relatywnych, pomiędzy dobrami niewymienialnymi (nontradables) i wymienialnymi (tradables), różnicami w produktywności w obu sektorach. W krajach niżej rozwiniętych niż ich główni partnerzy handlowi różnice w produktywności występują przede wszystkim w sektorze tzw. tradables, czyli towarów i usług mogących być przedmiotem wymiany handlowej z zagranicą (w modelu zakłada się, że w drugim sektorze, tzw. nontradables, czyli towarów i usług nie podlegających wymianie z zagranicą, różnice produktywności nie są znaczne. Wraz z rozwojem gospodarczym różnice w produktywności w sektorze tradables pomiędzy krajami słabszymi i silniejszymi zmniejszają się. Wzrost wydajności pracy w sektorze tradables powoduje wzrost płac rozkładający się na całą gospodarkę i tym samym wzrost kosztów wytwarzania towarów i usług z sektora spoza sektora tradables. Ponieważ w sektorze nontradables wydajność pracy wzrasta wolniej niż w sektorze tradables, rosnące płace w tym sektorze podwyższają jego koszty, które następnie powodują wzrost cen szybszy niż w sektorze tradables. W efekcie następuje realna aprecjacja waluty kraju mniej rozwiniętego – średni poziom cen rośnie szybciej niż kurs walut obcych. Szerzej zob. [Balassa, 1964] lub [IMF, 2000].

[21] Powyższe szacunki są spójne z innymi opracowaniami na ten temat. [Cukrowski i Janecki, 1998] szacują przychody z seigniorage w Polsce w latach 1993-1997 na około 2% rocznie.

[22] [Barry Eichengreen, 2001] stwierdza na podstawie badań empirycznych, że kraje oficjalne zdolaryzowane (*dollarized countries*, tzn. które jednostronnie przyjęły dolara jako walutę oficjalną), nie są chronione przed zaburzeniami deficytów obrotów bieżących oraz destabilizują

jać. Można wymienić szereg argumentów na poparcie tej tezy. W tym miejscu warto przytoczyć tylko najważniejsze z nich.

Po pierwsze, w wyniku jednostronnej euroizacji bank centralny utraci możliwość wykonywania funkcji pożyczkodawcy ostatniej instancji, co może negatywnie wpłynąć na stabilność systemu bankowego, a tym samym całej gospodarki. Zwolennicy euroizacji zauważają, że przewaga zagranicznego kapitału w polskich bankach powoduje, że funkcje pożyczkodawcy ostatniej instancji wobec polskich banków mogą pełnić banki zachodnie, będące w ich posiadaniu. Nie dodają jednak, że nadal spora część systemu bankowego daleka jest od pełnej integracji z zagranicznym systemem finansowym i że chociaż system bankowy został znacznie zmodernizowany przez ostanie lata, to wciąż znacznie odbiega od standardów zachodnioeuropejskich. Istotne w tym aspekcie jest także to, że dwa z największych w Polsce banków komercyjnych, posiadające ogromną bazę depozytową, tj. PKO BP i BGŻ, nie tylko nie są w posiadaniu inwestorów zagranicznych, ale nie zostały jak dotąd nawet sprywatyzowane i borykają się z poważnymi problemami złych kredytów.

Po drugie, niezwykle istotny jest problem nadal wysokiego (chociaż ostatnio znacznie zredukowanego) wysokiego deficytu obrotów bieżących w Polsce. Euroizacja nie jest cudownym środkiem, który pozwoli zneutralizować jego zagrożenia[23]. Problem ten jest ważny, m.in. dlatego że w wyniku euroizacji, tzw. krajowy komponent bazy monetarnej zostanie wyeliminowany. Podaż pieniądza w kraju uzależniona będzie zatem od salda bilansu płatniczego, co w sytuacji deficytu w obrotach bieżących, oznaczać musi uzależnienie od nadwyżki na rachunku kapitałowym. Sytuacja taka sprawi, że zachwianie zaufania do polskiej gospodarki, przyjmujące formę odpływu kapitału z kraju, może objawić się nawet w formie poważnej recesji lub kryzysu wypłacalności czy kryzysu systemu bankowego. Podaż pieniądza uległaby bowiem „skurczeniu" i tylko, na ogół bolesne, dostosowanie płac mogłoby przywrócić równowagę makroekonomiczną. Innymi słowy, w kraju mogłoby po prostu zabraknąć pieniądza, z wszystkimi tego konsekwencjami dla stóp procentowych i wzrostu gospodarczego. Nie bez znaczenia jest tu fakt, że największe wpływy z prywatyzacji mamy już za sobą i nie wiadomo, czy napływ kapitału z tytułu nowych inwestycji bezpośrednich utrzyma się na tak wysokim poziomie jak to było do tej pory.

Powyższe rozważania łączą się ściśle z problemem realnego kursu walutowego. Jego nadmierny wzrost w stosunku do kursu równowagi, może bowiem

---

cymi przepływami kapitałów. Ponadto, stwierdza on, że w przypadku Panamy, koszty szoków zewnętrznych (w postaci niższych inwestycji i wolniejszego wzrostu) były znacznie większe, w porównaniu do krajów niezdolaryzowanych *(non-dollarized countries)*. Autor stwierdza również, że kraje zdolaryzowane w porównaniu do niezdolaryzowanych, wykazywały zacznie niższą inflację, znacznie wolniejszy wzrost gospodarczy i podobne wskaźniki polityki fiskalnej.

[23] Co do zasady deficyt obrotów bieżących w kraju rozwijającym się, któremu doskwiera brak kapitału, jest zjawiskiem nie tylko naturalnym, ale także pożądanym. Odzwierciedla on bowiem napływ inwestycji z zagranicy, który finansuje zapotrzebowanie rozwojowe. Problem leży więc nie w samym deficycie, lecz jego poziomie, a w szczególności możliwości jego sfinansowania w długim terminie.

zaostrzyć problem nierównowagi na rachunku obrotów bieżących, ze wszystkimi tego negatywnymi konsekwencjami. I w tym miejscu jednak euroizacja jawi się jako rozwiązanie bardzo ryzykowne. Już bowiem sama inercja inflacyjna, po wstępnym zafiksowaniu kursu złotego do euro (obecna niemal we wszystkich krajach wprowadzających jakąś formę sztywnego kursu walutowego, jak np.: *currency board*), mogłaby spowodować realną aprecjację kursu, a tym samym dodatkowe pogorszenie sytuacji płatniczej kraju[24]. Istotny jest w tym kontekście także fakt nie dokończonego jeszcze w Polsce procesu wzrostu cen regulowanych, tym bardziej że wiele z tych cen nadal znajduje się poniżej tzw. *cost recovery level*. Warto także pamiętać, że część towarów z sektora *nontradable* stanowi wkład w produkcję w sektorze *tradable*, co oznacza, że wzrost ich cen prowadzić może do pogorszenia konkurencyjności sektora eksportowego. Czynniki popytowe związane z wysoką, wyższą niż w krajach rozwiniętych elastycznością dochodową usług, także mogą przyczynić się do niekorzystnego wychylenia kursu realnego od kursu równowagi, pogorszenia sytuacji eksporterów i salda wymiany handlowej z zagranicą. Naturalna przy szybkim wzroście gospodarczym, wygładzająca konsumpcję dynamika importu, także nie powinna być pomijana.

Wszystkie wymienione powyżej ryzyka, stają się tym bardziej realne i niebezpieczne z punktu widzenia rozwoju gospodarczego, że euroizacja utrudniłaby funkcjonowanie mechanizmu dostosowawczego w Polsce. Rozwiązanie to spowodowałoby usztywnienie dwóch podstawowych cen w gospodarce, tj. cenę dewiz (kurs walutowy) i cenę pieniądza (stopy procentowe)[25]. W takiej sytuacji cały proces dostosowawczy oparty musiałby zostać na cenie pracy, co – biorąc pod uwagę immanentną sztywność płac w dół – może okazać się bardzo bolesne.

Nie bez znaczenia (chociaż nie decydujący) jest tu fakt, że Polska nie stanowi optymalnego obszaru walutowego w rozumieniu teorii[26]. Po pierwsze, nie jest to gospodarka bardzo otwarta. W 1999 r. eksport stanowił tylko 17,6%, a cała wymiana handlowa tylko 47,5% PKB. *Eksport z krajami Unii Monetar-*

---

[24] Paradoksalnie i może wbrew intuicji niską inflację jest znacznie trudniej zwalczyć za pomocą stabilizacji kursu walutowego niż hiperinflację. Kiedy inflacja jest bardzo wysoka jedynym wartościowym aktywem stają się waluty obce. W takiej sytuacji, po zafiksowaniu kursu i wprowadzeniu wymienialności inflacja spada niemal natychmiast, ponieważ stabilizacja kursu jest równoznaczna ze stabilizacją cen. Inflację pełzającą, taką jaką mamy obecnie w Polsce, jest znacznie trudniej zlikwidować. Rozbudowane w jej wyniku różnego rodzaju systemy indeksacji na rynkach pracy i rynkach finansowych, a także zacierająca się krótkoterminowa korelacja między inflacją a deficytem budżetowym sprawiają, że nawet jeśli deficyty budżetowe są pod kontrolą, inflacja reaguje bardzo powoli na kotwicę nominalną, w postaci kursu walutowego.

[25] Por. [Lutkowski, 2000a].

[26] Teoria ta formułuje szereg kryteriów, od których spełnienia zależy, czy porzucenie autonomicznej polityki kursowej będzie dla danego kraju korzystne czy też nie. Najważniejsze wśród nich to wysoki stopień otwartości gospodarki, wysoki stopień elastyczności cen i płac czy też podobieństwa struktur gospodarczych z obszarem walutowym, do którego chce się przyłączyć.

*nej wynosił jeszcze mniej – 10,7%, a całość obrotów tylko 27%.* Po drugie, Polska gospodarka nie jest gospodarką elastyczną. Można by cytować wiele opracowań, które wskazują na szeroki zakres sztywności rynku pracy czy duszące go rozległe i silne mechanizmy indeksacji. Po trzecie, struktura gospodarki oraz struktura eksportu odbiega od standardów panujących wśród krajów Unii Walutowej. Przemysł nadal ma znacznie większy udział w PKB, sektor usług jest słabiej rozwinięty, eksport jest mało zdywersyfikowany i nadal jeszcze w dużym stopniu zdominowany przez dobra nie przetworzone[27].

Jeżeli powyższe kryteria nie są spełnione, to jest jeszcze wyjście awaryjne – wystarczy mieć odpowiednie mechanizmy dostosowawcze, które pozwolą szybko przywrócić równowagę w razie jej zachwiania. Niestety, euroizacja lub system *currency board* mechanizmów tych nie oferuje. Przepływ siły roboczej jest ograniczony, a na transfery fiskalne z Unii nie ma co liczyć. Naturalnie mechanizmy te są w dużym stopniu nieaktywne także w ramach wspólnego obszaru walutowego w Europie. To jednak tylko wzmacnia przekonanie, że jeśli chcemy się do niego włączyć to trzeba się do tego dobrze przygotować, by mechanizmów dostosowawczych najlepiej w ogóle nie potrzebować. Inną sprawą jest, że teoria optymalnego obszaru walutowego, jest często przedmiotem krytyki. Pojawiają się głosy, że we współczesnej zglobalizowanej gospodarce światowej, przy niemal nieograniczonej swobodzie przepływu kapitału, formułowane przez nią zalecenia nie stanowią już dobrego narzędzia analizy. Część ekspertów mówi także o tzw. endogeniczności wspomnianych kryteriów, co w uproszczeniu znaczy, że nawet jeśli *ex ante* dana gospodarka nie stanowi optymalnego obszaru walutowego w rozumieniu teorii, to przez samo przyjęcie wspólnej waluty stanie się nim *ex post*[28]. Podpisując się pod wieloma argumentami krytycznymi stwierdzić jednak trzeba, że niebezpiecznym byłoby wyrzucić te teorie na śmietnik (fascynującej i pouczającej skądinąd) historii myśli ekonomicznej. Najlepszym ostrzeżeniem jest Argentyna, która przyjęła *currency board* nie bacząc na teoretyczne przesłanki. W efekcie po kilku udanych latach, kiedy udało się zwalczyć inflację i osiągnąć przyzwoity wzrost gospodarczy, kraj ten popadł w niebezpieczną pułapkę. Od dwóch lat nie może się uporać z nieustępliwą recesją i towarzyszącym jej wysokim bezrobociem. I to wszystko, pomimo tego że przymuszeni okolicznościami politycy reformują wszystko co się da, z rynkiem pracy na czele[29]. Oczywiście sytuacja Argentyny to przypadek ekstremalny, ale nawet kraje nadbałtyckie stosujące system currency board (Estonia, Litwa, Łotwa), które w większości badań jawią się jako te, które w wysokim stopniu spełniają kryteria teorii (szczególnie jeżeli chodzi o elastyczność rynku pracy) nie ustrzegły się recesji w następstwie kryzysu rosyjskiego.

---

[27] Analiza polskiej gospodarki z punktu widzenia kryteriów OCA, zob. [Borowski, 2000].

[28] Zob. [Frankel i Rose, 1998]. Także [Hallet A. Hughes and Laura Piscitelli, 2000].

[29] Gorzej, występuje tam coś na wzór efektu histerezy (zjawiska z dziedziny badań nad rynkiem pracy): z powodu zawyżonego realnego kursu walutowego całe gałęzie przemysłu opuszczają kraj na rzecz sąsiadów, co oznacza stałe kurczenie się potencjalnego PKB – stratę, którą społeczeństwo argentyńskie odrabiać będzie musiało jeszcze przez wiele następnych lat.

Innym zagrożeniem euroizacji jest faktyczny brak opcji wyjścia na wypadek, gdyby euroizacja okazała się rozwiązaniem niekorzystnym.

Euroizacja nie jest również gwarantem niskich stóp procentowych[30]. O ile bowiem reżim ten mógłby zmniejszyć ryzyko kursu walutowego, to jednak nie wyeliminowałby tzw. ryzyka wypłacalności, drugiego, obok ryzyka kursowego, elementu premii za ryzyko zawartego w krajowych stopach procentowych. Obecnie ryzyko wypłacalności w Polsce jest niskie i wynosi około 1%. Jeżeli jednak wcześniej wspomniane, w kontekście kryzysu walutowego, zagrożenia euroizacji rzeczywiście by się zmaterializowały, ryzyko wypłacalności, a tym samym stopy procentowe mogłyby poszybować bardzo wysoko. Ponadto, stopy procentowe w kraju byłyby po euroizacji prawdopodobnie wyższe, niż to wynika z prostej kalkulacji wpływu ryzyka kursowego na stopy procentowe, także z tego powodu, że przyjmując euro jednostronnie, gospodarka Polski nadal pozostawałaby odrębnym od strefy euro, a tym samym mniej wiarygodnym obszarem walutowym, z rezerwami walutowymi nie złożonymi do wspólnej puli w EBC. Ponadto ryzyko kursu walutowego nie zostałoby wyeliminowane w wyniku euroizacji do końca. Nasz kraj nie utraciłby suwerenności walutowej i mógłby zawsze wprowadzić walutę krajową ponownie do obiegu. Oba elementy byłyby zapewne uwzględnione przez inwestorów, przy wycenie krajowych stóp procentowych.

Zwolennicy euroizacji w Polsce wyrażają również przekonanie, że z powodu silnego efektu Samuelsona-Balassy, próba przyjęcia euro na standardowej ścieżce integracji, czyli na bazie kursu płynnego, jest w przypadku Polski niemożliwa lub niezwykle kosztowna. Od razu jednak narzuca się pytanie, dlaczego Grecji, Hiszpanii, Portugalii czy Irlandii udało się wstąpić do UGIW na normalnej drodze, bez większych perturbacji, a nam ma się nie udać? Zwolennicy euroizacji twierdzą, że nasza sytuacja jest inna, bo efekt S-B jest u nas znacznie silniejszy niż u wcześniejszych kandydatów do UGIW. Tym samym, presja na realną aprecjację kursu i zagrożenia z nią związane są większe.

Prawdą jest, że w ciągu ostatniej dekady nastąpiła bardzo dynamiczna, realna aprecjacja złotego. Realny kurs waluty krajowej wzrósł w tym czasie o ponad 240% i aprecjonował się dużo szybciej niż to było w przypadku walut Hiszpanii czy Portugalii. Trzeba jednak dodać, że gros wzrostu realnej wartości złotego miała miejsce w pierwszych dwóch latach transformacji, po których nastąpiło generalne spowolnienie i stabilizacja trendu. Ten początkowy wzrost miał charakter w dużym stopniu jednorazowy i związany był m.in. z głęboką dewaluacją złotego na początku okresu transformacji, szybkim uwolnieniem i wzrostem cen administrowanych (generalnym dopasowaniem struktury cen do gospodarki rynkowej) czy specyficznymi, jednorazowymi czynnikami wzrostu produktywności (tzw. efektywność X). Z biegiem czasu czynniki te wygasły i tempo realnej aprecjacji złotego uległo zmniejszeniu, co potwierdzają dane statystyczne. Ponadto, jak podają ostatnie opracowania MFW, struktura cen w Polsce zbliżyła się w znacznym stopniu do poziomu, jaki

[30] Zob. [Lutkowski, 2000].

„normalnie" panuje w gospodarkach rynkowych o podobnym rozwoju gospodarczym, mierzonym PKB per capita, co oznacza, że i ewolucja realnego kursu będzie w przyszłości zbliżona do „standardowego" modelu. Polska może zatem z sukcesem wstąpić do UGIW na normalnej drodze, tak jak tego dokonały Grecja, Hiszpania, Portugalia czy, dwukrotnie szybciej rozwijająca się od Polski, Irlandia.

## Zakończenie

Patrząc z dzisiejszej perspektywy wydaje się, że polskie władze monetarne będą trzymać się oficjalnego planu na drodze do euro. Poniższa praca pokazuje jednak, jak kontrowersyjne i szeroko dyskutowane są alternatywne rozwiązania polskiej polityki kursowej oraz, że nie ma optymalnej, pozbawionej wszelkiego ryzyka i kosztów strategii kursowej, której celem jest ostateczne zastąpienie złotego przez euro.

Jak się wydaje, z powyższej analizy wyłania się jednak konkluzja, że skrajne rozwiązania w postaci euroizacji lub *currency board* nie wydają się optymalne z punktu widzenia cech strukturalnych polskiej gospodarki oraz sytuacji, w której się ona znajduje i że zachowanie elastyczności kursu jeszcze przez jakiś czas byłoby pożądane. Usztywnienie kursu i perspektywiczna likwidacja złotego powinna być raczej uwieńczeniem naszych starań niż środkiem samym w sobie.

Oczywiście strategia oparta o kurs płynny także nie jest pozbawiona ryzyka. Wydaje się jednak, że jest ono mniejsze niż w przypadku szybkiej i jednostronnej euroizacji. Płynny reżim kursowy oferuje niezbędną w naszych warunkach elastyczność – raz wywrze silniejszą presję, innym razem zaś ulży i pozwoli złagodzić pewne procesy, nabrać gospodarce kolejnego oddechu. Cechą immanentną kursu płynnego jest jednak to, że jeżeli tylko prowadzona jest wiarygodna polityka ukierunkowana na stabilizację, to ruch kursu będzie tę politykę wspierał.

Wydaje się również, że uczestnictwo w systemie ERM2 może w skuteczny sposób wesprzeć prowadzoną politykę kursową i – pomimo mankamentów systemu – przyczynić się do ostatecznego przyjęcia euro.

Godne rozważenia pozostaje jednak pytanie, czy przed formalnym zakotwiczeniem w ERM2, kurs złotego powinien być całkowicie płynny *(free float)*, tak jak to jest obecnie, czy może bank centralny powinien jednak starać się w jakiś sposób ingerować w ewolucję kursu złotego. Kwestia ta nadal pozostaje otwarta i jej rozważenie jest jak najbardziej pożądane. Propozycja Lutkowskiego wydaje się być krokiem w dobrym kierunku, chociaż pozostaje jeszcze pole do optymalizacji tej propozycji.

## Bibliografia


Bartolini L. and Prati A., [1998], *Soft Exchange Rate Bands and Speculative Attacks: Theory, and Evidence from the ERM since August 1993*, WP/98/156, November, IMF, Washington D.C.

Balassa B., [1964], *The Purchasing Power Parity Doctrine: A Repraisal*, „Journal of Political Economy" (December), 584-596.

Bratkowski A. and Rostowski J., [1999], *Zlikwidować złotego*, „Rzeczpospolita" (Marzec), Warszawa.

Bratkowski A. and Rostowski J., [2000], *Unilateral Adoption of the Euro by EU Aplicant Countries: The Macroeconomic Aspects*, Paper presented at the sixth Dubrovnik Economic Conference, (June), Dubrovnik.

Borowski J., [2000], *Poland and the EMU. An Optimal Currency Area?* Friedrich Ebert Foundation (FES), Working Paper (December).

Dąbrowski M., [2000], *Czy w warunkach globalizacji jest miejsce na narodową politykę pieniężną*, „Bank i Kredyt" (Lipiec-Sierpień), Warszawa.

Coricelli F., [2000], *Exchange Rate Arrangements in the Transition to the EMU. Some Arguments in Favor of an Early Adoption of the Euro*, Paper presented at the East-West conference, November, OeNB.

Cukrowski J. and Janecki J., [1998], *Financing Budget Deficits by Seigniorage Revenues: the Case of Poland 1990-1997*, Center for Economic and Social Research, Studies and Analysis, Warsaw.

Eichengreen B., [2001], *Dollarization and Economic Performance: An Empirical Analysis*, NBER Working Papers, WP 8274 (May), Cambridge.

Frankel A.F., [1999], *No Single Currency Regime is Right for All Countries or at All Times*, Working Papers, NBER 7338 (September), Cambridge.

Frankel A.F. and Rose A., [1998], *The Endogeneity of the Optimal Currency Area Criteria*, „Economic Journal" 108 (July), 1009-1025.

Hallet A.H. and Piscitelli L., [2000], *The Endogenous Optimal Currency Area Hypothesis: Will a Single Currency Induce Convergence in Europe?*, Mimeo.

Halpern and Wyplosz, [2001], *Economic Transformation and Real Exchange Rates in the 2000s: The Balassa-Samuelson Connection*, Mimeo, http://heiwww.unige.ch/~wyplosz/.

IMF, [2000], *Republic of Poland – Staff Reports for the 2001 Article IV* Consultation, SM/01/55, February, Washington D.C.

Jankowiak J., [2000], *Rozważmy wprowadzenie systemu currency board*, „Gazeta Bankowa" (Październik).

Jankowiak J. i Chwiejczak P., [2001], *Karate po polsku*, „Gazeta Bankowa" (Maj).

Kowalewski P., [2000a], *Nie ma drogi na skróty*, „Magazyn Finansowy PG" (Styczeń).

Kowalewski P., [2000b], *Currency board nie tu i nie teraz*, „Gazeta Bankowa" (Listopad).

Krugman R.P., [1998], *Target Zones and Exchange Rate Dynamics*, NBER Working Papers 2481 (January).

Lutkowski K., [2000a], *Skórka nie warta wyprawki*, „Gazeta Bankowa" (Listopad).

Lutkowski K., [2000b], *Czy autonomiczna polityka pieniężna rzeczywiście stoi na straconej pozycji*, „Bank i Kredyt" (Listopad).

Małecki W., Sławiński A., Piasecki R., Żuławska U., [2001], *Kryzysy walutowe*, Wydawnictwo PWN, Warszawa.

Oreziak L., [2000], *Aktualne i przyszłe kierunki rozwoju obszaru euro*, „Bank i Kredyt" (Grudzień).

Pietrzak E., [2000], *Droga w przeszłość*, „Gazeta Bankowa" (Listopad).

Rybiński K., [2000], *Wpływ polityki pieniężnej na proces dezinflacji w Polsce*, „Bank i Kredyt" (Lipiec-Sierpień).

Rada Polityki Pieniężnej NBP, [1998], *Średniokresowa strategia polityki pieniężnej na lata 1999--2003*, Narodowy Bank Polski (Wrzesień), Warszawa.

Sławiński A., [2000], *Doświadczenia Argentyny ze stosowaniem izby walutowej*, „Bank i Kredyt" (Grudzień).

Sławiński A., [2001a], *Wschodnie sztuki walki*, „Gazeta Bankowa" (Maj).

Sławiński A., [2001b], *Dmuchanie na zimne*, „Gazeta Bankowa" (Czerwiec).

Svensson L., [1992], *An Interpretation of Recent Research on Exchange Rate Target Zones*, „Journal of Economic Perspectives" 6, no. 4 (Fall).

Williamson J., [2000], *Exchange Rate Regime for Emerging Markets: Reviving the Intermediate Option*, Institute for International Economics, September, Washington D.C.

Wójcik C., [2000a], *A Critical Review of Unilateral Euroization Proposals*, „Focus on Transition" (2/2000), Oesterreichische Nationalbank.

Wójcik C., [2000b], *Nie związywać oczu*, „Gazeta Bankowa" (Grudzień).