

Konwergencja nominalna i realna a uczestnictwo złotego w ERM II

Wstęp

Pierwsza część artykułu poświęcona jest zestawieniu najważniejszych korzyści i kosztów wynikających z integracji Polski ze strefą euro. Bilans ten wypada zdecydowanie korzystnie dla orędowników jednolitej waluty, jednak trwałych korzyści należy raczej upatrywać w perspektywie co najmniej średnioterminowej.

Druga część tekstu koncentruje się na określeniu wpływu i roli konwergencji realnej na przebieg procesu akumulacji korzyści i ekspozycji na ewentualne ryzyka. Spełnienie wymogów zbieżności realnej (a przynajmniej uruchomienie mechanizmów do niej prowadzących) powinno sprzyjać trwałej konwergencji nominalnej. Ponadto zbieżność realna sprawi, iż korzyści będą kumulowane w większej skali przy jednoczesnej minimalizacji ryzyka poniesienia kosztów.

Trzecia część artykułu przedstawia rolę i zadania Europejskiego Mechanizmu Kursowego (ERM II) w procesie konwergencji. Uczestnictwo złotego w tym systemie kursowym będzie sprawdzianem zdolności do podporządkowania polityki makroekonomicznej celowi kursowemu. Jednocześnie ERM II może zapewniać wsparcie dla realizowanej polityki gospodarczej, ale pod warunkiem, iż będzie stanowić jeden z elementów odpowiednio skomponowanej polityki makroekonomicznej.

Korzyści wynikające z wejścia do strefy euro

Korzyści przystąpienia do strefy euro można podzielić na korzyści statyczne oraz korzyści dynamiczne [Borowski, 2003]. Pierwsze z wymienionych, określane również jako korzyści bezpośrednie, związane są przede wszystkim z obniżką kosztów transakcyjnych oraz eliminacją ryzyka kursowego. W przypadku krajów UGW koszty transakcyjne były szacowane na poziomie ok. 0,5% PKB Unii Europejskiej jako całości [Oręziak, 2003a]. W Polsce koszty te według szacunków NBP wynoszą ok. 0,21% PKB [NBP, 2004]. Wypracowane z tytułu eliminacji kosztów transakcyjnych oszczędności powinny przyczynić się do

* Autor jest doktorantem w Zakładzie Międzynarodowych Stosunków Gospodarczych Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Warszawskiego. Artykuł wpłynął do redakcji w lipcu 2004 r.

zwiększonej alokacji zasobów i co za tym idzie do wzrostu potencjalnego PKB dopiero wtedy, gdy wydłużony zostanie horyzont oceny wejścia do UGW.

Podobny charakter mają korzyści z tytułu eliminacji ryzyka kursowego oraz zmniejszenia kosztów jego ubezpieczenia. W dłuższej perspektywie korzyści bezpośrednie powinny się przyczynić do wzrostu wymiany handlowej z krajami UGW, zwiększonej akumulacji kapitału, a w efekcie do zwiększonego PKB. Ponadto eliminacja ryzyka kursowego pozwala na obniżkę stóp procentowych. Obniżenie premii za ryzyko kursowe zawarte w stopie procentowej pozwala bowiem na pozyskanie pieniądza po niższej cenie. Według ocen NBP, poziom stóp procentowych dzięki wejściu do strefy euro powinien się obniżyć o 2-3%, w porównaniu do scenariusza, w świetle którego Polska pozostaje poza UGW. Należy więc przypuszczać, iż niższe stopy procentowe również przyczynią się do wzrostu PKB. Wyeliminowanie ryzyka kursowego, kosztów transakcyjnych oraz obniżka stóp procentowych powinny uruchomić falę napływu inwestycji zagranicznych, które będąc nośnikiem nowoczesnych technologii, metod zarządzania oraz innowacyjności staną się stymulatorem rozwoju gospodarczego.

Nie bez znaczenia dla przyspieszenia PKB oraz zwiększenia poziomu życia społeczeństwa jest także fakt, iż jednolita waluta zapewni lepszą porównywalność cen towarów, przez co będzie wzmacniać konkurencję. Jednak w tym przypadku widocznych efektów można oczekiwać dopiero w dłuższym czasie, a i tak należy raczej spodziewać się ciągłej tendencji do wyrównywania się cen niż ich całkowitego zrównania. Ponadto obecnie w samej strefie euro proces ujednolicania cen wciąż jest ograniczony przez bariery administracyjne, w tym głównie przez brak liberalizacji rynku usług [Oręziak, 2003b]. Podobnie podnoszony argument pogłębienia rynków finansowych, wynikający ze stworzenia strefy euro, ułatwiający dostęp do zasobniejszych i tańszych źródeł finansowania, ma swoje uzasadnienie w dłuższym okresie. Przede wszystkim w strefie euro proces transformacji sektora finansowego od modelu „bankowo zorientowanego” do zorientowanego „rynkowo” dopiero nabiera dynamiki, co powoduje, iż finansowanie za pomocą kredytu bankowego w perspektywie najbliższych lat będzie mieć podstawowe znaczenie. Poza tym, wciąż istnieje wiele barier prawnych i organizacyjnych sprawiających, że rynki papierów wartościowych w strefie euro nie tworzą jednolitego rynku finansowego.

Powyższe argumenty przekonują, iż dopiero w długim okresie bilans wejścia do UGW powinien być korzystny. Międzynarodowy Fundusz Walutowy szacuje, że wejście do strefy euro wiąże się z impulsem dla zwiększenia handlu zagranicznego o ok. 15-30% i wzrostu gospodarczego do 10% w ciągu 20 lat [Schalder, 2004]¹.

¹ Podobne wartości wykazują szacunki brytyjskiego Ministerstwa Skarbu, według których wejście Wielkiej Brytanii do strefy euro mogłoby przynieść zwiększenie handlu tego kraju z pozostałymi krajami strefy do 50% w ciągu 30 lat i przyczyniłby się do zwiększenia poziomu życia społeczeństwa brytyjskiego o około 10% [The Economist, 2003].

Koszty związane z wejściem do strefy euro

W przeciwieństwie do korzyści związanych z wejściem do strefy euro, mających w przeważającej mierze charakter mikroekonomiczny, potencjalne koszty oraz ryzyka w pierwszej kolejności mają charakter makroekonomiczny². Podstawowym kosztem zamiany złotego na euro będzie utrata autonomii w kształtowaniu polityki pieniężnej i kursowej oraz ograniczenie możliwości użycia instrumentów polityki fiskalnej. Wówczas w przypadku wystąpienia wstrząsu asymetrycznego³ ciężar dostosowania gospodarki do nowych warunków (osłabienie wzrostu gospodarczego, spadek zatrudnienia) będzie spoczywał bezpośrednio na sferze realnej. W sytuacji kiedy gospodarka nie będzie dysponowała instrumentami pozwalającymi na ich zaabsorbowanie, (elastyczne ceny, płace, mobilna siła robocza, transfery z budżetu) początkowy bilans wejścia do strefy euro byłby niekorzystny. Należy bowiem pamiętać, iż gdyby w momencie pobytu w strefie euro polska gospodarka doświadczyła nagłego załamania trendów gospodarczych, a kraje UGW wstrząsu takiego, by nie doznały wcale bądź tylko w małym zakresie, to wówczas ryzyko inwestowania w polskie aktywa, mimo że denominowane w euro, byłoby wyższe. Ryzyko takie, pozo- stanie do momentu, kiedy inwestorzy uznają, iż mimo pozbawienia się instrumentów polityki gospodarczej, gospodarka wyjdzie z takiego szoku stosunkowo szybko i bez większych kosztów. Jeśli jednak uznają, iż ryzyko to jest duże, wówczas zażądają wyższych stóp procentowych w zamian za finansowanie polskiego długu prywatnego i publicznego. Brak skutecznych mechanizmów łagodzących skutki asymetrycznego wstrząsu może sugerować, iż dla poprawy koniunktury rząd zwiększy wydatki rządowe, co ostatecznie może prowadzić od eksplozji długu publicznego. Jeśli poziom długu publicznego i deficytu są znaczne, to ostateczny negatywny efekt w postaci wzrostu stóp długoterminowych, odzwierciedlających oczekiwania inflacyjne, może być większy od pozytywnego rezultatu wynikającego z doraźnego zwiększenia wydatków. Oznacza to, iż mimo że EBC będzie decydował o poziomie krótkoterminowych stóp procentowych ustalając je dla całego obszaru euro, to i tak na krajowych rynkach finansowych ukształtują się długoterminowe stopy procentowe w postaci stopy rentowności od papierów skarbowych uwzględniające ryzyko kredytowe oraz oczekiwania inflacyjne. Wzrost rynkowych stóp procentowych będzie wyrazem obaw, iż kraj nie jest w stanie poradzić sobie z zaburzeniami gospodarczymi bez instrumentów polityki pieniężnej i kursowej. W momencie pobytu w systemie ERM II poziom długoterminowych stóp procentowych może wykazywać większą skłonność do zmian, gdyż wówczas inwestorzy będą

² Do kosztów wejścia do UGW na poziomie mikro można zaliczyć m.in. koszty adaptacji do systemów informatycznych, procesów operacyjnych, szkolenia pracowników, utratę przez banki części dochodów z transakcji na rynku walutowym etc.

³ Szok asymetryczny – zakłócenia przebiegu procesów gospodarczych charakteryzujące się tym, iż dotyka on z niejednakową siłą poszczególnych członków unii walutowej albo tylko niektórych [Lutkowski, 1999].

uwzględniać możliwość ewentualnej dewaluacji parytetu, która byłaby pomocna w okresie złego stanu koniunktury. ERM II nie wyklucza dewaluacji, a jedynie stanowi, iż warunkiem spełnienia kryterium kursu walutowego jest stabilizowanie go w określonym przedziale wahań przez 2 lata bez dewaluacji. W okresie pobytu w ERM II w sytuacji silnej presji deprecyjnej na kurs złotego, wynikającej z obaw o stan gospodarki, zmiana parytetu może okazać się konieczna, m.in. ze względu na zagrożenie inflacyjne, jakie mogą nieść dla strefy euro długotrwałe interwencje w obronie złotego.

Potencjalne ryzyka związane z ograniczeniem użycia instrumentów polityki makroekonomicznej mogą się, niestety, zmaterializować w okresie poprzedzającym przystąpienie do strefy euro, właśnie w trakcie dwuletniego pobytu w systemie ERM II. System ten, zakładający utrzymanie kursu walutowego w przedziale o maksymalnym zakresie odchyień +/- 15% od ustalonego wcześniej centralnego parytetu, będzie weryfikatorem zdolności danego kraju do znalezienia optymalnej polityki makroekonomicznej, tzw. *policy mix*. Test ten będzie o tyle trudny, iż będzie miał miejsce w warunkach podporządkowania polityki pieniężnej polityce kursowej. Dbałość polityki monetarnej o utrzymanie kursu walutowego w węzlu walutowym, spowoduje, że znaczny ciężar oddziaływania na koniunkturę gospodarczą, jak również polityki stabilizowania poziomu inflacji spadnie na politykę fiskalną. Wejście do UGW, a wcześniej do systemu ERM II, wymaga zatem dokonania gruntownego uzdrowienia finansów publicznych. Nie wynika to jedynie z konieczności wypełnienia kryteriów konwergencji nominalnej wyznaczonych przez Traktat z Maastricht, ale również (a może nawet przede wszystkim) związane jest z zapewnieniem konwergencji realnej. Polityka fiskalna może bowiem stanowić główny mechanizm sprzyjający absorbowaniu negatywnych wstrząsów dotyczących polską gospodarkę w obliczu małej skuteczności innych tzw. automatycznych stabilizatorów, w tym głównie braku elastyczności cen i płac.

Waga zagrożeń wynikających z uczestnictwa w mechanizmie ERM II rośnie w obliczu obaw o wybuch kryzysu walutowego w trakcie pobytu w tym mechanizmie. Doświadczenia kryzysów lat 90., w trakcie których kursy sztywne bądź stabilizowane w ramach zadeklarowanych wahań, okazały się szczególnie wrażliwe na spekulacyjne przepływy kapitału, czyni takie obawy uzasadnionymi. System ERM II ma według wielu badaczy charakter prokryzysowy. W przypadku gdyby to takiego kryzysu doszło, relacja korzyści do kosztów wejścia do strefy euro ulegnie zdecydowanemu pogorszeniu. Kryzys walutowy może się przerodzić w kryzys gospodarczy, a następnie społeczno-polityczny i wówczas spadek PKB oraz wzrastające bezrobocie, może zdecydowanie osłabić społeczne poparcie dla integracji europejskiej oraz idei wspólnej waluty [Fahrholz, 2003].

W zestawieniu korzyści i kosztów widoczna jest więc pewna asymetria. Korzyści kumulowane będą w długim okresie, a ryzyko poniesienia kosztów związanych z zarządzaniem na szczeblu makro będzie największe w okresie początkowym, kiedy polska gospodarka będzie wciąż podatna na szoki asymetryczne. W momencie kiedy długookresowe korzyści nie będą jeszcze w pełni

widoczne, ryzyko wystąpienia sytuacji wymagającej użycia instrumentów polityki pieniężnej, kursowej czy też fiskalnej, będzie najwyższe. Pierwsze lata po wejściu do strefy euro wciąż będą okresem, kiedy cykle koniunkturalne Polski i krajów UGW nie będą w pełni zsynchronizowane. Wobec tego symetryczna polityka pieniężna EBC może okazać się nieadekwatna wobec obszaru, który „odstaje” od reszty krajów strefy euro.

Konwergencja nominalna

Polityka makroekonomiczna w okresie przed włączeniem złotego do ERM II oraz w trakcie uczestnictwa w tym mechanizmie, również będzie wpływać na kształtowanie się bilansu integracji walutowej. Okres szczególnej wrażliwości na brak spójnej *policy mix* będzie miał miejsce właśnie w ERM II. Zmaterializowanie się obecnie raczej niewielkiego, jednak rosnącego w warunkach systemu kursów stałych, ryzyka kryzysu walutowego, może podkopać społeczne poparcie dla koncepcji integracji i idei wspólnego pieniądza. Należy w tym miejscu podkreślić, iż Polska wraz z wejściem do UE stała się również członkiem UGW jako członek z tzw. derogacją (*member with a derogation*), co oznacza, że jej status prawny jest podobny do tego jaki ma obecnie Szwecja [Egert, et al., 2003]. Można to interpretować w ten sposób, iż pomimo zobowiązania dziesięciu nowych krajów EU do przystąpienia do strefy euro, to faktycznie każdy kraj sam może zdecydować o momencie wejścia do UGW poprzez sterowanie kalendarzem spełnienia nominalnych kryteriów zbieżności. Niezależnie od tego, na ile zasadne byłoby powoływanie się na przykład Szwecji⁴, która z własnej woli nie spełnia kryterium kursu walutowego, to należy pamiętać, iż poważne nadszarpnięcie zaufania do idei integracji walutowej mogłoby ją znacznie oddalać poprzez społeczną niechęć do ponoszenia kosztów związanych z wypełnieniem warunków prowadzących do wspólnego pieniądza. Dlatego też optymalizacja korzyści i minimalizacja kosztów wejścia do UGW wymaga nakreślenia właściwego scenariusza integracji dotyczącego zarówno momentu wejścia do systemu ERM II, strefy euro, ustalenia parytetu wymiany euro/złoty, jak i kreacji odpowiedniej *policy mix* dla wypełniania kryteriów konwergencji nominalnej.

W okresie przed przystąpieniem do UGW celem połączonych sił polityki pieniężnej i fiskalnej będzie spełnienie wymogów konwergencji nominalnej, wśród których można wyróżnić kryteria monetarne i fiskalne. Głównym celem ustalenia kryteriów zbieżności jest zweryfikowanie, czy kraj poddawany badaniu w ramach stawianych wymogów jest w stanie funkcjonować bez zakłóceń przy znacznie ograniczonej swobodzie polityki pieniężnej i budżetowej, a tym samym zbadanie zdolności do kreacji właściwej *policy mix*. Jednocześnie me-

⁴ Szwecja ma możliwość powoływania się na deklarację, złożoną podczas negocjacji akcesyjnych, na podstawie której decyzję o jej uczestnictwie w trzecim etapie UGW podejmie Riksdag. Władze krajów nowej dziesiątki UE takiej możliwości nie mają.

chanizm ERM II ma za zadanie zbadać trwałość spełnienia kryteriów konwergencji nominalnej oraz wspomagać jej pogłębianie [Papasprou, 2004].

Pierwsze z wymienionych kryteriów związane są z zapewnieniem stabilności cen (inflacja nie może przekraczać 1,5% powyżej średniej trzech krajów członkowskich o najniższym tempie wzrostu cen). Należy przyjąć, iż jest to kryterium badające zbieżność cen raczej w krótkim, ewentualnie średnim terminie. Weryfikatorem oczekiwań inflacyjnych w długim okresie są długoterminowe stopy procentowe kształtujące się na rynkach finansowych w postaci stopy rentowności od papierów skarbowych. W tym przypadku nie mogą one przekraczać o więcej niż 2% średniego poziomu występującego w trzech państwach o najniższych stopach procentowych. Zbieżność w zakresie kryterium stopy procentowej pozwala sprawdzić, czy obniżenie stopy inflacji jest dostatecznie trwałe. Ocena ta jest rozstrzygana przez rynek finansowy. Przekonanie uczestników rynku o trwałości dokonanego procesu dezinflacji prowadzi do zmniejszenia długookresowych oczekiwań inflacyjnych, co przyczynia się do obniżenia rentowności długoterminowych papierów skarbowych. Stopy rentowności papierów skarbowych kształtują się pod wpływem oczekiwań inflacyjnych i wysokości premii za ryzyko. Stają się więc wiarygodnym „barometrem” oczekiwań inflacyjnych w długim okresie [Lutkowski, 2003]. Wówczas wszelkie sygnały osłabiające wiarygodność przyjętej polityki makroekonomicznej, której głównym celem powinno być utrzymanie stabilnej inflacji i bezpiecznego poziomu deficytu oraz zadłużenia publicznego względem PKB, będą znajdowały odzwierciedlenie we wzroście stóp rentowności. Prawdopodobnie wtedy obniżenie kursu złotego na skutek utraty zaufania rynków finansowych będzie niosło zagrożenia, obserwowane w II, a szczególnie w III kwartale 2003, podczas istotnego osłabienia polskiej waluty. Przyczyniło się to do powstania niezbyt dużej, ale jednak odczuwalnej presji inflacyjnej, a co ważniejsze do wzrostu kosztów obsługi długu zagranicznego, co zwiększało jego całkowitą wielkość względem PKB.

Przyjmując, iż polityka kursowa stanowi narzędzie realizacji polityki pieniężnej (w reżimie stałego kursu twierdzenie to nabiera tym większej wagi, im większy jest zakres usztywnienia mechanizmu kursowego), to trzecim spośród kryteriów monetarnych jest konieczność zapewnienia co najmniej dwuletniej stabilności kursowej w systemie ERM II. Na uwagę zasługuje fakt, iż mimo zwiększonego pasma dopuszczalnych wahań kursowych w ERM II do +/- 15%, oceny stabilności kursów poszczególnych walut przed ich wejściem do strefy euro dokonywano względem pasma o szerokości +/- 2,25% [Sławiński, 2004]. Kryterium tego nie stosowano jednak mechanicznie i epizody wypadnięcia kursu poza pasmo +/- 2,25% „wybaczano” poszczególnym walutom, jeśli było to efektem przejściowych zaburzeń na rynkach finansowych, a nie skutkiem przewlekłych obaw o równowagę wewnętrzną lub zewnętrzną danego kraju. W podejmowaniu decyzji co do stabilności kursu elastycznie traktowano zarówno przejściową deprecjację, jak i aprecjację kursu powyżej granicy 2,25%.

W odniesieniu do kryteriów fiskalnych deficyt budżetowy kraju pretendującego do członkostwa w unii walutowej nie może przekroczyć 3% PKB,

a dług publiczny 60% PKB. Ograniczenia w polityce fiskalnej w ramach UGW wynikają zarówno z warunków fiskalnych zawartych w kryteriach z Maastricht, jak i uzupełniającego go Paktu Stabilności, który przewiduje kary finansowe za nieprzebrnięcie limitów deficytu budżetowego.

Jednocześnie Traktat z Maastricht stawia wymóg trwałego spełnienia kryteriów zbieżności nominalnej. Dlatego też zakres ich wypełnienia przez kraj aspirujący określany w tzw. raportach konwergencji, obok kluczowych wielkości makroekonomicznych uwzględnia również stopień integracji rynków, stan i kształtowanie się bilansów płatniczych oraz ocenę dynamiki jednostkowych kosztów pracy oraz innych wskaźników cen [Egert, Gruber, Reninger, 2003]. To z kolei wskazuje, iż ocenie będzie również podlegać proces zbieżności realnej, a wskaźniki miar wielkości nominalnych stanowiąc będą jej indykatorem. Dlatego też dla zapewnienia trwałości spełnienia kryteriów zbieżności nominalnej konieczne jest spełnienie wymogów konwergencji realnej. Jednocześnie konwergencja realna, a przynajmniej uruchomienie mechanizmów ją zapewniających w długim okresie, pozwoli na bezpiecznie przeprowadzenie złotego przez test w ramach ERM II.

Bilans wejścia do strefy euro a konwergencja realna

Zakres osiągniętych korzyści jak i skala potencjalnych kosztów, wynikających z zamiany złotego na euro, zdeterminowane będą przez postęp w procesie konwergencji realnej, która będzie sprzyjała szybszej akumulacji korzyści oraz zmniejszaniu ryzyka poniesienia kosztów. Można przyjąć, iż zbieżność realna obejmuje wszelkie mechanizmy eliminujące ryzyko wystąpienia szoków asymetrycznych w danej gospodarce, bądź też istnienie takich jej struktur, które pozwolą te wstrząsy szybko absorbować. Konwergencja realna będzie zatem związana zarówno z odpowiednią synchronizacją cykli koniunkturalnych Polski i strefy euro, która jest do pewnego stopnia pochodną integracji handlowej, jak i warunkami wynikającymi z kryteriów optymalnego obszaru walutowego.

Wciąż nie ma jednak wśród ekonomistów zgody jak mierzyć konwergencję realną. Wydaje się, iż związana jest z ona odpowiednią integracją rynku towarów, usług i czynników produkcji. Obejmuje więc takie stadia rozwoju (integracji), jak strefa wolnego handlu, unia celna, wolny rynek oraz unia gospodarcza. W tym kontekście osiągnięcie przez polską gospodarkę konwergencji wymagałoby wypracowania mechanizmów umożliwiających krajowym przedsiębiorstwom konkurowanie na jednolitym rynku. Przedsiębiorstwa te muszą zatem w krótkim okresie przyswoić bagaż doświadczeń, które kraje UE kumulowały przechodząc przez kolejne etapy integracji. Konwergencję realną należy również rozumieć jako zapewnienie odpowiedniego stopnia konkurencyjności polskiej gospodarki, podniesienie poziomu kwalifikacji zawodowych, zmniejszenie dystansu technologicznego dzielącego polską gospodarkę od unijnej, usprawnienie i uelastycznienie mechanizmów rynkowych, w tym głównie rynku pracy etc. [Lutkowski, 2003].

Najistotniejsze wydaje się więc zapewnienie zdolności podmiotów do uczestnictwa i konkutowania na europejskim rynku w świetle obowiązujących tam reguł. Jednocześnie należy zapewnić ukierunkowanie reform strukturalnych i instytucjonalnych, które wzmacniając odporność na ewentualne wstrząsy zapewnią przekonanie uczestników życia gospodarczego w danym kraju, iż mimo ewentualnych przejściowych kłopotów, perspektywy długofalowego zrównoważonego wzrostu gospodarczego nie są zachwiane. Dla realizacji tych postulatów konieczne jest dokonanie restrukturyzacji gospodarki, która dzięki temu będzie zdolna do absorpcji inwestycji. Pociąga to za sobą konieczność znacznych nakładów finansowych, które mogą być współfinansowane z funduszy unijnych. Paradoksalnie prowadzić to może do zwiększenia deficytu budżetowego, co będzie utrudniało wypełnienie kryteriów Traktatu z Maastricht. Zwiększenie stopnia konkurencyjności polskiej gospodarki, w tym poprzez jej restrukturyzację, wymaga nakładów i czasu. Dążenie zaś do szybkiego wypełnienia kryteriów z Maastricht może w organizmie gospodarczym wywołać reakcje, które uniemożliwią ich utrzymanie w trakcie późniejszego uczestnictwa w UGW.

Według EBC realna konwergencja nie powinna być zdominowana przez nominalną konwergencję, lecz obie powinny być osiągnięte jednocześnie. Realizacja przez kraje kandydujące do UGW reform strukturalnych, co związane jest z poprawą perspektyw wzrostu, wyższą elastycznością rynku towarowego i rynku pracy, sprawi, że proces nominalnej konwergencji może ulec przyspieszeniu. Wraz z postępem uzyskanym w realizacji nominalnej konwergencji można osiągnąć stabilizację oczekiwań inflacyjnych i obniżenie skłonności do inflacji, a to może znacznie poprawić perspektywy wzrostu gospodarczego i jednocześnie umożliwić dalszy postęp realnej konwergencji [ECB, 2002].

Postęp konwergencji realnej jest o tyle istotny, że skala korzyści czerpanych z wejścia do UGW będzie w znacznej mierze zależna od stworzenia właściwych warunków dla budowy trwałego i stabilnego trendu wzrostu gospodarczego. To z kolei będzie uzależnione od odpowiednich warunków prawnych, instytucjonalnych i społecznych. Aby korzyści statyczne wejścia do strefy euro przełożyły się na korzyści dynamiczne w postaci wzrostu wymiany handlowej i przyciągnięcia inwestycji bezpośrednich, polskie przedsiębiorstwa muszą oferować towary o wysokiej wartości dodanej oraz po konkurencyjnych cenach. Jednocześnie polska gospodarka musi zapewniać inwestorom zagranicznym odpowiednią infrastrukturę przyciągającą inwestycje długoterminowe. Ryzyko kursowe, które zostanie wyeliminowane po zamianie złotego na euro nie jest najważniejszą barierą stającą na przeszkodzie w ich napływie. Powszechnie bowiem wiadomo, iż ich skala zależna jest od różnorodnych czynników, w tym głównie stabilności i przewidywalności polityki makroekonomicznej kraju, na którą się składa przyjazna i przewidywalna polityka fiskalna, przejrzystość warunków współzawodnictwa rynkowego, sprawność aparatu administracyjnego etc. [Pluciński, 2004].

Wprowadzenie gospodarki na ścieżkę konwergencji realnej obejmuje również konieczność usunięcia jej słabości strukturalnych wyliczonych w „Strate-

gii polityki pieniężnej po 2003 roku". Zwraca się tam uwagę na następujące „bolączki” hamujące wzrost gospodarczy i utrudniające równoważenie finansów publicznych, jak: wysokie wydatki socjalne, deformacje rynku pracy, ograniczenia mechanizmu rynkowego w niektórych sferach blokujące elastyczne dostosowania podaży (sektor energetyczny, sektor mieszkaniowy), utrzymywanie się znacznego zakresu własności państwa w wielu ważnych gałęziach gospodarki, wysoki stopień zbiurokratyzowania gospodarki oraz niska sprawność administracji państwowej [NBP, 2003].

Syntetycznymi miarami konwergencji realnej może być poziom PKB na mieszkańca, zbieżność cykli gospodarczych oraz podobieństwo cech strukturalnych gospodarek. Osiągnięcie wysokiego poziomu spójności w zakresie tych cech ogranicza ryzyko, że po ocenie wykonania kryteriów konwergencji nominalnej i zakwalifikowaniu do UGW, kraje na nowo zaczną dryfować destabilizując funkcjonowanie unii monetarnej [Żabińska, 2004]. Postęp w zbliżeniu swoich struktur gospodarczych i wielkości PKB na jednego mieszkańca powinien wzmocnić spójność i prowadzić do obniżenia ryzyka wystąpienia szoków asymetrycznych. Pomimo iż unia walutowa może funkcjonować przy różnej strukturze gospodarek i różnym poziomie dochodu PKB *per capita* krajów w niej uczestniczących, to jednak elementy te mogą znacząco wpływać na dynamikę rozwoju pomiędzy krajami, która także jest miernikiem konwergencji realnej. Znaczne i trwale różnice w tempach rozwoju gospodarek mogą stanowić istotny koszt wejścia do UGW na skutek poddania zróżnicowanych pod względem wzrostu i dynamiki cen obszarów gospodarczych symetrycznej polityce pieniężnej. Może to wzmacniać okresy recesji i „przegrzania” gospodarki, prowadząc do wyższego bezrobocia i utrwalania tego procesu [Backe i Thimann, 2004]. Duża rozbieżność PKB *per capita* wszystkich niemal nowych krajów UE wobec strefy euro sprawia, iż mimo że cykle koniunkturalne tych krajów wykazują co najmniej umiarkowany poziom zbieżności z krajami strefy euro, to cechuje je dużo większa dynamika zmian.

Pod względem PKB *per capita* w stosunku do średniej dla strefy euro Polskę dzieli niemal największy dystans spośród nowych członków (por. tabl. 1). Jednocześnie ok. 40% średniej unijnej na 1 mieszkańca to znacznie niższy poziom średniej, przy którym do UGW wstępowały Hiszpania (85%) Portugalia (70%) i Grecja (67%).

Pomimo iż wyższe stopy wzrostu gospodarczego zwiększają zakres konwergencji pod względem PKB na 1 mieszkańca to mogą również zwiększać koszty porzucenia autonomicznej polityki pieniężnej i kursowej. Paradoksalnie znaczne różnice w dynamice rozwoju gospodarczego, zwiększające zbieżność realną, mogą w krótkim okresie utrudniać spełnienie kryteriów nominalnych przede wszystkim w odniesieniu do kryterium inflacji i stóp procentowych. Wynikać to będzie zarówno z efektu Balassy-Sammuelsona, jak i z faktu, iż w wielu przypadkach nie przeprowadzono całkowitej deregulacji cen do poziomu rynkowego. Wyższy wskaźnik wzrostu cen może powodować w okresie przed wejściem do strefy euro koszty wynikające z konieczności utrzymywania wyższych stóp procentowych, a będąc już w strefie euro zagro-

zenia płynące z utraty konkurencyjności przez towary eksportowane z tych krajów⁵.

Tablica 1

Kluczowe wskaźniki nowych krajów członkowskich UE za 2002 rok

	Ludność w mln	Powierzchnia w tys. km ²	Nominalny PKB w mld EUR	PKB na 1 mieszkań. w EUR ¹	PKB na 1 mieszkań. % do przeciętn. dla UGW 1995 ¹	PKB na 1 mieszkań. w % do przeciętn. dla UGW 2001
Estonia	1,4	45	7	9406	30	40
Łotwa	2,3	65	9	7021	24	30
Litwa	3,5	65	15	7617	27	32
Malta	0,4	0	4	13372	49	58
Polska	38,6	323	200	8905	36	38
Słowacja	5,4	49	25	10995	46	47
Słowenia	2,0	20	23	16240	64	70
Czechy	10,2	79	78	14016	62	60
Węgry	10,2	93	93	12208	45	53
Cypr	3,7	9	11	20028	83	88
Grecja	10,6	132	130	16432	62	71
Portugalia	10,4	92	123	16622	57	72
Hiszpania	40,0	506	650	19964	70	86
Strefa euro	303,0	2508	6811	23227	100	100

Źródło: [ECB 2002] [ECB 2004] cyt. za [Żabińska, 2004]

¹ Mierzone w stosunku do parytetu siły nabywczej.

² W przypadku Grecji, Portugalii i Hiszpanii dane dotyczą roku ich wstąpienia do UE (Grecja-1981, Portugalia i Hiszpania 1986).

Mimo znacznego postępu w zakresie struktury wytwarzanego PKB w nowych krajach członkowskich, wciąż dzieli je różnica wobec średniej krajów UE. Widoczny jest znacznie większy udział rolnictwa i przemysłu przy mniejszej roli sektora usług (por. tabl. 2) W przypadku Polski uderzające jest znaczne zatrudnienie w rolnictwie (ponad 26% ogółu zatrudnionych w gospodarce) przy jedynie 3% udziale produkcji rolnej w całkowitym PKB.

Niekiedy wskazuje się, iż obecnie kilka nowych krajów UE (w tym Polska) spełnia kryteria integracji mierzonej wymianą handlową z obszarem euro w dużo większym stopniu niż niektórzy obecni członkowie w momencie przyjmowania wspólnej waluty, co umożliwiłoby szybkie wstąpienie do strefy euro. Należałoby jednak rozważyć zasadność tego typu argumentów, co najmniej z kilku względów. Po pierwsze, odniesienie stopnia integracji krajów aspirujących do krajów już posiadających euro w obiegu, nie oznacza, iż niektóre z krajów UGW nie są narażone na ryzyko szoku asymetrycznego, przy ich obecnym,

⁵ Mimo braku kursów wymiany w krajach należących do unii walutowej, na skutek zróżnicowanej dynamiki wskaźników wzrostu cen, następuje zróżnicowanie wskaźników realnego kursu walutowego, które decydują o konkurencyjności.

wciąż niedostatecznym stopniu integracji. Wręcz przeciwnie, zróżnicowany stopień wzrostu gospodarczego w sytuacji, gdy w UGW występuje jednolita stopa procentowa dla wszystkich krajów, oznacza, że realna stopa procentowa jest niższa dla gospodarek o wyższej stopie inflacji, a więc dla tych, które nie wymagają niskich realnie stóp procentowych, jak gospodarki o niskim tempie wzrostu, które przy niewielkiej inflacji mają realnie wyższe stopy procentowe. Po drugie, większa liczba krajów w UGW będzie wymagała dużo dalej posuniętej integracji dla sprawnego prowadzenia polityki pieniężnej, bowiem im więcej państw w unii, tym większe zróżnicowanie jej gospodarki, co przy braku spełnienia kryteriów toów będzie powodować większą podatność na szoki asymetryczne poszczególnych jej uczestników. Po trzecie, polska gospodarka wciąż znajduje się pod presją procesów transformacji i restrukturyzacji i mimo postępującej zbieżności z gospodarkami UE, trudno precyzyjnie przewidzieć jak poradzą sobie przedsiębiorstwa krajowe w konfrontacji z konkurencją na jednolitym rynku.

Tablica 2

Udział sektorów w PKB oraz zatrudnienie w poszczególnych sektorach gospodarki

2002	Udział w PKB (w %)			Zatrudnienie w poszczególnych sektorach (jako % całkowitego zatrudnienia)		
	Rolnictwo	Przemysł i budownictwo	Usługi	Rolnictwo	Przemysł i budownictwo	Usługi
Cypr	4.1	20.3	75.6	5.1	23.4	71.4
Czechy	3.2	37.3	59.5	4.8	40.0	55.3
Estonia	5.4	29.3	65.3	6.9	31.2	62.0
Węgry	3.7	30.7	65.6	6.2	34.1	59.7
Litwa	4.7	24.7	70.6	15.1	24.4	60.5
Łotwa	7.1	30.5	62.4	17.4	27.4	55.2
Malta	2.8	28.1	69.1	2.0	31.7	66.3
Polska	3.1	30.3	66.5	26.3	26.2	47.5
Słowacja	4.4	31.1	64.5	6.2	38.5	55.3
Słowenia	3.3	36.0	60.7	11.0	37.0	52.0
AC-10	3.5	31.6	64.9	15.8	31.2	53.0
Grecja	7.0	22.3	70.8	15.3	24.2	60.4
Portugalia	3.5	28.0	68.5	12.0	34.0	54.0
Hiszpania	3.2	28.5	68.2	5.9	29.4	64.7
EU	2.0	27.0	71.0	3.9	28.2	67.8

Źródło: [Backe i Thimann, 2004]

Wstępne porównanie konwergencji Polski z krajami UE wskazuje na niedostateczny jej poziom pozwalający na wejście do strefy euro bez większego ryzyka poniesienia kosztów wynikających z utraty instrumentów makroekonomicznego oddziaływania na gospodarkę. W połączeniu z mało elastycznym rynkiem pracy pozwala to twierdzić, iż pod względem zbieżności realnej Polskę dzieli dystans w stosunku do strefy euro. Wskazuje to raczej na ostrożność przy podejmowaniu decyzji w sprawie terminu zastąpienia złotego przez euro. Zamiana krajowej waluty na jednolitą walutę związana jest ponadto jesz-

cze z wymogiem zapewnienia trwałej konwergencji nominalnej. Niestety, dążenie do szybkiego wypełnienia tych kryteriów może stać w sprzeczności z konwergencją realną.

Potencjalne zagrożenia i koszty również zależne są od postępów konwergencji realnej. Skala najistotniejszego z kosztów, wynikającego ze zrzeczenia się możliwości kształtowania polityki kursowej i monetarnej, będzie zależęć od tego, na ile adekwatna będzie wobec polskiej gospodarki polityka pieniężna EBC. Będzie ona tym bardziej odpowiednia, im mniejsza będzie podatność polskiej gospodarki na wspomniane wcześniej szoki asymetryczne bądź też skutecznie będą działały mechanizmy mogące je łagodzić. Koncepcją pozwalającą na ocenę zdolności dostosowania do nich może być teoria optymalnego obszaru walutowego (toow). Spełnienie przez uczestników unii warunków wynikających z toow, pozwala stwierdzić, czy kraje te mogą funkcjonować w jej ramach bez większych zakłóceń. Warunki te związane są m.in. z elastycznością cen i płac oraz otwartością gospodarki mierzoną mobilnością czynników produkcji, w tym głównie mobilnością siły roboczej. Swobodny przepływ siły roboczej z kraju (obszaru), który doznał wstrząsu ekonomicznego (np. na skutek spadku popytu na produkt będący głównym dobrem eksportowym tego kraju) do krajów funkcjonujących bez zakłóceń, może być dla tego pierwszego ważnym czynnikiem przywracającym równowagę wewnętrzną. Ponadto czynnikiem sprzyjającym neutralizowaniu negatywnych skutków szoków asymetrycznych jest elastyczność cen i płac. Spadek płac wywołany recesją w danym kraju i zwiększonym bezrobociem umożliwia obniżkę cen towarów, a to z kolei poprawia ich konkurencyjność na międzynarodowych rynkach.

Powszechny jest jednak pogląd, iż mechanizmy te w Polsce jak i krajach UGW nie funkcjonują w sposób wystarczająco efektywny, aby skutecznie stabilizować znaczne wahania wzrostu gospodarczego i zatrudnienia, a rozbieżność cykli koniunkturalnych w tych krajach jest wciąż na tyle duża, że może rodzić zagrożenie wystąpienia szoków asymetrycznych. Dlatego też istotnego znaczenia dla reagowania na wstrząsy ekonomiczne nabiera wykorzystanie instrumentów polityki fiskalnej, poprzez redukcję podatków bądź też poprzez inwestycyjne wydatki rządowe. Jednak oba rodzaje działań wymagają niskiego poziomu zadłużenia publicznego. Obniżenie podatków staje się bowiem nierealne w obliczu małych dochodów budżetowych, natomiast stymulowanie wzrostu gospodarczego w warunkach dużego deficytu może powodować różnicowanie wskaźników wzrostu cen i długoterminowych stóp procentowych w poszczególnych krajach, co z kolei uniemożliwi EBC prowadzenie skutecznej polityki pieniężnej.

Warunki wyznaczone przez ciągle ewoluującą koncepcję optymalnego obszaru walutowego związane są z konwergencją realną. Dopiero uruchomienie mechanizmów do niej prowadzących czyni usprawiedliwioną tezę o endogenicności kryteriów optymalnego obszaru walutowego. W jej świetle o wejściu do unii monetarnej niekoniecznie musi przesądzać spełnienie kryteriów teorii optymalnego obszaru walutowego. Wobec tych wątpliwości jako bardziej adekwatną w warunkach globalizującego się światowego rynku proponuje się

koncepcję tzw. *endogeniczności kryteriów toow*. Frankel i Rose wykazują, iż stopień integracji gospodarczej i cykli koniunkturalnych są procesami endogenicznymi w stosunku do procesu integracji monetarnej [Frankel i Rose, 1996]. Dlatego też kraje, które stworzą unię walutową, zintensyfikują wymianę handlową i w efekcie zwiększy się zakres korelacji cykli koniunkturalnych między nimi i wobec tego lepiej (ex post) spełnią one kryteria optymalnego obszaru walutowego. Tocząca się wciąż dyskusja wokół tej tezy nie rozstrzyga jednoznacznie na ile twórcy koncepcji endogeniczności mają rację [Winkler, et al., 2004], jednak wydaje się, iż eliminacja ryzyka kursowego i kosztów transakcyjnych, jakie niesie ze sobą unia monetarna, usuwają niemal ostatnie bariery w swobodnym przepływie towarów usług i osób na obszarze UE, wobec czego powinno się to przyczynić do bliższych powiązań handlowych tych gospodarek. Aby jednak pogłębić integrację handlową należy zapewnić odpowiedni poziom zbieżności strukturalnej i instytucjonalnej umożliwiający dynamizację procesów konwergencji realnej.

Podsumowując tę część rozważań należy podkreślić, iż czerpanie korzyści z integracji walutowej uzależnione jest z jednej strony poprzez redukowanie stopnia realnej dywergencji między krajem aspirującym a strefą euro oraz przez zwiększanie stopnia elastyczności gospodarki. W pierwszym wariancie dąży się do minimalizacji ryzyka wystąpienia szoków asymetrycznych, w drugim natomiast do usprawnienia mechanizmów absorbujących te szoki.

Europejski Mechanizm Kursowy II

Kryterium kursu walutowego wymaga utrzymania przez okres co najmniej dwóch lat kursu złotego w systemie kursowym ERM II w ramach „normalnego pasma wahań” oraz „bez nadmiernych napięć na rynku walutowym”. Choć system ten dopuszcza wahania kursu waluty krajowej w granicach +/- 15% wokół centralnego parytetu, to wypowiedzi i deklaracje przedstawicieli Europejskiego Banku Centralnego pozwalają przypuszczać, że w ocenie stabilności kursu walutowego będzie brana pod uwagę stabilność kursu w znacznie węższym zakresie wahań, jak to miało miejsce w przypadku systemu ERM I, gdzie odchylenia wokół parytetu były wyznaczone na +/- 2,25% wokół parytetu⁶. Pobyt w ERM ma wykazać, czy spełnione są warunki, od których zależy zachowanie równowagi płatniczej między danym krajem a strefą euro. ERM II będzie więc weryfikował:

⁶ Niepewność krajów aspirujących do strefy euro, jak i rynków finansowych, budzi brak klarownej wykładni określającej, czym jest „normalne pasmo wahań” oraz czym są „poważne zaburzenia na rynku walutowym”. W raporcie zbieżności dotyczącym Grecji Komisja Europejska stosowała wąskie pasmo jako wskaźnika nadmiernego napięcia dla dolnej granicy (-2,25%), podczas gdy górna granica pozostawała na poziomie +15%. Jednocześnie należy zauważyć, iż kraje, które podlegały kwalifikacji do strefy euro, pomimo iż w ramach ERM I stabilizowały kursy w przedziale +/-15% dokładały starań, by utrzymać waluty w zakresie wahań +/-2,25%. Zob. [Egert i Kierzkowski, 2003].

- Adekwatność przyjętego parytetu. Jednocześnie celem pobytu w ERM będzie znalezienie kursu centralnego przed jego usztywnieniem wraz z wejściem do strefy euro. W tym miejscu, po raz kolejny, należy odwołać się do konwergencji realnej rozumianej jako odpowiedni poziom przygotowania polskich przedsiębiorstw do konkutowania na jednolitym rynku. Im bardziej zaawansowana będzie ta konwergencja, tym mniejsze ryzyko doboru niewłaściwego kursu, gdyż przedsiębiorcy będą mniej wrażliwi na jego poziom.
- Zdolność (gotowość) do wyrzeczenia się instrumentów polityki pieniężnej, która będzie podporządkowana celowi kursowemu. W ERM II obowiązywać będą warunki zbliżone do tych jakie będą w UGW (ograniczone użycie stopy procentowej i kursu walutowego dla potrzeb stabilizowania gospodarki, gdyż w warunkach otwartości na przepływy kapitału i stałego kursu walutowego polityka pieniężna traci znacząco swą autonomię).
- Spełnienie pozostałych kryteriów (głównie inflacyjnego i stóp procentowych, które z kolei są w dużej mierze pochodną spełnienia kryteriów fiskalnych).

Kraje nowej dziesiątki UE sceptycznie podchodzą do konieczności uczestnictwa w systemie ERM II głównie za sprawą bolesnych doświadczeń gospodarek stosujących pośrednie reżimy kursowe dotkniętych w latach 90. kryzysami walutowymi. Dlatego też niejednokrotnie słyszalne są głosy, iż waluty krajów aspirujących do strefy euro nie powinny być poddawane testowi w ramach ERM II, gdyż eksponuje je to na różnorodne ryzyka związane głównie ze zwrotnymi przepływami kapitałów krótkoterminowych i atakami spekulacyjnymi. Ponadto obecne rozwiązania kursowe krajów nowej dziesiątki UE postrzegane są jako optymalne rozwiązania zarówno dla stabilizacji oczekiwań inflacyjnych, jak i dla doprowadzenia ich walut do strefy euro bez konieczności korzystania z systemu ERM II [Backe i Thimann, 2004]. Oprócz tego kraje te nie są również pewne do jakiego stopnia EBC będzie uczestniczył w ewentualnej obronie kursów ich walut w ramach interwencji intramarginalnych, jak i na krańcach korytarza w przypadku ewentualnych zakłóceń na rynkach walutowych. Niepewność taka może być czynnikiem podsycającym ewentualną spekulację i chęć sprawdzenia determinacji do obrony kursu przez banki narodowe.

Wydaje się jednak, iż w obliczu tezy, iż o momencie wejścia do strefy euro, a więc i do systemu ERM II, powinno przesądzać wprowadzenie krajowej gospodarki na ścieżkę prowadzącą do konwergencji realnej, pobyt w ERM II może być czynnikiem wzmacniającym wiarygodność w dążeniach do zapewnienia trwałej konwergencji nominalnej.

Po pierwsze, poprzez wymóg zapewnienia spójnej polityki makroekonomicznej, jaki stawia ERM II, może on być pomocny w wypracowaniu odpowiedniego dla stabilnego wzrostu gospodarczego środowiska makroekonomicznego oraz może stanowić katalizator przemian strukturalnych. ERM II z dobranym właściwie parytetem może stanowić stabilizator oczekiwań uczestników rynków i zapewniać stabilność kursu walutowego, stanowiąc jednocześnie kotwicę nominalną dla oczekiwań inflacyjnych. W odróżnieniu od innych pośred-

nich reżimów kursowych, ERM II zakładający wstąpienie do UGW, czyli nieodwracalne usztywnienie kursu złotego, może być bardziej wiarygodny i elastyczny niż inne reżimy kursowe. ERM II stanowi bowiem zapożyczenie wiarygodności od dużego stabilnego organizmu, do którego dany kraj ma w przyszłości przystąpić.

Po drugie, test w ramach ERM II jest konieczny za sprawą tego, iż od momentu przystąpienia do UGW państwo członkowskie będzie dysponować instrumentami polityki makroekonomicznej w ograniczonym zakresie lub wcale. Należy zatem sprawdzić, na ile poddanie krajowej polityki pieniężnej decyzjom EBC następuje przy małym zagrożeniu, że polityka ta nie będzie adekwatna do polskich warunków. Powiązanie złotego z euro w ERM II stawia NBP wobec konieczności podporządkowania polityki pieniężnej polityce kursowej. Dla uniknięcia nadmiernych przepływów funduszy krótkookresowych NBP będzie więc musiał dostosowywać swoją politykę pieniężną do polityki EBC. Wejście do ERM II, przy znacznym dysparytecie krajowych i „europejskich” stóp procentowych, będzie czynnikiem podsycającym przepływ kapitału krótkoterminowego, który może rozchwiać zarówno rynek walutowy, jak i rynek papierów dłużnych, powodując znaczne wahania długoterminowych stóp procentowych. W obliczu wąskiego pasma wahań kursu i otwartości na przepływy kapitału utrata autonomii w kształtowaniu polityki pieniężnej będzie oznaczała bowiem przyjęcie polityki pieniężnej narzuconej przez EBC. Ponadto mechanizm ERM II będzie badał zdolność absorbowania szoków przez automatyczne stabilizatory oraz do pewnego stopnia będzie sprawdzał, na ile i jakimi kanałami impulsy polityki pieniężnej EBC wpływają na sferę finansową i realną w kraju stosującym system ERM II [Fahrholz, 2003].

Po trzecie, system ERM II charakteryzuje znacznie większy zakres elastyczności niż inne reżimy kursów stałych. Jedną z zasadniczych cech różniących system ERM II od kursów stałych jest charakter interwencji, które są dokonywane zarówno przez narodowy bank centralny, jak i ze wsparciem Europejskiego Banku Centralnego. Finansowanie interwencji (bardzo krótkie finansowanie – *very short term financing*) na krańcach korytarza dopuszczalnych odchyłeń jest automatyczne [Rzeszutek, 1998]. Interwencje te powinny mieć jednak charakter działań osłaniających, co oznacza, że muszą być poprzedzone i wspierane przez decyzje stabilizujące w zakresie polityki pieniężnej i fiskalnej. Brak takich działań, przy długotrwałej presji rynków finansowych na kurs waluty stabilizowanej w ERM, może zagrozić stabilności cenowej eurolandu i na tej podstawie może nastąpić ich wstrzymanie przez EBC⁷. Przykładowo, długotrwała presja depracacyjna na kurs złotego w przypadku interwencji oznaczałaby konieczność kupna polskiego złotego za euro. Wprowadzone w wyniku interwencji dodatkowe ilości euro mogłyby (szczególnie w przypadku wystąpienia jednoczesnej presji na waluty kilku krajów przeby-

⁷ Można wyrażać nadzieję, iż w obliczu niewielkich i mało płynnych rynków walutowych krajów nowej dziesiątki zagrożenie odstąpienia od interwencji walutowej przez EBC jest niewielkie.

wających w ERM II, czego nie można wykluczyć, chociażby ze względu na tzw. efekt zarażania) zwiększyć oczekiwania inflacyjne w strefie euro. Natomiast długotrwała presja aprecjacyjna na złotego, w przypadku konieczności częstych i znacznych interwencji, miałyby postać zwiększonej podaży złotego w zamian za zmniejszenie podaży euro, co w skrajnych przypadkach może rozdzić impuls deflacyjny w eurolandzie.

Interwencje wewnątrz korytarza dopuszczalnych odchyłeń (tzw. interwencje intramarginalne) mogą być uruchamiane jednostronnie przez narodowy bank centralny. Umożliwiają one szybkie i skuteczne reagowanie w warunkach przejściowej destabilizacji na rynku dewizowym. Procedura bardzo krótkiego kredytowego finansowania przez EBC, wspierająca interwencje krajowych banków centralnych, może zostać uruchomiona tylko wtedy, gdy krajowe banki centralne wykorzystają najpierw swoje własne rezerwy dewizowe. W przypadku interwencji intramarginalnych, zakres kredytowania jest ograniczony do pułapów wyznaczonych dla poszczególnych banków krajów spoza Eurosystemu. Dla Grecji limit ten wynosił 300 mln euro, dla Danii 520 mln euro, a teoretyczne wielkości dla Szwecji i Wielkiej Brytanii wynoszą odpowiednio 900 mln euro i 3,480 mln euro. Szacuje się, że w przypadku Polski limit ten może wynosić ok. 450 mln euro [Koronowski, Rozkrut, 2003]. Wydaje się, iż nie są to kwoty znaczące i dokonując interwencji wewnątrz pasma banki centralne muszą się opierać na zasobach własnych rezerw dewizowych. Niezależnie jednak od ich wielkości czynnikiem decydującym o skuteczności interwencji, a więc o skali koniecznych rezerw, decyduje wiarygodność banku do obrony obranego poziomu kursu, która jest z kolei zdeterminowana zaufaniem do polityki makroekonomicznej danego kraju.

Po czwarte, dość znaczny dopuszczalny przedział wahań (+/-15%, który będzie obowiązywał niezależnie od tego, iż podstawą oceny spełnienia kryterium może być asymetryczny przedział +15%/-2,25%) powinien zapewnić wystarczające pole manewru dla dostosowania w przypadku szoku asymetrycznego. 30-procentowy przedział wahań można bowiem traktować jako reżim o dużym zakresie elastyczności i wówczas kurs walutowy może skutecznie neutralizować zaburzenia w gospodarce, czyli absorbować szoki zewnętrzne. Pomimo iż o stabilności kursu zadecyduje węższy przedział wahań niż +/-15%, to np. w sytuacji niepokojącego deficytu w obrotach bieżących może nastąpić znaczne osłabienie złotego wykraczające poza przedział - 2,25% od parytetu, które może się okazać niezbędne dla przywrócenia równowagi w gospodarce.

Zagrożenia wynikające z uczestnictwa w ERM II

Celem pobytu w ERM II jest zbadanie, czy polityka pieniężna i fiskalna danego kraju jest przygotowana do utrzymania stałego kursu walutowego oraz czy poziom kursu pozwoli na zachowanie równowagi płatniczej między danym krajem a strefą euro. Pobyt w systemie kursu stałego wiąże się jednak z ryzykiem, że inwestorzy poprzez ataki spekulacyjne mogą testować goto-

wość NBP do obrony kursu. Mając na względzie doświadczenia krajów, które wiązały swoje waluty w ramach ERM II rozsądnie byłoby wprowadzić złotego do ERM II w momencie spełnienia wszystkich kryteriów zbieżności w przekonaniu, iż w okresie pobytu w tym mechanizmie nie ulegną one pogorszeniu. Dekonwergencja w obszarze innych kryteriów zbieżności w czasie pobytu w ERM II może grozić przedłużeniem pobytu w strukturach tego mechanizmu, a to z kolei zwiększonym ryzykiem kryzysu walutowego.

Wymownym przykładem trudności z utrzymaniem kursu walutowego w wyznaczonym przedziale, w warunkach braku spójnej *policy mix*, są wydarzenia na Węgrzech w roku 2003 [Tchorek, 2003]. Na skutek dążenia do realizacji celu kursowego oraz celu inflacyjnego bank centralny stracił wiarygodność rynków finansowych. Odwrót inwestorów nastąpił w warunkach dużego deficytu budżetowego (deficyt budżetowy w 2003 r. – 5,9% PKB, dług publiczny 59% PKB) oraz deficytu na rachunku obrotów bieżących (w 2002 4,1% PKB, w lipcu 2003 ponad 5% PKB). Przypadek ten, podobnie jak i kryzysy finansowe lat 90. pokazał, iż powstanie tzw. bliźniaczych deficytów w warunkach stałego kursu walutowego może zwiększyć podatność gospodarki polskiej na ataki spekulacyjne. Jednocześnie ataki takie miały miejsce w krajach, gdzie koszty utrzymania kursu (jego obrona) były szacowane na wyższe niż koszty rezygnacji z obranego celu kursowego. Oznacza to, iż rynki finansowe miały dostatecznie dużo argumentów, by twierdzić, iż zadeklarowany poziom kursu nie jest możliwy do utrzymania na dłuższą metę.

Wnioski płynące z doświadczeń węgierskich nakazują znaczną ostrożność w posunięciach polityki pieniężnej i fiskalnej, a przede wszystkim nakazują znalezienie optymalnej konfiguracji obu tych polityk dla zapewnienia wzajemnie uzupełniającej się i spójnej *policy mix*. Niebezpieczeństwo nadmiernej zmienności złotego w ERM II bądź też jego kształtowanie się blisko granicy przedziału wahań, może pojawić się w sytuacji:

- ustalenia kursu centralnego na poziomie znacznie odbiegającym od kursu równowagi rynkowej,
- znacznego zadłużenia sektora finansów publicznych, czyli uzależnienie finansowania od kapitału zagranicznego,
- znacznego zadłużenia sektora prywatnego, które może się pojawić, (podobnie jak w krajach, które przeszły kryzysy walutowe) na skutek zmniejszonego ryzyka kursowego⁸.

Obecnie jedynym uczestnikiem systemu ERM II jest Dania. Kraj ten rozpoczął stabilizowanie kursu korony w ramach mechanizmu ERM II z dniem 1 stycznia 1999 roku. Kurs korony nie mógł się odchyłać bardziej niż o $\pm 2,25\%$

⁸ W tym miejscu warto zasygnalizować, iż niepewność uczestników rynku co do tego, jaki przedział wahań kursu będzie respektowany ($\pm 2,25$ czy $\pm 15\%$) przy ocenie kryterium kursowego będzie przysparzała większego ryzyka kursowego. Może to być czynnikiem eliminującym (przynajmniej do pewnego stopnia) pokusę nadużycia, która w krajach dotkniętych kryzysami walutowymi, przejawiała się w tym, iż podmioty krajowe wobec pewności stabilnego kursu walutowego zadłużały się znacznie za granicą bez zabezpieczania się przed ryzykiem kursowym.

od ustalonego parytetu [Jensen, 2002]. Przyjęcie tak wąskiego pasma wahań było możliwe dzięki dobrej sytuacji gospodarki duńskiej oraz znaczącej konwergencji w zakresie wskaźników makroekonomicznych, określonych przez kryteria zbieżności z Maastricht. Szczególnie istotny jest fakt, iż począwszy od roku 1997 Dania notuje nadwyżki budżetu (w 2003 1,5% PKB). Relacja długu publicznego należy natomiast do najniższych w Unii Europejskiej i w 2002 wyniosła tam 45%, przy stopie inflacji równiej 2%. Duże pole manewru, jakie otwiera zdrowy stan finansów publicznych, pozwala w pełni podporządkować politykę pieniężną realizacji celu kursowego. Zwiększa to wiarygodność deklaracji banku centralnego do obrony kursu walutowego. Przy stabilnych finansach publicznych buduje również konieczne, w reżimie kursu stałego, przekonanie uczestników rynku finansowego, że bank centralny będzie skutecznie bronił zadeklarowanego poziomu kursu.

Pozytywny wpływ zaufania rynków finansowych do stabilności postrzeganej przez pryzmat poziomu inflacji, stóp procentowych, finansów publicznych oraz zewnętrznej ocenie na podstawie sytuacji w bilansie płatniczym wystąpił również w Irlandii [Sławiński, 20004]. W tym przypadku uczestnicy rynków finansowych mieli przekonanie co do optymalności realizowanej polityki pieniężnej i fiskalnej. Niebudząca obaw sytuacja finansów publicznych i bilansu płatniczego sprzyjała koncentracji polityki pieniężnej na utrzymaniu stabilnego kursu walutowego. Przeprowadzane interwencje na rynku walutowym przez irlandzki bank centralny były jednocześnie skuteczne i pozwalały na utrzymywanie kursu punta wewnątrz pasma dopuszczalnych wahań.

Zakończenie

Oszacowanie korzyści i kosztów wejścia do strefy euro jest niezmiernie trudne, gdyż w przeważającej mierze nie poddają się one kwantyfikacji. Zarówno znacząca część korzyści, jak i kosztów ma charakter potencjalny, wobec czego można raczej mówić o ewentualnych szansach i zagrożeniach wynikających z tego procesu. Trwałych korzyści należy oczekiwać w dłuższym terminie, podczas gdy potencjalne ryzyko wynikające z pozbycia się instrumentów makroekonomicznego oddziaływania na gospodarkę, będzie największe nie tylko w pierwszych latach uczestnictwa w strefie euro, ale już w momencie pobytu złotego w ERM II. Tempo zbliżania się do momentu, w którym bilans osiągnie nadwyżkę korzyści nad kosztami, będzie jednak zależne od postępów szeroko pojmowanej konwergencji realnej. Zbieżność realna będzie również wsparciem dla procesu konwergencji nominalnej.

W okresie pobytu w systemie ERM II kluczową kwestią będzie realizacja wiarygodnej polityki makroekonomicznej. Dlatego też istotne jest zapewnienie odpowiednio dużej swobody polityce fiskalnej poprzez maksymalne ograniczenie deficytu budżetowego. Niewłaściwie prowadzona polityka fiskalna może bowiem prowadzić do dekonwergencji we wszystkich obszarach poddawanych badaniu w świetle kryteriów zbieżności. Według Międzynarodowego Funduszu

Walutowego poziom długu publicznego do PKB kraju kandydującego do strefy euro nie powinien przekraczać 40-50%, a deficytu budżetowego nie więcej niż 1-2%. Umożliwi to neutralizowanie potencjalnych szoków asymetrycznych oraz ewentualne pogorszenie się warunków w ramach cyklu koniunkturalnego po przyjęciu euro. Wprowadzenie złotego do ERM II powinno więc nastąpić w momencie uzyskania pewności, iż spełnienie kryteriów fiskalnych i monetarnych stawianych przez traktat z Maastricht nie będzie, w trakcie pobytu w mechanizmie kursowym, zagrożone.

Poprzez wymóg zapewnienia stabilnych ram makroekonomicznego środowiska dla gospodarki, w tym głównie zdrowych finansów publicznych, system ERM II stanowi swoiste ultimatum: albo kraj jest dobrze przygotowany do wejścia do strefy euro, co powinno być odzwierciedlone w trwałym spełnieniu kryteriów konwergencji, albo w przypadku braku takiego przygotowania, eksponuje się na ryzyko ataku spekulacyjnego i groźbę zaprzepaszczenia przynajmniej części osiągnięć konwergencji.

Bibliografia

- Backe P., Thimann Ch., [2004], *The Acceding Countries' Strategies Towards ERM II and Adoption of the Euro: An Analytical Review*, ECB Occasional Paper, February.
- Borowski J., [2003], *Wpływ przystąpienia Polski do UGW na handel zagraniczny*, w: Lipiński J., Sławiński A., *Gospodarka Polski przed wejściem do Unii Europejskiej*, PWN, Warszawa.
- Egert B., Kierzkowski R., [2003], *Asymmetric Fluctuation Bands in ERM and ERM-II: Lesson from the Past and Future Challenges for EU Acceding Countries*, William Davidson Institute, Working Paper Number 597, July.
- Egert B., Gruber T., Reninger T., [2003], *Exchange Rate Strategies after EU Accession and Asymmetric Application of the Exchange Rate Criterion*, Focus on Transition 2/2003.
- Fahrholz Ch., [2003], *Bargaining for Costs of Convergence in ERM II*, YouRec Working Paper 01, Berlin.
- Frankel J.A., Rose A.K., [1996], *The Endogeneity of the Optimum Currency Area Criteria*, NBER Working Paper.
- Jensen H., [2002], *Koszty i korzyści płynące z mechanizmu kursowego ERM II: Doświadczenie duńskie*, Konferencja naukowa NBP *Reformy strukturalne a polityka pieniężna*, Falenty 2002, Bank i Kredyt 11-12.
- Koronowski A., Rozkrut M., [2003], *Towards the euro - zone through the ERM II - Countering Fallacies*, Bank i Kredyt 11-12.
- Lutkowski K., [1999], *Unifikacja walutowa Europy a przyszłość złotego*, Bank i Kredyt nr 7-8.
- Lutkowski K., [2003], *O sposobie integracji Polski z obszarem euro. Niektóre dyskusyjne punkty Strategii polityki pieniężnej po 2003*, Bank i Kredyt, lipiec.
- NBP, [2003], *Raport na temat korzyści i kosztów przystąpienia Polski do strefy euro*, Warszawa.
- Oręziak L., [2003a], *Euro - nowy pieniądz*, PWN, Warszawa.
- Oręziak L., [2003b], *Doświadczenia związane z funkcjonowaniem strefy euro*, w: red. Nowak A.Z., Stępnia A., *Strefa euro - wyzwanie dla Polski*, Wydawnictwa Naukowe Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Warszawskiego.
- Papasprou Th., [2004], *EMU strategies: Lesson from Greece in view of EU enlargement*, Paper presented at the Hellenic Observatory, The European Institute, London School of Economics, January.

- Pluciński E., [2004], *Konkurencyjność polskiej gospodarki w warunkach globalizacji – wyzwania dla Polski*, w: (red. Haliżak E., Kuźniar R., Symonides J.) *Globalizacja a stosunki międzynarodowe*, Bydgoszcz-Warszawa.
- Rzeszutek E., [1998], *Euro a polska polityka kursowa*, Bank i Kredyt nr 12.
- Schalder S., [2004], *Charting a Course Toward Successful Euro Adoption*, Finance and Development, IMF.
- Sławiński A., [2004], *Złoty w europejskim mechanizmie kursowym*, Ekonomista nr 2.
- Tchorek G., [2003], *Polska polityka kursowa a przystąpienie do UGW*, w (red. Nowak A.Z., Stepniak A.) *Strefa euro – wyzwanie dla Polski*, Wydawnictwa Naukowe Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Warszawskiego.
- The acceding countries' economies on the threshold of the European Union*, [2004], ECB Monthly Bulletin, February.
- The Economist, [2003], *The euro, trade and growth*.
- The Eurosystem's dialogue with EU accession countries*, [2002], „ECB Monthly Bulletin”.
- Winkler A., Mazzaferro F., Nerlich C. Thimann Ch., [2004], *Official Dollarisation/Euroisation: Motives, Features and Policy Implications of Current Cases*, ECB, Occasional Paper Series No 11/ February.
- Żabińska J., [2004], *Realizacja kryteriów konwergencji warunkiem uczestnictwa Polski w strefie euro*. Materiały konferencyjne. Konferencja naukowa *Polska w strefie euro*, Gdańsk.

NOMINAL AND REAL CONVERGENCE AND THE ZLOTY PARTICIPATION IN ERM II

Summary

A comparison of advantages and costs of joining the euro area reveals some asymmetry. Advantages will accumulate over a long period, while the risk of incurring costs will be the highest in the early period, when the Polish economy is to be susceptible to asymmetrical shocks. This is why optimisation of advantages and minimisation of costs of entry into the EMU require a high degree of real convergence.

At the same time, real convergence progress will to a major extent determine the fulfilment of nominal criteria. Hence, introduction of the zloty into ERM II should occur when it becomes clear that fulfilment of the fiscal and monetary criteria laid down in the Treaty of Maastricht will not be threatened at the time of presence in the exchange rate mechanism. If any criterion is not fulfilled, the period of remaining in ERM II may be extended which seems to be dangerous due to the risk of a speculative attack.

The main thesis of the article may be contained in the statement that reaching a high degree of real convergence is the condition of obtaining the most favourable net effect of currency integration with the euro area. Its sufficiently high level will perform three basic functions: i.e. optimisation of entry into the euro area, minimisation of risks and support for the process of nominal convergence.