

Stefan KAWALEC, Maciej KRZAK*

Polityka kursowa i wzrost gospodarczy**

Wprowadzenie – główne tezy

Uważamy, że problemy polityki monetarnej zagrażają perspektywie wzrostu gospodarczego Polski i zagrożenia tego nie usuną żadne decyzje dotyczące stóp procentowych ani też zmiana wysokości celu inflacyjnego. Postulujemy zmianę ram polityki monetarnej, a konkretnie zmianę mechanizmu kursu walutowego oraz zestawu instrumentów i celów, którymi posługuje się bank centralny.

Polska stoi wobec szansy i jednocześnie konieczności szybkiego wzrostu gospodarczego. Uruchomiony dzięki otwarciu gospodarki mechanizm stopniowego zmniejszania luki w zakresie wydajności pracy w stosunku do Europy Zachodniej stwarza naszemu krajowi potencjalną szansę na utrzymanie w najbliższej dekadzie tempa wzrostu gospodarczego znacznie wyższego niż średnia dla krajów Unii Europejskiej (UE). Jeśli jednak szansa ta nie zostanie właściwie wykorzystana i tempo wzrostu PKB w Polsce nie będzie wyraźnie szybsze niż w UE, to trudny do powstrzymania proces zmniejszania luki w zakresie wydajności pracy powodować będzie dalszy wzrost bezrobocia w naszym kraju. Spowolnienie tempa wzrostu gospodarczego może również zagrozić perspektywie integracji z Unią Europejską.

Najpoważniejszym zagrożeniem dla wzrostu gospodarczego byłaby realizacja „scenariusza krótkowzrocznego” oznaczającego wyhamowanie reform strukturalnych i prywatyzacji, utrzymywanie barier protekcyjnych i regulacji ograniczających elastyczność rynku pracy oraz zwiększanie wydatków i deficytu budżetowego. Jeśli realizacja scenariusza krótkowzrocznego podetnie fundamenty rozwoju gospodarki, to godziwego wzrostu gospodarczego nie zapewni żadna polityka monetarna i mechanizm kursu walutowego.

Odrębnym, samoistnym zagrożeniem, które może się ziścić również w warunkach kontynuacji reform strukturalnych i przy zdrowej polityce fiskalnej, jest **niebezpieczeństwo zdławienia wzrostu gospodarczego przez nadmierne umocnienie waluty** („choroba holenderska”). Jest to bardzo prawdopodobne w przypadku utrzymywania obecnego mechanizmu kursowego (czysty kurs płynny) i perspektyw dużego napływu kapitału wobec spodziewanego człon-

* Autorzy są pracownikami Banku Handlowego S.A. w Warszawie.

** Tekst jest wyłącznie wyrazem poglądów osobistych autorów. Pierwsza wersja tekstu ukazała się w Internecie pod adresami: www.gazeta.pl/ oraz www.expander.pl/, jednocześnie z opublikowaniem skróconej wersji [Kawalec i Krzak, 2001].

kostwa w UE. Przy obecnym mechanizmie kursowym, w warunkach swobody przepływów kapitałowych, bank centralny skazany jest na szamotaninę, gdyż posługuje się tylko jednym instrumentem (stopy procentowe) wywołującym silne skutki uboczne (napływ kapitału, aprecjację waluty) ograniczające możliwość jego stosowania. Bowiern podwyżka stóp (zastosowana jako lekarstwo na nadmierny popyt wewnętrzny i mogący doprowadzić do kryzysu walutowego wzrost deficytu obrotów bieżących) stymuluje napływ kapitału krótkoterminowego i realną aprecjację złotego, co w nieco dłuższym okresie odbija się negatywnie na bilansie handlowym i saldzie obrotów bieżących. Dlatego można oczekiwać niejednej jeszcze radykalnej zmiany stóp procentowych i zarzutów, że polityka banku centralnego dławi gospodarkę i jest samoistnym źródłem niestabilności makroekonomicznej.

Uważamy, że należy odejść od obecnego systemu kursowego. Istnieją dwie warte rozważenia alternatywy. Jedna, to twarde związanie obowiązującej w Polsce waluty z euro poprzez szybkie zastąpienie złotego euro lub poprzez system tzw. izby walutowej (*currency board*). Drugą alternatywą jest pozostawienie złotego, lecz odejście od obecnej doktryny, w której bank centralny jest obojętny wobec wartości kursu walutowego i wprowadzenie systemu kierowanego kursu płynnego (*managed float*).

Uważamy, że przy obecnym przewartościowanym kursie złotego i niedowartościowanym kursie euro twarde związanie naszej waluty z euro miałyby niekorzystne skutki makroekonomiczne. Twarde związanie złotego z euro powinno nastąpić w chwili, gdy kurs złotego przestanie być przewartościowany i najlepiej w momencie, gdy euro będzie znacznie silniejsze niż dzisiaj.

Do czasu wprowadzenia euro należy posługiwać się mechanizmem kierowanego kursu płynnego i prowadzić politykę „elastycznego kontrolowania aprecjacji”. Rozumiemy przez to politykę, w której bank centralny śledzi poziom realnego efektywnego kursu złotego, przy czym nie podejmuje żadnych interwencji dla podtrzymania wartości złotego, natomiast stara się przeciwdziałać jeżeli złoty staje się zbyt mocny. Instrumenty, jakimi można się posługiwać dla powstrzymania nadmiernej aprecjacji, to:

- interwencja walutowa,
- rozwiązania parapodatkowe hamujące napływ kapitału krótkoterminowego,
- kontrola ryzyka walutowego instytucji finansowych i firm niefinansowych zaciągających duże zobowiązania zagraniczne,
- stopy procentowe.

Zarówno możliwości posługiwania się, jak i skuteczność każdego z wymienionych instrumentów są ograniczone. Zsynchronizowane posługiwanie się kilkoma instrumentami daje jednak możliwość uzyskania znaczącego wpływu na realny kurs walutowy, a także paradoksalnie większej niż dzisiaj skuteczności w realizacji celu inflacyjnego.

Mechanizm kierowanego kursu płynnego stwarza naszym zdaniem najlepsze możliwości utrzymania w średnim okresie wysokiej stopy wzrostu gospodarczego. Jednocześnie mechanizm ten rodzić może pokusę koniunkturalnego

nadużycia większego zakresu swobody w polityce monetarnej, ze szkodą dla stabilizacji gospodarki i tempa wzrostu w średnim i długim okresie. Dlatego w warunkach kierowanego kursu płynnego jeszcze większego znaczenia nabiera wymóg niezależności banku centralnego.

Szansa szybkiego wzrostu i consensus w sprawie zagrożenia podstawowego

Zagrożenie podstawowe – „scenariusz krótkowzroczny”

Wśród części ekonomistów panuje zgoda, iż najpoważniejszym zagrożeniem byłaby realizacja „scenariusza krótkowzrocznego”¹ oznaczającego wyhamowanie reform strukturalnych i prywatyzacji, utrzymywanie barier protekcyjnych i regulacji ograniczających elastyczność rynku pracy oraz zwiększanie wydatków i deficytu budżetowego. Niezwykle pouczająca jest w tym zakresie przeprowadzona przez [Witolda Orłowskiego, 1996] analiza doświadczeń relatywnie ubogich krajów, które przystąpiły do UE w latach 1970 i 1980, tj. Irlandii, Grecji, Hiszpanii i Portugalii. Trzy spośród tych krajów Irlandia, Hiszpania i Portugalia po przystąpieniu do UE osiągały tempo wzrostu gospodarczego wyższe niż średnia dla UE. Natomiast Grecja przez kilkanaście lat po przystąpieniu do UE rozwijała się wolniej niż kraje UE i tym samym dystans między krajami UE i uboższą Grecją zamiast zmniejszać się, dalej się powiększał. Grecja rozwijała się wolniej, mimo że otrzymywała w tym czasie bardzo wysoką pomoc z Unii Europejskiej, która w relacji do PKB była co prawda niższa niż w Irlandii, lecz wyższa niż w Portugalii i znacznie wyższa niż w Hiszpanii. Skumulowana wartość transferowych środków pomocowych z UE w ciągu pierwszych 12 lat członkostwa wyniosła w Grecji ponad 40% PKB. Nastąpił tam jednak spadek oszczędności krajowych i wielkie transfery z Unii Europejskiej zostały „przejedzone”. Polityka gospodarcza Grecji po przystąpieniu do UE była klasycznym przypadkiem realizacji „scenariusza krótkowzrocznego”. Doświadczenie to pokazuje, że o wykorzystaniu szansy przyspieszenia wzrostu, jaką uboższym krajom daje członkostwo w UE, decyduje nie skala transferów, lecz właściwa lub niewłaściwa polityka gospodarcza.

Brak konsensusu w sprawie właściwej polityki monetarnej i kursowej

Z konsensusem – istniejącym co najmniej na poziomie poglądów teoretycznych – w sprawie szkodliwości realizacji „scenariusza krótkowzrocznego” kontrastuje zasadnicza rozbieżność poglądów w kwestii wyboru właściwej polityki monetarnej i kursowej. Dlatego sprawie tej poświęcamy szczególną uwagę.

¹ Zgodnie z typografią przedstawioną w [Czyżewski, Orłowski, Zienkowski, 1998].

Zakwestionowanie „podejścia dwubiegunowego” dopuszczającego tylko skrajne mechanizmy kursowe

Kryzysy walutowe lat 90. (przede wszystkim kryzys Europejskiego Mechanizmu Walutowego w latach 1992-1993, kryzys meksykański 1995 r. i kryzys azjatycki w 1997 r.) pokazały, że – w warunkach swobody przepływów kapitałowych – waluty o kursach nominalnie usztywnionych, są łatwymi obiektami ataków spekulacyjnych i tym samym narażają kraje na niebezpieczeństwo kryzysu. Ukształtował się w związku z tym pogląd, który można określić jako „podejście dwubiegunowe”². Zgodnie z tym podejściem, aby uniknąć niebezpieczeństwa kryzysu walutowego należy wybrać jedno z dwóch rozwiązań skrajnych: albo kurs upłynnić, tak by bez oporu dostosowywał się do aktualnego zachowania rynku, albo „utwardzić”, tak by było wiadomo, że wytrzyma każdy nacisk. „Utwardzenie” kursu walutowego nastąpić może poprzez system tzw. izby walutowej (*currency board*) – gdy emisja waluty krajowej opiera się na 100% pokryciu w rezerwach w walucie obcej, do której jest przywiązany kurs waluty krajowej – lub poprzez zastąpienie własnej waluty walutą obcą np. dolarem (tzw. dolaryzacja) lub euro (tzw. euroizacja).

Wydawało się, że podejście dwubiegunowe – zostało dość szeroko zaakceptowane w teorii i w praktyce polityki gospodarczej [Summers, 2000]. Faktyczne jego zastosowanie w polityce kursowej okazało się znacznie bardziej ograniczone, niż to się mogło wydawać na podstawie oficjalnych deklaracji władz monetarnych, o czym mówimy szerzej poniżej.

Podejście dwubiegunowe jest również od pewnego czasu kwestionowane w pracach teoretycznych [Frankel, 1999]. John Williamson w pracy, na którą wielokrotnie będziemy się powoływać [Williamson, 2000, por. także *The Economist*, 2000] podkreśla, że rozwiązania proponowane w podejściu dwubiegunowym uniemożliwiają lub utrudniają utrzymywanie odpowiedniej konkurencyjności kursu walutowego, bez czego nie jest możliwe osiągnięcie przez gospodarkę wschodzące wysokiego tempa wzrostu gospodarczego w długim okresie.

Zwolennicy podejścia dwubiegunowego powołują się często na znane ekonomistom twierdzenie o „niemożliwej trójcy” (*impossible trinity*), zgodnie z którym nie można jednocześnie mieć trzech rzeczy: swobody przepływu kapitałów, stałego kursu waluty krajowej i możliwości prowadzenia suwerennej polityki pieniężnej (kształtowania stóp procentowych). Wywodzi się z tego tezę, że w warunkach globalizacji i swobody przepływów kapitałowych wewnętrznie spójne są tylko rozwiązania dopuszczone przez podejście dwubiegunowe:

² W [Kawalec i Krzak, 2001] używaliśmy terminu „pogląd dwubiegunowy” wymiennie z określeniem „nowa ortodoksja”. Tutaj rezygnujemy z posługiwania się tym drugim terminem przyjmując uwagę [Marka Dąbrowskiego, 2001], że ponieważ w języku polskim nie jest to określenie emocjonalnie obojętne, jego stosowanie może utrudniać rzeczową dyskusję. Z tych samych względów stosowane w [Kawalec, Krzak, 2001] określenie „doktrynalny kurs płynny” zastępujemy tutaj terminem „czysty kurs płynny”.

kurs płynny (gdzie w zamian za rezygnację z kontroli kursu walutowego uzyskujemy możliwość suwerennego kształtowania polityki pieniężnej) oraz „utwardzony” kurs stały (gdzie ceną za stabilność kursu walutowego jest utrata możliwości suwerennego prowadzenia polityki pieniężnej). [Karol Lutkowski, 2000] zwraca uwagę, że teza ta opiera się na założeniu doskonałej substytucyjności aktywów krajowych i zagranicznych, co pozwala inwestorom swobodnie wybierać aktywa oferujące najwyższy dochód. Lutkowski zauważa, że założenie to nie jest w pełni adekwatne do sytuacji gospodarki polskiej, ze względu na percepcję wyższego ryzyka inwestowania w naszym kraju. Stwarza to nieco przestrzeni dla autonomicznej polityki pieniężnej.

[Williamson, 2000] zwraca uwagę, że z zasady „niemożliwej trójcy” nie wynika wcale, że z trzech niemożliwych do pogodzenia elementów trzeba wybrać dwa, a z jednego całkowicie zrezygnować. Uważa, że możliwy jest kompromis, w którym każdy z tych elementów trochę się poświęca, lecz nie rezygnuje się z żadnego. Zdaniem Williamsona zasadne jest poszukiwanie rozwiązania pośredniego, które umożliwi krajom wpływanie na kurs walutowy, przy zachowaniu możliwości kształtowania polityki pieniężnej i bez narażania się na ryzyko kryzysu walutowego.

[Stanley Fischer, 2001], który jako osoba nr 2 w MFW był aktywnym propagatorem podejścia dwubiegunowego przyznaje, że jest ono nieco przesadzone. Obecnie Fischer do rozwiązań możliwych do zastosowania w warunkach otwarcia na międzynarodowe przepływy kapitałowe zalicza także kursy płynne kierowane, a nawet pełzający kurs z szerokim pasmem wahań, jaki nie tak dawno miała jeszcze Polska. Za rozwiązania niebezpieczne, których w takich warunkach należy unikać, uznaje kursy usztywnione, jeśli nie są odpowiednio utwardzone.

„Będę argumentował, że propagatorzy tego co obecnie znane jest jako pogląd dwubiegunowy – ze mną włącznie – dla osiągnięcia większego efektu prawdopodobnie przesadnie sformułowali swoje stanowisko. Za słuszne uważam stwierdzenie, że: w krajach otwartych na międzynarodowe przepływy kapitałowe: (i) kursy nominalnie usztywnione nie dają się trwale utrzymać (*are not sustainable*), jeśli nie są bardzo dobrze utwardzone; lecz (ii) istnieje duża różnorodność możliwych elastycznych rozwiązań kursowych; oraz (iii) należy oczekiwać, że polityka w większości krajów nie będzie obojętna wobec ruchów kursu walutowego. Przedstawiając to graficznie, jeśli mechanizmy kursu walutowego leżą wzdłuż linii łączącej kurs płynny z lewej strony z mechanizmem izby walutowej (*currency board*), dolaryzacją (Fischer używa terminu dolaryzacja dla określenia sytuacji, gdy kraj rezygnuje z własnej waluty i wprowadza obcą walutę – niekoniecznie dolara – jako legalny środek płatniczy – S.K. i M.K) lub unią walutową po prawej, to intencją nie było usunięcie wszystkiego z wyjątkiem krańców, lecz raczej ogłoszenie, że nie do utrzymania jest segment linii reprezentujący różnorodne rozwiązania z kursem usztywnionym, lecz nie utwardzonym.

Takie sformułowanie uwzględnia wszystkie trzy przedstawione wyżej stanowiska. Dla krajów otwartych na przepływy kapitałowe, pozostawia ono sze-

roki zakres rozwiązań od kursu płynnego do rozmaitych pełzających pasm o dużych szerokościach, a następnie rozwiązania z utwardzonym kursem sztywnym trwale dzięki zobowiązaniu do bardzo wiarygodnej polityki, w szczególności mechanizm izby walutowej i rezygnacja z narodowej waluty, lecz także mniej formalne mechanizmy, które okazały się bardzo twarde, tak jak w Holandii i w Austrii przed EMU (Europejską Unia Monetarną). Dla krajów jeszcze nie otwartych na międzynarodowe przepływy kapitałowe, sformułowanie to dopuszcza wszystkie systemy kursowe. A poprzez zaznaczenie, że kraje prawdopodobnie nie będą obojętne na zachowanie się kursu walutowego, powyższe stwierdzenie pozostawia miejsce dla argumentów uzasadniających obawę przed kursem płynnym.

Powstaje pytanie, jak scharakteryzować rozwiązania, które należy wykluczyć. Odpowiedź jest następująca: w krajach otwartych międzynarodowe przepływy kapitału wykluczone są systemy kursowe, przy których postrzega się, że władze są zobowiązane do obrony konkretnego kursu waluty lub wąskiego zakresu wartości kursu, lecz władze nie podjęły odpowiednich zobowiązań instytucjonalnych, które ograniczają swobodę polityki pieniężnej i umożliwiają podporządkowanie jej jednemu celowi, jakim jest obrona kursu. W istocie, wykluczone rozwiązania to: kurs stały (*fixed peg*), kurs sztywny dostosowywany (*adjustable peg*) i systemu dopuszczające wahanie kursu walutowego w wąskim paśmie (*narrow band exchange rate systems*)³ [Fischer, 2001, s. 2-3].

Dlaczego nie kurs płynny

Pozorna płynność kursów

Zestawienia Międzynarodowego Funduszu Walutowego wskazywały na odchodzenie krajów od pośrednich mechanizmów kursowych i wzrost liczby krajów posługujących się kursem płynnym. W 1991 r., spośród 159 krajów ujętych w zestawieniach zdecydowana większość (62%) deklarowała stosowanie pośrednich mechanizmów kursowych; 23% krajów deklarowało posiadanie kursu płynnego i 16% – kursu stałego utwardzonego (*hard peg*). W 1999 r., wśród 185 krajów, stosowanie rozwiązań pośrednich deklarowało już tylko 34% krajów; największą grupę (42%) stanowiły kraje deklarujące stosowanie kursu płynnego, a udział krajów stosujących kurs stały utwardzony wzrosła do 24% [Fischer, 2001, rysunek 1]. Kraje deklarujące stosowanie rozwiązań skrajnych, zalecanych przez podejście dwubiegunowe, stanowiły więc w 1999 r. w sumie 66% całej populacji.

³ Cytat ten przytaczamy w związku z zaskakującym zarzutem [Marka Dąbrowskiego, 2001], iż w tekście [Kawalec, Krzak, 2001] przejęliśmy za [Williamsonem, 2000] nierzetelne zreferowanie poglądów Fischera. Dąbrowski nie wyjaśnił przy tym na czym ta rzekoma nierzetelność polega. Nawiązanie do poglądów Fischera w [Kawalec, Krzak, 2001] było podobne jak tutaj w akapicie poprzedzającym cytat. Ponadto nie pochodzi ono z tekstu [Williamsona, 2000], który w ogóle przytoczonych tu zmodyfikowanych poglądów Fischera nie omawia.

[Guillermo Calvo i Carmen Reinhart, 2000] wykazali jednak, że w większości krajów deklarujących posiadanie kursu płynnego (*floating*), kurs faktycznie wcale nie jest płynny. Calvo i Reinhart przyjęli, że waluty, które można uznać zasadniczo za płynne to dolar amerykański i japoński jen. Następnie przeanalizowali zmienność kursu walutowego, rezerw walutowych, stóp procentowych i bazy monetarnej w krajach deklarujących posiadanie kursu płynnego w porównaniu ze zmiennością tych wielkości w USA i Japonii.

Można by było oczekiwać, że w warunkach płynności, kursy walut mniejszych gospodarek podlegać będą większym wahaniom niż kursy dolara i jena. Wszelako okazało się, że jest odwrotnie. Rzekomo płynne kursy badanych przez Calvo i Reinharta walut⁴ podlegały znacznie mniejszym miesięcznym fluktuacjom niż kurs dolara (względem marki) i kurs jena (względem dolara).

W warunkach kursu płynnego poziom rezerw walutowych kraju powinien być dość stabilny – zmiany poziomu rezerw wyrażone w dolarze wynikać mogą bowiem tylko z dwóch przyczyn: zmiany kursów krzyżowych (i wywołanej tym zmiany wyceny aktywów denominowanych w walutach innych niż dolar) oraz naliczenia odsetek od lokat. Wpływ zmiany kursów krzyżowych na wartość rezerw jest tym większy, im większy procent rezerw danego kraju jest denominowany w walutach innych niż dolar. Wpływ ten powinien więc być największy w USA, gdzie z definicji całość rezerw walutowych jest denominowana w walutach innych niż dolar. Można by więc oczekiwać, że fluktuacja rezerw walutowych w krajach mających płynny kurs walutowy będzie mniejsza niż w USA. Przypuszczenie to okazało się prawdziwe tylko w odniesieniu do Japonii, której rezerwy wyrażone w dolarze są bardziej stabilne niż rezerwy USA. Natomiast w pozostałych badanych krajach deklarujących posiadanie kursów płynnych poziom rezerw walutowych podlega większym fluktuacjom niż w USA i Japonii. Fluktuacje stóp procentowych i bazy monetarnej są w badanych krajach również większe niż w USA i Japonii.

Wytlumaczenie tych wyników analiz statystycznych przeprowadzonych przez Calvo i Reinhart jest dość proste: badane kraje, choć deklarują kurs płynny, w rzeczywistości starają się stabilizować kurs poprzez interwencję walutową, a także politykę stóp procentowych i operacje na rynku pieniężnym. Przez to zmienność kursu walutowego jest tam mniejsza, a zmienność rezerw walutowych, stóp procentowych i bazy monetarnej większa niż w krajach o faktycznie płynnym kursie tj. USA i Japonii. Calvo i Reinhart stwierdzają, że powszechna jest obawa krajów przed kursem płynnym i błędne jest wrażenie masowego odchodzenia krajów od pośrednich rozwiązań kursowych⁵.

⁴ Kursy względem marki w przypadku walut europejskich i kursy względem dolara dla walut z innych kontynentów, por. [Calvo, Reinhart, 2000, s. 11-12].

⁵ [Bratkowski i Rostowski, 2001a] odczytali omówienie artykułu [Calvo i Reinhart, 2000] w naszym tekście [Kawalec i Krzak, 2001] jako sugestię, że praca Calvo i Reinhart jest obroną kursu kierowanego. Sugestia taka nie była naszą intencją. Zgadza się z [Bratkowskim i Rostowskim, 2001], iż stwierdzenie, że większość tzw. kursów płynnych to kursy kierowane nie oznacza samo przez się, że pożądane jest sterowanie kursem.

Uzasadniona obawa przed płynnym kursem

Zdaniem [Johna Williamsona, 2000] obawa przed pełnym upłynnieniem kursu jest uzasadniona. Kurs płynny cechują długie okresy znacznych odstępstw od poziomu zgodnego z fundamentami makroekonomicznymi. Przykładem są wahania dolara względem marki i jena. W 1975 r. kurs dolara wyrażony w marce niemieckiej wynosił 3,5 marki, pięć lat później dwa razy mniej tj. 1,7 marki, po kolejnych pięciu latach w 1985 r. z powrotem 3,4 marki, po siedmiu latach w 1992 r. spadł do 1,4 marki, a obecnie wynosi ok. 2,3 marki. Kurs dolara względem jena, który w 1985 r. wynosił 250 jenów, w dziesięć lat później w 1995 r. był już na poziomie ponad trzykrotnie niższym i wynosił 78 jenów, następnie w ciągu trzech lat wzrósł prawie dwukrotnie – do poziomu 148 jenów, później spadł do poziomu 105 jenów, a obecnie wynosi ok. 120 jenów [Mundell, 2001].

Duże i długotrwałe odchylenia realnej wartości kursu walutowego prowadzą to skrzywienia alokacji zasobów pracy i kapitału w średnim okresie np. zbytniej rozbudowy sektora eksportowego podczas przedłużonych epizodów osłabienia waluty albo odwrotnie do zdławienia wzrostu w okresach silnego przewartościowania waluty.

[Williamson, 2000] twierdzi, że utrzymywanie przez długi okres wysokiego tempa wzrostu gospodarczego wymaga utrzymywania odpowiedniego poziomu konkurencyjności kursu walutowego, co nie jest możliwe w przypadku kursu płynnego w warunkach wysokiej mobilności kapitału. Przypomina, że utrzymywanie konkurencyjnego kursu walutowego wymieniane jest jako jeden z istotnych czynników niemal we wszystkich analizach wyjaśniających przyczyny „cudu wschodnioazjatyckiego”, czyli szybkiego wzrostu gospodarek Azji Południowo-Wschodniej przez okres 25 lat poprzedzających kryzys z 1997 r. Można dodać, że utrzymywanie konkurencyjnego kursu walutowego było jednym ze składników zarówno niemieckiego, jak i japońskiego „cudu gospodarczego” w latach 1950 i 1960.

Williamson opisuje mechanizm, który wyklucza możliwość długotrwałego utrzymania wysokiego tempa wzrostu w warunkach płynnego kursu walutowego i swobody przepływów kapitałowych. W takich warunkach kraj, który ma solidne podstawy rozwoju i wchodzi na ścieżkę szybkiego wzrostu gospodarczego zostanie szybko zalany napływem kapitału, co spowoduje aprecjację miejscowej waluty i podważenie konkurencyjności branż wytwarzających dobra będące przedmiotem handlu międzynarodowego (*tradables*). Spowoduje to albo wyhamowanie inwestycji i powstrzymanie boomu, albo też inwestycje skierują się do branż wytwarzających dobra nie będące przedmiotem handlu międzynarodowego (*nontradables*), co uczyni boom tak niezrównoważonym, że w nieco dłuższym okresie wygaśnie wskutek kryzysu bilansu płatniczego.

[Williamson, 2000, s. 21-22] analizuje wszystkie epizody szybkiego wzrostu gospodarczego (tj. wzrostu PKB w tempie co najmniej 6% średniorocznie przez okres co najmniej 3 lat) odnotowane w świecie od roku 1980 w krajach o ludności nie mniejszej niż 5 milionów. Spośród 33 takich epizodów, 19

miało miejsce w krajach stosujących kurs sztywny (w tym w dwóch przypadkach był to kurs utwardzony poprzez mechanizm izby emisji pieniądza), 12 w krajach stosujących systemy kursu krocącego, krocącego pasma lub kursu kierowanego. Tylko dwa epizody (Peru 1993-1995 i Uganda 1993-1996) miały miejsce w warunkach kursu płynnego, lecz w obu tych przypadkach płynność kursu budzi wątpliwości w świetle omawianej wyżej analizy Calvo i Reinhart.

Mechanizm kursu płynnego w Polsce

Obecny system kursu walutowego w Polsce określić można jako „czysty kurs płynny”⁶. Bank centralny nie dokonuje interwencji na rynku walutowym i posługuje się tylko jednym instrumentem polityki monetarnej tj. regulowaniem stóp procentowych. Ten instrument, w warunkach swobody przepływów kapitałowych, wywołuje silne skutki uboczne ograniczające możliwość jego skutecznego stosowania. Podwyżka stóp procentowych stymuluje napływ kapitału krótkoterminowego i powoduje umocnienie złotego, co ułatwia zbitcie inflacji – czasami szybciej i głębiej niż planowano – lecz w nieco dłuższym okresie odbija się negatywnie na bilansie handlowym i saldzie obrotów bieżących⁷. Z kolei obniżenie stóp procentowych powoduje częściowy odpływ kapitału krótkoterminowego i osłabienie złotego, co wzmacnia efekt ożywienia, lecz bardzo szybko może spowodować nawrót inflacji. Sterowanie polityką monetarną w tych warunkach przypomina trochę ciągnięcie wyladowanego ludźmi wózka za pomocą długiej silnie sprężynującej gumowej liny, po nierównym terenie. Utrzymanie zadanej prędkości wózka byłoby w takiej sytuacji podobnie trudne, jak dziś trafienie przez NBP w cel inflacyjny. Zaś uniknięcie złorzeżeń i przekleństw pasażerów na nierówną i niebezpieczną jazdę, a jednocześnie zbyt wolne posuwanie się, jest równie trudne, jak uniknięcie przez Radę Polityki Pieniężnej zarzutów, że jej polityka dławi gospodarkę i jest samoistnym źródłem niestabilności makroekonomicznej.

Twarde związanie polskiej waluty z euro

[Andrzej S. Bratkowski i Jacek Rostowski, 1999a i 1999b] zwracają uwagę na problemy związane z funkcjonowaniem gospodarki w warunkach zmienności kursu i postulują jak najszybsze zastąpienie złotego przez euro, choćby w drodze jednostronnej euroizacji. Termin euroizacja oznacza tu zastąpienie waluty narodowej i wprowadzenie do obiegu euro jako prawnego środka płatniczego, bez uzyskania członkostwa w EUM, przy czym Bratkowski i Rostow-

⁶ Odstępstwem od podręcznikowego paradygmatu kursu płynnego jest oczywiście istnienie specjalnego rachunku dewizowego rządu w NBP, na który wpływa część dewizowych przychodów z prywatyzacji. Zwraca również na to uwagę [Lutkowski, 2001, s. 5].

⁷ W roku 2001 w Polsce restrykcyjna polityka monetarna przyczyniła się istotnego ograniczenia deficytu obrotów bieżących, lecz kosztem zahamowania wzrostu gospodarczego.

ski proponują euroizację jako etap w drodze do EMU. Uważają, że euroizacja jest rozwiązaniem lepszym od systemu izby walutowej (*currency board*), gdyż posiada wszystkie zalety tego poprzedniego, lecz jest bardziej wiarygodna, a przez to bardziej skuteczna i trwała. Oczekiwane przez nich korzyści z euroizacji to: usunięcie obawy kryzysu walutowego, obniżenie inflacji i stóp procentowych, zwiększenie możliwości absorpcji kapitału zagranicznego i w efekcie przyspieszenie wzrostu gospodarczego.

Poniżej omawiamy niektóre ekonomiczne aspekty euroizacji, przy czym analogiczne uwagi odnoszą się również do związania waluty polskiej z euro poprzez system izby walutowej.

Problem „pożyczkodawcy ostatniej szansy”

[Bratkowski i Rostowski, 1999 a i b] przyznają, że w przypadku euroizacji poważnym problemem jest ograniczenie możliwości pełnienia przez NBP roli „pożyczkodawcy ostatniej szansy” dla banków⁸. Zauważają jednak, że obecne rezerwy walutowe w wysokości 27 miliardów USD są ponad dwukrotnie większe od masy pieniądza rezerwowego. Zatem po wymianie na euro pieniądza gotówkowego i zobowiązań złotych NBP wobec banków, w NBP pozostanie kwota kilkunastu miliardów USD, która stanowić może fundusz rezerwowy, z którego NBP mógłby udzielać wsparcia płynnościowego bankom w razie paniki bankowej. Wielkość Funduszu byłaby porównywalna z wartością depozytów bieżących i stanowiłaby około jednej czwartej ogółu depozytów, co zdaniem Bratkowskiego i Rostowskiego powinno wystarczyć zawiązką. Przyznają jednak, że w przypadku pojawienia się pozytywnych skutków euroizacji w postaci obniżenia stóp procentowych i napływu kapitału, nastąpić może nadmiernie szybki wzrost kredytu, którego nie będzie można opłacać ze względu na brak wpływu NBP na stopy procentowe⁹. Może to spowodować pogorszenie jakości aktywów banków i grozić wywołaniem kryzysu finansowego. Wobec szybkiego wzrostu sektora bankowego wspomniane początkowe relacje wielkości funduszu rezerwowego do wartości depozytów mogą się istotnie zmniejszyć i fundusz może się okazać niewystarczający. W odpowiedzi Rostowski twierdzi, że euroizacji nie można wprowadzić z dnia na dzień, lecz trzeba się do niej przygotować m.in. poprzez wzmocnienie nadzoru bankowego i ewentualne zaostrzenie reguł ostrożnościowych¹⁰. [Bratkowski i Rostowski, 2001, s. 13] zwracają również uwagę, że większość aktywów bankowych w Polsce znajduje się w bankach kontrolowanych przez zagranicznych inwestorów strategicznych i można oczekiwać, że zagraniczni właściciele w razie potrzeby udzielą tym bankom niezbędnego wsparcia płynnościowego.

⁸ Ten sam problem występuje w przypadku systemu izby walutowej – S.K. i M.K.

⁹ Por. wypowiedź Andrzeja Sławińskiego w [Zeszyty BRE Bank – CASE, 2001].

¹⁰ Por. wypowiedź Jacka Rostowskiego w [Zeszyty BRE Bank – CASE, 2001].

Utrata suwerenności w polityce pieniężnej i kursowej

Utwardzenie kursu walutowego poprzez system izby walutowej lub zastąpienie waluty własnej obcą (euroizacja lub dolaryzacja) pozbawia kraj suwerenności w prowadzeniu polityki monetarnej i kursowej. Pozbawia to możliwości amortyzowania szoków i dostosowywania polityki monetarnej do stanu koniunktury. Może to być bardzo dotkliwe w przypadku, gdy oddziaływanie szoków makroekonomicznych i dynamika koniunktury są w danym kraju istotnie różna niż w ośrodku decydującym o polityce monetarnej banku centralnego emitującego walutę odniesienia. Polska jest dużą gospodarką o mało elastycznych placach i mało elastycznym rynku pracy. Jednocześnie mobilność pracowników między Polską i krajami UE będzie prawdopodobnie jeszcze przez co najmniej kilka lat ograniczona przez bariery prawne. W tej sytuacji twarde związanie polskiej waluty z euro poprzez euroizację lub system izby walutowej byłoby ryzykowne.

Wart uwagi jest przykład Argentyny, która od dziesięciu lat ma system izby walutowej twardo związuący peso z dolarem. Sztywny kurs peso wobec dolara i brak swobody prowadzenia polityki pieniężnej przyczynił się w ostatnich latach do poważnych problemów gospodarki argentyńskiej. W 1998 r. odbiła się na Argentynie recesja na najważniejszym rynku eksportowym, jakim jest dla tego kraju Brazylia. Następnie dewaluacja brazylijskiego reala w 1999 r. dodatkowo pogorszyła konkurencyjność cenową argentyńskiego eksportu. Tych szoków Argentyna związana regulami systemu izby walutowej nie mogła zamortyzować ani korektą kursu walutowego, ani rozluźnieniem polityki pieniężnej. Na domiar złego zaczął się wkrótce wzmacniać dolar przez co, zamiast pożądanego wówczas osłabienia argentyńskiej waluty, nastąpił znaczny wzrost wartości peso. Efektem tego jest deflacja, trwająca już trzeci rok recesja i wzrost bezrobocia. Jednocześnie oprocentowanie obligacji rządowych jest ponad 10 punktów procentowych wyższe niż w USA, ze względu na ryzyko niewypłacalności. Aby zapobiec katastrofie MFW udzielił Argentynie olbrzymiej pożyczki, lecz Argentyna wciąż znajduje się na krawędzi załamania.

Czy przykład ten powinien być ostrzeżeniem dla Polski? Na pierwszy rzut oka wydawać się może, że niebezpieczeństwo związania polskiej waluty z euro jest bez porównania mniejsze niż związania waluty argentyńskiej z dolarem. W przypadku Argentyny tylko około 10% eksportu trafia do krajów ze strefy dolara. Silna aprecjacja dolara powodowała więc pogorszenie konkurencyjności 90% argentyńskiego eksportu. W Polsce na kraje strefy euro przypada 58% eksportu, a więc silna aprecjacja euro zagroziłaby konkurencyjności 42% naszego eksportu, co stanowi odsetek ponad dwa razy mniejszy niż w Argentynie w sytuacji aprecjacji dolara. Jednakże w Polsce relacja eksportu do PKB jest znacznie większa niż w Argentynie (odpowiednio 16% i 8%). W efekcie polski eksport do krajów poza strefą euro stanowi w relacji do PKB 7%, to jest dokładnie tyle, ile przed ostatnią recesją wynosił argentyński eksport

do krajów spoza strefy dolarowej¹¹. Oznacza to, że w przypadku twardego związania waluty polskiej z euro, wpływ silnej aprecjacji euro na gospodarkę polską może być porównywalny z wpływem aprecjacji dolara na gospodarkę argentyńską.

Przypadek Argentyny przytaczamy nie po to, by uzasadnić tezę, że w systemie utwardzenia kursu walutowego kraj nie może się szybko rozwijać, gdyż tezy takiej nie stawiamy. W pewnych okolicznościach system utwardzonego kursu może stworzyć dla kraju bardzo korzystne warunki wzrostu. Problem polega na tym, że w przypadku niesprzyjających okoliczności zewnętrznych utwardzony kurs walutowy stać się może silnym hamulcem dla gospodarki. Zaś wyjście z takiego systemu jest trudne i w warunkach kryzysu grozi pogłębieniem destabilizacji gospodarki.

Niebezpiecznie byłoby przejść na euro przy obecnych relacjach kursowych

Przy dzisiejszym kursie 4,07 PLN za 1 dolara i 3,62 PLN za 1 euro¹² złoty jest według różnych ocen przewartościowany¹³. Natomiast euro przy obecnym kursie 0,89 USD jest według różnych szacunków niedowartościowane o 10-35%¹⁴. Warto przypomnieć, że przed dwoma laty [Bratkowski i Rostowski, 1999b] w swoim scenariuszu euroizacji projektowali wprowadzenie euro w miejsce złotego w roku 2001 po kursie przeliczeniowym 5 zł za euro. Przy dzisiejszym kursie złoty jest o blisko 40% silniejszy względem euro niż przy relacji wymiany projektowanej w ich scenariuszu.

Biorąc pod uwagę przytoczone wcześniej doświadczenia średniookresowych wahań kursów dolar/jen i dolar/marka, wzrost wartości euro o dobre kilkadziesiąt procent w ciągu najbliższych kilku lat nie byłby zjawiskiem zaskaku-

¹¹ Szacunek dla Polski na podstawie danych GUS za pierwszych 9 miesięcy 2000 r., a dla Argentyny na podstawie danych MFW za rok 1997.

¹² 9 listopada 2001.

¹³ [JPMorgan, 2001, s. 28] przedstawia indeksy realnego efektywnego kursu walutowego dla 42 krajów. Polska w 2001 roku znajdowała się w tej grupie na drugim miejscu pod względem skali realnej aprecjacji od roku 1990 – ustępując tylko Wenezueli [Daniel Gross, 2001, s. 13-14] proponuje szybki uproszczony sposób szacunku skali dostosowania kursu walutowego, jakie byłoby potrzebne dla przywrócenia równowagi obrotów bieżących. Zgodnie z tą metodą, deficyt obrotów bieżących wyrażony jako procent przychodów z eksportu dóbr i usług wskazuje bezpośrednio procent deprecjacji kursu potrzebny do wyeliminowania deficytu bez obniżania popytu krajowego. Metoda zakłada, że import jest stosunkowo nieelastyczny cenowo, natomiast elastyczność cenowa eksportu jest równa jedności, co zdaniem Grossa nie odbiega daleko od typowych szacunków w literaturze empirycznej. Spróbujmy posłużyć się tą metodą w oparciu o dane z dwunastomiesięcznego okresu kończącego się w październiku 2001. W tym okresie polski eksport dóbr i usług wyniósł 34 256 milionów USD, deficyt rachunku obrotów bieżących wyniósł 7473 miliony USD, średnie kursy walut w złotych wyniosły: euro = 3,47 zł i USD = 4,20 zł. Algorytm Grossa wskazałby na potrzebę 21,8% deprecjacji złotego, co dałoby następujące poziomy kursów: euro = 4,73 zł; USD = 5,37 zł.

¹⁴ Por. [ABN-AMRO Bank, 2001] i [Portes, 2001].

jącym¹⁵. Gdyby dokonać zamiany złotego na euro przy obecnych relacjach kursowych, to prawdopodobne przyszłe wzmocnienie euro oznaczałoby dalsze podważenie nadwerżonej już obecnie konkurencyjności polskich producentów. Przy obecnym przewartościowanym kursie złotego i niedowartościowanym kursie euro twarde związanie naszej waluty z euro mogłoby więc mieć niebezpieczne skutki makroekonomiczne.

[Edmund Pietrzak, 2001, s. 27] zwraca uwagę na pouczające w tym względzie doświadczenie unii walutowej RFN i NRD z 1990 r., gdy zawyżenia kursu wymiany znikającej marki NRD doprowadziło do długotrwałej recesji we wschodnich Niemczech.

Twarde związanie złotego z euro powinno nastąpić w chwili, gdy kurs złotego przestanie być przewartościowany i najlepiej w momencie, gdy euro będzie znacznie silniejsze niż dzisiaj¹⁶. Warto zauważyć, że przewartościowaniu złotego można przeciwdziałać, o czym piszemy niżej. Natomiast Polska nie ma wpływu na kształtowanie się wartości euro i nie wiadomo wcale czy i kiedy wzmocnienie euro nastąpi.

Bezpieczniej byłoby wprowadzić euro korzystając z pełnoprawnego członkostwa w EUM, tak by Europejski Bank Centralny (ECB) mógł pełnić rolę pożyczkodawcy ostatniej szansy dla polskich banków. W przypadku jednostronnej euroizacji, gdy ECB nie będzie takiej roli pełnił, można ograniczyć ryzyko poprzez uprzednią akumulację rezerw walutowych, co pozwoli zwiększyć rozmiary proponowanego przez [Rostowskiego i Bratkowskiego, 1999a] funduszu rezerwowego.

Rozwiązanie na okres przejściowy: kierowany kurs płynny i „elastyczne kontrolowanie aprecjacji”

Uważamy, że nie jesteśmy skazani wyłącznie na wybór między czystym kursem płynnym a utwardzeniem kursu poprzez system izby walutowej lub euroizację. Sądzymy, że od czystego kursu płynnego trzeba odejść jak najszybciej, a jednocześnie minie trochę czasu, zanim będziemy w stanie w miarę bezpiecznie wprowadzić euro. W okresie przejściowym proponujemy stosować mechanizm kierowanego kursu płynnego (*managed float*) i politykę, którą można określić jako „elastyczne kontrolowanie aprecjacji”.

¹⁵ [Portes, 2001] przytacza szacunki kursu równowagi fundamentalnej euro/dolar wskazują na wartość 1 euro w granicach od 1,05 dolara do 1,4 dolara. ABN-AMRO Bank przywołuje szacunki wskazujące kurs równowagi 1 euro w granicach 1,07-1,28 dolara i wnioskuje, że kurs równowagi euro/dolar znajduje się w przedziale 1,10-1,20. Obecnie (9 listopada 2001) przy kursie 0,89 dolara, euro znajduje się 23% poniżej środka tego przedziału. Gdyby wyobrazić sobie, że następuje wychylenie wahadła w drugą stronę i euro znajduje się 23% powyżej środka tego przedziału, to jego kurs wynosilby 1,41 dolara i byłby o 59% wyższy od kursu aktualnego.

¹⁶ [Kowalewski, 2000] zwraca uwagę na niebezpieczeństwo związania kursu polskiej waluty z niedowartościowanym euro.

Mechanizm kierowanego kursu płynnego pozwala teoretycznie na optymalizację reakcji kursu walutowego na szoki asymetryczne tzn. takie, które na daną gospodarkę oddziałują w istotnie inny sposób niż na gospodarkę jej głównych partnerów handlowych. Zgodnie z teorią, aby zoptymalizować reakcję kurs walutowy powinien zachować się, tak jak kurs stały, albo tak jak kurs płynny, w zależności od rodzaju szoku (popytowego czy podażowego), cech strukturalnych gospodarki (jej stopnia otwarcia, stopnia wrażliwości popytu na stopy procentowe, stopnia wrażliwości eksportu na zmiany kursowe itp.) oraz preferencji banku centralnego dotyczących krótkookresowego wyboru między wzrostem gospodarczym a kontrolowaniem inflacji [Krzak, 2000]. Stosowanie tej teorii w praktyce w pełnym zakresie wymagałoby od banku centralnego zdolności do rozpoznania siły i rodzaju szoku oraz przewidzenia czasu jego trwania, do czego potrzebny byłby odpowiednio wiarygodny model ekonometryczny gospodarki. Modelu takiego, jak dotąd, nie udało się skonstruować, gdyż w przekształcającej się gospodarce Polski zbyt szybko zmieniają się parametry strukturalne. Taka precyzyjna regulacja byłaby więc po prostu niemożliwa i mało przejrzysta, a jej próby mogłyby skończyć się utratą wiarygodności przez NBP.

Proponujemy rozwiązanie teoretycznie mniej doskonałe, ale możliwe do zastosowania w praktyce i uwzględniające długookresową tendencję aprecjacji złotego wynikającą z tzw. efektu Balassy-Samuelsona. Bank centralny powinien śledzić poziom realnego efektywnego kursu złotego. Nie proponujemy tu żadnej reguły, jak bank centralny ma liczyć realny efektywny kurs walutowy – wyobrażamy sobie, że posiłkuje się kilkoma metodami jego szacunku, opartymi np. na jednostkowym koszcie pracy (*unit labor cost*), indeksie cen produkcji (PPI) czy nawet indeksie cen konsumpcyjnych (CPI) i liczy kursy fundamentalnej równowagi zgodnie z propozycjami w literaturze [Clark i MacDonald, 1998 i 2000].

Proponujemy, by bank centralny w zasadzie nie podejmował żadnych interwencji dla podtrzymania wartości złotego, natomiast starał się przeciwdziałać, jeżeli złoty staje się zbyt mocny. Nie proponujemy więc określenia dopuszczalnego przedziału wahań dla kursu w rodzaju „miękkiego pasma” czy „pasma monitorowanego”, co sugeruje [Williamson, 2000], a w ślad za nim [Lutkowski, 2001].

Proponujemy wybór jednego z dwóch wariantów. Pierwszy wariant to podejmowanie przez NBP interwencji dla osłabienia złotego w sposób całkowicie dyskrejonalny, bez publicznego określania jakiegokolwiek poziomu lub przedziału pożądanej wartości kursu. Odpowiada to praktyce interwencji stosowanych sporadycznie przez banki centralne USA, Japonii i Eurolandu¹⁷.

Drugi wariant to określenie referencyjnego górnego pułapu wartości kursu złotego. Bank centralny nie byłby przy tym bezwzględnie zobowiązany do

¹⁷ [Stanley Fischer, 2001, s. 19-20] pisze, że gdy rozejście się kursów trzech wielkich walut z poziomami równowagi staje się szczególnie duże, zdarza się, że banki centralne tych krajów interweniują, by zbliżyć kursy do równowagi. System jest całkowicie nieformalny i nie ma zobowiązań do osiągnięcia konkretnego zakresu wartości kursu.

interwencji dla obrony tego pułapu. Takie ujęcie pozostawia całkowitą swobodę rynkowego dostosowania kursu walutowego w dół, pozwala jednocześnie przeciwdziałać w przypadku nadmiernej aprecjacji, wszakże bez zobowiązań, które zbyt łatwo mogłyby być wykorzystane dla spekulacji przeciw bankowi centralnemu. Poprzez analogię do modelu przedstawionego przez [Paula Krugmana, 1991] można by oczekiwać, że znajomość referencyjnego pułapu i świadomość zdolności banku centralnego do interwencji może oddziaływać dyscyplinująco na graczy na rynku walutowym i pozwalać na utrzymanie kursu złotego poniżej pułapu, bez konieczności interwencji na wielką skalę. Z drugiej strony znany publicznie pułap referencyjny może stać się obiektem ataku spekulacyjnego, choć warto zauważyć, że spekulacja taka obciążona będzie sporym ryzykiem, jako że bank centralny nie będzie zobowiązany do interwencji i będzie mógł ją wstrzymać lub opóźnić, aby ukarać spekulantów¹⁸. Istnieje również niebezpieczeństwo, że złoty przez dłuższy okres znajdować się będzie powyżej pułapu referencyjnego, co może powodować konfuzje rynku i szkodzić reputacji banku centralnego. Dlatego skłaniamy się jednak raczej do wariantu dyskrecjonalnej interwencji.

Instrumenty, jakimi można się posługiwać dla powstrzymania nadmiernej aprecjacji to [Williamson, 2000, s. 31-46]:

- interwencja walutowa,
- rozwiązania parapodatkowe hamujące napływ kapitału krótkoterminowego,
- kontrola ryzyka walutowego instytucji finansowych i również firm niefinansowych zaciągających duże zobowiązania zagraniczne,
- stopy procentowe.

Interwencja walutowa

Sterylizowana interwencja walutowa to klasyczny środek oddziaływania na kurs walutowy w celu powstrzymania aprecjacji waluty krajowej. Polega ona na skupie przez bank centralny walut zagranicznych na rynku walutowym i całkowitym lub częściowym neutralizowaniu (sterylizacji) wywołanego tym przyrostu podaży pieniądza krajowego poprzez sprzedaż odpowiedniego wolumenu instrumentów dłużnych. Sterylizowana interwencja powoduje akumulację rezerw walutowych i jednocześnie jest źródłem kosztów banku centralnego. W modelowych warunkach, gdy aktywa krajowe i zagraniczne są doskonałymi substytutami, sterylizowana interwencja jest nieskuteczna, gdyż pieniądze usunięte z obiegu przez sterylizację są zastępowane przez nowy napływający kapitał. W przypadku Polski nie można jednak mówić o doskonałej substytucji aktywów ze względu na znaczną premię za ryzyko i istniejące ograniczenia w ruchu kapitału. Substytucję dodatkowo ograniczałyby proponowane rozwiązania hamujące napływ kapitału krótkoterminowego.

¹⁸ Dyskusje na temat zasadności szczegółowego ogłaszania celów polityki kursowej przedstawia [Williamson, 2000, s. 22-24 i 49-51].

Warto podkreślić, że możliwości NBP wpływania na kurs walutowy w Polsce są bez porównania większe niż np. możliwości oddziaływania ECB na kurs euro. Wynika to po pierwsze, z faktu, że substytucja między aktywami w strefie euro i np. w USA jest bez porównania większa niż w odniesieniu do aktywów w Polsce i za granicą. Drugą przyczyną jest różnica w relacji rezerw walutowych do obrotów rynku. Rezerwy ECB są tylko częścią obrotów dziennych na rynku walutowym euro. Natomiast NBP ze swoimi 28 miliardowymi rezerwami w dolarach USA jest w stanie wywrzeć znaczny wpływ na rynek walutowy w Polsce, którego dzienne obroty z trudem przekraczają 3 miliardy dolarów. W przypadku NBP sama możliwość interwencji będzie budzić respekt uczestników rynku wpływając na ich zachowania¹⁹.

Doświadczenia Polski sprzed okresu pełnego upłynnienia kursu, a także innych krajów Europy Środkowej pokazywały, że sterylizowana interwencja, przynosi efekty, ale jest kosztowna. Ograniczenia napływu kapitału krótkoterminowego uczynić mogą sterylizowaną interwencję bardziej efektywną i tańszą. Czynnikiem obniżającym koszty sterylizowanej interwencji w porównaniu z poprzednimi latami będzie również fakt, że nominalne stopy procentowe są dzisiaj znacznie niższe niż w roku 1996 czy 1997. Dla możliwości stosowania sterylizowanej interwencji potrzebne będą jednak ustawowe uregulowania kwestii strat banku centralnego. Po pierwsze, należy dopuścić występowanie takich strat, a po drugie, trzeba określić mechanizm ich pokrywania przez budżet państwa.

Bardzo ważne byłoby wprowadzenie i ogłoszenie zasady, że wszystkie walutowe wpływy rządu nie przechodzą przez rynek walutowy, lecz są sprzedawane do NBP lub lokowane tam na rachunku dewizowym rządu. Uniknie się w ten sposób sytuacji, gdy oczekiwanie wpływów z dużych transakcji prywatyzacyjnych powoduje znaczną aprecjację rynkowego kursu złotego.

Rozwiązania hamujące napływ kapitału krótkoterminowego

W Chile, w latach 1991-1999, istniał obowiązek lokowania przez firmy w banku centralnym w formie nieoprocentowanych depozytów obowiązkowych (NDO) na okres jednego roku, określonego procentu funduszy pozyskiwanych z zagranicy. Stopa NDO wynosiła w różnych okresach 20-30%, a po kryzysie azjatyckim została zmniejszona do 0%, gdy uznano, że w sytuacji gdy istnieje presja na odpływ kapitału zagranicznego należy usunąć bariery utrudniające napływ kapitału krótkoterminowego.

Model NDO spotykał się z dość szerokim uznaniem na świecie jako pragmatyczne rozwiązanie. Ostatnio jednak prace akademickie często kwestionują skuteczność tego rozwiązania. Williamson poddaje krytycznej analizie rozumowanie autorów tych prac, wskazując, że tezy o nieskuteczności rozwiąza-

¹⁹ Tezę o możliwości prowadzenia przez NBP skutecznych interwencji na rynku walutowym prezentuje [Andrzej Sławiński, 1999, 2001a i 2001b], a także [Paweł Kowalewski, 2001]. Przed interwencją przestrzegają [Janusz Jankowiak i Piotr Chwiejczak, 2001].

nia chilijskiego oparte są na nieporozumieniach i błędach logicznych w rozumowaniu autorów. Zdaniem Williamsona typowa konkluzja tych prac jest następująca: NDO przyczyniały się do utrzymywania wyższego poziomu stóp procentowych i wpływały na strukturę kapitału napływającego do Chile, powodując zwiększenie udziału kapitału długoterminowego (w tym bezpośrednich inwestycji kapitałowych) kosztem kapitału krótkoterminowego, natomiast brak jest dowodów wpływu NDO na globalną wielkość napływu kapitału i na realny kurs walutowy [Williamson, 2000, s. 42]. Taka konkluzja autorów prac może wprowadzić w błąd. Williamson zwraca uwagę, że nie istnieje jakikolwiek rozsądny model teoretyczny, zgodnie z którym NDO oddziaływałyby na poziom stóp procentowych, jednocześnie nie wpływając na wielkość napływu kapitału – wymagałoby to bowiem przyjęcia, że różnice stóp procentowych nie oddziałują na przepływy kapitałowe. Podobnie nie istnieje rozsądny model, w którym przepływy kapitałowe nie wpływają na kurs walutowy.

Zdaniem Williamsona wyniki badań empirycznych są spójne z poglądem, że NDO były skutecznym narzędziem zwiększającym pole manewru w polityce monetarnej. Zgodnie z tym poglądem wprowadzenie NDO, przy zachowaniu pierwotnego poziomu stóp procentowych spowodowałoby ograniczenie napływu kapitału. Władze chilijskie wykorzystały jednak NDO nie do ograniczenia napływu kapitału, lecz do podniesienia stóp procentowych, przy danym napływie kapitału [Williamson, 2000, s. 43]. NDO wykorzystano więc jako instrument neutralizujący wpływ podniesienia stóp procentowych na napływ kapitału. Trudności z empirycznym udowodnieniem wpływu NDO na realny kurs walutowy wynikają z braku prawidłowego modelu, który wiązałby te dwie zmienne [Gallego, Hernandez and Schmidt-Hebel, 1999, s. 3] – za [Williamson, 2000, s. 43], co nie jest zaskakujące wobec znanego faktu, że empiryczne modele kursu walutowego nie sprawdzają się w praktyce²⁰.

NDO były de facto rozwiązaniem typu podatkowego i jak to zdarza się również w przypadku innych podatków, bywały obchodzone. Podmioty gospodarcze wykorzystywały w tym celu rozmaite innowacje finansowe, co zmuszało władze do zmian regulacji i usuwania kolejnych luk [Williamson, 2000, s. 41-42]. Wszelako NDO przynosiły bankowi centralnemu znaczące dochody rządu 0,1-0,2% PKB [Williamson, 2000, s. 41], co świadczy o tym, że obowiązek NDO nie był powszechnie obchodzony. Jeżeli obowiązkowi tego nie można było łatwo obejść, to z pewnością musiał on wpływać na decyzje podmiotów gospodarczych ograniczając napływ kapitału krótkoterminowego. Reasumując Williamson uważa, że NDO są instrumentem skuteczniejszym niż mogłaby to sugerować część literatury. Williamson zwraca uwagę, że podobną rolę co NDO, być może w sposób bardziej efektywny i prostszy, mógłby pełnić proponowany przez [Zee, 1999] podatek od zagranicznych wpływów kapitałowych refundowany w przypadku eksportu poprzez system podatku VAT.

[Stanley Fischer, 2001] podtrzymuje ocenę, na podstawie której MFW „ostrożnie popierał” rozwiązania typu chilijskiego, mające zmniejszyć opłacalność krót-

²⁰ [Williamson, 2000] powołuje się tu na pracę [Meese and Rogoff, 1983].

koterminowych napływów kapitału. Jego zdaniem rozwiązania takie mogą przez pewien czas ułatwiać prowadzenie polityki monetarnej, lecz w długim okresie ich skuteczność stopniowo zanika.

Tak jak istnieją dowody statystyczne wskazujące, że ograniczenia w swobodzie handlu mają negatywny wpływ na wzrost gospodarczy oraz dowody pozytywnego wpływu bezpośrednich inwestycji zagranicznych, tak brak jest dowodów na to, że ograniczenie napływu kapitału krótkoterminowego jest szkodliwe dla rozwoju gospodarczego [Bhagwati, 1998]. Ograniczenia napływu kapitału krótkoterminowego powodują oczywiście pewne koszty dla podmiotów gospodarczych, lecz w przypadku gdy sytuacja makroekonomiczna uzasadnia ich stosowanie, korzyści makroekonomiczne mogą być większe od mikroekonomicznych kosztów.

Kontrola ryzyka walutowego podmiotów gospodarczych

W warunkach wysokich krajowych realnych stóp procentowych występuje niebezpieczeństwo nadmiernego zadłużania się przedsiębiorstw w walutach zagranicznych i obniżanie w ten sposób wydatków odsetkowych kosztem ponoszenia ryzyka walutowego. Zjawisko to ogranicza swobodę prowadzenia polityki monetarnej, gdyż przyczynia się do aprecjacji waluty krajowej, zwiększenia deficytu obrotów bieżących i zagrożenia kryzysem walutowym. Ponadto, wystawione na ryzyko walutowe firmy, w przypadku silnej dewaluacji waluty krajowej, są narażone na straty lub nawet bankructwo, tak jak to miało miejsce w krajach azjatyckich w czasie kryzysu z 1997 r. Aby kontrolować to niebezpieczeństwo [Kawalec, 1999, s. 33]:

- Bank centralny powinien monitorować zadłużenie zagraniczne przedsiębiorstw i dane na ten temat powinny być bieżąco publikowane.
- Ryzyko walutowe przedsiębiorstw powinno być szacowane i ujawniane w sprawozdaniach finansowych firm przekraczających pewne rozmiary.
- Bank centralny lub rząd powinien opracować zalecenia dotyczące bezpiecznego poziomu ryzyka walutowego dla firm w relacji do kapitału.
- Firmy, które nie kontrolują prawidłowo ryzyka walutowego lub przekraczają indykatywne limity nie powinny mieć prawa zaciągania kredytów i pożyczek zagranicznych.
- Banki powinny zostać zobowiązane przez nadzór bankowy do monitorowania ryzyka walutowego ponoszonego przez kredytobiorców i uwzględniania tego czynnika w ocenie ryzyka kredytowego.

Swoboda polityki monetarnej

Zarówno możliwości posługiwania się, jak i skuteczność każdego z proponowanych instrumentów (interwencja walutowa, rozwiązania hamujące napływ kapitału krótkoterminowe, kontrola ryzyka walutowego podmiotów gospodarczych oraz stopy procentowe) są ograniczone. Zsynchronizowane posługiwa-

nie się kilkoma instrumentami daje jednak możliwość uzyskania znaczącego wpływu na realny kurs walutowy.

Możliwość zastosowania proponowanych tu instrumentów umożliwiłaby większą swobodę prowadzenia polityki monetarnej. Bank centralny mając na uwadze cel inflacyjny mógłby wtedy ustalić wyższe stopy procentowe nie powodując nadmiernego napływu kapitału spekulacyjnego lub też obniżyć stopy procentowe, nie narażając gospodarki na destabilizację wywołaną dużym odpływem kapitału spekulacyjnego.

Dostosowanie fiskalne

Najzdrowszym instrumentem ograniczania deficytu na rachunku bieżącym jest ograniczanie deficytu budżetowego, co jednocześnie przyczynia się do zwiększenia oszczędności krajowych, kluczowych dla finansowania wzrostu gospodarczego. Warto jednak odnotować, że dostosowanie fiskalne w warunkach swobody przepływu kapitału może mieć czasami również perwersyjny efekt. Wzmacniając zaufanie do gospodarki i powodując spadek premii za ryzyko, może zwiększyć napływ kapitału i przyczynić się do aprecjacji waluty oraz pogorszenia deficytu obrotów bieżących.

Możliwość zastosowania proponowanych przez nas instrumentów pozwoli więc nie tylko zwiększyć pole manewru w polityce monetarnej, lecz umożliwi bardziej zdecydowane dostosowanie fiskalne bez obawy, że wywoła to perwersyjne skutki.

Obawy przed mechanizmem kierowanego kursu płynnego

Zdajemy sobie sprawę, że proponowany mechanizm kierowanego kursu płynnego rodzić może rozmaite obawy.

Obawa przed rozmyciem celu polityki monetarnej

Obecnie jedynym celem i kryterium oceny skuteczności polityki NBP jest osiągnięcie założonej inflacji. Można obawiać się, że odejście od systemu jednego celu i dołożenie NBP odpowiedzialności za kontrolowanie realnej aprecjacji waluty pozbawi politykę monetarną jednoznacznego celu i jasnego kryterium skuteczności. Na etapie realizacji może się bowiem okazać, że dwa cele realizowane przez bank centralny nie są spójne. Dążenie do realizacji celu inflacyjnego będzie mogło wtedy spowodować przekroczenie założonego dopuszczalnego poziomu realnej aprecjacji waluty, zaś próba powstrzymania nadmiernej aprecjacji spowoduje przekroczenie celu inflacyjnego. Może to spowodować niemożliwość jednoznacznego określenia skuteczności banku centralnego, a w efekcie – spadek wiarygodności polityki monetarnej, wzrost oczekiwań inflacyjnych i wyższy z punktu widzenia wzrostu gospodarczego koszt dezinflacji.

Nie lekceważymy tego problemu. Nie stanowi to jednak naszym zdaniem wystarczającego argumentu za utrzymaniem obecnego systemu. Cóż bowiem z tego, że bank centralny ma obecnie jednoznacznie określony cel (poziom inflacji), jeżeli ograniczenie stosowanych instrumentów w praktyce uniemożliwia jego osiągnięcie. Zaufania do polityki monetarnej nie buduje trwająca w ostatnich latach sytuacja, gdy bank centralny notorycznie mija się z celem inflacyjnym.

W warunkach kierowanego kursu płynnego i szerszego instrumentarium polityki monetarnej okazać się może, że kontrola inflacji jest łatwiejsza niż obecnie w warunkach czystego kursu płynnego i bezpośredniego celu inflacyjnego.

Obawa o osłabienie presji na wzrost produktywności w przedsiębiorstwach

Jeśli przedsiębiorstwa zaczną oczekiwać, że korekty kursu będą rozwiązywać problemy z konkurencyjnością, to osłabnie presja na wzrost produktywności w gospodarce. Byłoby więc niebezpiecznie, gdyby oczekiwano, że „elastyczne kontrolowanie aprecjacji” zamieni się w stałe dążenie do napędzania wzrostu poprzez deprecjację waluty. Zabezpieczeniem przed taką polityką i oczekiwaniem na nią powinna być niezależność i wiarygodność banku centralnego, o czym wspominamy niżej.

Obawa o osłabienie presji na dostosowanie fiskalne i zmiany strukturalne

Obecnie w warunkach czystego kursu płynnego i bezpośredniego celu inflacyjnego, rozluźnienie polityki fiskalnej powoduje niepokój RPP i prowadzi do większej restrykcyjności polityki monetarnej. Istnieje obawa, że w warunkach kierowanego kursu płynnego słabsza będzie presja na dostosowanie fiskalne i zmniejszy się również determinacja rządu do prywatyzacji i reform strukturalnych w gospodarce (w oczekiwaniu, że korekty kursu rozwiązywać będą w przyszłości problemy z konkurencyjnością). Dalecy jesteśmy od lekceważenia tego niebezpieczeństwa i dlatego podkreślamy, że w warunkach kierowanego kursu płynnego jeszcze większego znaczenia nabiera wymóg zapewnienia niezależności banku centralnego.

Mamy przy tym świadomość, że stabilizacji makroekonomicznej na dłuższą metę nie da się osiągnąć bez współpracy rządu i banku centralnego. Możliwości „dyscyplinowania” opornego rządu poprzez restrykcyjną politykę pieniężną są ograniczone. Może to bowiem prowadzić do sytuacji, gdy wysokie stopy procentowe i aprecjacja złotego przyczyniają się do spowolnienia aktywności gospodarczej, co z kolei podcina dochody zwiększając deficyt budżetu. Bank centralny ma wówczas przed sobą tylko dwa złe wyjścia: musi przestać „dyscyplinować” rząd i obniżyć stopy mimo pogarszającej się nierównowagi fiskalnej albo dopuścić do pogłębienia zjawisk recesyjnych.

Obawa o zagrożenie procesu integracji z UE

Można mieć obawę, że proponowane przez nas instrumenty polityki monetarnej będą potraktowane przez społeczność międzynarodową jako odwrócenie trendu liberalizacji gospodarki, co może spowodować podważenie zaufania inwestorów, trudności w relacjach z partnerami umów międzynarodowych (m.in. OECD), a przede wszystkim zagrożenie dla negocjacji członkowskich z UE. Dotyczy to propozycji stosowania interwencji walutowej, rozwiązań hamujących napływ kapitału krótkoterminowego oraz kontroli ryzyka walutowego podmiotów gospodarczych. Wprowadzenie tych rozwiązań będzie wymagało wyjaśnienia partnerom przesłanek. Dalekowzroczość przemawia za wprowadzeniem tych rozwiązań zanim wystąpią destabilizujące objawy zagrożenia. Istotne będzie wykazanie, że rozwiązania te mają umożliwić zapewnienie stabilizacji makroekonomicznej i wzrostu gospodarczego w warunkach przyspieszenia procesu integracji z UE, nie zaś stanowić ochronę dla niezdrowej polityki makroekonomicznej.

Rezygnacja z wprowadzenia proponowanych instrumentów polityki monetarnej może tylko pozornie ułatwić naszą integrację z UE. Przy obecnym systemie kursowym grozi nam bowiem utrwalenie niższego tempa wzrostu gospodarczego, a tym samym zwolnienie lub zatrzymanie procesu tzw. realnej konwergencji, czyli zmniejszania luki w dochodzie na głowę między UE i Polską. Zwolnienie procesu realnej konwergencji wywoła zaniepokojenie w krajach UE i może stać się najpoważniejszym czynnikiem opóźniającym nasze członkostwo.

Kwestia niezależności banku centralnego

W ostatnich miesiącach pojawiły się inicjatywy zmierzające do ograniczenia suwerenności NBP. Pierwsza z tych inicjatyw, to propozycja, by rząd miał wpływ na określanie celu inflacyjnego. Marek Borowski i Stanisław Gomulka zaproponowali, by rząd odpowiadał (lub współodpowiadał) za wyznaczenie celu inflacyjnego, a NBP był odpowiedzialny za jego realizację [Borowski, 2001 a i b]. Rozwiązanie takie funkcjonuje w Izraelu oraz w Wielkiej Brytanii i samo w sobie zasługuje na merytoryczną dyskusję [Krzak, 2001]. W aktualnych polskich warunkach zmiana obecnego statusu NBP może spowodować jednak konsekwencje znacznie dalej idące niż deklarowana intencja wprowadzenia eleganckiego podziału kompetencji. Zmiana statusu NBP pociągnąć może za sobą zmiany personalne i zasadnicze osłabienie samodzielności i niezależności kierownictwa banku centralnego. Obawy takie potwierdza podjęta niedawno akcja legislacyjna zmierzająca do zmniejszenia mniej więcej o połowę wynagrodzeń członków RPP, poprzez zastosowanie wobec NBP ustawy ograniczającej wysokość wynagrodzeń kierownictw firm państwowych [Rzeczpospolita 2001]. Obie inicjatywy są wyrazem nieukrywanego niezadowolenia ich autorów z polityki RPP w zakresie celu inflacyjnego oraz stóp

procentowych i frustracji spowodowanej niewrażliwością rady na perswazje i naciski. Dopuszczenie do sytuacji, że RPP za prowadzoną przez siebie politykę zostaje skarcona poprzez ograniczenie kompetencji i ukarana finansowo oznaczałoby naigrywanie się z zasady niezależności banku centralnego, stanowiącej istotny element porządku konstytucyjnego RP.

W warunkach proponowanego przez nas kierowanego kursu płynnego ograniczenie niezależności banku centralnego byłoby szczególnie niebezpieczne, ze względu na pokusę koniunkturalnego wykorzystania przez rząd większej swobody w polityce monetarnej. Utrudniłoby to również rozwianie obaw naszych partnerów z OECD i UE, że wprowadzane nowe instrumenty polityki gospodarczej posłużą do ochrony niezdrowej polityki makroekonomicznej.

Zakończenie

Próby napędzania wzrostu gospodarczego poprzez ekspansywną politykę pieniężną i deprecjację waluty krajowej na dłuższą metę przynoszą efekt negatywny poprzez wysoką inflację utrudniającą prowadzenie działalności gospodarczej i hamującą przez to wzrost gospodarki. Jeśli więc realizacja „scenariusza krótkowzrocznego” podetnie fundamenty rozwoju gospodarki, godziwego wzrostu gospodarczego nie zapewni najlepsza nawet polityka pieniężna i mechanizm kursu walutowego. Z drugiej strony niewłaściwa polityka pieniężna i kursowa może skutecznie podciąć lub zdławić rozwój gospodarczy mimo kontynuacji reform strukturalnych i utrzymywania dyscypliny fiskalnej. Obecny mechanizm polityki kursowej stwarza takie zagrożenie i dlatego postulujemy jego zmianę.

Proponowany przez nas mechanizm kierowanego kursu płynnego i polityka „elastycznego kontrolowania aprecjacji” stwarza naszym zdaniem najlepsze możliwości utrzymania w średnim okresie wysokiej stopy wzrostu gospodarczego. Jednocześnie jednak mechanizm taki stwarza możliwość koniunkturalnego nadużycia większego zakresu swobody w polityce monetarnej, ze szkodą dla stabilizacji gospodarki i tempa wzrostu w średnim i długim okresie. Dlatego w warunkach kierowanego kursu płynnego jeszcze większego znaczenia nabiera wymóg instytucjonalnej niezależności banku centralnego i potrzeba ochrony RPP przed naciskami politycznymi.

Bibliografia

- ABN-AMRO Bank [2001], „Euro-dollar equilibrium rates; upward potential euro”, *Euroland Economic Update*, Economic Department, Amsterdam, Weak commencing 25 October.
- Bhagwati Jagdish [1998], „The Capital Myth”, *Foreign Affairs*, vol. 77, no 3, May-June.
- Borowski Marek [2001a], „Określanie celu inflacyjnego”, *Rzeczpospolita*, 4 maja.
- Borowski Marek [2001b], „Cel inflacyjny – rzecz rządu”, *Rzeczpospolita*, 30 maja.
- Bratkowski Andrzej S. i Rostowski Jacek [1999a], „Zlikwidować złotego”, *Rzeczpospolita*, 26 kwietnia.
- Bratkowski Andrzej S. i Rostowski Jacek [1999b], „Wierzymy w euro”, *Rzeczpospolita*, 6-7 marca.

- Bratkowski Andrzej S. i Rostowski Jacek [2001a], „Chcemy do Europy, nie do Buenos”, *Gazeta Wyborcza*, 10 października.
- Bratkowski Andrzej S. i Rostowski Jacek [2001b], „Dlaczego jednostronna euroizacja ma sens w przypadku Polski i (niektórych) innych krajów kandydujących”, referat na konferencję naukową Narodowego Banku Polskiego pt. „Polska droga do euro”, Falenty k. Warszawy, 22-23 października.
- Calvo Guillermo A. and Reinhart Carmen M. [2000], „Fear of Floating”, Working Paper 7993, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA, November.
- Clark Peter B. and MacDonald Ronald [1998], „Exchange Rates and Economic Fundamentals: A Methodological Comparison of BEERs and FEERs”, IMF Working Paper WP/98/67, International Monetary Fund, May.
- Clark Peter B. and MacDonald Ronald [2000], „Filtering the BRRR: A Permanent and Transitory Decomposition”, IMF Working Paper WP/00/144, International Monetary Fund, August.
- Czyżewski Adam B., Orłowski Witold M., Zienkowski Leszek [1998], „Średniookresowe efekty członkostwa Polski w Unii Europejskiej”, Raport z badań, Instytut Europejski, Łódź.
- Dąbrowski Marek, [2001], „Powrót do przeszłości”, *Gazeta Wyborcza*, 13 lipca.
- Gross Daniel [2001], „Przyszłość złotego – pomiędzy euro a walutą gospodarki wschodzącej”, referat na konferencję naukową Narodowego Banku Polskiego pt. „Polska droga do euro”, Falenty k. Warszawy, 22-23 października.
- Fischer Stanley [2001], „Exchange Rate Regimes: Is the Bipolar View Correct?”, Paper prepared for delivery as the Distinguished Lecture on Economics in Government, jointly sponsored by the American Economic Association and the Society of Government Economists, at the meeting of the American Economic Association, New Orleans, January 6.
- Frankel Jeffrey A., [1999], „No Single Currency Regime is Right for All Countries or At All Times”, Princeton University, International Finance Section, Essays in International Finance, No. 215 (August).
- JPMorgan [2001], „World Financial Markets”, Fourth Quarter 2001, New York, October 10.
- Gallego Francisco, Hernandez Leonardo, and Schmidt-Hebel Klaus [1999], „Capital Controls in Chile: Effective? Efficient?”, Paper presented at a conference on capital flows, financial crises, and policies, sponsored by the World Bank, Washington (15-16 April).
- Jankowiak Janusz i Chwiejczak Piotr [2001], „Karate po polsku”, *Gazeta Bankowa*, Nr 21.
- Kawalec Stefan [1999], „Banking Sector Systemic Risk in Selected Central European Countries. Review of Bulgaria, Czech Republic, Hungary, Poland, Romania and Slovakia”, CASE – Center for Social and Economic Research (CASE Reports No 23), Warsaw.
- Kawalec Stefan i Krzak Maciej [2001], „Na gumowej linie”, *Gazeta Wyborcza*, 20 czerwca.
- Kowalewski Paweł [2000], „Dlaczego nie currency board”, *Gazeta Bankowa*, 14-20 listopada.
- Kowalewski Paweł [2001], „Tak dla interwencji”, *Gazeta Bankowa*, Nr 22.
- Krugman Paul [1991], „Target Zones and Exchange Rates Dynamics”, *Quarterly Journal of Economics* 106, no. 3 (August); s. 669-682.
- Krzak Maciej [2000], „Zewnętrzne szoki a reakcje polityki pieniężnej”, *Bank i Kredyt*, nr 7-8.
- Krzak Maciej [2001], „Statuty banków centralnych są po to, by je zmieniać”, www.expander.pl/cgi-bin/expander/frameset.jsp, od 11 kwietnia.
- Lutkowski Karol [2000], „Czy autonomiczna polityka pieniężna rzeczywiście stoi na straconej pozycji?”, *Bank i Kredyt*, listopad, p. 4-10.
- Lutkowski Karol [2001], „W poszukiwaniu optymalnej strategii dla Polski na drodze do euro”, referat na konferencję naukową Narodowego Banku Polskiego pt. „Polska droga do euro”, Falenty k. Warszawy, 22-23 października.
- Meese Richard and Rogoff Kenneth [1983], „Empirical Exchange Rate Models of the 1970s: Do They Fit Out of Sample?”, *Journal of International Economics*, 14, No. 1-2, (February), s. 3-24.

- Mundell Robert [2001], Wykład w Szkole Głównej Handlowej w Warszawie (tekst nieautoryzowany), 19 marca.
- Orłowski Witold M. [1996], „Droga do Europy. Makroekonomia wstępowania do Unii Europejskiej”, Zakład Badań Statystyczno-Ekonomicznych GUS i PAN, Zeszyt 234, Warszawa, maj.
- Pietrzak Edmund [2001], „Kiedy euro zastąpi złotego?”, referat na konferencję naukową Narodowego Banku Polskiego pt. „Polska droga do euro”, Falenty k. Warszawy, 22-23 października.
- Portes Richard [2001], „The euro and the international financial system”, [London Business School and CEPR], draft April.
- Rzeczpospolita* [2001], „NBP. Próba ograniczenia zarobków. Kara za niezależność”, 7 czerwca.
- Sławiński Andrzej [1999], „Ewolucja mechanizmu kursowego w Polsce”, *Gospodarka Narodowa* Nr 7-8, s.15-26.
- Sławiński Andrzej [2001a], „Wschodnie sztuki walki”, *Gazeta Bankowa*, Nr 15.
- Sławiński Andrzej [2001b], „Dmuchanie na zimne”, *Gazeta Bankowa*, Nr 21
- Summers Lawrence H. [2000], „International Financial Crises: Causes, Prevention, and Cures”, *American Economic Review, Papers and Proceedings*, 90, 2 (May), s. 1-16.
- The Economist* [2000], „Currency dilemmas”, November 18.
- Williamson John [2000], „Exchange Rate Regimes for Emerging Markets: Reviving the Intermediate Option”, Institute for International Economics, Washington D.C., September.
- Zee Howell H. [1999], „Retarding Short - Term Capital Inflows Through Withholding Tax”, IMF Working Paper WP/00/40, International Monetary Fund, Washington D.C., March.
- Zeszyty BRE Bank - CASE* [2001], Nr 53, „Dlaczego Niemcy boją się rozszerzenia strefy euro?” – wkładka z przebiegiem dyskusji na seminarium w dniu 5 kwietnia 2001.