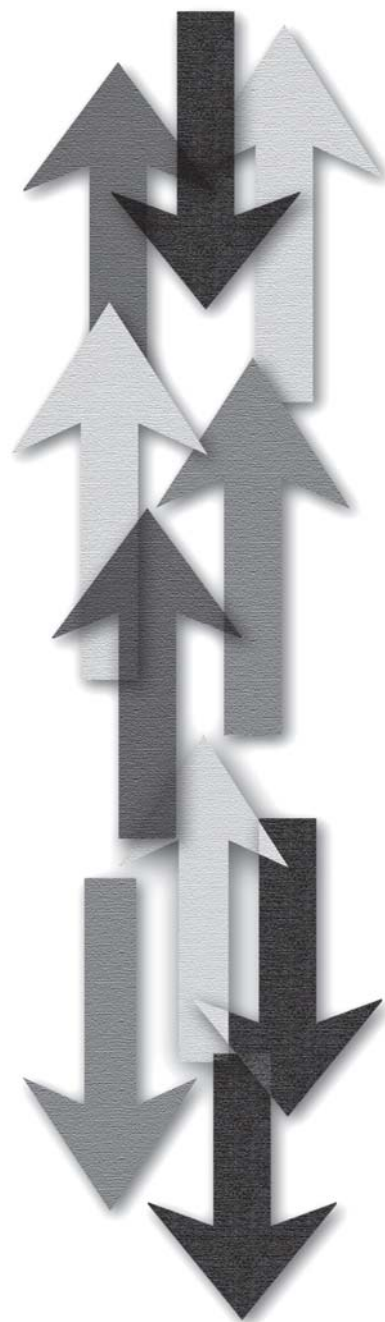


**Jak
z powodzeniem
wejść do strefy
euro**

Nr 102
2 0 0 9



BRE BANK SA



**Centrum Analiz
Społeczno-Ekonomicznych**

Publikacja jest kontynuacją serii wydawniczej Zeszyty PBR-CASE

CASE-Centrum Analiz Społeczno-Ekonomicznych, Fundacja Naukowa

00-010 Warszawa, ul. Sienkiewicza 12

BRE Bank SA

00-950 Warszawa, ul. Senatorska 18

Copyright by: CASE – Centrum Analiz Społeczno-Ekonomicznych – Fundacja Naukowa i BRE Bank SA

Redakcja naukowa

Ewa Balcerowicz

Sekretarz Zeszytów

Krystyna Olechowska

Autorzy

Jakub Borowski

Dariusz Filar

Projekt okładki

Jacek Bieńkowski

DTP

SK Studio

ISSN 1233-121X

Wydawca

CASE – Centrum Analiz Społeczno-Ekonomicznych – Fundacja Naukowa, 00-010 Warszawa, ul. Sienkiewicza 12

Nakładca

Fundacja BRE Banku, 00-950 Warszawa, ul. Królewska 14

Oddano do druku w maju 2009 r. Nakład 300 egz.

SPIS TREŚCI

LISTA UCZESTNIKÓW SEMINARIUM.....	4
WPROWADZENIE	5
JAKA DROGA KU PRZYJĘCIU WSPÓLNEJ WALUTY EUROPEJSKIEJ? – <i>Dariusz Filar</i>	7
POLSKA W SYSTEMIE ERM2 – CO WYNIKA Z DOŚWIADCZEŃ SŁOWACJI – <i>Jakub Borowski</i>	13

LISTA UCZESTNIKÓW SEMINARIUM

Henryk Bąk	SGH	Grażyna Niedbalska	PAN
Jakub Borowski	Invest-Bank	Michał Obłój	zeb/
Jacek Borzęcki	PAP	Henryk Okrzeja	Fundacja BRE Banku
Dawid Chylaszek	Ernst & Young Polska	Krystyna Olechowska	CASE
Marek Dąbrowski	CASE	Krzysztof Osiak	Comarch
Maciej Duda	SGH	Agata Osińska	UW
Maria Dunin-Wąsowicz		Jacek Osiński	NBP
Mirosław Dusza	WZ UW	Krzysztof Ostrowski	BCC
Dariusz Filar	RPP	Włodzimierz Oszle	Invest-Bank
Krzysztof Gajewski	NBP	Małgorzata Pawłowska	NBP
Ewelina Gawryś	WZ UW	Ewa Plucińska	EVIP
Anna Grabowska		Zbigniew Polański	SGH
Remigiusz Grudzień	PKO BP	Marcin Poznań	Warsaw Business Journal
Tomasz Gruszecki		Anna Radwan-Rohrenscheff	Polska Fundacja im. R. Schumana
Justyna Gut-Baran	MF	Andrzej Reich	NBP
Ewa Gwardzińska	SGH	Wioletta Reimer	Pekao
Juliusz Jabłecki	NBP	Maciej Reluga	BZ WBK
Kamil Jagodziński	UKIE	Bartosz Rogalski	MSZ
Wojciech Kalkusiński	EMER Invest	Artur Siemion	EP
Agata Kariozen	MFW	Beata Słomińska	UKIE
Stefan Kawalec	Capital Strategy	Paweł Sobczuk	Thomson Reuters Polska
Ryszard Kowalski		Barbara Sokołowska	MF
Aleksander Kowalski	SGH	Paweł Sołtys	PR Program 3
Marta Koziańska	SGH	Dorota Strauch	Raiffeisen Bank
Lesław Kretowicz	ISB	Cezary Styl	SGH
Agnieszka Krzemińska	WSB w Poznaniu	Krzysztof Suskiewicz	BRE Bank
Monika Krzypkowska	KE Przedstawicielstwo w RP	Wiesław Szczuka	BRE Bank
Leszek Kubiak	UJK	Krzysztof Szlichciński	Pekao
Joanna Łabęcka	Polish Market	Andrzej Topiński	BIK
Paweł Łęcki	SGH	Mateusz Walewski	CASE
Dariusz Ledworowski		Łukasz Wasilewski	BRE Bank
Kamila Łepkowska	TVN CNBC	Joanna Wilczyńska	BRE Bank
Katarzyna Marcinkiewicz	WBJ	Maria M. Wincone	BRE Bank
Marcin Mazurek		Jacek Wojciechowicz	PID
Jan Michałek	WNE UW	Przemysław Woźniak	CASE
Witold Michałek	BCC	Michał Woźniak	Invest-Bank
Marek Misiak	NŻG	Bohdan Wyżnikiewicz	IBnGR
Marcin Mucha	MG	Dorota Wyżnikiewicz	NBP
Andrzej Muszyński	PTE, NŻG	Janusz Zieliński	BCC

Wprowadzenie

Napięcie wewnętrzne w strefie euro znajdujące wyraz w długoterminowych stopach procentowych; brak wielu odpowiedzi prawnych dotyczących przebiegu procesu wejścia do strefy euro po stronie polskiej, przy precyzyjnym opisie po stronie europejskiej; bardzo wysoka zmienność na rynku walutowym w oczywisty sposób utrudniająca stabilizację kursu w okresie przebywania w ERM2 i wreszcie wątpliwości dotyczące możliwości spełnienia kryteriów konwergencji według panelistów i części seminaryjnych gości 102. seminarium BRE-CASE to dzisiaj podstawowe problemy każdego zwolennika wejścia Polski do strefy euro.

Od momentu wejścia Polski do Unii Europejskiej jak mantrę powtarza się: Polska koniecznie musi wejść do strefy euro, ale trzeba czekać na optymalny moment wejścia. Od 1 maja 2004 r. obserwujemy wzajemne przrzucanie odpowiedzialności za podjęcie tej decyzji między Ministerstwem Finansów i NBP; z wyjątkiem lat 2004–2005, kiedy obie instytucje, jak się wydawało, były zainteresowane przystąpieniem do strefy euro. Zdaniem prof. Marka Dąbrowskiego, kolejne rządy i kolejni ministrowie finansów zamiast podejmować programy, które mogłyby doprowadzić do spełnienia kryterium fiskalnego (co, niezależnie od wstąpienia do strefy euro, ma swój sens), raczej zgadywali, bawiąc się w prognostyków, kiedy to kryterium spełnimy. Sytuacja ta nadal się nie zmienia. Wydaje się, że mamy do czynienia z oczekiwaniami, że wejście do strefy euro stanie się samo przez się. Kiedyś nastąpi wreszcie ten idealny czas i jakoś wskoczymy do strefy euro. Decydent gospodarczy, niezależnie od instytucji, w której się znajduje, zawsze jest obarczony awersją do ryzyka. Zawsze, również i dzisiaj, uważa, że czas jest niedobry, bo znajdujemy się w niekorzystnej fazie cyklu. Ale, czy ta poprzednia faza cyklu była korzystna? Oczywiście, łatwiej było zrealizować kryterium fiskalne, ale realizacja kryterium inflacyjnego była bardzo trudna. Wnioski? Podstawowym elementem jest to, co w potocznym języku nazywa się wolą polityczną i decyzją polityczną. Po prostu – taka decyzja musi zapaść. Następnie konieczna jest determinacja polityczna, aby ją przeprowadzić. I wreszcie potrzebna jest umiejętność przeprowadzenia.

Podstawową sprawą jest umiejętność prowadzenia skoordynowanej polityki gospodarczej, szczególnie w dwóch segmentach, czyli polityki monetarnej oraz fiskalnej a początkiem winno być programowanie. Następną kwestią decydującą o powodzeniu jest dyscyplina wystąpień publicznych. Warto tu przywołać słowacki epizod powyborczy. Oczywiście, nie każdy ma taką siłę rażenia dla rynków finansowych jak nowo powołany premier, ale przy obowiązujących standardach debaty publicznej i wypowiedzi publicznej zawsze jest ryzyko, że może ona spowodować wypadnięcie kraju z ERM2. Świadczy o tym kryzys ERM2 w latach 1992–1993, kiedy to kilka krajów wypadło z tego korytarza, z „węża walutowego” tylko i wyłącznie dlatego, że osoby pełniące wysokie funkcje publiczne powątpiewały w możliwość utrzymania się w ERM2, albo dawały do zrozumienia, że kraj nie będzie za wszelką cenę starał się utrzymać w ERM2. Wydaje się, że w Polsce jesteśmy świadkami kolejnej takiej sytuacji. Wydawało się, że decyzja niby zapadła we wrześniu ubiegłego roku. Jednak i tym razem to jedynie deklaracja, bo za chwilę się okaże, że spełniamy tylko jedno kryterium – długu publicznego. I znowu będziemy się przygotowywać do wejścia. Z punktu widzenia polityki ekonomicznej na pewno był czas, aby zrealizować wejście do ERM2. Wymagało to jednak spełnienia dwóch warunków. Po pierwsze, przygotowania projektu budżetu, który dawałaby wyższy stopień gwarancji spełnienia kryterium fiskalnego. Niestety, budżet został zbudowany na założeniu 3-proc. wzrostu gospodarczego, w przekonaniu, że Polska jest swoistą wyspą spokoju i stabilności. Efekt? Za chwilę zostaniemy objęci procedurą nadmiernego deficytu, co dla rynków będzie ewidentnym sygnałem, że w najbliższych dwóch, a może trzech latach Polska nie może liczyć na wejście do ERM2. Po drugie, również polityka pieniężna powinna być inna, gdyby deklarowane przystąpienie do ERM2 było poważną decyzją. Podstawową polityki powinno być dążenie do spełnienia tych kryteriów, na które RPP ma wpływ, a nie naśladowanie działania Banku Rezerwy Federalnej, czy Banku Anglii w ratowaniu światowej koniunktury.

* * *

O wejściu Polski do strefy euro dyskutowali paneliści: prof. Dariusz Filar, członek Rady Polityki Pieniężnej, wykładowca Uniwersytetu Gdańskiego; dr Jakub Borowski, główny ekonomista Invest-Banku, wykładowca Szkoły Głównej Handlowej oraz goście 102. seminarium z cyklu BRE-CASE. Seminarium zorganizowała Fundacja CASE we współpracy z BRE Bankiem SA w ramach stałego cyklu spotkań panelowych. Seminarium odbyło się w Warszawie, w kwietniu 2009 r.

Dyskusję panelową poprowadził Wiesław Szczuka, główny ekonomista BRE Banku.

Jaka droga ku przyjęciu wspólnej waluty europejskiej?

Zdecydowana większość opracowań analitycznych – wśród nich opublikowany ostatnio przez Narodowy Bank Polski „Raport na temat pełnego uczestnictwa Rzeczypospolitej Polskiej w trzecim etapie Unii Gospodarczej i Walutowej” – dobitnie wskazuje, że przystąpienie do strefy euro zapewniłoby gospodarce polskiej dodatkowy impuls rozwojowy. Wzrost stabilności gospodarki i jej wiarygodności makroekonomicznej, redukcja ryzyka kursowego i kosztów transakcyjnych, intensyfikacja wymiany handlowej i wzrost inwestycji, a także integracja rynków finansowych i obniżenie się kosztu pieniądza – wszystko to są czynniki, które mogłyby zapewnić gospodarce polskiej zarówno wyższe tempo wzrostu gospodarczego, jak i przyspieszenie korzystnych przemian w jej strukturze. Argumenty przemawiające za przystąpieniem do strefy euro sugerują jednocześnie, że z przyjęciem wspólnej waluty nie należy zwlekać; na drogę ku niej należy wejść zdecydowanie i pokonać ją możliwie szybko.

Problem polega na tym, że w warunkach światowej recesji gospodarczej lat 2007-2009 i zaburzeń na globalnych rynkach finansowych – zwłaszcza po upadku banku inwestycyjnego Lehman Brothers w dniu 15 września 2008 roku – na prawdopodobnej polskiej drodze ku euro spiętrzyły się wielorakie przeszkody, które nie występowały we wcześniejszym okresie. Dokładne ich przeanalizowanie i rozważenie sposobów ich ominięcia, usunięcia lub przeczekania staje się niezbędnym warunkiem dokonania trafnych wyborów odnośnie do całej drogi.

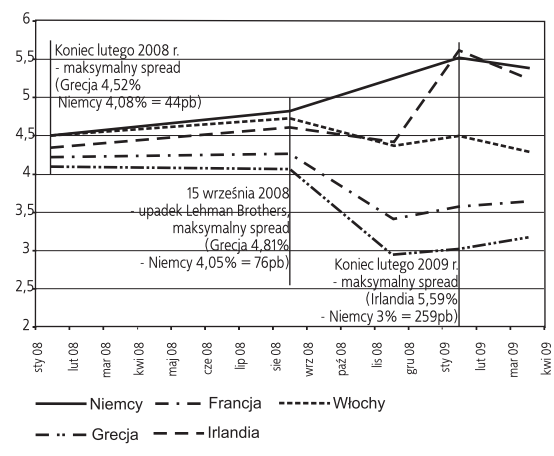
Napięcia na europejskim rynku obligacji

Pozostawienie polityki fiskalnej w gestii poszczególnych krajów członkowskich strefy euro było przyczyną zjawiska polegającego na tym, że rentowności długoterminowych papierów skarbowych nigdy nie uległy na obszarze strefy pełnemu ujednocie-

niu. Kraje o niższym ratingu i wyższych deficytach budżetowych zawsze musiały się liczyć z koniecznością zagwarantowania inwestorom rentowności nieco wyższej niż ta, która była udziałem krajów o lepszej dyscyplinie fiskalnej. Z drugiej strony stosunkowo niewielkie zróżnicowanie stóp rentowności obligacji rządowych poszczególnych państw – mimo stosunkowo znacznego zróżnicowania stanu ich finansów publicznych – mogło być traktowane jako dowód na to, że samo zakwalifikowanie kraju do unii walutowej zwiększa poziom ryzyka, jaki w odniesieniu do tego kraju skłonni są zaakceptować inwestorzy.

Jeszcze na początku 2008 roku różnica w rentowności obligacji 10-letnich Grecji (a więc kraju prowadzącego stosunkowo luźną politykę fiskalną) i Niemiec (będących liderem w zakresie dyscypliny fiskalnej) wynosiła 44 punkty bazowe. Był to zarazem maksymalny spread w odniesieniu do stóp rentowności w całej strefie euro i pozostawał on zbliżony do wartości, jakie odnotowywano w tym zakresie w poprzednich latach. W dniu upadku banku Lehman Brothers maksymalny spread sięgał już 76 punktów bazowych (krańce skali nadal wyznaczały obligacje greckie i niemieckie). Natomiast w kolejnych tygodniach i miesiącach maksymalny spread zaczął się gwałtownie powiększać – na koniec lutego 2009 rentowność niemieckich obligacji 10-letnich wynosiła 3,0%, podczas gdy irlandzkich sięgała już 5,59% (spread wynoszący 259 punktów bazowych). W marcu i kwietniu 2009 nastąpiło pewne zawężenie spreadu, ale sytuacja wciąż zdecydowanie odbiegała od stanu, jaki notowany był przed upadkiem Lehman Brothers (patrz wykres 1.).

Wykres 1. Rentowność obligacji 10-letnich wybranych krajów strefy euro



Warto również zwrócić uwagę na fakt, że dokonywane w tym samym okresie obniżki stopy podstawowej EBC (pierwsza o 50 punktów bazowych 8 października 2008 r. z poziomu 4,25% do 3,75%, a kolejne łącznie o 275 punktów bazowych do poziomu 1% od 7 maja 2009) wiązały się z obniżeniem rentowności obligacji niemieckich i francuskich, pozostały niemal bez wpływu na obligacje włoskie, natomiast w przypadku obligacji irlandzkich i greckich towarzyszył im wyraźny wzrost stopy rentowności.

Wystąpienie bardzo głębokich różnic w poziomie długoterminowych stóp procentowych uznać należy za wyraz bardzo znacznych napięć finansowych wewnątrz strefy euro. Przypomnijmy, że w latach sześćdziesiątych i siedemdziesiątych ubiegłego stulecia, w okresie intensywnych dyskusji o naturze optymalnego obszaru walutowego (*Optimum Currency Area* – *OCA*) właśnie wyrównywanie się długoterminowych stóp procentowych traktowano jako przejaw wysokiego poziomu integracji rynków finansowych obszaru walutowego i tym samym istotny klucz do jego wyodrębnienia. Według Jamesa C. In-

grama zintegrowane rynki finansowe – nawet przy niewielkich różnicach w wysokości stóp procentowych – powinny zapewnić przepływy kapitału, które przywrócą stan równowagi; długoterminowe stopy procentowe powinny się wyrównywać. Natomiast w sytuacji niewystarczającej integracji rynków finansowych pojawiać się miały przede wszystkim różnice w poziomach długookresowych stóp procentowych¹. Można się oczywiście spierać o to, do jakiego stopnia dzisiejsze zróżnicowanie stóp procentowych w strefie euro może być uznane za wystąpienie objawów jej dezintegracji. Bez wątplenia jest to wprowadzenie do wycen inwestorskich bardzo odmiennych premii za ryzyko w stosunku do obligacji emitowanych przez poszczególne kraje (a więc proces odwrotny do tego, jaki towarzyszył powołaniu i rozszerzaniu strefy euro), a zgłaszany na początku 2009 roku pomysł emisji obligacji wspólnych dla całej strefy w gruncie rzeczy wyrażał chęć przeciwstawienia się temu procesowi. Wydaje się także, iż do momentu ograniczenia napięć na europejskim rynku obligacji – co może być trudne i dosyć odległe ze względu na bardzo ekspansywną politykę fiskalną podjętą przez wiele krajów w obliczu recesji – władze strefy euro ze znaczną powściągliwością będą się odnosić do potencjalnych nowych członków strefy, zwłaszcza jeśli będą oni stali wobec własnych problemów z dyscypliną finansów publicznych i finansowaniem rosnących deficytów.

Wzrost zmienności kursów walutowych

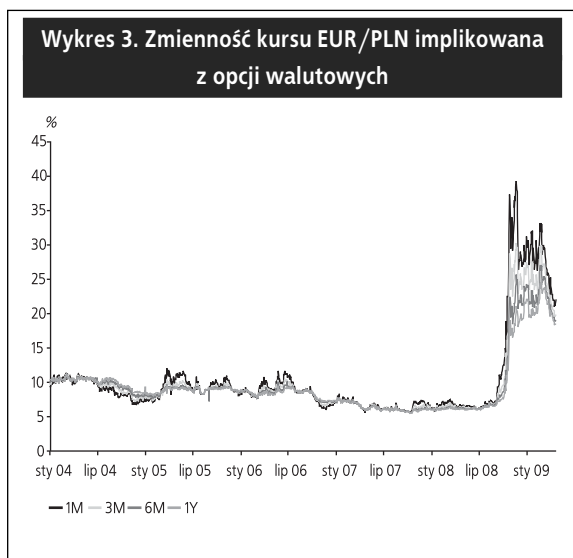
Kolejną przeszkodą, jaka pojawiła się na polskiej drodze ku euro po upadku banku Lehman Brothers jest bardzo znaczny wzrost zmienności kursów wa-

lutowych. Zmienność (lub wolatylność) odzwierciedla głębokość i częstotliwość zmian relacji w parach walut (w ujęciu dziennym, miesięcznym, półrocznym, rocznym). Niezależnie od przyjętej metodologii wyliczania zmienności, badania empiryczne wskazują, że jej typowy poziom w ujęciu rocznym kształtuje się w przedziale od 6 do 11%². Niemal dokładnie w takim przedziale kształtowała się w latach 2004-2007 zmienność pary podstawowych walut rezerwowych świata, jakimi są dolar i euro. Narastanie napięć na rynkach finansowych, jakie obserwowane było od drugiej połowy 2007 roku, już na początku 2008 przesunęło zmienność na nieco podwyższony poziom, natomiast po upadku banku Lehman Brothers nastąpił jej gwałtowny wzrost (nawet w okolice poziomu 30%). Od początku 2009 roku zmienność pary walut USD/EUR uległa obniżeniu, ale do poziomu typowego nie zdołała powrócić.



Wzrost zmienności w relacjach głównych walut światowych z pewnym opóźnieniem przyczynił się do wzrostu zmienności w relacji PLN/EUR. W okresie od drugiej połowy 2007 po poło-

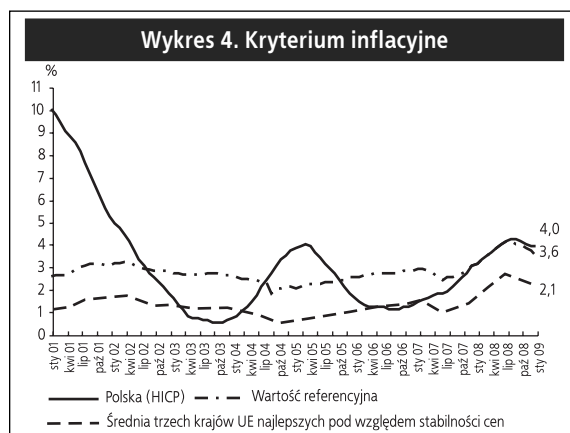
wę 2008 zmienność ta wciąż kształtowała się w sposób bardzo wyrównany, ale po upadku Lehman Brothers nastąpił jej gwałtowny wzrost (przejściowo nawet do poziomu 40% w ostatnim kwartale 2009). Ostatnie miesiące przyniosły pewne uspokojenie, ale i w tym przypadku daleko jest do powrotu ku stanom obserwowanym przed wrześniem 2008.



Wziąwszy pod uwagę, że ustabilizowanie kursu walutowego jest jednym z podstawowych zadań, jakie kraj aspirujący do strefy euro musi wykonać w okresie przebywania w prowadzącym ku tej strefie mechanizmie ERM2 i że „kryterium kursu walutowego może być postrzegane jako test zdolności kraju do stawienia czoła asymetrycznym wstrząsom bez istotnego dostosowania walutowego”³, wchodzenie do ERM2 w warunkach silnego rozchwiania rynków walutowych wydaje się podejmowaniem nadmiernego ryzyka. Podobnie jak w odniesieniu do wzrostu spreadów na europejskim rynku obligacji właściwsze wydaje się odczekanie do momentu, w którym sytuacja powróci do pewnego uspokojenia.

Niespełnienie kryterium inflacyjnego z Maastricht

Wyraźne – i znacznie głębsze niż w Polsce – osłabienie tempa wzrostu gospodarczego w większości gospodarek europejskich pociągnęło za sobą istotne obniżenie się w większości tych gospodarek dwunastomiesięcznej średniej ruchomej inflacji HICP, a w konsekwencji poziomu, na jakim znajduje się kryterium z Maastricht⁴. Ponieważ w Polsce liczony jako średnia dwunastomiesięczna wskaźnik HICP uległ od połowy 2008 roku stabilizacji na poziomie zbliżonym do 4%, między wartością kryterium i wskaźnikiem polskim zaczęła się kształtować narastająca rozbieżność. Po raz ostatni wartość wskaźnika polskiego (4,2%) i wartość kryterium inflacyjnego z Maastricht (również 4,2%) były sobie równe we wrześniu 2008 roku. W okresie od października 2008 r. do lutego 2009 r. do spełnienia kryterium brakowało Polsce od 0,1 do 0,2 pkt. proc., ale już w marcu 2009 r. odchylenie wzrosło do 0,4 pkt. proc., a miesiąc później – do 0,7 pkt. proc.



W najbliższych kwartałach dwunastomiesięczne wskaźniki HICP w krajach europejskich o najbardziej stabilnych cenach mogą się obniżyć w okoli-

ce zera, co sytuować będzie wartość referencyjną na poziomie zbliżonym do 1,5%. W tym samym okresie dwunastomiesięczna inflacja HICP w Polsce obniżyć się będzie znacznie wolniej i tym samym okres niespełnienia kryterium z Maastricht ulegnie wydłużeniu. Trudno dziś prognozować, kiedy trendy inflacyjne w Polsce i innych krajach Europy zmienią się na tyle mocno, by spełnienie kryterium ponownie stało się możliwe. Nie wydaje się, by mogło to nastąpić przed drugą połową 2010 roku.

Problemy z kryteriami konwergencji prawnej

Przystąpienie do strefy euro wymaga nie tylko spełnienia kryteriów ekonomicznych, lecz również kryteriów o charakterze prawnym, a w tym zakresie także rysują się obecnie poważne problemy.

W swoich ocenach wypełnienia kryteriów konwergencji prawnej Komisja Europejska i Europejski Bank Centralny zwracają uwagę na następujące kwestie:

- zgodność celów krajowego banku centralnego z celami Europejskiego Systemu Banków Centralnych;
- niezależność krajowego banku centralnego (instytucjonalna, funkcjonalna, finansowa i personalna);
- stopień integracji banku krajowego z Europejskim Systemem Banków Centralnych;
- zachowanie poufności w określonych działaniach;
- zakaz finansowania ze środków krajowego banku centralnego.

Wskazane wyżej obszary oceny wypełnienia kryteriów konwergencji prawnej prowadzą ku stwierdzeniu, iż przystąpienie Polski do strefy euro wymaga wprowadzenia zmian w Konstytucji RP (wybrane ustępy artykułów 203 i 227, a być może również art. 198 ust. 1), w ustawie z 29 sierpnia 1997r. o Narodowym Banku Polskim i w ustawie z 14 grudnia 1994 o Bankowym Funduszu Gwarancyjnym. Dyskusyjne jest, czy zmiany te muszą być przeprowadzone przed wejściem Polski do ERM2, natomiast najzupełniej niewątpliwe jest to, że nie da się bez nich uchylić derogacji wobec Polski i wprowadzić w naszym kraju euro. Należy więc liczyć się z tym, że od chwili wejścia kraju do ERM2 (gdymby działanie to udało się przeprowadzić), główne siły polityczne kraju będą dysponowały okresem tylko około dwóch lat na przeprowadzenie wszystkich niezbędnych zmian legislacyjnych. Kalendarz wyborczy (wybory prezydenckie w 2010 r., wybory parlamentarne w 2011 r.) sprawia, że rodzą się poważne obawy o terminowe wykonanie tej niezbędnej pracy legislacyjnej. Z kolei bez przeprowadzenia zmian w polskim prawie cały wysiłek przejścia przez ERM2 miałby charakter jałowy – nawet spełnienie wszystkich kryteriów ekonomicznych z Maastricht nie pozwoliłoby na uchylenie derogacji i przyjęcie przez Polskę wspólnej waluty europejskiej.

Zakończenie

Sytuacja, jaka ukształtowała się w gospodarce światowej i na globalnych rynkach finansowych po upadku banku Lehman Brothers, z punktu widzenia polskiej drogi do euro zdaje się wskazywać na celowość następujących działań:

- powstrzymanie się od wejścia do ERM2 dopóki nie uspokoi się w pełni sytuacja na rynkach finansowych; jako klucz do oceny sytuacji w tym zakresie należy przyjąć skalę zmienności kursów walutowych i wielkość spreadów w odniesieniu do wieloletnich obligacji skarbowych państw strefy euro;
- prowadzenie polityki pieniężnej w taki sposób, by ponownie zagwarantowała ona spełnienie kryterium inflacyjnego z Maastricht wtedy, gdy Polska poddana będzie ocenie przez Komisję Europejską i EBC;
- podejmowanie wysiłków na rzecz uzyskania koniecznego poparcia politycznego dla zmian w Konstytucji RP i innych aktach prawnych niezbędnych dla przyjęcia euro w Polsce.

Wiarygodny horyzont czasowy, jaki można przypisać realizacji powyższych działań, każe stwierdzić, że wejście do ERM2 w połowie 2009 r. nie jest możliwe, a i druga połowa roku wydaje się okresem niesprzyjającym temu przedsięwzięciu. Uzasadnione wydaje się przesunięcie oczekiwań w tym zakresie na 2010 rok.

Przypisy

¹ Por. Ingram, James C., *Comment – The Currency Area Problem*, w: *Monetary Problems of the International Economy*, red. Mundell, R. A., Swoboda, A. K., Chicago 1970, s. 95-100.

² Porównaj: Jorion, Philippe, „Financial Risk Manager Handbook, John Wiley & Sons, Inc., Hoboken, New Jersey 2005, s. 280.

³ Baras. J i Deroose, S., „The Maastricht Criteria on Price and Exchange Rate Stability and ERM2”, w: Schadler Susan (ed.), *Euro Adoption in Central and Eastern Europe: Opportunities and Challenges*, International Monetary Fund, Washington 2005, s. 131.

⁴ Przypomnijmy, że wartość referencyjną oblicza się poprzez dodanie 1,5 pkt. proc do średniej stopy inflacji wyliczonej z dwunastomiesięcznej średniej ruchomej inflacji HICP dla trzech krajów UE o najbardziej stabilnym poziomie cen.

Polska w systemie ERM2 – co wynika z doświadczeń Słowacji

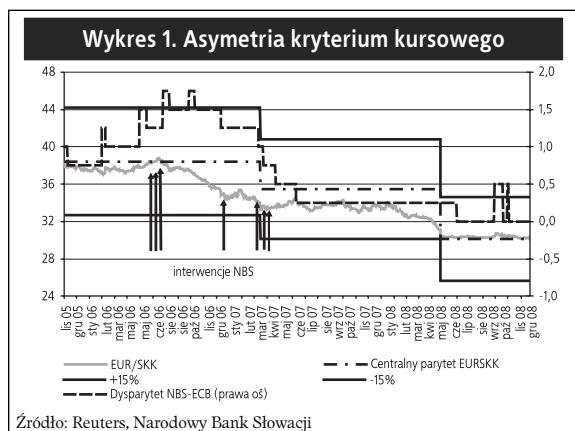
Strategicznym celem polskiej polityki gospodarczej jest przyjęcie wspólnej europejskiej waluty – euro. Droga do strefy euro wiedzie przez uczestnictwo w systemie ERM2 (*Exchange Rate Mechanism 2*). Przy projektowaniu strategii akcesji do wspólnego obszaru walutowego warto uwzględnić doświadczenia Słowacji, która, podobnie jak Polska, przed wprowadzeniem euro należała do grupy rynków wschodzących i uczestniczyła w systemie ERM2 w ramach szerokiego pasma wahań (+/- 15% względem centralnego parytetu).

Asymetryczny charakter kryterium kursowego

Słowacja uczestniczyła w ERM2 od 28 listopada 2005 r. do 31 grudnia 2008 r. Słowackie doświadczenia potwierdzają, że ERM2 jest drogą jednokierunkową (wykres 1). Nie ma bowiem

miejsca na znaczącą deprecjację kursu walutowego w stosunku do centralnego parytetu, co wynika ze stosowanej przez Europejski Bank Centralny (EBC) i Komisję Europejską interpretacji kryterium kursowego, zgodnie z którą w ERM2 kurs rynkowy powinien pozostawać blisko centralnego parytetu, przy czym ze względu na zachodzący proces realnej konwergencji (szybszy wzrost wydajności i płac w kraju niż za granicą) [Balassa, 1964; Samuelson, 1964], aprecjacja kursu rynkowego jest akceptowana [European Central Bank, 2008; European Commission, 2008]. Narodowy Bank Słowacji (NBS) prowadził politykę kursową zgodną z powyższą interpretacją. Do października 2008 r. odchylenie kursu rynkowego od centralnego parytetu nie przekraczało 1 proc., a interwencje po słabej stronie parytetu, które miały miejsce w czerwcu i w lipcu 2006 r., odbywały się przy odchyleniu od parytetu nieprzekraczającym 0,7%. Rygorystyczne stosowanie przez NBS interpretacji kry-

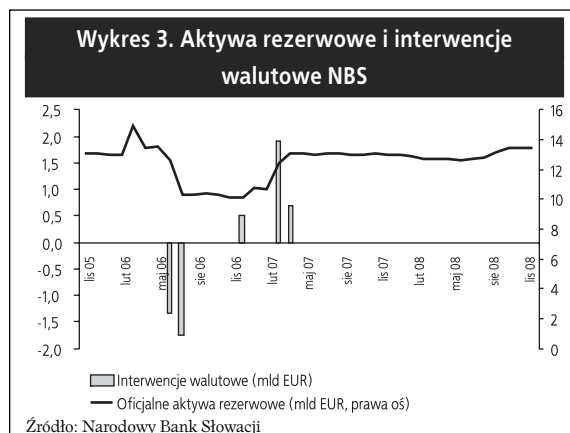
terium kursowego, zgodnie z którą pasmo dopuszczalnych odchyłeń od centralnego parytetu jest asymetryczne, jednoznacznie wskazuje, że ERM2 jest systemem quasi-sztynnego kursu walutowego. Przy takiej interpretacji kryterium kursowego można postawić tezę, że warto wejść do ERM2 przy lekko niedowartościowanym parytecie, co wzmacnia oczekiwania na umocnienie kursu rynkowego i ułatwia spełnienie kryterium kursowego. Szacunki Międzynarodowego Funduszu Walutowego wskazują, że początkowo centralny parytet korony względem euro był lekko niedowartościowany [Rosenberg; 2008], co zwiększyło prawdopodobieństwo spełnienia przez Słowację kryterium kursowego.



Interwencje walutowe NBS przed i po akcesji do ERM2

Centralny kurs euro względem korony słowackiej został ustalony na poziomie bardzo zbliżonym do średniego kursu EUR/SKK w ostatnich trzech kwartałach poprzedzających wejście do ERM2 (różnica wyniosła 0,7%). Przed akcesją do ERM2 NBS starał się ograniczyć zmienność kursu koro-

ny poprzez interwencje walutowe (wykres 2). Interweniował kilkakrotnie – i przeciwko umocnieniu (styczeń, luty, marzec 2005 r.), i przeciwko osłabieniu (kwiecień i październik 2005 r.). NBS kontynuował interwencje walutowe po przystąpieniu Słowacji do ERM2 (wykres 3).



Powszechnie utożsamia się okres pobytu w ERM2 z koniecznością prowadzenia przez bank centralny częstych interwencji walutowych. W Słowacji w ciągu trzech lat członkostwa w ERM2 takich interwencji było siedem, czyli relatywnie niewiele, co oczywiście nie oznacza, że w przypadku Polski nie będzie ich więcej. W czerwcu

i lipcu 2006 roku, a więc w okresie silnej presji na osłabienie korony, skala interwencji walutowych NBS była znacząca. Można szacować, że trzy przeprowadzone wówczas interwencje przyczyniły się do spadku oficjalnych aktywów rezerwowych NBS o 23%. Fakt, że mimo tak znaczących interwencji Komisja Europejska i EBC nie stwierdziły wystąpienia „poważnych napięć” (*severe tensions*) na rynku walutowym (zgodnie z Traktatem ustanawiającym Wspólnotę Europejską stwierdzenie napięć może uniemożliwić spełnienie kryterium kursowego) można wiązać dodatnim saldem interwencji w całym okresie pobytu w ERM2. Saldo to wyniosło 3,1 mld euro, co oznacza, że w ramach interwencji walutowych NBS skupił więcej walut obcych niż ich sprzedał.

W krótkim okresie skuteczność interwencji NBS była wysoka. W połowie 2006 r., a więc w okresie silnej presji na osłabienie kursu korony, skuteczność ta była wsparta przez zaciśnienie polityki monetarnej, odzwierciedlone we wzroście dysparytetu podstawowych stóp procentowych NBS i EBC. Celem interwencji było wygładzanie wahań kursowych, a nie odwrócenie trendu aprecjacyjnego korony. Wzrost kursu korony wynikał z jednej strony z umoc-

nienia kursu równowagi (na skutek znaczącego napływu zagranicznych inwestycji bezpośrednich), z drugiej zaś z konieczności spełnienia kryterium inflacyjnego.

Skuteczność interwencji walutowych a profil rynku walutowego

Czy skuteczność interwencji walutowych prowadzonych przez NBP w ERM2 będzie równie wysoka jak w przypadku NBS? Pomocne w udzieleniu odpowiedzi na to pytanie mogą być dane Banku Rozrachunków Międzynarodowych [2007], informujące o przeciętnych dziennych obrotach na rynku spot w kwietniu w latach 2004 i 2007 w wybranych krajach regionu i udziale poszczególnych rodzajów transakcji (między rezydentami, rezydent-nierezydent; między nierezydentami oraz transakcji z udziałem nierezydenta). Choć w 2007 r. Bank Rozrachunków Międzynarodowych (BRM) nie dysponował danymi dla Słowacji, można uznać, że dane dla Czech i Węgier w znacznym stopniu odzwierciedlają profil słowackiego rynku walutowego w analizowanym okresie.

Tabela 1. Skuteczność interwencji walutowych a rynek walutowy

	Złoty		Korona czeska		Forint	
	2004	2007	2004	2007	2004	2007
Obroty dzienne ogółem (mln USD, SPOT)	1566	4851	736	1630	752	2959
Obroty ogółem, w tym:	100	100	100	100	100	100
Udział transakcji między rezydentami	36	14	24	17	22	9
Udział transakcji rezydent-nierezydent	31	17	38	31	33	14
Udział transakcji między nierezydentami	33	68	38	52	46	77
Udział transakcji z udziałem nierezydenta	64	86	76	83	78	91

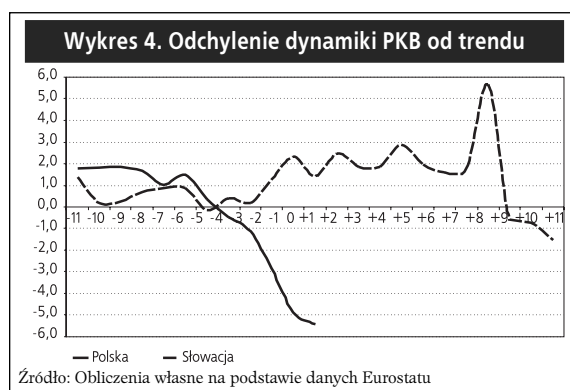
Źródło: Bank Rozrachunków Międzynarodowych [2007] i Narodowy Bank Polski [2008]

Dane BMR wskazują (tabela 1), że w pierwszych latach po rozszerzeniu Unii Europejskiej wyraźnie wzrosła głębokość rynków walutowych nowych państw członkowskich. Oznacza to, że przynajmniej w początkowej fazie uczestnictwa w ERM2 Słowacja była w sytuacji korzystniejszej niż ta, w jakiej znajduje się Polska, ponieważ na płytkim rynku walutowym skuteczność interwencji walutowych powinna być większa. Ponadto relatywnie głęboki rynek walutowy w Polsce oznacza niską premię za ryzyko płynności, co czyni go atrakcyjnym miejscem lokowania kapitału portfelowego. To z kolei przyczynia się do wzrostu zmienności kursu złotego [Sławiński, 2004]. A więc fakt, że polski rynek walutowy jest rynkiem relatywnie płynnym, nie będzie sprzyjał skuteczności interwencji walutowych NBP.

Niższa niż w przypadku NBS skuteczność ewentualnych interwencji walutowych podejmowanych przez NBP w ERM2 będzie również związana z odnotowanym po akcesji do UE silnym wzrostem udziału transakcji walutowych zawieranych między nierezydentami. Oznacza to, że kluczowe dla pozytywnej oceny stabilności kursowej interwencje walutowe, podejmowane przez NBS w lecie 2006 r., były realizowane najprawdopodobniej w warunkach relatywnie niskiego udziału transakcji zawieranych poza krajowym rynkiem walutowym. Sytuacja, w której w obrotach walutowych dominują transakcje między nierezydentami będzie utrudniać NBP wyznaczenie odpowiedniej skali interwencji, co oznacza podwyższone ryzyko jej nieskuteczności.

Faza cyklu koniunktury a ścieżka akcesji do strefy euro

Doświadczenia Słowacji dobrze ilustrują, jak ważny jest wybór odpowiedniego momentu akcesji do ERM2. Na wykresie 4 przedstawiono roczną odsezonowaną dynamikę PKB w poszczególnych kwartałach w Polsce i w strefie euro oraz odchylenie tej dynamiki od trzyletniego trendu, czyli średniej z dwunastu obserwacji kwartalnych.



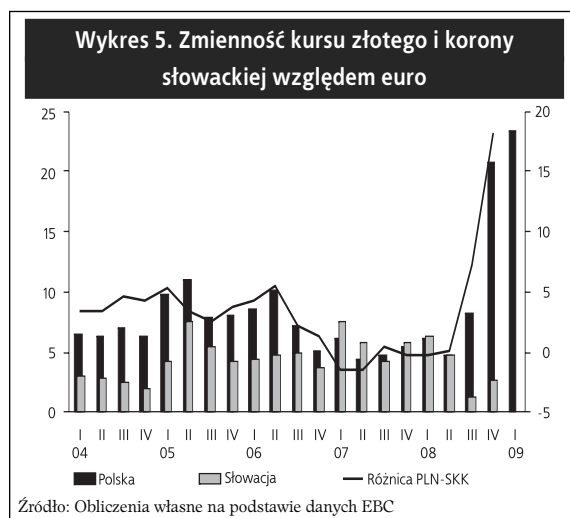
Moment $t=0$ oznacza kwartał, w którym nastąpiła akcesja do ERM2 (w przypadku Słowacji był to IV kwartał 2005 r.). Przedstawione dane wskazują, że Słowacja przystąpiła do ERM2 w początkowej fazie ożywienia gospodarczego. W kolejnych kwartałach tempo wzrostu gospodarczego przyspieszało, a odchylenie w stosunku do trendu było coraz bardziej wyraźne. Gdyby Polska weszła do ERM2 w II kwartale br., a więc zgodnie z pierwotnymi zamierzeniami rządu, wchodziłaby do systemu w innej niż Słowacja fazie cyklu. W takiej sytuacji można by oczekiwać, że skala umocnienia kursu złotego w ERM2 byłaby mniejsza niż w przypadku korony, bo w przypadku Polski uczestnictwo w ERM2 w większym stopniu pokrywałoby się z okresem

występowania silnie ujemnej luki popytowej, a więc niskiej presji inflacyjnej. Potrzeba wykorzystania nominalnej aprecjacji złotego jako narzędzia tłumienia inflacji w celu spełnienia kryterium kursowego byłaby mniejsza.

Naturalną konsekwencją akcesji do ERM2 w odmiennej niż w przypadku Słowacji fazie cyklu koniunktury byłyby trudności z szybkim spełnieniem kryterium fiskalnego, zapewniającym możliwie krótkie uczestnictwo w systemie. Konsekwencja ta jest wyraźnie widoczna w kontekście opublikowanych przez GUS w kwietniu 2009 r. danych na temat deficytu sektora finansów publicznych w ubiegłym roku (3,9% PKB) i prognozy Ministerstwa Finansów na 2009 r. (4,6% PKB). W sytuacji, w której tak jak w Słowacji akcesja do ERM2 następuje w warunkach przyspieszenia wzrostu gospodarczego (oddziałującego w kierunku wzrostu dochodów sektora finansów publicznych), spełnienie fiskalnego kryterium z Maastricht staje się łatwiejsze, jeśli utrzymana jest dyscyplina fiskalna. Wejście do ERM2 w warunkach nasilającego się spowolnienia wzrostu gospodarczego i pogłębiającej się ujemnej luki popytowej oznaczałoby zatem dla rynków finansowych wysoką niepewność co do tego, czy Polsce uda się spełnić kryterium fiskalne w drugim roku członkostwa w ERM2. W takiej sytuacji każdy sygnał wskazujący na ryzyko wydłużenia okresu potrzebnego dla ograniczenia deficytu sektora finansów publicznych do poziomu poniżej 3% PKB mogłoby być impulsem do kwestionowania wiarygodności całej ścieżki akcesji do strefy euro. To z kolei mogłoby prowadzić do znaczących wahań w napływie kapitału portfelowego i wzrostu zmienności kursu złotego, co utrudniłoby spełnienie kryterium stabilności kursowej.

Zmienność kursu walutowego a przystąpienie do ERM2

Kryzys finansowy i gospodarczy przyczynił się do znaczącego wzrostu zmienności kursu złotego. Na tym tle powstaje pytanie, jaki powinien być poziom zmienności złotego w okresie poprzedzającym akcesję do ERM2? Pytanie to jest istotne z punktu widzenia przebiegu negocjacji dotyczących centralnego parytetu w ERM2, które NBP i MF będą prowadzić z Komisją Europejską i EBC. Można oczekiwać, że niestabilna sytuacja na rynkach walutowych, odzwierciedlona w podwyższonej zmienności kursu złotego, będzie czynnikiem wydłużającym negocjacje i utrudniającym wyznaczenie centralnego parytetu w ERM2 na poziomie wiarygodnym dla rynków finansowych. Na wykresie 5 przedstawiono wyniki obliczeń indeksu zmienności kursu walutowego, który stosuje EBC w *Raportach o konwergencji*, oceniając zmienność kursu (*Exchange Rate Volatility – ERV*). Jest to implikowane roczne odchylenie standardowe dziennych procentowych zmian kursu.

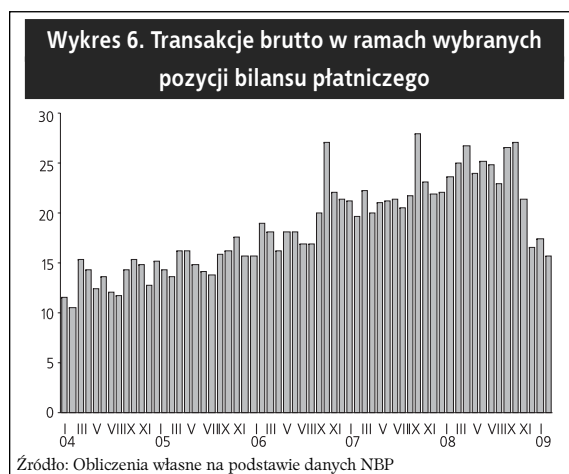


Przed światowym kryzysem finansowym zmienność kursu złotego względem euro była zbliżona do zmienności kursu korony. W IV kwartale 2008 r. nastąpił silny wzrost zmienności kursu złotego, a jej wysoki poziom utrzymał się również w I kwartale 2009 r. W efekcie, w okresie III kwartał 2008 r. – I kwartał 2009 r. zmienność kursu EUR/PLN mierzona indeksem ERV wyniosła 17,4%. Dla porównania, w okresie od I do III kwartału 2005 r., a więc w trzech kwartałach poprzedzających przystąpienie Słowacji do ERM2, indeks ERV dla kursu korony wyniósł 5,7%.

Niska zmienność kursu walutowego przed wejściem do ERM2 zwiększy prawdopodobieństwo ustalenia centralnego parytetu na wiarygodnym poziomie. Stabilny kurs walutowy sprzyja wyznaczeniu parytetu na poziomie zbliżonym do obserwowanego na rynku walutowym w okresie poprzedzającym akcesję. To z kolei wzmacnia wiarygodność centralnego parytetu. Jeśli kurs jest niestabilny, relatywnie duże znaczenie dla określenia poziomu centralnego parytetu w ERM2 mają z natury arbitralne szacunki kursu średniokresowej równowagi, a mniejszą rolę odgrywają tendencje na rynku walutowym obserwowane w wybranym okresie referencyjnym. Ponadto, wyniki badań empirycznych wskazują, że w zależności od zastosowanego narzędzia wyniki oszacowań kursu równowagi mogą się istotnie różnić [Rubaszek, 2006; Maeso-Fernandez et al., 2001]. Istnieje zatem znaczące ryzyko, że warunkach dużej zmienności kursu złotego parytet centralny wyznaczony głównie pod wpływem wyników badań nad kursem równowagi może zostać zakwestionowany przez ry-

nek jako niewiarygodny. Powyższa argumentacja uzasadnia tezę, że obserwowana po wybuchu kryzysu finansowego wysoka zmienność kursu złotego jest jedną z głównych przeszkód na drodze Polski do ERM2.

W najbliższych kwartałach utrzymywaniu się podwyższonej zmienności kursu złotego będzie sprzyjać przejściowo niska płynność rynku walutowego. Do zmniejszenia płynności rynku przyczynią się, będące następstwem recesji w gospodarce światowej, silny spadek wymiany handlowej z zagranicą oraz znaczące zmniejszenie przepływów kapitału (w szczególności zagranicznych inwestycji bezpośrednich), oddziałujące w kierunku zmniejszenia obrotów na rynku walutowym. Spadek wielkości transakcji zawieranych na rynku walutowym ilustrują dane przedstawione na wykresie 6.



W I kwartale 2009 r. zsumowane transakcje brutto w ramach handlu zagranicznego (eksport i import towarów), inwestycji bezpośrednich i portfelowych (napływ i odpływ zagranicznych inwestycji bezpośrednich i portfelowych) były niższe niż

w I kwartale 2008 r. o 19,1 mld euro (o 26,9%). Zgodnie z obecnym kierunkiem prognoz dla strefy euro, przewidującym ożywienie gospodarcze w obszarze wspólnej waluty dopiero w połowie 2010 r., w najbliższych kwartałach utrzyma się relatywnie niski poziom obrotów na rynku walutowym, co będzie czynnikiem sprzyjającym podwyższonej zmienności kursu złotego.

W dyskusji na temat przyszłego uczestnictwa Polski w ERM2 warto poruszyć również problem przyznanej Polsce przez MFM elastycznej linii kredytowej (*flexible credit line* – FCL)¹. Jest to nowy instrument, z którego Słowacja nie mogła korzystać zarówno przed przystąpieniem do ERM2, jak i w okresie pobytu w tym systemie. Czy FCL przyczyni się do zmniejszenia zmienności kursu złotego i ułatwi Polsce akcesję do ERM2? Wydaje się, że tak. Przyznanie Polsce FCL w maju 2009 r. oznaczało *de facto* zwiększenie aktywów rezerwowych NBP o 20,6 mld dolarów, a więc o 32,1%. FCL może stanowić dodatkowe źródło finansowania ewentualnych interwencji walutowych NBP. Oznacza to, że po przyznaniu Polsce FCL ryzyko znaczącej deprecjacji kursu złotego na skutek trudności w dostępie polskich przedsiębiorstw i rządu do zewnętrznego finansowania znacząco spadło. Spadek tego ryzyka znalazł również odzwierciedlenie w wyraźnym zmniejszeniu się kosztu ubezpieczenia się na wypadek bankructwa Polski (tzw. CDS-ów – *credit default swap*), jaki odnotowano po zwróceniu się przez polskie władze do MFW o przyznanie FCL. Można więc uznać, że przyznanie Polsce elastycznej linii kredytowej umożliwi zmniejszenie skali niedowartościowania kursu złotego, będącego rezultatem obaw o sytuację płatniczą Polski i związanego

z tym gwałtownego odpływu kapitału portfelowego na jesieni 2008 r. To z kolei ułatwi ustalenie centralnego parytetu w ERM2 na poziomie zbliżonym do kursu średniookresowej równowagi.

Choć uzyskanie przez Polskę elastycznej linii kredytowej nie stoi na przeszkodzie, a nawet sprzyja szybkiej akcesji do ERM2, wątpliwości budzić może korzystanie z tego narzędzia w okresie uczestnictwa Polski w ERM2. Powstaje bowiem pytanie, czy nawet bierne korzystanie z FCL (tzn. obowiązująca umowa z MFW bez korzystania z przyznanych Polsce środków) jest zgodne z kryterium stabilności kursowej. Dla ilustracji tego problemu można posłużyć się terminologią stosowaną w Formule 1. FCL można przyrównać do urządzenia zwanego podwójnym dyfuzorem, stosowanym w bolidach dla uzyskania aerodynamicznego docisku samochodu do podłoża na skutek odpowiedniej regulacji strumienia powietrza. Podwójny dyfuzor zapewnia większą przyczepność bolidu, dzięki czemu może on poruszać się szybciej na zakrętach. Udostępnienie Polsce elastycznej linii kredytowej MFW umożliwi szybszy i bardziej stabilny wzrost gospodarczy na skutek zmniejszenia bariery w dostępie do zagranicznego kapitału. W przeciwieństwie do Formuły 1 (komisja sędziowska ostatecznie zaakceptowała stosowanie tego narzędzia), trudno uzyskać jednoznaczną interpretację EBC – czy korzystanie przez Polskę z FCL w okresie pobytu w ERM2 będzie zgodne z kryterium stabilności kursu walutowego. Dokonując oceny zbieżności w zakresie kryterium kursowego EBC i Komisja Europejska mogłyby postawić pytanie: w jakim stopniu fakt (biernego) korzystania przez Polskę z elastycznej linii kredytowej w okresie uczestnic-

stwa w ERM2 przyczyniał się do ograniczenia zmienności kursu złotego? Pierwszym testem w tym względzie będą *Raporty o konwergencji* opublikowane przez EBC i KE w roku 2010. Jeśli obie instytucje stwierdzą, że pożyczka stabilizacyjna przyznana Łotwie (która uczestniczy w ERM2 od maja 2005 r. w ramach szerokiego pasma wahań) przez MFW w grudniu 2008 r. nie stoi na przeszkodzie spełnieniu kryterium kursowego, przyznana Polsce elastyczna linia kredytowa, z której Polska najprawdopodobniej nie skorzysta, tym bardziej nie rodzi ryzyka niespełnienia tego kryterium. Gdyby jednak Polska miała przystąpić do ERM2 przed publikacją *Raportów*, dla wyeliminowania wspomnianego ryzyka warto postarać się o uzyskanie od EBC lub KE wiążącej interpretacji dopuszczającej stosowanie elastycznej linii kredytowej w ERM2 lub rozważyć rezygnację z tego narzędzia na krótko przed akcesją do tego systemu.

Czy polityczny konsensus wokół euro jest konieczny?

W rozmowie z Rzeczpospolitą 5 marca 2009 r. członek RPP Dariusz Filar stwierdził: *Zagłosowałbym za zmianą reżimu kursowego tylko w przypadku, gdyby ze strony partnerów europejskich pojawiła się jednoznaczna deklaracja, że akceptują nasz brak przygotowania konstytucyjno-prawnego i obecną trudną sytuację na rynkach finansowych i że z ich punktu widzenia nie stanowi to przeszkody w wejściu do ERM2. Ale taką deklarację EBC i Komisji Europejskiej nie bardzo mogę sobie dzisiaj wyobrazić.* Cytowana wypowiedź jest warta odnotowania, ponieważ

warunkowo dopuszcza ona scenariusz, w którym Polska wchodzi do ERM2 bez zmiany Konstytucji RP (art. 198, 203 i 227), koniecznych dla zapewnienia zgodności krajowego ustawodawstwa z Traktatem ustanawiającym Wspólnotę Europejską [European Central Bank, 2008]. Jednak akcesja do ERM2 bez uprzedniej zmiany Konstytucji niesie ze sobą zwiększone ryzyko ataków spekulacyjnych na złotego. Spekulacja na osłabienie złotego i dewaluacja centralnego parytetu mogłaby nastąpić w przypadku, gdyby rynki finansowe uznały spełnienie kryteriów członkostwa w strefie euro i przyjęcie wspólnej waluty w założonym przez rząd terminie za mało prawdopodobne [Mishkin, 2000; Eiechengreen, 2003]. Z sytuacją taką mielibyśmy do czynienia, gdyby po przystąpieniu Polski do ERM2 nie udało się rządowi zbudować konstytucyjnej większości w Sejmie. Ataki spekulacyjne mogłyby być zinterpretowane przez Komisję Europejską i EBC jako „poważne napięcia” na rynku walutowym, co mogłoby uniemożliwić Polsce spełnienie kryterium stabilności kursowej.

Doświadczenia Słowacji potwierdzają, że ryzyko towarzyszące przystąpieniu do ERM2 bez uprzedniej zmiany Konstytucji jest znaczące. Dobrą ilustracją tego ryzyka jest silna presja na osłabienie korony, odnotowana w czerwcu i lipcu 2006 r. Główną przyczyną presji deprecjacyjnej był wynik czerwcowych wyborów parlamentarnych, które wygrała partia SMER. Zwycięska partia zakwestionowała potrzebę szybkiej akcesji do strefy euro i zadeklarowała, że zwiększy wydatki publiczne. Zapowiedzi te zostały zinterpretowane przez rynek jako wyraźny spadek prawdopodobieństwa szybkiego spełnienia

fiskalnego kryterium z Maastricht i odsunięcie daty przystąpienia do strefy euro. Znalazło to odzwierciedlenie w silnym wzroście spreadu 5x5 (wykres 7), sygnalizującym – w ocenie rynku – spadek prawdopodobieństwa przyjęcia euro przez Słowację w perspektywie 5 lat.



Wspólna deklaracja słowackiego rządu i NBS o konsekwentnym działaniu na rzecz wprowadzenia euro w 2009 r., wzmocniona przez wyraźne zaostrożenie polityki monetarnej, umożliwiła odbudowanie wiarygodności strategii przystąpienia do strefy euro, co znalazło odbicie w przywróceniu trendu aprecyjnego korony i stopniowym spadku spreadu 5x5. Doświadczenia słowackie skłaniają do wniosku, że scenariusz akcesji do ERM2 bez uprzedniej zmiany konstytucji to scenariusz podwyższonego ryzyka, którego nie warto podejmować.

Wnioski

Analiza doświadczeń związanych z uczestnictwem Słowacji w ERM2 prowadzi do następujących wniosków:

1. Asymetryczny charakter kryterium kursowego sprawia, że w ERM2 przestrzeń do osłabienia kursu waluty krajowej względem centralnego parytetu praktycznie jest znacznie ograniczona. W takiej sytuacji optymalną strategią może być przystąpienie do systemu przy lekko niedowartościowanym parytecie.
2. Znaczące interwencje walutowe w ERM2 nie stoją w sprzeczności ze spełnieniem kryterium kursowego, jakkolwiek ważną przesłanką jego spełnienia jest łączny wpływ przeprowadzonych w ERM2 interwencji na wielkość aktywów rezerwowych banku centralnego.
3. Analiza wielkości obrotów na rynkach walutowych oraz struktura podmiotowa tych rynków wskazuje, że interwencje NBP w ERM2 mogą być mniej skuteczne niż interwencje NBS.
4. Ewentualne wejście Polski do ERM2 w 2009 r. nastąpiłoby w niekorzystnej fazie cyklu koniunktury i zwiększałoby ryzyko napięć na rynku walutowym w początkowym okresie uczestnictwa w tym systemie.
5. Dla ustalenia centralnego parytetu w ERM2 na właściwym poziomie konieczna jest względna stabilizacja kursu EUR/PLN przed akcesją do systemu. Stabilizacja ta sprzyja wiarygodności centralnego parytetu.

6. Polska może korzystać z *flexible credit line* do momentu akcesji do ERM2, jednak po przystąpieniu do systemu konieczna byłaby rezygnacja z tego instrumentu lub uzyskanie pewności, że korzystanie z FCL nie stanie na przeszkodzie spełnieniu kryterium kursowego.

7. Zmiana Konstytucji RP, konieczna dla zapewnienia zgodności krajowego ustawodawstwa z Traktatem ustanawiającym Wspólnotę Europejską, powinna nastąpić przed akcesją do ERM2.

Literatura

- Balassa, B. 1964. The Purchasing Power Parity Doctrine: A Reappraisal. *Journal of Political Economy* 72. 231-238.
- Bank Rozrachunków Międzynarodowych. 2007. Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange and OTC Derivatives Market Activity. www.bis.org
- Eichengreen, B. 2003. The Accession Economies" Rocky Road to the Euro. Referat wygłoszony na konferencji Narodowego Banku Austrii pt. The Economic Potential of a Langer Europe. Keys to success. www.oenb.at
- European Central Bank. 2008. Convergence Report.
- European Commission. 2008. Convergence Report 2008.
- Narodowy Bank Polski. 2008. Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2007 r.
- Maeso-Fernandez, F., C. Osbat, B. Schnatz. 2001. Determinants of the euro real effective exchange rate. ECB Working Paper 85.
- Mishkin, F. 2000. International experiences with different monetary policy regimes. NBER Working Paper 7044.
- Rosenberg, C. 2008. Słowacka droga do euro – jakie wnioski dla Polski? Rzeczpospolita. 17.10.2008.
- Rubaszek, M. 2006, Modelowanie kursu równowagi dla złotego. Praca doktorska pod kierunkiem prof. dr hab. W. Marcinkowskiej-Lewandowskiej. <http://akson.sgh.waw.pl/~mrubas/>
- Samuelson, P. 1964. Theoretical Notes on Trade Problems. *Review of Economics and Statistics* 46. 145-154.
- Sławiński, A. 2004. Złoty w europejskim mechanizmie kursowym. *Ekonomista* 2. 173-186.

Przypisy

¹ Flexible Credit Line to najnowszy instrument opracowany przez MFV. Jest następcą krótkoterminowej linii płynnościowej o nazwie Short-Term Liquidity Facility (SLF), która jednak nie cieszyła się zbyt dużym powodzeniem wśród krajów członkowskich. SLF również był adresowany do państw, które były w relatywnie dobrej sytuacji, ale kilka jego cech – jak np. krótki 9-miesięczny okres spłaty czy brak możliwości użycia linii jako instrumentu zapobiegawczego – spowodowało, że nie cieszył się on dużym powodzeniem. Atrakcyjność FCL dla takich krajów jak Polska polega przede wszystkim na elastycznym podejściu MFV do wykorzystywania przyznanych środków. Jeśli kraj spełni określone warunki, fundusz może postawić do dyspozycji jakąś kwotę – ale kraj wcale nie musi jej wykorzystywać. To klasyczna linia kredytowa. Nie ma ona ściśle oznaczonego celu. I stąd kraj może ją traktować jako swojego rodzaju zabezpieczenie na wypadek kłopotów wynikających np. z destabilizacji kursu walutowego. MFV adresuje FCL do państw o dobrej sytuacji makroekonomicznej, które mogą popaść w kłopoty z niezawinionych przez siebie przyczyn. Cechy, jakimi musi charakteryzować się gospodarka ubiegająca się o FCL są jasno określone: musi mieć ona m.in. dobrą pozycję zewnętrzną, rachunek bieżący powinien być zdominowany przez przepływy kapitału prywatnego, system finansów publicznych powinien być stabilny, włączając w to poziom długu publicznego. Inflacja w takiej gospodarce musi być niska i stabilna, co ma być pochodną solidnej polityki pieniężnej. Banki nie mogą mieć problemów z wypłacalnością, by wyeliminować ryzyko krachu systemu finansowego. Przy tym nadzór finansowy musi być efektywny.

Z e s z y t y B R E - C A S E

1	Absorpcja kredytów i pomocy zagranicznej w Polsce w latach 1989-1992
2	Absorpcja zagranicznych kredytów inwestycyjnych w Polsce z perspektywy pożyczkodawców i pożyczkobiorców
3	Rozliczenia dewizowe z Rosją i innymi republikami b. ZSRR. Stan obecny i perspektywy
4	Rynkowe mechanizmy racjonalizacji użytkowania energii
5	Restrukturyzacja finansowa polskich przedsiębiorstw i banków
6	Sposoby finansowania inwestycji w telekomunikacji
7	Informacje o bankach. Możliwości zastosowania ratingu
8	Gospodarka Polski w latach 1990 – 92. Pomiary a rzeczywistość
9	Restrukturyzacja finansowa przedsiębiorstw i banków
10	Wycena ryzyka finansowego
11	Majątek trwały jako zabezpieczenie kredytowe
12	Polska droga restrukturyzacji złych kredytów
13	Prywatyzacja sektora bankowego w Polsce - stan obecny i perspektywy
14	Etyka biznesu
15	Perspektywy bankowości inwestycyjnej w Polsce
16	Restrukturyzacja finansowa przedsiębiorstw i portfeli trudnych kredytów banków komercyjnych (podsumowanie skutków ustawy o restrukturyzacji)
17	Fundusze inwestycyjne jako instrument kreowania rynku finansowego w Polsce
18	Dług publiczny
19	Papiery wartościowe i derywaty. Procesy sekurytyzacji
20	Obrót wierzytelnościami
21	Rynek finansowy i kapitałowy w Polsce a regulacje Unii Europejskiej
22	Nadzór właścicielski i nadzór bankowy
23	Sanacja banków
24	Banki zagraniczne w Polsce a konkurencja w sektorze finansowym
25	Finansowanie projektów ekologicznych
26	Instrumenty dłużne na polskim rynku
27	Obligacje gmin
28	Sposoby zabezpieczania się przed ryzykiem niewypłacalności kontrahentów
	Wydanie specjalne Jak dokończyć prywatyzację banków w Polsce
29	Jak rozwiązać problem finansowania budownictwa mieszkaniowego
30	Scenariusze rozwoju sektora bankowego w Polsce
31	Mieszkalnictwo jako problem lokalny
32	Doświadczenia w restrukturyzacji i prywatyzacji przedsiębiorstw w krajach Europy Środkowej
33	(nie ukazał się)
34	Rynek inwestycji energooszczędnych
35	Globalizacja rynków finansowych
36	Kryzysy na rynkach finansowych – skutki dla gospodarki polskiej
37	Przygotowanie polskiego systemu bankowego do liberalizacji rynków kapitałowych
38	Docelowy model bankowości spółdzielczej
39	Czy komercyjna instytucja finansowa może skutecznie realizować politykę gospodarczą państwa?
40	Perspektywy gospodarki światowej i polskiej po kryzysie rosyjskim
41	Jaka reforma podatkowa jest potrzebna dla szybkiego wzrostu gospodarczego?
42	Fundusze inwestycyjne na polskim rynku – znaczenie i tendencje rozwoju
43	Strategia walki z korupcją – teoria i praktyka
44	Kiedy koniec złotego?
45	Fuzje i przejęcia bankowe
46	Budżet 2000
47	Perspektywy gospodarki rosyjskiej po kryzysie i wyborach
48	Znaczenie kapitału zagranicznego dla polskiej gospodarki
49	Pierwszy rok sfery euro – doświadczenia i perspektywy
50	Finansowanie dużych przedsięwzięć o strategicznym znaczeniu dla polskiej gospodarki
51	Finansowanie budownictwa mieszkaniowego
52	Rozwój i restrukturyzacja sektora bankowego w Polsce – doświadczenia 11 lat
53	Dlaczego Niemcy boją się rozszerzenia strefy euro?
54	Doświadczenia i perspektywy rozwoju sektora finansowego w Europie Środkowo-Wschodniej
55	Portugalskie doświadczenia w restrukturyzacji i prywatyzacji banków
56	Czy warto liczyć inflację bazową?
57	Nowy system emerytalny w Polsce – wpływ na krótko- i długoterminowe perspektywy gospodarki i rynków finansowych

Z e s z y t y B R E - C A S E

58	Wpływ światowej recesji na polską gospodarkę
59	Strategia bezpośrednich celów inflacyjnych w Ameryce Łacińskiej
59/a	Reformy gospodarcze w Ameryce Łacińskiej
60	(nie ukazał się)
61	Stan sektora bankowego w gospodarkach wschodzących – znaczenie prywatyzacji
62	Rola inwestycji zagranicznych w gospodarce
63	Rola sektora nieruchomości w wydajnej realokacji zasobów przestrzennych
64	Przyszłość warszawskiej Giełdy Papierów Wartościowych
65	Stan finansów publicznych w Polsce – konieczność reformy
66	Polska w Unii Europejskiej. Jaki wzrost gospodarczy?
67	Wpływ sytuacji gospodarczej Niemiec na polską gospodarkę
68	Konkurencyjność reform podatkowych – Polska na tle innych krajów
69	Konsekwencje przystąpienia Chin do WTO dla krajów sąsiednich
70	Koszty spowolnienia prywatyzacji w Polsce
71	Polski sektor bankowy po wejściu Polski do Unii Europejskiej
72	Reforma procesu stanowienia prawa
73	Elastyczny rynek pracy w Polsce. Jak sprostać temu wyzwaniu?
74	Problem inwestycji zagranicznych w funduszu emerytalnym
75	Funkcjonowanie Unii Gospodarczej i Walutowej
76	Konkurencyjność sektora bankowego po wejściu Polski do Unii Europejskiej
77	Zmiany w systemie polityki monetarnej na drodze do euro
78	Elastyczność krajowego sektora bankowego w finansowaniu MSP
79	Czy sektor bankowy w Polsce jest innowacyjny?
80	Integracja europejskiego rynku finansowego – Zmiana roli banków krajowych
81	Absorpcja funduszy strukturalnych
82	Sekurytyzacja aktywów bankowych
83	Jakie reformy są potrzebne Polsce?
84	Obligacje komunalne w Polsce
85	Perspektywy wejścia Polski do strefy euro
86	Ryzyko inwestycyjne Polski
87	Elastyczność i sprawność rynku pracy
88	Bułgaria i Rumunia w Unii Europejskiej – Szansa czy konkurencja dla Polski?
89	Przedsiębiorstwa sektora prywatnego i publicznego w Polsce (1999–2005)
90	SEPA – bankowa rewolucja
91	Energetyka-polityka-ekonomia
92	Ryzyko rynku nieruchomości
93	Wyzwania dla wzrostu gospodarczego Chin
94	Reforma finansów publicznych w Polsce
95	Inflacja – czy mamy nowy problem?
96	Zaburzenia na światowych rynkach a sektor finansowy w Polsce
97	Stan finansów ochrony zdrowia
98	NUK - Nowa Umowa Kapitałowa
99	Rozwój bankowości transgranicznej a konkurencyjność sektora bankowego w Polsce
101	Działalność antykryzysowa banków centralnych
102	Jak z powodzeniem wejść do strefy euro