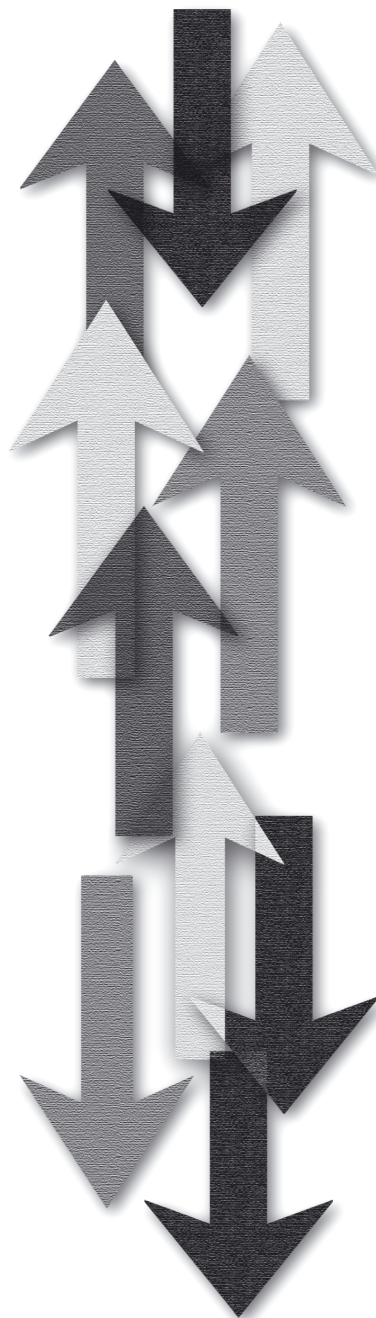


Zmiany
w systemie
polityki
monetarnej
na drodze
do euro

Nr77
2005



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
Lucjan T. Orłowski
Marek Dąbrowski

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
BRE Bank SA, 00-950 Warszawa, ul. Senatorska 18

Oddano do druku w maju 2005 r. Nakład 300 egz.

SPIS TREŚCI

LISTA UCZESTNIKÓW SEMINARIUM	4	
WPROWADZENIE	5	
ZMIANY W SYSTEMIE POLITYKI MONETARNEJ NA OSTATNIM ETAPIE DROGI		
DO STREFY EURO – Lucjan T. Orłowski	9	
Streszczenie	9	
1. Wstęp	9	
2. Niewydolność wczesnych systemów kursowych	10	
3. Poszukiwanie alternatywnych kotwic dyscyplinujących	13	
4. Bezpośredni cel inflacyjny – realna opcja dla polityki monetarnej większych NPC	16	
5. Przepisy na udaną konwergencję monetarną	21	
7. Synteza – kilka konwencjonalnych faktów	26	
POLITYKA MONETARNA W DRODZE DO STREFY EURO – Marek Dąbrowski		31
1. Doświadczenia strategii BCI w Polsce	31	
2. Perspektywy wejścia do strefy euro	34	
2.1. Data przystąpienia do UGiW – korzyści, koszty, przeszkody	34	
2.2. ERM II: warianty mechanizmu kursowego	36	
2.3. Przyszłość strategii BCI.	38	
3. Podsumowanie	38	

LISTA UCZESTNIKÓW SEMINARIUM

Małgorzata Antczak	CASE
Rafał Antczak	CASE
Ewa Balcerowicz	CASE
Piotr Bielski	BZWBK
Andrzej Bień	SGH
Jarosław Breda	PAP
Grzegorz Cydejko	ePress
Marek Dąbrowski	CASE
Małgorzata Dudek	NBP
Aneta Dudzińska	
Mirosław Dusza	NBP
Piotr Dziewulski	BGK
Małgorzata Jakubiak	CASE
Janusz Jankowiak	BRE Bank SA
Marcin Jedliński	Reuters
Mirosław Kachniewski	KPUiG
Maciej Krzak	IIF
Marek Misiak	NZG
Sławomir Miklaszewski	SGH
Krystyna Olechowska	CASE
Lucjan T. Orłowski	Sacred Heart University
Tadeusz Szumowski	CASE
Andrzej Śniecikowski	Towarzystwo Gospodarcze „Zmiany“
Bogusław Tatarewicz	Towarzystwo Gospodarcze „Zmiany“
Rafał Tkaczyk	PTE DOM
Andrzej Topiński	KIR
Ewa Wilk	NBP

Wprowadzenie

Unia walutowa – oficjalna nazwa to Unia Gospodarcza i Walutowa (UGiW) czyli *Economic and Monetary Union (EMU)* – to ostatni, jak dotąd, etap integracji gospodarczej i walutowej krajów europejskich. Europejska integracja gospodarcza została zapoczątkowana w 1950 r. przez byłego francuskiego premiera Roberta Schumana, który zaproponował połączenie europejskich zasobów węgla i stali. Podwaliny pod procesy integracyjne położono w 1958 r., kiedy to na mocy Traktatu Rzymskiego powstała Europejska Wspólnota Gospodarcza (EWG). Liczyła ona początkowo 6 członków, by przez kolejne poszerzenia dojść do obecnej liczby 15. Mocą Traktatu z Maastricht z 1992 r. Europejska Wspólnota Gospodarcza została przekształcona we Wspólnotę Europejską, która razem z Europejską Wspólnotą Węgla i Stali oraz Europejską Wspólnotą Energii Atomowej, zwaną Euratomem, składa się na Unię Europejską (UE). Już wtedy postanowiono, że od stycznia 1999 r. zacznie funkcjonować unia walutowa, tzn. że wchodzące w jej skład kraje będą posługiwać się jedną, wspólną walutą. Dokumentem założycielskim UGiW był tzw. raport Delorsa z 1989 r., natomiast za datę jej powstania przyjmuje się Traktat z Maastricht, zwany także Traktatem ustanawiającym Unię Europejską (UE), z 7 lutego 1992 r. Traktat ten modyfikował Traktat Rzymski, stwierdzając że głównym długofalowym celem Unii Europejskiej jest utworzenie UGiW.

Droga do UGiW wiodła początkowo przez strefę wolnego handlu (brak ceł wewnątrz), następnie unię celną (dodatkowo wspólna taryfa celna), wspólny rynek (dodatkowo swobodny przepływ kapitału, usług i ludności) oraz unię gospodarczą (dodatkowo harmonizacja polityki gospodarczej). Pierwszy etap tworzenia UGiW obejmował lata 1990–1993 i dotyczył zniesienia barier w przepływie kapitału wewnątrz jednolitego rynku UE oraz zacieśniania współpracy krajów członkowskich w zakresie polityki gospodarczej

i walutowej. Drugi etap obejmował lata 1994-1998. Został wówczas powołany Europejski Instytut Walutowy, załączek Europejskiego Banku Centralnego, a państwa członkowskie Unii Europejskiej zobowiązane zostały do spełnienia tzw. kryteriów zbieżności (konwergencji), podstawowych wskaźników makroekonomicznych (inflacja, stopy procentowe, deficyt budżetowy, dług publiczny, kurs walutowy). W ostatnim etapie (1999-2002) rozpoczął działalność Europejski System Banków Centralnych (ESBC) z Europejskim Bankiem Centralnym (EBC) na czele. Na początku 1999 r. do obiegu bezgotówkowego została wprowadzona wspólna waluta euro, zastępując waluty narodowe państw uczestniczących w tworzeniu UGiW. 1 marca 2002 r. banknoty i monety euro stały się jedynym środkiem płatniczym wewnątrz strefy euro.

Przyjęcie wspólnej waluty i jednolitej polityki pieniężnej w ramach strefy euro następuje zgodnie z określoną procedurą prawno-ekonomiczną, którą zarówno dla obecnych, jak i przyszłych krajów członkowskich zarysowano w Traktacie z Maastricht. Procedura ta obejmuje wymagania dotyczące spełnienia szeregu kryteriów makroekonomicznych oraz harmonizacji regulacji prawnych określających funkcjonowanie władz monetarnych.

Warunkiem przystąpienia do strefy euro jest spełnienie tzw. kryteriów konwergencji. Wyznaczają one wskaźniki makroekonomiczne, które należy osiągnąć, by kraj został uznany za przygotowany do uczestnictwa we wspólnym obszarze walutowym. W Traktacie, będącym podstawą prawną utworzenia unii monetarnej, wymieniono pięć takich kryteriów. Dwa z nich dotyczą polityki fiskalnej (kryteria fiskalne), a pozostałe odnoszą się do sfery pieniężnej (kryteria monetarne). Kryteria fiskalne dotyczą wielkości deficytu sektora finansów publicznych oraz długu publicznego. Monetarne kryteria zbieżności odnoszą się do stabilności cen, wysokości długoterminowych stóp procentowych oraz stabilności kursu walutowego. Podstawowe kryteria przynależności do UGiW są następujące:

- roczny wskaźnik wzrostu cen w państwie członkowskim nie może być wyższy niż 1,5 punktu procentowego od średniej stopy inflacji w trzech krajach UE o najlepszych pod tym względem wskaźnikach;
- wysokość deficytu budżetowego nie może przekroczyć 3% PKB;
- wysokość długu publicznego nie może przekroczyć 60% PKB;
- wysokość średniej nominalnej, długookresowej stopy procentowej nie może przekroczyć 2 punktów procentowych średniej nominalnej długookresowej stopy procentowej w trzech krajach UE o najniższym rocznym wskaźniku inflacji;

– państwo członkowskie w ramach europejskiego mechanizmu kursowego ERM II (*European Exchange Rate Mechanism II*) przez co najmniej dwa lata musi zachować normalny przedział wahań kursów walut. W tym okresie waluta tego państwa nie może być dewaluowana w stosunku do walut innych krajów UE.

ERM II wiąże kursy walut państw Unii Europejskich znajdujących się poza obszarem euro z jednolitą walutą. Wspólna waluta europejska stanowi „kotwicę” ERM II, a kurs waluty krajowej do euro powinien się utrzymywać albo w tzw. normalnym paśmie wahań względem centralnego parytetu, wynoszącym $\pm 15\%$, albo w paśmie węższym, indywidualnie wynegocjowanym przez kraj uczestniczący w ERM II. W ciągu tych dwóch lat nie mogą wystąpić poważne napięcia na rynku walutowym (*severe tensions*), w szczególności przybierające formę dewaluacji kursu centralnego przez kraj aspirujący do unii monetarnej.

W skład unii walutowej weszło 11 spośród 15 krajów UE, które były zainteresowane przyjęciem wspólnej waluty i spełniły kryteria zbieżności: Austria, Belgia, Finlandia, Francja, Hiszpania, Holandia, Irlandia, Luksemburg, Niemcy, Portugalia oraz Włochy. Do UGiW nie weszły 4 kraje członkowskie UE: Wielka Brytania i Dania (przeciwne temu, aby ich waluty narodowe zostały zastąpione przez euro wynegocjowały wyłączenie z obowiązku przyjęcia wspólnej europejskiej waluty, skorzystały z tzw. klauzuli *opt-out*) oraz Szwecja i Grecja, które wówczas nie spełniały kryteriów zbieżności. Ta ostatnia została dwunastym członkiem UGiW 1 stycznia 2001 r.

Wstępując do Unii Europejskiej Polska zobowiązała się w dalszej perspektywie do przystąpienia do strefy euro oraz prowadzenia wspólnej polityki pieniężnej z krajami należącymi do tej strefy. Rada Europejska na szczycie w Kopenhadze w czerwcu 1993 r. wyznaczyła warunki członkostwa w UE dla krajów Europy Środkowej i Wschodniej (tzw. kryteria kopenhaskie), wśród których znalazło się m.in. zobowiązanie państw przystępujących do UE do uczestnictwa w obszarze wspólnej waluty. Polska uczestniczy w końcowym etapie UGiW, nie przyjmując jednak waluty euro. Członkiem strefy euro Polska może się stać po spełnieniu określonych przez UE warunków. Z chwilą przystąpienia do UE Polska uzyskała niepełny status kraju członkowskiego UGiW, stając się tzw. krajem z derogacją (*member state with derogation*). Taki stan prawny nakłada na polską politykę gospodarczą obowiązek sprostania nominalnym kryteriom zbieżności (*convergence criteria*) zapisanym w Traktacie ustanawiającym Wspólnotę Europejską. Po ich spełnieniu kraj jest formalnie gotowy do przyjęcia wspólnej europejskiej waluty. Traktat nie narzuca Polsce konkretnego terminu spełnienia kryteriów ani daty przystąpienia do unii walutowej.

Dyskusja, która się toczy w Polsce dotyczy wyboru momentu przystąpienia do unii walutowej. Po wyborze ścieżki czasowej akcesji do strefy euro rozpoczną się negocjacje dotyczące szczegółów

uczestnictwa Polski w systemie ERM II. W szczególności negocjowany będzie parytet centralny i szerokość pasma dopuszczalnych wahań kursu.

Formalną decyzję w sprawie przyjęcia Polski do strefy euro podejmie Rada UE ds. Ekonomicznych i Finansowych (*Ecofin*) czyli *Economic and Financial Affairs*) na podstawie wniosków zawartych w Raportach o konwergencji (*Convergence Reports*). Zgodnie z artykułem 122 Traktatu, raporty te przygotowywane są przez Komisję Europejską i Europejski Bank Centralny co dwa lata lub na życzenie kraju członkowskiego UE pozostającego poza strefą euro (obecnie tylko Danii). Po wymaganym okresie uczestnictwa w systemie ERM II Polska będzie mogła wystąpić z wnioskiem o przygotowanie Raportów o konwergencji. Będą one zawierać ocenę gotowości polskiej gospodarki do uczestnictwa w obszarze wspólnej waluty.

Polska może oczekiwać pierwszej oceny Komisji Europejskiej i Europejskiego Banku Centralnego w Raporcie w 2006 r. Przy założeniu uzyskania pozytywnej oceny, Polska mogłaby w kolejnym roku przystąpić do strefy euro. Członkostwo w obszarze wspólnej waluty w 2007 r. wymagałoby jednak spełnienia wszystkich kryteriów zbieżności przed oceną Komisji Europejskiej oraz Europejskiego Banku Centralnego.

Zmiany w systemie polityki monetarnej na drodze do euro były tematem 77. seminarium BRE-CASE. Seminarium zorganizowała Fundacja CASE we współpracy z BRE Bankiem SA w ramach stałego cyklu spotkań panelowych. Seminarium odbyło się w Warszawie, w marcu 2005 r.

Organizatorzy zaprosili do wygłoszenia referatów: Lucjana T. Orłowskiego, profesora ekonomii i finansów międzynarodowych w Sacred Heart University w USA, członka Rady Naukowej Fundacji CASE oraz Marka Dąbrowskiego, profesora ekonomii, przewodniczącego Rady Fundacji CASE.

Zmiany w systemie polityki monetarnej na ostatnim etapie drogi do strefy euro

Streszczenie

Niniejsze studium poszukuje realnych rozwiązań dla polityki monetarnej w kontekście przystąpienia nowych państw członkowskich Unii Europejskiej do strefy euro. Obecnie funkcjonująca, w pełni autonomiczna strategia bezpośredniego celu inflacyjnego nie jest najtrafniejszym rozwiązaniem dla realizacji niezbędnych przystosowań do przejścia na euro, ponieważ nie pozwala ona na uwzględnienie parametrów konwergencji w funkcji reakcji banku centralnego ani w sferze zasad instrumentalizacji polityki pieniężnej. Aby sprostać wyzwaniom konwergencji monetarnej, niniejsze studium zaleca wyznaczenie relatywnej prognozy inflacji jako celu polityki monetarnej. W ramach tak prowadzonej polityki, prognozowana różnica między inflacją krajową a tą w strefie euro staje się głównym celem operacyjnym banku centralnego. Aby jednak umożliwić efektywną realizację procesów

konwergencji monetarnej, koniecznym staje się również jednoczesne dążenie banku centralnego do stabilizacji kursu walutowego. Jako preferowany sposób na osiągnięcie tej stabilizacji zaleca się sterowanie kursem poprzez interwencje na rynku walutowym, a nie modyfikowanie stóp procentowych.

1. Wstęp

Niniejsze studium podejmuje próbę analizy realnych rozwiązań dla polityki monetarnej nowych państw członkowskich (NPC) Unii Europejskiej na ostatnim etapie ich drogi do strefy euro. Studium opowiada się za zmodyfikowaną wersją strategii bezpośredniego celu inflacyjnego, alternatywną w stosunku do polityki opartej o sztywny kurs walutowy, takiej jak zarząd walutą, czy też do przedterminowej jednostronnej euroizacji. Zakłada się, że autonomiczna strategia bezpośred-

niego celu inflacyjnego (BCI), szczególnie w jej sztywnej formie, nie sprzyja realizacji zadań nałożonych przez konwergencję do wspólnej waluty. Strategii tej poświęcono w literaturze ekonomicznej sporo uwagi, ale pod kątem jej zastosowania w wysoko rozwiniętych i z założenia zamkniętych gospodarkach. Do tej pory nie odniesiono się jednak do jej zastosowania w krajach poddanych konwergencji monetarnej do wspólnej waluty.

W celu uwzględnienia zadań konwergencji monetarnej standardowe ramy funkcjonowania BCI powinny zostać poszerzone poprzez wprowadzenie do nich odpowiednich parametrów konwergencji, czyli zadań polityki pieniężnej opartych na czynnikach wyrażonych w ujęciu dyferencjalnym do strefy euro, takich jak inflacja, krótkoterminowe stopy procentowe, kurs walutowy, a być może także dynamika luki popytowej. Przyjmując takie założenie, niniejsze studium opowiada się za koncepcją polityki monetarnej opartą o relatywną prognozę inflacji (RPI), pierwotnie zaproponowaną przez Orłowskiego (2005b). W istocie, RPI polega na funkcji reakcji banku centralnego, która zawiera różnicę pomiędzy prognozą inflacji krajowej i inflacji w strefie euro traktowaną jako zmienną celu. RPI zawiera również regułę instrumentalizacji, która uwzględnia zarówno premię z tytułu ryzyka kursowego jak i ryzyka inflacyjnego w dodatku do krótkoterminowych stóp procentowych i dynamiki inflacji¹. Niniejsze studium zawiera również omówienie alternatywnych rozwiązań dla polityki monetarnej.

Część II stanowi skrócony przegląd ewolucji systemów monetarnych i kursowych w większych NPC, sięgający wczesnych etapów ich przecho-

dzenia do gospodarki rynkowej na początku lat 90. W tej również części zawarta jest synteza przyczyn, dla których wczesne systemy okazały się niewydolne. Wysiłki zmierzające do skorygowania ich podstawowych mankamentów omówione są w części III. Część IV niniejszej pracy to przegląd obecnie prowadzonych strategii polityki monetarnej, opartych głównie o sztywny wariant BCI. Propozycje uelastycznienia sztywnego wariantu BCI poprzez uwzględnienie zadania stabilizacji kursowej są podsumowane w części V, równoległe z syntezą podstawowych zasad RPI. Dylematy przed jakimi stają banki centralne NPC w obliczu obligatoryjnego wejścia do ERM II są zidentyfikowane w części VI, po której następuje synteza i uwagi końcowe w części VII.

2. Niewydolność wczesnych systemów kursowych

Strategie monetarne oparte o kurs walutowy stanowiły jeden z kluczowych filarów reform gospodarczych we wczesnym stadium przejścia do gospodarki rynkowej w Europie Środkowej i Wschodniej. Banki centralne, dopiero od niedawna działające niezależnie, stanęły przed zadaniem powstrzymania znacznej inflacji „korygującej”, powstałej w wyniku głębokiego uwolnienia cen. Jednocześnie musiały one wypracować solidne podstawy wiarygodności niezbędnej do prowadzenia efektywnej polityki monetarnej (Bruno, 1992). Zastosowanie sztywnego kursu walutowego było wtedy jedyną opcją gwarantującą zahamowanie szerzącej się indeksacji wynagrodzeń i cen. Jednak w miarę postępu prze-

kształceń gospodarczych, utrzymanie sztywnego kursu okazało się trudne, a nawet szkodliwe dla stabilności gospodarki i jej wzrostu. Negatywne konsekwencje stały się bardziej widoczne w większych krajach transformacji, które już w przeciągu kilku lat były gotowe do wdrożenia bardziej autonomicznych strategii monetarnych, w miarę jak ich rynki finansowe stawały się bardziej rozwinięte, bardziej stabilne, a zatem zdolne do wysyłania znaczących sygnałów mających wpływ na kształt decyzji w zakresie polityki pieniężnej.

Główne przyczyny niewydolności polityki monetarnej opartej o kurs walutowy można podsumować w następujący sposób.

Sztywny kurs przy inflacji krajowej przewyższającej zagraniczną prowadzi do realnej aprecjacji waluty krajowej, która z kolei utrudnia zbilansowanie rachunku obrotów bieżących. Tego typu sytuacja zaistniała w krajach Europy Środkowej przechodzących transformację w połowie lat 90. (Begg, i in., 2003). Zgodnie z powyższą regułą, realna aprecjacja doprowadziła do pogorszenia struktury ryzyka napływów kapitałowych, czyli do proporcjonalnego wzrostu wielkości kapitału krótkoterminowego w stosunku do kapitału długoterminowego, zwłaszcza że kraje Europy Środkowej kandydujące do Unii musiały uwolnić swoje rachunki kapitałowe w drugiej połowie ubiegłej dekady. Uporczywie wysoka inflacja napędzana przez indeksację wynagrodzeń i cen skłoniła banki centralne do wypracowania bardziej bezpośrednich strategii antyinflacyjnych niż zapewnione przez transmisję sztywnego kursu do cen hurtowych i detalicznych.

Z perspektywy czasu wynika, że opanowanie inflacji wymagało wprowadzenia znacznie wyższych stóp procentowych niż określone zadaniem stabilizacji kursowej. W bardziej ogólnym ujęciu koszt osiągnięcia stabilnej waluty stopniowo przewyższył wynikające z niej korzyści. Stabilny nominalny kurs nie mógł w dalszym ciągu hamować inflacji, gdy ta sprowadzona została do rzędu jednocyfrowego. Co więcej, polityka pieniężna oparta na kursie walutowym nie była w stanie uporać się z inflacjogennym naciśkiem wynikającym z efektu Balassy-Samuelsona, który stał się bardziej oczywisty w późnych latach 90². Mankamenty sztywnych kursów walutowych stosowanych w krajach Europy Środkowej dały się wyraźnie odczuć w czasie azjatyckiego kryzysu finansowego. Efekty przenoszenia się tego kryzysu były najsilniejsze w Czechach, a najslabsze w Polsce. W przeddzień kryzysu, w maju 1997 r., Czechy ciągle jeszcze trwały przy sztywnym kursie z wąskim pasmem dopuszczalnych wahań, podczas gdy Polska już zdążyła wcielić w życie system pełzającej dewaluacji złotego o ograniczonym zakresie płynności (tabela 1). Ponadto, znaczna realna aprecjacja w warunkach sztywnego kursu postawiła zasadność reżimu kursowego w Czechach pod dużym znakiem zapytania, co z kolei doprowadziło do gwałtownego pogorszenia się struktury ryzyka napływów kapitałowych (Brada i Kutan, 1999). Porównanie działań zmierzających do zwiększenia zakresu płynności kursu walutowego, podjętych przez te dwa kraje sugeruje, że odejście Polski od sztywnego kursu odbyło się w sposób raczej „uporządkowany”, podczas gdy w Czechach „nieuporządkowany”, zgodnie z podziałem zaproponowanym przez Detragia-

che, Mody i Okada (2005). Według ich definicji, „nieuporządkowane” strategie odejścia wynikają z problemów związanych z realną aprecjacją, spadkiem rezerw, pogorszeniem się pozycji fiskalnej i niskimi krajowymi stopami procentowymi w porównaniu do światowych, które to problemy zaostrzają odpływ kapitału. Natomiast „uporządkowane” strategie realizuje się wtedy, gdy tego typu problemy makroekonomiczne nie stoją na przeszkodzie.

Narastające problemy wywołane realną aprecjacją i zwiększoną wrażliwością na efekty przenoszenia się międzynarodowych kryzysów finansowych skłoniły władze monetarne w krajach Eu-

ropy Środkowej do poszukiwania różnych strategii odejścia od sztywnego kursu walutowego, a jednocześnie do znalezienia alternatywnych w stosunku do niego „kotwic dyscyplinujących” dla polityki monetarnej.

Różnorodne strategie odejścia od sztywnego kursu w kierunku jego upłynnienia, które zostały przyjęte w Czechach, Polsce i na Węgrzech, są pokazane w tabeli 1. Ogólnie rzecz biorąc, Polska opowiedziała się za uelastycznieniem kursu walutowego stosunkowo wcześnie – już 15 maja 1995 r. – poprzez wprowadzenie kursu pełzającego z szerokim, 7-proc. pasmem dopuszczalnych wahań. W przeci-

Tabela 1. Metody odejścia od sztywnego kursu: Czechy, Polska i Węgry

	Wariant kursu walutowego (klasyfikacja)*	Koszyk walut	Pasmo tolerancji
Czechy			
1 września 1990 – 31 grudnia 1993	sztywny (3)	DEM 100%	± 0.5%
1 stycznia 1994 – 29 lutego 1996	sztywny (3)	DEM 65%, USD 35%	± 0.5%
1 marca 1996 – 26 maja 1997	sztywny zmiekkzony (4)	jak wyżej	± 7.5%
27 maja 1997 – do dzisiaj	plynny zarządzany (12)	–	–
Polska			
1 stycznia 1990 – 17 maja 1991	sztywny (2)	9500 PLZ/USD	–
17 maja 1991 – 30 kwietnia 1993	pełzający (5)	USD	± 1%
1 maja 1993 – 15 maja 1995	pełzający (5)	Koszyk 5-walutowy	± 1%
16 maja 1995 – 24 lutego 1998	pasmo pełzające (9)	koszyk	± 7%
25 lutego 1998 – 31 grudnia 1998	pasmo pełzające (9)	koszyk	± 10%
1 stycznia 1999 – 11 kwietnia 2000	pasmo pełzające (9)	EUR 55% USD 45%	± 15%
12 kwietnia 2000 – do dzisiaj	czysto-ptynny (13)	–	–
Węgry			
1 stycznia 1990 – listopad 1991	pasmo pełzające (9)	Koszyk	± 5%
1 grudnia 1991 – 1 lipca 1993	pasmo pełzające (9)	DEM 50% USD 50%	± 5%
1 sierpnia 1993 – 15 maja 1994	pasmo pełzające (9)	ECU 50% USD 50%	± 5%
15 maja 1994 – 31 grudnia 1998	pełzający (6)	ECU 70%, USD 30%	± 2%
1 stycznia 1999 – 31 grudnia 1999	pasmo pełzające (9)	ECU 70%, USD 30%	± 2.25%
1 stycznia 2000 – 5 stycznia 2001	pasmo pełzające (9)	EUR 100%	± 2.25%
5 stycznia 2001 – 1 paźdź. 2001	pasmo pełzające (9)	EUR 100%	± 15%
1 października 2001 – do dzisiaj	sztywny zmiekkzony (4)	EUR 100%	± 15%

* Numer klasyfikacyjny kursu oparty jest na tzw. precyzyjnej klasyfikacji (ang. „fine coarse”) określonej przez Rogoffa, i in., 2003, str. 55, i waha się od najmniej elastycznych (brak wydzielonego środka płatniczego = klasa 1) aż do najbardziej elastycznych reżimów kursowych (kurs czysto-ptynny = klasa 13; swobodnie spadający = klasa 14, oraz rynek podwójnej waluty, gdzie równoległe dane rynkowe są niedostępne = klasa 15).

Źródło: własne kompilacje na bazie IMF Annual Report on Exchange Rate Arrangements and Restrictions – różne wydania.

wieństwie do Węgier i Czech, chęć upłynnienia kursu w Polsce może być wytłumaczona odmiennymi cechami strukturalnymi, a także niskim udziałem zewnętrznego zadłużenia w PKB. Polska gospodarka, z udziałem długów zewnętrznych w PKB na poziomie zaledwie 27% w 2000 r., była – i ciągle jest – większa i mniej otwarta niż gospodarki pozostałych dwóch krajów; wówczas udział długów wewnętrznych w PKB Węgier wynosił 53%, a Czech – 43%. Z tych dwóch powodów istniało mniejsze niebezpieczeństwo, że wahanie kursu wynikające z jego upłynnienia przez Polskę mogłoby przenieść się do sfery gospodarki realnej, a także rynków finansowych.

Z perspektywy czasu wynika, że strategie odejścia od sztywnego kursu walutowego stawały się bardziej wiarygodne w miarę jak zadanie zahamowania wysokiej inflacji zostało zrealizowane z pomocą ugruntowanej, „zapożyczzonej” z zewnątrz (tzw. importowanej) wiarygodności (Reinhart i Rogoff, 2004; Rogoff, i in., 2003). Do tego czasu, znacznie już silniejsze instytucje i rynki finansowe pozwoliły na dostarczenie bankom centralnym sygnałów niezbędnych do wprowadzenia bardziej autonomicznych strategii, opierających się na wykorzystaniu pośrednich instrumentów polityki monetarnej, takich jak operacje rynku otwartego. Wierzone również, że bardziej elastyczny realny kurs walutowy będzie się mógł przyczynić do zwiększenia wzrostu gospodarczego, ponieważ tego typu kurs może funkcjonować jako amortyzator spontanicznych wahań na międzynarodowych rynkach walutowych, w konsekwencji spełniając również rolę skutecznej osłony przed szkodliwymi skutkami

przenoszenia się międzynarodowych kryzysów finansowych. Taka właśnie sytuacja generalnie skutecznej obrony prowadzonej przez te kraje przeciw atakom spekulacyjnym na ich waluty zaistniała w czasie kryzysu rosyjskiego w sierpniu i wrześniu 1998 r. (Orłowski, 2001).

Mimo oczywistych korzyści wynikających z upłynnienia kursów walutowych, odejście od sztywnego kursu pozostawiło kraje Europy Środkowej bez nominalnych kotwic dyscyplinujących politykę monetarną. Dlatego konieczne okazało się wypracowanie spójnych, bezpiecznych i przejrzystych ram funkcjonowania dla nowej strategii monetarnej, która byłaby w stanie zastąpić strategię opartą na kursie walutowym (Eichengreen, 2005).

3. Poszukiwanie alternatywnych kotwic dyscyplinujących

Po odejściu od sztywnych kursów walutowych, władze monetarne krajów Europy Środkowej nie poszły tropem poszukiwań jednolitej strategii typu „jeden rozmiar dla wszystkich”, lecz eksperymentowały w ramach szerokiego spektrum reżimów monetarnych. Eksperymenty te były najbardziej widoczne w przypadku Polski. Po zwiększeniu zakresu płynności złotówki w 1995 r., Narodowy Bank Polski (NBP) zastosował w 1996 r. wariant polityki monetarnej oparty na kontrolowaniu stóp procentowych. Następnie, w 1997 r. NBP przeszedł na wyznaczanie wielkości pieniądza bazowego, a później, w 1998 r., na kontrolowanie przyrostu agregatu pieniężnego M2. Żadna z tych opcji

nie była właściwa dla kraju przechodzącego głębokie strukturalne przemiany gospodarcze i przeobrażenia instytucjonalne, w tym dramatyczne dostosowania cen relatywnych i wzrost zakresu monetyzacji odzwierciedlony rosnącym wskaźnikiem M2 w stosunku do PKB, z 15% w 1991 r. do 43% w roku 2003 (Orłowski, 2005a).

Z teoretycznego punktu widzenia, zgodnie z paradygmatami monetarystycznymi, strategia oparta na wyznaczaniu celu pieniężnego mogłaby się okazać idealnym następcą strategii opartych o kurs walutowy. Z góry określone zasady przyrostu pieniądza są w stanie zapewnić konieczną dla strategii dyscyplinę, która wygenerowałaby stabilizację cen i zwiększyłaby horyzont czasowy oczekiwania inflacyjnych (niskich). Sytuacja taka z kolei, ułatwiłaby opracowanie długofalowych strategii inwestycyjnych przyczyniając się do utrwalania wzrostu gospodarczego. Jednak cel monetarny okazał się nie do przyjęcia z czysto technicznych powodów (Orłowski, 2004). Jak poka-

zano w tabeli 2, stabilność kluczowych wskaźników monetarnych, rozstrzygających o możliwości zastosowania i realizacji rozsądnych zasad wzrostu pieniądza ciągle nie jest jeszcze satysfakcjonująca w trzech badanych NPC.

Co ważniejsze, dane wskazują na duży stopień niestabilności współczynnika elastyczności popytu pieniądza, co sugeruje, że w istniejących warunkach nie jest możliwe wypracowanie sensownych zasad przyrostu pieniądza. Niestabilność ta wywodzi się z dwóch powodów: silnego, ale nierównomiernego nominalnego wzrostu PKB, i wysoce niestabilnego przyrostu agregatu pieniężnego M2. Drugi z wymienionych czynników wynika z kombinacji znacznych wahań stóp procentowych i rosnącego stopnia monetyzacji, która dopiero niedawno osiągnęła bardziej stabilny poziom, mniej więcej odpowiadający temu w strefie euro i w innych wiodących krajach uprzemysłowionych. Zaprezentowane wskaźniki stabilności oznaczają również spadek kosztów alternatywnych posiadania pie-

Tabla 2. Wybrane wskaźniki niestabilności monetarnej

	Czechy				Polska				Węgry			
	2000	2001	2002	2003	2000	2001	2002	2003	2000	2001	2002	2003
CPI-inflacja	3.9	4.7	1.8	0.1	10.1	5.5	1.9	0.8	9.8	9.2	5.3	4.7
M2V	1.37	1.35	1.32	1.31	2.42	2.22	2.34	2.32	2.21	2.13	2.12	2.17
OCM	1.9	2.1	0.5	0.7	2.4	0.2	-5.8	-3.6	1.5	2.4	1.5	-2.8
IEMD	3.49	1.16	1.48	10.1	0.75	2.74	-0.99	1.23	0.81	1.29	1.04	1.23
DoM	72.8	74.0	75.5	76.6	41.3	45.1	42.7	43.2	45.3	46.9	47.2	46.2
ERV (%)	1.6	2.0	2.2	1.1	2.5	2.1	2.8	2.4	1.2	3.0	1.2	3.4

Uwagi: M2V to szybkość obiegu pieniądza M2 mierzona stosunkiem PKB do średniego miesięcznego M2; OCM to koszt alternatywny posiadania pieniądza zdefiniowany jako średnia miesięczna różnica (*spread*) pomiędzy trzymiesięcznym oprocentowaniem papierów skarbowych a oprocentowaniem depozytów bankowych; IEMD jest współczynnikiem elastyczności dochodowej popytu na pieniądź mierzonej średnią elastycznością PKB w stosunku do M2; DoM to stopień monetyzacji jako stosunek M2 do PKB; ERV to współczynnik wariancji przeciętnej miesięcznej wartości waluty krajowej w stosunku do euro.

Źródło: własne wyliczenia na bazie danych IMF International Financial Statistics – różne wydania, Eurostat, NBC, NBP i NBW.

niądza, liczonych średnią miesięczną różnicą (*spread*) pomiędzy oprocentowaniem trzymiesięcznych bonów skarbowych a oprocentowaniem depozytów bankowych. Zawężająca się średnia w ujęciu dynamicznym wskazuje na wzrost konkurencji w sektorze bankowym występującej w warunkach prowadzenia stosunkowo restrykcyjnej polityki monetarnej. Podsumowując, brak stabilności wskaźników monetarnych sugeruje, że wypracowanie sensownej strategii monetarnej, opartej na wyznaczaniu celu pieniężnego bądź na kontrolowaniu stóp procentowych nie jest możliwe; zwłaszcza że kanał kredytowy polityki monetarnej, czyli transmisji zagregowanego popytu, może być nieprzewidywalny, biorąc pod uwagę opóźnione wpływy zmian w stosowanych instrumentach polityki pieniężnej (stopy procentowe) na kluczowe zmienne celu (inflacja i dochód).

W końcu lat 90. stabilność cenowa nie została jeszcze w pełni osiągnięta, zwłaszcza w Polsce i na Węgrzech, o czym świadczy dwucyfrowa inflacja w tych krajach do początku bieżącej dekady. Nie trzeba dodawać, że niepowodzenie w zmniejszaniu inflacji przy stosowanym kursie o tzw. zmiękczonej sztywności (*soft peg*), czyli z wąskim pasmem dopuszczalnych wahań, a jednocześnie przy pełzającej dewaluacji wskazywało na potrzebę wypracowania bardziej stanowczych strategii antyinflacyjnych. Ponieważ różnorodne warianty zmiękczenia sztywnego kursu i budzące wątpliwości strategie odejścia od niego nie doprowadziły do wygenerowania stabilnego środowiska cenowego, strategia bezpośredniego celu inflacyjnego pojawiła się jako realna opcja dla polityki mone-

tarnej. Przechodząc na BCI władze monetarne w Europie Środkowej dały podstawę nadziejom na zmniejszenie inflacji do poziomu nałożonego przez kryteria z Maastricht w zakresie konwergencji monetarnej do strefy euro. Faktem jest, że dwa kraje, które zastosowały BCI stosunkowo wcześniej, Czechy w 1998 r. i Polska w 1999 r., odniosły większe sukcesy w zmniejszaniu inflacji niż Węgry, które wdrożyły podobny reżim monetarny dopiero w roku 2001. Przed 2001 r. wymienione dwa kraje stosujące już BCI wyraźnie zanotowały większy spadek inflacji niż Węgry, które zdecydowanie weszły na ścieżkę antyinflacyjną dopiero przez przyjęcie BCI. Jednak węgierski BCI w początkowym okresie jego zastosowania spowodował zwiększenie fluktuacji kursu walutowego, co widać w gwałtownym wzroście współczynnika wariancji kursu walutowego w roku 2001 względem roku 2000. Niemniej, deklaracja strategii podwójnego celu wyrażona przez Narodowy Bank Węgier (NBW), oparta na uzupełnieniu celu inflacyjnego o zadanie stabilizacji kursu walutowego, przyczyniła się do obniżenia wahań kursu w 2002 r. Dla porównania, współczynnik wariancji dla polskiego złotego (PLN) w ujęciu euro (EUR) znacznie przewyższył współczynnik wariancji dla czeskiej korony (CZK) również w relacji do euro, co można uzasadnić głównie różnicami w stosowanych reżimach kursowych. W ostatnich latach Narodowy Bank Czech (NBC) podążył tropem strategii opartej na zarządzanym kursie płynnym, któremu towarzyszą aktywne interwencje na rynku walutowym, podczas gdy NBP opowiedział się za kursem czysto-płynnym.

4. Bezpośredni cel inflacyjny – realna opcja dla polityki monetarnej większych NPC

Opinia, że BCI stanowi skuteczną kotwicę dla strategii monetarnych, które uległy zagubieniu przez odejście od sztywnego kursu walutowego jest dobrze ugruntowana w literaturze dotyczącej polityki monetarnej NPC (Jonas i Mishkin, 2003; Eichengreen, 2005; Orłowski, 2005a). BCI wspiera zobowiązanie banków centralnych do zmniejszania inflacji. System ten sam w sobie jest strategią przejrzystą, opiera się bowiem na publicznie ujawnionym celu inflacyjnym, który jest wyraźnie sprecyzowany i zrozumiały dla rynków finansowych i ogółu społeczeństwa. Oczywiście, BCI nie mógł być wdrożony w Europie Centralnej we wcześniejszym stadium przemian gospodarczych, przynajmniej z dwóch powodów. Po pierwsze, cele inflacyjne muszą być przekonujące, tzn. wiarygodne, żeby były skuteczne. Wzmiankowane tutaj banki centralne musiały mieć ustanowiony odpowiedni poziom fundamentalnej wiarygodności, aby wypracować rozsądną strategię BCI. Zastosowanie sztywnego kursu walutowego zdecydowanie przyczyniło się do wzbudzenia wstępnej wiarygodności dla prowadzonej polityki monetarnej. Po drugie, BCI wymaga od banków centralnych dość specyficznej wiedzy o kanałach transmisyjnych polityki monetarnej, koniecznej do podjęcia przez nie odpowiednich decyzji dotyczących stóp procentowych, które doprowadziłyby do osiągnięcia celu inflacyjnego (Jonas i Mishkin, 2003). Jednak trzy omawiane banki centralne mogły zdobyć odpowiednią wiedzę dopiero pod koniec lat 90., bo dopiero wtedy dysponowały wystarczającą, dzie-

sięcioletnią bazą rzetelnych danych, chociaż sama stabilność głównych wskaźników polityki monetarnej była prawdopodobnie wciąż jeszcze niewystarczająca do wprowadzenia dopracowanej strategii BCI, (Christoffersen i Wescott, 1999). Jednak konsekwentne dążenie do powstrzymania inflacji odzwierciedlone we wczesnym sztywnym wariacie BCI miało decydujące znaczenie dla niepodważalnego sukcesu nowej strategii, osiągniętego mimo licznych trudności natury technicznej wynikłych w czasie jej wypracowania i wdrażania (Orłowski, 2005a)³.

Dodatkowa zaleta strategii BCI – która ma szczególne odniesienie do gospodarek konwergujących do strefy euro – wiąże się z jej zdolnością do osłony gospodarki przed wstrząsami bilansu płatniczego. Empiryczny dowód na istnienie tej cechy został dostarczony przez Dibooglu i Kutana (2005), którzy wykazują, że na fluktuację inflacji w Polsce przeważający wpływ mają nominalne wstrząsy podażowe, a także wstrząsy monetarne, na Węgrzech natomiast na zmiany poziomu cen silny wpływ mają szoki realnego kursu walutowego i szoki po stronie bilansu płatniczego. Wyniki tych badań empirycznych z pewnością uzależnione są od obecnego w danym kraju reżimu monetarnej – w tym przypadku od odejścia w porę od sztywnego kursu w Polsce, i od opóźnionego odejścia na Węgrzech.

Z teoretycznego punktu widzenia, konkretny wariant BCI jest całkowicie spójny z wyborem wagi przypisanej kluczowym parametrom kwadratowej funkcji wyboru banku centralnego, która dla warunków otwartej gospodarki może być sformułowana w następujący sposób:

$$L = \omega_1 (\pi_t - \bar{\pi}_t)^2 + \omega_2 (y_t - y_t^*)^2 + \omega_3 (s_t - s_t^*)^2 \quad (1)$$

gdzie π_t jest rzeczywistą (albo przewidywaną) inflacją, $\bar{\pi}_t$ jest celem inflacyjnym ogłoszonym z wyprzedzeniem, $y_t - y_t^*$ jest luką popytową (różnicą pomiędzy rzeczywistym a potencjalnym PKB), a $s_t - s_t^*$ stanowi różnicę pomiędzy rzeczywistym kursem nominalnym a kursem równowagi długookresowej. Teoretycznie, kurs walutowy mógłby zostać tu potraktowany w bardziej konwencjonalny sposób, tzn. w ujęciu realnym, ale w bardziej stosowanych i możliwych do zrealizowania kategoriach jest on określony jako kurs nominalny. Podążając za logiką funkcji wyboru dla gospodarki otwartej, władze monetarne muszą uszeregować pod względem priorytetu cel inflacyjny, kontrolę luki popytowej oraz kursowy. Jeżeli waga przypisana celowi inflacyjnemu ω_1 jest równa jedności, a pozostałe wagi wynoszą zero, bank centralny nadaje wyłączone pierwszeństwo celowi inflacyjnemu a strategię, która podąża za tą logiką, definiuje się jako *sztwywny BCI*. Natomiast, gdy bank centralny obniża wagę przypisaną celowi inflacyjnemu i podnosi którąkolwiek z pozostałych dwóch wag, ma-

my do czynienia ze strategią *elastycznego BCI* (Svensson, 1999).

Główne cechy różnych wariantów strategii BCI w odniesieniu do różnych wartości wagowych przypisanych parametrom składowym funkcji wyboru banku centralnego są zestawione w tabeli 3. Sztwywny wariant BCI jest właściwy w sytuacji, gdy bank centralny nie doprowadził jeszcze do trwałej stabilizacji cen i musi podbudować zobowiązanie do dezinflacji, a tym samym do umacniania podstaw wiarygodności dla prowadzonej polityki monetarnej. Po stronie zagrożeń, sztwywny wariant BCI, przynajmniej na początkowym etapie, zawsze pociąga za sobą większe koszty społeczne, ponieważ jego wdrożenie wymaga zastosowania wysokich realnych stóp procentowych, które negatywnie oddziałują na wzrost gospodarczy i zatrudnienie. W momencie gdy rozsądny poziom stabilności cen jest już osiągnięty, bank centralny powinien rozważyć zwiększenie wartości wagowych przypisanych luce popytowej bądź stabilizacji kursu walutowego. Wtedy właśnie następuje przejście na elastyczny wariant BCI. Bank centralny, który realizuje zadania konwergencji monetarnej

Tabla 3. Parametry funkcji wyboru w warunkach sztwywnego i elastycznego BCI

Wariant	Parametryzacja	Zalety	Zagrożenia
Sztwywny BCI (SBCI)	$\omega_1 = 1, \omega_2 = 0, \omega_3 = 0$	Skuteczna, silna dezinflacja, poprawa wiarygodności	Potencjalnie wysokie koszty społeczne
Elastyczny BCI (EBCI) w warunkach rozwiniętej gospodarki zamkniętej	$\omega_2 = 0,$	Dezinflacja i wzrost gospodarczy, niższe koszty społeczne, warunek: a priori wiarygodność	Destabilizacja kursu wymiany (w zależności od stopnia otwarcia gospodarki)
Elastyczny BCI (EBCI) w warunkach gosp. otwartej i konwergencji monetarnej	$\omega_3 = 0$	Dezinflacja, stabilny kurs walutowy	Pewne koszty społeczne

Zródło: OECD, „Employment Outlook“, Paris 1999, s. 57.

do wspólnego systemu walutowego, oprócz stałego prymatu stabilizacji cen – który nie może zostać zaniedbany w czasie procesu konwergencji – musi także zmierzyć się z zadaniem stabilizacji kursowej. Istnieje jednak duże prawdopodobieństwo, że przypisanie zbyt dużej wagi celowi kursowemu mogłoby zaburzyć stabilność cen a zarazem poddać w wątpliwość realizację konwergencji monetarnej. Warto przy tym zauważyć, że elastyczny wariant BCI w warunkach konwergencji zobowiązującej do niskiej inflacji i stabilności kursu walutowego będzie wymagać poniesienia pewnych kosztów społecznych, ale nie tak wysokich jak te, które byłyby nałożone przez sztywny wariant BCI. Elastyczny wariant BCI może być bowiem przyjęty na bazie uprzednio osiągniętej wiarygodności polityki, a zatem może być wdrożony przy pomocy niższych stóp procentowych niż wymagane przez sztywny wariant. Ponadto rozsądnym wydaje się założenie, że banki centralne całkowicie zdają sobie sprawę z tego, że nie jest możliwe zobowiązanie się do wszystkich trzech celów wynikających z założeń funkcji wyboru, ze względu na potencjalne, niemożliwe do uniknięcia konflikty pomiędzy poszczególnymi celami. Optymistyczne dążenie do jednoczesnego zmniejszenia inflacji, stymulowania wzrostu i ograniczenia wahań kursowych mogłoby doprowadzić do poważnego podważenia wiarygodności banku centralnego.

Gdy wiedza na temat transmisji polityki monetarnej kanałami zagregowanego popytu oraz kursu walutowego jest niewystarczająca, sztywny wariant BCI jest jedyną realną i wiarygodną opcją dla banku centralnego. Dlatego właśnie, na wczesnym etapie strategii BCI,

NBC i NBP mogły podążać jedynie za tego typu jej wariantem. Usilne dążenie do powstrzymania inflacji musiało zostać podbudowane prostą zasadą instrumentalizacji, jaką było zastosowanie wysokich stóp procentowych, które byłyby w stanie przełamać spiralę indeksacji cen i wynagrodzeń, wprowadzając inflację na ścieżkę zmierzającą w dół. Jednak, gdy stabilizacja cen została już osiągnięta w latach 2002 i 2003, oba banki centralne podjęły dyskusje dotyczące pewnego uelastycznienia wariantów BCI przez przypisanie wyższej wartości wagowej do parametru dochodu bądź stabilizacji kursu walutowego.

Co więcej, kryteria dla pomyślnej konwergencji do strefy euro, przynajmniej punkty odniesienia nakreślone w Maastricht, wymagają zarówno osiągnięcia niskiej inflacji, jak i stabilności kursu, bez wzięcia pod uwagę wzrostu PKB⁴. Tak więc możliwe do przyjęcia kierunki zmierzające do uelastycznienia BCI powinny uwzględniać odpowiednią proporcję pomiędzy wartością wagi nadanej inflacji a przypisaną kursowi walutowemu, jednocześnie pomijając ω_2 . Zgodnie z ogólną zasadą, przypisanie proporcjonalnych wartości wagowych ω_1 i ω_3 zależy bezpośrednio od stopnia otwartości, jako czynnika podatności na wpływy zewnętrznych wstrząsów. Bardziej otwarte gospodarki, takie jak Czechy i Węgry, mogą zaadoptować bardziej elastyczny wariant BCI przez zwiększenie wagi przypisanej stabilizacji kursu wymiany, podczas gdy mniej otwarte gospodarki mogą wybrać pozostanie przy opcji zakładającej wyłączność sztywnego celu inflacyjnego.

Zgodnie z ugruntowanym w literaturze konsensem, deklaracja BCI sama w sobie nie zapewni jego osiągnięcia (Taylor, 2000; Jonas i Mishkin, 2003; Eichengreen, 2005). Oprócz samego ogłoszenia celów inflacji, zapewnienie skuteczności BCI wymaga wypracowania analitycznego modelu zawierającego zestaw formuł monitorujących, takich jak funkcje popytu pieniądza, prognozy inflacji bazowej, modele behawioralne kursu walutowego, itp., jak również zasad instrumentalizacji, na ogół opartych na różnych wersjach reguł Taylora dla otwartej gospodarki. Bardziej zaawansowane, a także bardziej praktyczne i wiarygodne wersje w pełni dopracowanego BCI muszą obejmować jasno zarysowane funkcje behawioralne i funkcje reakcji polityki monetarnej. W przypadku krajów aspirujących do przyjęcia euro, proste, sztywne warianty BCI nie będą pomocne. Tego typu strategia jest odpowiednia tylko dla gospodarek zamkniętych, mających moż-

liwość odwołania się do autonomicznej polityki monetarnej, natomiast nie jest ona sprzyjająca pomyślniej konwergencji monetarnej do wspólnej waluty. Dlatego w celu wsparcia procesu konwergencji do strefy euro, bieżące warianty BCI w trzech badanych krajach wymagają zmodyfikowania przez włączenie do nich odpowiednich „parametrów konwergencji”, a głównie zadania stabilizacji kursowej

Zanim przejdziemy do analizy kilku propozycji rozwinięcia BCI, przydatne będzie dokonanie syntezy kluczowych cech obecnych wariantów BCI funkcjonujących w trzech NPC (tabela 4).

Założenia strategii BCI różnią się dość znacznie w trzech NPC. Podczas gdy tradycje prowadzenia tych strategii są dłuższe w Czechach i w Polsce (sięgające kolejno stycznia 1998 r. i stycznia 1999 r.), na Węgrzech są one relatywnie nowe

Tabela 4. Charakterystyka bieżących modeli strategii celu inflacyjnego

	Rodzaj strategii monetarnej (zaadoptowanej w)	Główny cel (cele)	Rzeczywista roczna inflacja CPI grudzień 2004	Odpowiedni wariant kursu walutowego	Przejrzystość strategii	Oficjalny plan przyjęcia euro
Polska	BCI Pojedynczy cel (styczeń 1999)	CPI trajektoria inflacji: środek 2.5%, ±1% pasma tolerancji	4.4%	Czysto-płynny	Wysoka, publikacje: prognoza inflacji, sprawozdania i założenia do strategii	Tak, w 2009r
Czechy	BCI Pojedynczy cel (styczeń 1998)	CPI trajektoria inflacji: środek: 3.0%, bez sprecyzowanego pasma tolerancji	2.8%	Zarządzany płynny	Wysoka, publikacje: prognoza inflacji, sprawozdania i założenia do strategii	Tak, w 2009 r. lub 2010 r., ERM II przez max. 2 lata
Węgry	BCI Podwójny cel (czerwiec 2001)	CPI inflacja 4.0% – grudzień 05, 3.5% – gru- dzień 06 z ±1% pasmem	5.5%	Widmo ERM II, kurs referencyj- ny forinta do eu- ro = 282	Względnie wyso- ka; publikacje: raporty dot. in- flacji i założenia do strategii	Ogólnikowy, tak szybko jak moż- liwe

Źródło: Własna kompilacja autora na podstawie różnych raportów NBC, NBP i NBW.

(czerwiec 2001 r.), a także zasadniczo różne. W odróżnieniu od NBC i NBP, NBW prowadzi strategię podwójnego celu, łącząc cel inflacyjny na koniec roku z jasno sprecyzowanym celem kursowym. Węgry już teraz (i być może przedwcześnie) zastosowały mechanizm funkcjonujący jako „widmo” ERM II, ustanawiając bieżący kurs referencyjny do euro na poziomie 282 HUF⁵. Wydaje się, że opóźnione wdrożenie BCI, a także ustalenie kursu referencyjnego dla HUF na poziomie poniżej jego długookresowej równowagi w pewnym stopniu przyczynia się do istnienia wyższej aktualnej inflacji na Węgrzech niż w pozostałych dwóch krajach. Na dodatek, wyznaczanie celów inflacyjnych przez NBC i NBP wzdłuż płaskich trajektorii liniowych zapewnia większą efektywność niż określanie przez NBW celu inflacyjnego na koniec roku. Trajektorja liniowa pozwala na rozszerzenie horyzontu czasowego oczekiwań niskiej inflacji, co z kolei przyczynia się do obniżenia premii za ryzyko inflacyjne i polepszenia ogólnego klimatu inwestycyjnego. Niemniej strategię BCI we wszystkich trzech NPC mają dwie wspólne, istotne cechy. Po pierwsze, wszystkie trzy kraje oparły swoje cele inflacyjne na indeksie cen konsumpcyjnych, a nie na inflacji bazowej, bądź też innych miernikach inflacji. Był to najwyraźniej rozważny wybór, ponieważ oczekiwania rynków finansowych zwykle dostosowują się do prognozowanej inflacji opartej na cenach konsumpcyjnych, co pozwala na bardziej bezpośredni monitoring odchyleń pomiędzy prognozowaną inflacją a określonym celem inflacyjnym. Po drugie, strategię wszystkich trzech krajów są bardzo przejrzyste; założenia do strategii są rutynowo publikowane, dostępne są również wyczerpujące raporty doty-

czące inflacji. Ponadto, NBC i NBP ujawniają swoje prognozy inflacji. NBC wydaje się jednak wyprzedzać pozostałe dwa banki centralne pod jeszcze dwoma innymi względami.

Po pierwsze, NBC powstrzymał się przed określeniem pasma tolerancji odchyleń od celu inflacyjnego, co jest posunięciem rozważnym, pozwalającym mu na dostosowanie się do możliwych, przejściowych wstrząsów cenowych, takich jak te, które wystąpiły w czasie formalnego wstąpienia do UE, w maju 2004 r. Dla porównania, podobne wstrząsy w Polsce związane z wejściem do UE, ale wynikające ze wzrostu pośrednich podatków, a także nieoczekiwanego wzrostu cen żywności spowodowały wykroczenie poza górną granicę pasma tolerancji odchyleń od celu inflacyjnego.

Po drugie, NBC formalnie ogłosił strategię opartą na zarządzanym kursie płynnym. Gotowość banku do interwencji prawdopodobnie ogranicza chwiejność zagranicznych rynków walutowych, sądząc po istnieniu niższej premii za ryzyko kursowe. Polityka zarządzanego kursu płynnego wydaje się zatem być bardziej sprzyjająca dla procesu konwergencji.

Jednak bez względu na ich zaawansowane rozwiązania i skuteczne wdrażanie, strategię oparte o BCI w badanych NPC muszą ulec modyfikacji w celu włączenia do nich kluczowych zadań konwergencji monetarnej do euro. W literaturze wysuniętych zostało kilka godnych odnotowania propozycji dotyczących dostosowania obecnie prowadzonej przez NPC polityki monetarnej do wezwań końcowego etapu przechodzenia

na euro – niektóre z nich opowiadają się za radykalną zmianą reżimu, podczas gdy inne proponują płynne przejście. Niemniej, większość studiów wyraża obawy, że obecne strategie BCI nie są kompatybilne z kryteriami konwergencji kursowej, które wynikają z zasad ERM II. Ich autorzy przewidują, że koszt powrotu do reżimu monetarnego opartego o kurs walutowy w momencie przystąpienia do ERM II będzie wysoki (Natalucci i Ravenna, 2002; DeGrauwe i Schnabl, 2004; Kočenda, Kutan i Yigit 2005).

5. Przepisy na udaną konwergencję monetarną

Analizując szeroki zakres poglądów w obrębie dyskusji na temat optymalnych strategii wejścia do euro, można szybko zauważyć brak zgodnej opinii, czy też nawet jednolitego kierunku dla proponowanych rozwiązań w zakresie polityki monetarnej. Najwyraźniej, strategia typu „jeden rozmiar dla wszystkich” nie wchodzi w rachubę. Niemniej nie pozostawia wątpliwości przeświadczenie, że przyjęcie euro oznacza zrzeczenie się autonomii monetarnej indywidualnych krajów, co pociągnie za sobą pewne koszty o charakterze przejściowym. Koszty te prawdopodobnie mogą być zminimalizowane, jeżeli modyfikacje reżimu monetarnego zostaną poprawnie zaprojektowane w czasie trwania aktywnych przygotowań do przyjęcia euro i dopasowane do uwarunkowań indywidualnych krajów. Istnieje również konsensus, że mniejsze kraje kandydujące, takie jak Litwa, Łotwa i Estonia, które opierają swoją politykę monetarną na zarządzie walutą, powinny utrzymać istniejące systemy monetarne

na końcowym etapie wejścia do euro. Uzasadnienie takiego rozwiązania wynika ze względnie niskiego poziomu rozwoju rynków finansowych tych państw, a w rezultacie ich podatności na potencjalnie destabilizujące wstrząsy. Gdyby państwa te opowiedziały się za większą elastycznością polityki monetarnej, ich podatność na nominalne wstrząsy zostałaby zwiększona, podnosząc w efekcie ryzyko dla inwestorów zagranicznych.

W przeciwieństwie do istnienia zgodnej recepty dla mniejszych NPC, istniejąca literatura nie wykazuje konsensusu w zakresie efektywnej strategii monetarnej prowadzącej do przyjęcia euro przez większe NPC. Tocząca się debata obejmuje różnorodne propozycje strategii, począwszy od opowiedzenia się za szybką jednostronną euroizacją, a skończywszy na przedłużeniu czasokresu stosowania autonomicznego reżimu monetarnego opartego na BCI.

Orędownicy jednostronnego przyjęcia euro, włączając Bratkowskiego i Rostowskiego (2001), Buitera i Grafe (2002) oraz Begga, i in. (2003), przedstawili kilka korzyści mogących wyniknąć z takiego śmiałego, strategicznego posunięcia. Oczywiście, natychmiastowe wejście do strefy euro pociągnęłoby za sobą znacznie niższe koszty obsługi zarówno transakcji bieżących jak i kapitałowych. Obniżyłoby również stopy procentowe. Istnieją jednak obawy, że po tak przeprowadzonej euroizacji stopy procentowe nie byłyby w pełni wyrównane z tymi w strefie euro, ponieważ systemy bankowe w NPC są znacznie mniej konkurencyjne (Nutti, 2002). Co więcej, w przypadku przyspieszonego przejścia na euro stopy oprocentowania kredytów obciążone byłyby

zwiększonym ryzykiem aż do momentu zakończenia instytucjonalnej konwergencji systemów finansowych. Bez wątplenia, najbardziej oczywistą korzyścią wynikającą z nagłej euroizacji byłaby eliminacja ryzyka kursowego. W konsekwencji, zagrożenie waluty danego państwa atakami spekulacyjnymi zostałyby zmniejszone. Jednak, podobne rezultaty mogą również zostać osiągnięte przez wdrożenie w pełni autonomicznej, ale zdyscyplinowanej polityki fiskalnej i monetarnej. Potencjalne koszty bezpośrednie związane z pośpieszną euroizacją mogłyby spowodować początkowy drenaż międzynarodowych rezerw banku centralnego, utratę rządowych dochodów z tytułu senioratu i wyrzeczenie się przez bank centralny funkcji pożyczkodawcy ostatniej instancji. Argumenty te są proste do odparcia, ponieważ dochody z tytułu senioratu oraz funkcja pożyczkodawcy ostatniej instancji są na obecnym etapie znikome w NPC.

Bardziej uzasadnione są obawy przed gwałtowną euroizacją wiążące się z poświęceniem zdolności efektywnego reagowania na szoki asymetryczne, szczególnie w krajach, w których konwergencja instytucjonalna pozostaje w tyle. Wobec braku koniecznych reform instytucjonalnych przeskok do euroizacji może spotęgować ryzyko niewypłacalności wielu instytucji finansowych, które nie są odpowiednio przygotowane na ostrą konkurencję z silniejszymi rywalami zagranicznymi.

Ogólnie mówiąc, istnieje małe prawdopodobieństwo, że jednostronna euroizacja sama w sobie rozwiąże wciąż jeszcze aktualne problemy związane z instytucjonalną słabością sfery realnej gospodarki i systemu finansowego; nie zapewni ona również

koniecznej dyscypliny fiskalnej. Powodem takiej sytuacji jest to, że ułomności instytucjonalne wykraczają poza sferę samego systemu monetarnego, a problemy fiskalne są czymś więcej niż tylko wypadkową osiągalności dochodów z tytułu senioratu (Eichengreen, 2005). Dlatego wybór momentu formalnego przyjęcia euro powinien mieć mniejsze znaczenie niż samo wypracowanie odpowiednio skoordynowanej strategii konwergencji monetarnej, realnej i instytucjonalnej (Nutti, 2002). Dodatkowe kilka lat prowadzenia niezależnej polityki monetarnej, w połączeniu ze zdyscyplinowaną polityką fiskalną, może pozwolić na zakończenie niezbędnych reform instytucjonalnych.

Alternatywne propozycje bardziej stopniowego dostrojenia polityki monetarnej oparte są na reformacji bieżącego, dość sztywnego wariantu BCI. Propozycje te zakładają różny stopień zwiększenia elastyczności polityki monetarnej. Innymi słowy, przypisują one mniej lub bardziej proporcjonalne wagi do celu inflacyjnego i do stabilności kursu walutowego. Bez względu jednak na proponowaną opcję, nie ma wątpliwości, że uwzględnienie stabilizacji kursowej ma krytyczne znaczenie dla osiągnięcia pomyślnej konwergencji monetarnej do euro. Bez względu na różnice między poszczególnymi „receptami” na skuteczną strategię, zwolennicy stopniowego podejścia uwypuklają konieczność przeznaczenia odpowiedniej ilości czasu na pomyślne skoordynowanie konwergencji monetarnej, realnej i instytucjonalnej.

Ekstremalne rozwiązanie polegające na daleko idącym odejściu od bieżącej strategii sztywnego BCI zaproponowane zostało przez Bofingera

i Wollmershäusera (2001, 2002). Opowiadają się oni za przyjęciem w ostatnim etapie przejścia do euro reżimu monetarnego opartego na elastycznym celu kursowym. W ich scenariuszu, zadanie stabilizacji kursu staje się głównym celem strategii, podczas gdy stabilność cen odgrywa drugorzędą rolę – zakłada się, że pojawi się ona przy bardziej stabilnych kursach. W kategoriach funkcji wyboru banku centralnego (równanie 1), nadają oni priorytet nad. Niemniej, ich stanowisko sugeruje również radykalną zmianę reżimu, co może okazać się kosztowne, bowiem priorytet stabilizacji kursu może wiązać się z częstymi i kosztownymi interwencjami, zwłaszcza gdy rynki finansowe nie są instytucjonalnie przygotowane na przyjęcie nominalnych wstrząsów. W dodatku nie jest pewne, czy reżim monetarny skupiający się na stabilizacji kursu (nawet, gdy przybierze on sztywniejszą formę od tej dopuszczonej przez ERM II) rzeczywiście przyczyni się do stabilizacji cen. A to dlatego, że kanał kursowy transmisji polityki monetarnej w większych NPC jest mało stabilny (Orłowski, 2003)⁶. Tak więc przyjęcie wariantu elastycznego celu kursowego nie gwarantuje automatycznie płynnej transmisji bardziej stabilnych kursów walutowych do niższej inflacji.

Bardziej zbalansowane wyważenie celów stabilizacji inflacji i kursu walutowego jest promowane przez Jonasa (2004). Proponuje on scenariusz oparty na strategii „podwójnego celu-pojedynczego instrumentu”, który jest rozszerzeniem obecnego reżimu BCI, jako że traktuje on równoznacznie cel inflacyjny i cel kursowy. Jednak rzeczywista implementacja takiej strategii może spowodować poważne problemy, ze względu

na istnienie kilku identyfikowalnych sfer konfliktu pomiędzy tymi celami. Jedną z nich jest potencjalne wystąpienie kombinacji aprecjacji waluty i wysokiej inflacji w kontekście dużych przyływów kapitałowych do NPC. W tej sytuacji odpowiednią reakcją na silny kurs waluty krajowej byłoby obniżenie stóp procentowych, co z kolei mogłyby zagrozić celowi inflacyjnemu. Natomiast w sytuacji przeciwnej, podniesienie przez bank centralny stóp procentowych w odpowiedzi na wzrost inflacji może doprowadzić do aprecjacji waluty i nasilić destabilizację kursu. Co więcej, konflikty pomiędzy tymi celami najprawdopodobniej będą miały trwały charakter ze względu na obecność efektu Balassy-Samuelsona, który, jak się powszechnie uważa, dominuje w gospodarkach przejściowych (Buiter i Grafe, 2002; Begg, i in., 2003; Mihaljek i Klau, 2004; DeGrauwe i Schnabl, 2004). Jeżeli jednak dać wiarę przekonaniu, że proinflacyjny wpływ takiego efektu już nie występuje, jak to argumentuje Égert, i in., (2003), wtedy potencjalne konflikty pomiędzy celami inflacyjnym i kursowym nie mają uzasadnienia; podobnie jak nawoływania do wczesnej euroizacji, które wyłaniają się na bazie tego efektu.

Spośród orędowników stopniowego dostosowania polityki, Orłowski (2005b) w swojej propozycji przypisuje najwyższą wagę celowi inflacyjnemu, postulując oparcie polityki monetarnej na celu relatywnej prognozy inflacji (CRPI) – (*Relative Inflation Forecast Target (RIFT)*). Jest to rozwinięcie zorientowanej na przyszłość strategii BCI, która opierałaby się na sterowaniu różnicą pomiędzy prognozą inflacji dla kraju kandydującego i prognozą dla strefy euro. Takie ste-

rowanie pozwala na połączenie zdecydowanego zobowiązania do dezinflacji ze skuteczną konwergencją cenową. W tak zakreślonych ramach polityki monetarnej różnica prognoz inflacji staje się kluczowym celem operacyjnym, podczas gdy stabilność kursu traktowana jest tylko jako jedna z głównych zmiennych wskaźnikowych, a nie jako pomocniczy cel operacyjny. Zaproponowany wariant pozwala władzom monetarnym na skoncentrowanie się wyłącznie na stabilizacji cen, jako na głównym kryterium konwergencji monetarnej, i w ten sposób na wzmocnienie podjętego zobowiązania do osiągnięcia konwergencji cenowej przed przyjęciem euro. Co więcej, zaproponowany reżim podkreśla zobowiązanie do stabilizacji cen, co jest istotne z punktu widzenia możliwości wystąpienia potencjalnych konfliktów między dezinflacją i stabilnością kursu.

Aby zapewnić pomyślną konwergencję monetarną do euro, wzorzec CRPI zakłada identyczność pomiędzy długookresowymi celami inflacyjnymi kraju kandydującego i strefy euro. Tak więc, w sensie praktycznym, można się spodziewać, że inflacja kraju kandydującego oparta na ZICK (zharmonizowany indeks cen konsumpcyjnych (ang. HICP) do momentu przejścia na euro osiągnie poziom poniżej 2%, co nie odbiega znacznie od wyznacznika konwergencji przyjętego w Maastricht, tj. 1,5% powyżej średniej trzech najniższych stóp inflacji wśród państw członkowskich UE (określonej na 2,4% w Raporcie o konwergencji Europejskiego Banku Centralnego z 2004 roku). Procedura operacyjna CRPI polega na skutecznym dostosowywaniu instrumentów polityki monetarnej w odpowiedzi na różnicę między pro-

gnozą inflacji wyrażonej za pomocą ZICK dla kraju kandydującego i dla strefy euro w określonym czasie. Jeżeli spodziewana inflacja kraju kandydującego wzrasta względem tej w strefie euro, bank centralny tego kraju może albo podwyższyć stopy procentowe, albo pozwolić na deprecjację waluty krajowej w stosunku do euro, ale tylko wtedy, gdy przewidywany szok inflacyjny postrzegany jest jako przejściowy. Co więcej, ponieważ podporządkowane zadanie stabilizacji kursu traktowane jest tylko jako zmienna wskaźnikowa, a nie jako zmienna celu, bank centralny kraju konwergującego będzie reagował na zaobserwowany wzrost wahań kursowych (a tym samym rosnącą premię z tytułu ryzyka kursowego) przy pomocy interwencji walutowych, podczas gdy instrument stóp procentowych będzie reagował głównie na zmiany w RPI. W ten sposób strategia CRPI może być dalej określona jako kombinacja rozwinięcia strategii BCI oraz zorientowanego na przyszłość i zarządzanego kursu płynnego. Jednak, jeżeli zaobserwowana huśtawka kursu ma charakter destabilizujący, a więc stanowiący zagrożenie dla realizacji celu inflacyjnego, można ją również powstrzymać przy pomocy wyższych stóp procentowych.

Wydaje się, że banki centralne w trzech NPC są dziś odpowiednio przygotowane do przyjęcia proponowanej strategii CRPI – wyposażone w zaawansowaną metodologię prognozowania inflacji, a także posiadające umiejętność skutecznego stosowania pośrednich instrumentów sterowania polityką monetarną (jak np. operacje rynku otwartego). Mimo że operacyjna wykonalność tak kompleksowych założeń polityki monetarnej dopiero musi zostać przetestowana, we-

dług Orłowskiego (2005b) nie ma potencjalnych konfliktów pomiędzy założeniami CRPI i założeniami mechanizmu ERM II.

6. Jak sprostać wyzwaniom ERM II

Zgodnie z powszechnym przekonaniem wyrażonym w literaturze, bardziej odpowiednim rozwiązaniem dla mniejszych NPC jest utrzymanie obecnego systemu zarządu walutą, podczas gdy większe NPC – które wyznaczają sobie cel inflacyjny – będą musiały zmodyfikować swoją politykę monetarną tak, aby móc uwzględnić w niej zadanie stabilizacji kursu walutowego (Jonas i Mishkin, 2003; Jonas, 2004; Orłowski, 2005b). Bez względu na wprowadzone dostosowania polityki monetarnej, NPC mogą i powinny skorzystać z elastyczności kursu zapewnionej przez ERM II, zakładając, że utrzymane zostanie tzw. standardowe pasmo dopuszczalnych wahań kursowych o zakresie $\pm 15\%$ a nie pasmo „normalne” ($\pm 2,5\%$) określone początkowo przez ERM I. Oczywiście, wejście tych krajów do ERM II będzie wymagało przedstawienia ich reżimów monetarnych w celu uwzględnienia możliwości wystąpienia szoków kursowych. W istocie, standardowe pasmo jest wystarczająco elastyczne, aby pomieścić te wstrząsy, zwłaszcza gdy banki centralne realizujące politykę monetarną BCI nie będą aktywnie odwoływać się do interwencji walutowych.

Niniejsza analiza wyraźnie faworyzuje strategię BCI, jako bardziej sprzyjającą efektywnej konwergencji monetarnej do euro niż strategia oparta ściśle na sterowaniu kursem walutowym. Reżimy oparte na wyznaczaniu elastycznego celu infla-

cyjnego oferują atrakcyjniejsze korzyści niż te, oparte na zadaniu stabilizacji waluty, zwłaszcza gdy te ostatnie bazują na kursie o zmiękczonej sztywności. A to dlatego, że wyłączne sterowanie kursem walutowym niekoniecznie daje gwarancję uniknięcia wystąpienia dużych wahań kursowych; szczególnie jeśli system finansowy danego kraju nie jest odpowiednio przygotowany na ich wchłonięcie. W dodatku sztywny kurs walutowy, zwłaszcza gdy przedział jego dopuszczalnych wahań jest zawężony do zakresu $\pm 2.25\%$, zwiększa ryzyko nieprawidłowego wyznaczenia kursu referencyjnego. Zbyt słaby oficjalny kurs referencyjny, tj. ustalony dużo poniżej poziomu spójnego z dynamiczną równowagą rynkową kursu walutowego, mógłby „napompować” wartość długu zewnętrznego w ujęciu waluty krajowej i podnieść ryzyko niewypłacalności. Natomiast jeśli będzie on zbyt mocny, może spowodować znaczny napływ krótkoterminowego kapitału spekulacyjnego i w ten sposób zaostrzyć inflację. Niemniej, w każdym z tych przypadków szersze pasmo tolerancji zapobiegłoby wymienionym niepożądanym skutkom. Dlatego w istocie, kraje kandydujące stoją przed wyzwaniem dokładnego wyznaczenia oficjalnego kursu referencyjnego dla ERM II, który będzie w przybliżeniu spójny z kursem dynamicznej równowagi rynkowej.

Właściwy wybór oficjalnego kursu referencyjnego jest niezmiernie istotny. W celu nadania efektywnego kierunku procesowi konwergencji do euro, oficjalnie ustalony kurs (*de jure*) powinien być zgodny z poziomem dynamicznej równowagi rynkowej (*de facto*). Kurs *de jure* ustalony na poziomie suboptymalnym tj. różnym od sugerowanego przez rynek, przyniósłby szereg niepożądanych konsekwencji

dla polityki monetarnej. Generalnie mówiąc, mógłby on zawęzić pasmo dopuszczalnych wahań, składając zatem bank centralny do częstych i asymetrycznych interwencji na rynku walutowym. Jeśli bank centralny obstawałby przy utrzymywaniu suboptymalnego kursu, a zatem powstrzymywałby się od jego oficjalnych modyfikacji, kurs *de jure* funkcjonowałby jako magnes ściągający aktualny kurs rynkowy w niewłaściwą stronę (Schaller, 2004). To z kolei oznaczałoby wystąpienie presji inflacyjnej w przypadku zbyt słabej waluty krajowej, lub realnej aprecjacji waluty, jeśli kurs *de jure* byłby zbyt mocny. Co więcej silny kurs musiałby być broniony suboptymalnie wysokimi stopami procentowymi lub alternatywnie podtrzymywany częstymi interwencjami walutowymi, podczas gdy słaby kurs mógłby wzbudzić oczekiwania rynku na obniżkę stóp procentowych przez bank centralny. Dlatego koniecznym jest, aby oficjalny kurs referencyjny nie został zdeterminowany zbyt pośpiesznie, ale ustalony rozważnie i w odpowiednim czasie dla uniknięcia potencjalnie szkodliwych konsekwencji wystąpienia szerokiej rozbieżności pomiędzy oficjalnie ustalonym kursem *de jure* i kursem *de facto* postrzeganym przez uczestników rynków finansowych.

Dodatkowa trudność związana z ustaleniem optymalnego kursu referencyjnego wynika z występowania premii za ryzyko, która jest czynnikiem składowym kursu równowagi rynkowej. Niepewność co do dyscypliny fiskalnej i stabilności politycznej może spowodować spadek przewidywanego kursu rynkowego, a zarazem konieczność zacieśnienia polityki monetarnej tj. wprowadzenia wyższych stóp procentowych uwzględniających egzogeniczną premię za ryzy-

ko. Suboptymalny poziom mógłby wpłynąć na wzmocnienie chwiejności kursu, a więc spowodować wzrost premii za ryzyko z tytułu niepewności co do skali interwencji walutowych. Z drugiej strony wahania kursu wokół jego właściwie ustalonego poziomu referencyjnego będą najprawdopodobniej minimalne.

Wybór prawidłowych procedur i formuł dla precyzyjnego określenia kursu referencyjnego dla ERM II stawia poważne wyzwanie strategom NPC, zwłaszcza że przykłady porównywalnych przedsięwzięć w gospodarce światowej są raczej znikome. Nie ulega wątpliwości, że monetarna konwergencja NPC do strefy euro jest pionierskim wyczynem.

7. Synteza

– kilka konwencjonalnych faktów

Dyskusyjną zdaje się być kwestia czy polityka monetarna NPC, aspirujących do przyjęcia euro pod koniec obecnej dekady, zatoczy pełne koło, tj. czy od sztywnego kursu, przez zastąpienie go BCI połączonym z kursem płynnym powróci do systemu opartego na sztywnym kursie w relacji do euro. Jak próbowano dowieść w niniejszej analizie, zamknięcie tego koła nie jest koniecznością – NPC mogą alternatywnie opowiedzieć się za uelastycznieniem BCI. Zakłada się, że proponowana tu strategia CRPI, jako szczególny przypadek elastycznego BCI, wspomogłaby proces konwergencji monetarnej bardziej skutecznie niż powrót do kursu sztywnego.

Podstawowe tezy podstawy niniejszej pracy mogą być streszczone następująco:

1. Autonomiczny sztywny wariant BCI nie sprzyja eurokonwergencji. Władze monetarne krajów-kandydatów do euro stają przed obliczem włączenia zadania stabilizacji kursu do ich strategii BCI w celu zapewnienia odpowiedniej równowagi pomiędzy kluczowymi zadaniami konwergencji monetarnej, tj. wyrównaniem cen i stabilizacją kursu.
2. Niniejsze studium podejmuje próbę złagodzenia możliwych konfliktów pomiędzy dezinflacją i stabilizacją kursu walutowego jakie mogą zaistnieć w modelu opierającym się na „podwójnym celu-pojedynczym instrumencie”, przez opowiedzenie się za przypisaniem najwyższego priorytetu celowi inflacyjnemu, a więc za wprowadzeniem zorientowanej na przyszłość strategii opartej na celu relatywnej prognozy inflacji, po raz pierwszy zarysowanej przez Orłowskiego (2005b).
3. Konsekwentnie, różnica między prognozą inflacji krajowej a tą dla strefy euro jest proponowana jako główny cel operacyjny tej strategii, podczas gdy stabilizacja kursu walutowego traktowana jest jako istotna zmienna wskaźnikowa.
4. Wdrożenie CRPI polega na zastosowaniu kombinacji dostosowań stóp procentowych i interwencji walutowych. W efekcie, CRPI musi iść w parze z kursem płynnym zarządzanym. Bank centralny będzie dostosowywał stopy procentowe w odpowiedzi na bardziej permanentne zmiany w RPI, podczas gdy interwencje na rynku walutowym będą stosowane do skorygowania nominalnych szoków kursowych. Bank centralny może rozważyć użycie stóp procentowych tylko wtedy, gdy wstrząsy kursowe stają się bardziej uporczywe, a tym samym stanowią zagrożenie dla realizacji celu inflacyjnego.
5. Ograniczenia polityki monetarnej nałożone przez ERM II nie powinny utrudnić skutecznej realizacji CRPI, pod warunkiem, że kurs referencyjny zostanie poprawnie ustalony. Suboptymalny poziom kursu referencyjnego oznacza węższe pasmo dopuszczalnych wahań dla kursu *de facto* w stosunku do kursu *de jure*. Niższy od optymalnego poziom kursu referencyjnego może zatem nasilić niestabilność kursu w odpowiedzi na oczekiwania rynku na korektę kursu referencyjnego. To z kolei może doprowadzić do wzniecenia częstych, kosztownych i asymetrycznych interwencji na rynku walutowym. Idealnym rozwiązaniem byłaby spójność kursu referencyjnego z kursem dynamicznej równowagi rynkowej, co stanowi podstawę wiarygodności rynków finansowych.

Dalsza dogłębna analiza kwestii polityki monetarnej dotyczących optymalnej eurokonwergencji oraz strategii zorientowanych na wejście do ERM II, to ciągle jeszcze ważne zadanie dla strategów i naukowców. Aspekty behawioralne proponowanych rozwiązań strategicznych, powinny zostać wsparte przez stworzenie zaawansowanych modeli i rzetelną analizę ekonometryczną. Realizacja tych zadań jest w chwili obecnej niezmiernie istotna, ponieważ nie pozostało zbyt wiele czasu do formalnego przyjęcia euro, zaplanowanego przez władze NPC na koniec obecnej dekady.

Bibliografia

- Ball, L., 1999. *Policy rules for open economies*, in: Taylor, J. (Ed.) *Monetary Policy Rules*, University of Chicago Press, Chicago, Illinois, strony 127-156.
- Begg, D., Eichengreen B., Halpern L., von Hagen J., Wyplosz C., 2003. *Sustainable regimes of capital movements in accession countries*. London: Center for European Policy Research „Policy Paper“ No. 10.
- Bofinger, P., Wollmershäuser, T., 2001. *Is there a third way to EMU for the EU accession countries?* „Economic Systems“ 25 (3), 253-274.
- Bofinger, P., Wollmershäuser, T., 2002. *Exchange rate policies for the transition to EMU*, in: Sepp, U., Randveer, M., (eds.), *Alternative Monetary Regimes in Entry to EMU*. Bank of Estonia, Tallinn, Estonia, strony 95-132.
- Brada, J. C., Kutan, A. M., 1999. *The persistence of moderate inflation in the Czech Republic and the koruna crisis of May 1997*, *Post-Soviet Geography and Economics* 40 (2), 121-134.
- Bratkowski, A., Rostowski, J., 2001. *Unilateral adoption of the Euro by EU applicant countries: the macroeconomic aspects*. In: Orłowski, L. T. (ed.) *Transition and growth in post-communist countries – the ten-year experience*. Edward Elgar Publishing Ltd., Cheltenham, U. K., strony 125-147.
- Buiter, W., Grafe, C., 2002. *Patching up the Pact – Some suggestions for enhancing fiscal sustainability and macroeconomic stability in an enlarged European Union*. Center for Economic Policy Research „Discussion Paper“ no. 3496. London.
- Christoffersen, P., Wescott, R., 1999. *Is Poland ready for inflation targeting?* International Monetary Fund: „Working Paper“ No. WP/99/41.
- DeGrauwe, P., Schnabl, G. G., 2004. *Nominal versus real convergence with respect to EMU accession: How to cope with the Balassa-Samuelson dilemma*. Paper to the International Atlantic Economic Society convention, Lisbon, March 11-14.
- Detragiache, E., Mody, A., Okada, E., 2005. *Exits from heavily managed exchange rates*. International Monetary Fund: „Working Paper“ No. WP/05/39.
- Dibooglu, S., Kutan, A. M., 2005. *Sources of inflation and output movements in Poland and Hungary: Policy implications for accession to the economic and monetary union*. „Journal of Macroeconomics“ 27 (2) 107-131.
- Domaç, I., Mendoza, A., 2004. *Is there room for foreign exchange market interventions under inflation targeting framework?: Evidence from Mexico and Turkey*. World Bank Policy Research „Working Paper“ No. 3288.
- Eichengreen, B. L., 2005. *Can emerging markets float?: Should they inflation target?* In: Driver, Rebecca L., Peter J. N. Sinclair and Christoph Thoenissen (eds.) *Exchange rates, capital flows and policy*. Routledge Publ. Co., London, strony 10-38.
- Égert, B., Drine, I., Lommatzsch, K., Rault, C., 2003. *The Balassa-Samuelson effect in Central and Eastern Europe: Myth or reality?* „Journal of Comparative Economics“ 31 (3), 552-572.
- European Central Bank, 2004. *2004 Convergence Report*. ECB: Frankfurt, Germany.
- Golinelli, R., Rovelli, R. R., 2005. *Monetary policy transmission, interest rate rules and inflation targeting in three transition countries*. „Journal of Banking and Finance“ 29 (1), 183-201.
- Holtemöller, O., 2003. *Uncovered interest rate parity and analysis of monetary convergence of potential EMU accession countries*. Humboldt University Berlin – Discussion Paper of Interdisciplinary Research Project No. 373.
- Jonas, J., 2004. *Euro adoption and Maastricht criteria: Rules or discretion?* University of Bonn-Center for European Integration Studies (ZEI): „Working Paper“ B14/2004.
- Jonas, J., Mishkin F. S., 2003. *Inflation targeting in transition economies: Experience and prospects*. NBER „Working Paper“, No. 9667.
- Kenen, P., Meade, E. E., 2003. *EU accession and euro: Close together or far apart?* Institute for International Economics: „International Policy Briefs“ No. PB03-9.
- Kočenda, E., Kutan, A. M., Yigit, T. M., 2005. *Pilgrims to eurozone: how far, how fast*. William Davidson Institute Working Paper, University of Michigan School of Business, w przygotowaniu do druku.
- Kutan, A. M., Yigit, T. M., 2002. *Nominal and real stochastic convergence within the transition economies and to the European Union: evidence from panel data*. University of Bonn-Center for European Integration Studies (ZEI): „Working Paper“ B21/2002.

- Mihaljek, D., Klau, M., 2004. *The Balassa-Samuelson effect in Central Europe: A disaggregated analysis*. *Comparative Economic Studies* 46 (1), 63-94.
- Natalucci, F. M., Ravenna, F., 2002. *The road to adopting the euro: monetary policy and exchange rate regimes in EU candidate countries*, Board of Governors of the U. S. Federal Reserve System, „International Finance Discussion Papers“ 741.
- Nuti, D. M., 2002. *Costs and benefits of unilateral euroization in Central Eastern Europe*. „Economics of Transition“ 10 (3), 419-444.
- Orlowski, L. T., 2001. *Central European economies in the aftermath of the Russian payment crisis*. in: Orlowski, Lucjan T. (ed.) *Transition and growth in post-communist countries: the ten-year experience*. E. Elgar Publ. Co., Cheltenham, U. K., pp. 148-165.
- Orlowski, L. T., 2003. *Monetary convergence and risk premiums in the EU accession countries*. „Open Economies Review“ 14 (3), 251-267.
- Orlowski, L. T., 2004. *Money rules for the eurozone candidate countries*. „Journal of Policy Modeling“, 26 (7), 817-837.
- Orlowski, L. T., 2005a. *Monetary convergence of the EU accession countries to the eurozone: A theoretical framework and policy implications*. „Journal of Banking and Finance“ 29 (1), 203-225.
- Orlowski, L. T., 2005b. *Targeting relative inflation forecast as monetary policy framework for adopting the euro*. William Davidson Institute „Working Paper“ No. 754, University of Michigan School of Business.
- Reinhart, C. N., Rogoff, K. S., 2004. *The modern history of exchange rates: A reinterpretation*. „Quarterly Journal of Economics“ 119 (1), 1-48.
- Rogoff, K. S., Husain, A. M., Mody, A., Brooks, R., Oomes, N., 2003. *Evolution and performance of exchange rate regimes*. International Monetary Fund: „Working Paper“ No. WP/03/243.
- Schadler, S., 2004. *European macroeconomic challenges and EU enlargement. Paper to the 17 Symposium Moneda y Credito*, Madrid, November 18-19.
- Svensson, L. E. O., 1999. *Inflation targeting as a monetary policy rule*. „Journal of Monetary Economics“ 43 (3), 607-654.
- Svensson, L. E. O., 2000. *Open-economy inflation targeting*. „Journal of International Economics“ 50 (2), 155-183.
- Szapáry, G., 2000. *Maastricht and the choice of exchange rate regime in transition countries during the run-up to EMU*. National Bank of Hungary: „Working Paper“ 2000/7, October.
- Taylor, J. B., 2000. *Inflation targeting and monetary policy rules: Experience and research*. Paper to the 12th Meeting of Latin American Network of Central Banks and Finance Ministers – Inter-American Development Bank, May 12.

Przypisy

¹ Bardziej wyczerpującą analizę polityki monetarnej kandydatów do strefy euro opartej na aktywnym zarządzaniu premiami związanymi z ryzykiem kursowym i ryzykiem inflacyjnym można znaleźć w opracowaniach Orłowskiego (2003 i 2005a).

² Zgodnie z efektem Balassy-Samuelsona, otwierająca się i wzrastająca gospodarka wystawiona jest na prawdopodobieństwo szoku wydajności w sektorze dóbr zbywalnych, który napędza płace w sektorze dóbr niezbywalnych i w ten sposób przyczynia się do chronicznej inflacji. Istnieje szereg badań, które udowadniają istotny wpływ tego efektu na inflację w NPC (Michajlek i Klau, 2004; DeGrauwe i Schnabl, 2004), ale są i takie, które pomniejszają jego rolę (Egert, i in. 2004).

³ Rozróżnienie między sztywnym a elastycznym wariantem BCI zostało zaproponowane przez Svenssona (1999). Sztywny wariant BCI ma miejsce, gdy funkcja reakcji banku centralnego uwzględnia tylko zadanie niskiej inflacji. BCI staje się bardziej elastyczny, gdy dodatnie wagi są również przypisane do alternatywnych zmiennych, takich jak wzrost PKB lub stabilność kursu walutowego zaproponowana dla warunków otwartych gospodarek przez Balla (1999) i Svenssona (2000), a także przyjęta przez Orłowskiego (2003; 2005a) dla gospodarek przystępujących do unii gospodarczych i monetarnych.

⁴ Niemniej celowość a także możliwość zastosowania kryteriów z Maastricht do warunków NPC jest przedmiotem intensywnych analiz i krytycznych dyskusji, ponieważ kryteria te odzwierciedlają wyraźne traktowanie krajów-kandydatów do strefy euro przez Komisję Europejską jako z zasady izomorficzny blok, lekceważąc zatem ich strukturalne i instytucjonalne różnicowanie (Szapáry, 2000; Kenen i Meade, 2003).

⁵ Jak pokazuje Orłowski (2004), bardzo trudnym zadaniem jest ustalenie odpowiedniego kursu referencyjnego do euro dla trzech badanych NPC, który idealnie odpowiadałby dynamicznemu kursowi równowagi rynkowej i który mógłby pokierować procesem konwergencji. Kointegracyjne testy Johanssena („*max-eigenvalue*” oraz „*trace*”) zastosowane w niniejszych badaniach nie przyniosły żadnych konkluzji dla Czech i Polski, ale wskazały na poziom równowagi kursu HUF wynoszący 242 HUF w stosunku do euro dla Węgier (patrz Orłowski, 2004, str. 832). Odnotujmy, że faktyczny kurs 10 marca 2005 r. (w czasie pisania tej pracy) wynosił 242, i przez jakiś czas oscylował wokół tej wartości.

⁶ Bardziej optymistyczny pogląd został zaprezentowany przez Golinelli i Rovelli (2005), których testy empiryczne wyraźnie wykazują istnienie aktywnych kanałów transmisji polityki monetarnej w NPC.

Polityka monetarna w drodze do strefy euro

Prawie siedem lat mija od podjęcia przez Radę Polityki Pieniężnej decyzji o wyborze strategii bezpośredniego celu inflacyjnego (BCI)¹. Jednocześnie gospodarka polska staje przed nowym poważnym wyzwaniem: koniecznością przystąpienia do Unii Gospodarczej i Walutowej (UGiW), co będzie oznaczać rezygnację z suwerenności monetarnej, a więc i ze stosowanej w ostatnich latach strategii BCI. Jest to więc dobra okazja do odpowiedzi na wiele pytań, z których najważniejsze dotyczą oceny efektywności strategii BCI, perspektywy jej dalszego stosowania oraz pożądaných terminów i możliwych scenariuszy wchodzenia do strefy euro.

1. Doświadczenia strategii BCI w Polsce

Przyjęta we wrześniu 1998 r. „Średniookresowa strategia polityki pieniężnej” miała na celu m.in.

przyspieszenie procesu dezinflacji, który przebiegał zbyt wolno, w porównaniu z innymi krajami postkomunistycznymi (Dąbrowski, 2003a). Podstawową przeszkodą na drodze do szybszej dezinflacji był tzw. pośredni (hybrydowy) reżim polityki pieniężnej, w ramach którego NBP próbował jednocześnie regulować ścieżkę dewaluacji złotego (głównie z punktu widzenia interesów eksporterów) oraz przyrost masy pieniądza w obiegu. Ten ostatni okazywał się niemożliwy do kontroli, w warunkach coraz większej swobody przepływów kapitałowych i rosnącej integracji polskiego rynku finansowego z rynkami międzynarodowymi (Frankel, 1997 w sprawie tzw. niemożliwego do zaistnienia trójkąta).

Wyjście z tej systemowej pułapki było możliwe na dwa sposoby – albo poprzez trwałe usztywnienie kursu złotego wobec jednej z głównych walut², a więc rezygnację z suwerennej polityki pieniężnej i oparcie walki z inflacją na wiarygod-

nej kotwicy zewnętrznej³, albo przez upłynnienie kursu i wybór innej, jednoznacznej kotwicy nominalnej. W konkretnych warunkach debaty, toczącej się w latach 1997-1998, pierwszy wariant miał znikome szanse uzyskania akceptacji. Przeważała wówczas, nie tylko w Polsce, nie w pełni uzasadniona merytorycznie opinia, obciążająca wszystkie warianty kursu sztywnego/stałego odpowiedzialnością za serię kryzysów walutowych lat 90⁴.

W tej sytuacji decyzję o wyborze strategii BCI należy uznać za rozwiązanie, jeśli nie optymalne, to bliskie optymalnemu. Tym niemniej, wdrożenie podstawowych elementów systemowych i technicznych tej strategii w życie zajęło około dwa lata. Na przykład, na pełne upłynnienie kursu walutowego trzeba było poczekać aż półtora roku, do kwietnia 2000 r.⁵, ze względu na potężny opór zwolenników pełzającej dewaluacji.

Jak można ocenić dorobek tej strategii wiosną 2005 r., sześć i pół roku po jej oficjalnym zadeklarowaniu i około pięć lat po jej efektywnym wprowadzeniu w życie? Na pytanie to nie ma w pełni jednoznacznej odpowiedzi.

Niewątpliwie należy odnotować wiele istotnych pozytywnych efektów strategii, a mianowicie:

1. Przywrócenie polityce monetarnej wyraźnej orientacji antyinflacyjnej (w miejsce promocji eksportu).
2. Wylimitowanie pełzającej dewaluacji i złamanie, związanej z nią, inercji inflacyjnej.

3. Sukces dezinflacyjny, choć nastąpił on dopiero za drugim podejściem (lata 2001-2002), po początkowym niepowodzeniu w latach 1999-2000 związanym z nadmiernym poluzowaniem polityki pieniężnej w trakcie 1998 r. i początkach roku 1999 oraz opóźnieniem w likwidacji pełzającej dewaluacji. Gdyby nie ta i kilkakrotne wcześniejsze (w latach 1990-1997) porażki polityki antyinflacyjnej, wiarygodność NBP i polityki pieniężnej byłyby zapewne wyższe, a koszty dezinflacji (w postaci spowolnienia wzrostu gospodarczego w latach 2001-2002) – mniejsze⁶.

4. Zwiększenie przejrzystości polityki monetarnej i znacząca poprawa komunikacji władz monetarnych z rynkiem i społeczeństwem.

5. Poprawa warsztatu analitycznego i prognostycznego zarówno w NBP, jak i poza nim (w instytucjach sektora finansowego, niezależnych centrach badawczych). Dotyczy to w szczególności szacunków inflacji bazowej, badań z zakresu mechanizmów transmisyjnych polityki pieniężnej, badań koniunktury, międzynarodowych badań porównawczych zjawisk makroekonomicznych oraz polityki makroekonomicznej i jej instrumentów oraz rozwoju modeli prognostycznych. Strategia BCI stworzyła więc silny bodziec do rozwoju badań nad inflacją, polityką pieniężną i całością polityki makroekonomicznej w Polsce.

Z drugiej jednak strony realizacja strategii BCI napotkała na wiele poważnych problemów,

z których najważniejsze dotyczą ograniczonej suwerenności polityki pieniężnej w małej otwartej gospodarce. Okazuje się, że nawet w warunkach w pełni płynnego kursu walutowego polityka pieniężna nie jest i nie może być w pełni autonomiczna w realizacji założonego celu inflacyjnego. Musi ona brać pod uwagę wiele czynników od niej niezależnych i, co gorzej, w wielu przypadkach trudno przewidywalnych *ex ante*, jak np. zmiany sentymentów na międzynarodowych rynkach finansowych, zmiany poziomu międzynarodowych stóp procentowych i kursów krzyżowych, egzogeniczne szoki cenowe (np. zmiany światowych cen ropy naftowej i innych surowców), wewnętrzne i zewnętrzne szoki polityczne, wreszcie sytuację na froncie fiskalnym. Trwająca wciąż transformacja gospodarki i zasadnicze zmiany strukturalne powodują niestabilność kanałów transmisyjnych polityki pieniężnej, a to z kolei prowadzi do trudności w prognozowaniu inflacji i innych podstawowych wskaźników makroekonomicznych.

Do tego dochodzi brak konsensusu politycznego i intelektualnego na rzecz niskiej inflacji i niez-

ależności banku centralnego, czego Polska doświadczyła boleśnie w latach 2001-2003. To również utrudnia prowadzenie konsekwentnie antyinflacyjnej polityki pieniężnej, obniża jej wiarygodność, a więc automatycznie podnosi jej koszty ekonomiczne i społeczne.

Rezultatem wyżej wymienionych trudności są chroniczne, choć raczej nieuniknione, kłopoty z trafianiem w założony krótkookresowy cel inflacyjny (tabela 1), co również negatywnie odbija się na wiarygodności władzy monetarnej i dostarcza amunicji jej przeciwnikom.

W systemie płynnego kursu walutowego ten ostatni staje się głównym kanałem transmisji szoków egzogenicznych, odzwierciedlającym wahania nastrojów i oczekiwań na rynkach finansowych. Ponieważ jednocześnie zmiany kursu walutowego mają istotny wpływ na inflację, władze monetarne muszą na nie reagować dostosowaniem stóp procentowych. W efekcie gospodarka zostaje poddana swoistej huśtawce kursowej i stóp procentowych, niosącej za sobą zwiększone koszty transakcyjne i ryzyko inwestycyjne.

Tabela 1. Realizacja rocznych celów inflacyjnych w latach 1999-2004

Rok	Cel inflacyjny		Inflacja XII/XII
	Pierwotny	Zmodyfikowany	
1999	8,0-8,5	6,6-7,8 (III. 1999)	9,8
2000	5,4-6,8		9,9
2001	6,0-8,0		3,6
2002	4,0-6,0	2,0-4,0 (VI. 2002)	0,8
2003	2,0-4,0		1,7
2004	1,5-3,5 ^a		4,4

^a – cel ciągły

Źródło: dane NBP.

2. Perspektywy wejścia do strefy euro

Zanim zastanowimy się nad przyszłością strategii BCI w Polsce, spróbujemy odpowiedzieć na bardziej zasadnicze pytanie o pożądaną i zarazem możliwą do zrealizowania datę wejścia do UGiW oraz o mechanizm kursowy dochodzenia do strefy euro, szczególnie w ramach europejskiego mechanizmu kursowego ERM II⁷.

2.1. Data przystąpienia do UGiW – korzyści, koszty, przeszkody

Nowe kraje członkowskie UE, w tym Polska, mogą niezwłocznie rozpocząć proces akcesji do UGiW. Trzy z nich – Estonia, Litwa i Słowenia – faktycznie już weszły na tę ścieżkę, przystępując w końcu czerwca 2004 r. do ERMII. Pozostałe kraje mogą również pójść w ich ślady, pod warunkiem, że wykażą gotowość i zdolność do wypełnienia nominalnych kryteriów konwergencji. Nie ma żadnych przeszkód formalnych, aby rozpocząć proces wchodzenia do strefy euro (a wręcz jest obowiązek prawny, wynikający z postanowień Traktatu Akcesyjnego), nie trzeba też tracić energii na poszukiwanie rozwiązań zastępczych takich, jakim był przed kilku laty pomysł jednostronnej euroizacji.

Formalnie wszystkie nowe kraje członkowskie są zobowiązane przystąpić do UGiW i żadnemu z nich nie przysługuje możliwość wyjątku od tej reguły (*opt-out clause*), tak jak w przypadku Wielkiej Brytanii i Danii. Z drugiej jednak strony członkostwo w UGiW nie jest automatyczne. Kraje kandydujące muszą spełnić cztery kryteria

konwergencji nominalnej – dotyczące inflacji, stabilności kursu walutowego, stóp procentowych oraz sytuacji fiskalnej – oraz zharmonizować krajowe ustawodawstwo, dotyczące banku centralnego ze statutem Europejskiego Banku Centralnego (EBC).

Oznacza to, że faktycznie nowe kraje członkowskie zachowują swobodę wyboru, kiedy przystąpić do UGiW. Dobrym przykładem jest Szwecja, której wprawdzie nie przysługuje prawna opcja nieuczestniczenia w UGiW (tak jak Wielkiej Brytanii i Danii), która spełnia bez problemu trzy kryteria nominalne (inflacji, stóp procentowych i fiskalne). Jednakże kraj ten dotąd nie przystąpił do ERM II, kontynuując politykę płynnego kursu walutowego i nie zsynchronizował przepisów ustawy o banku narodowym ze statutem EBC. W przypadku większości nowych krajów członkowskich, poza tymi, które już przystąpiły do ERM II i Łotwą, najpoważniejszą przeszkodą na drodze do wprowadzenia euro jest zła sytuacja fiskalna i brak konsensusu politycznego, aby dokonać potrzebnych dostosowań w sferze finansów publicznych.

Większość argumentów ekonomicznych przemawia za celowością przezwyciężenia barier politycznych i przyjęcia strategii szybkiego przystąpienia do UGiW. Nowe kraje członkowskie mogą bowiem odnieść szereg istotnych korzyści z przyjęcia wspólnej waluty, między innymi:

1. Znacząco obniżyć koszty transakcyjne wymiany międzynarodowej, a w związku z tym dodatkowo zwiększyć wymianę handlową ze strefą euro. Korzyść ta dotyczy w największym

- stopniu krajów stosujących obecnie płynny kurs walutowy (Czechy, Polska, Słowacja).
2. Uzyskać dodatkowy napływ inwestycji zagranicznych.
 3. Przyspieszyć konwergencję stóp procentowych.
 4. Uzyskać znaczące korzyści fiskalne, wynikające z niższych stóp procentowych od instrumentów dłużnych oraz wcześniejszego dostosowania fiskalnego niż w wariantcie późniejszego przystąpienia do UGiW (Gorzelaak, 2004). Największe korzyści fiskalne z szybkiej akcesji mogą odnieść kraje o najwyższym deficycie budżetowym, najwyższym poziomie zadłużenia i najwyższych stopach procentowych, a więc Polska i Węgry (podobnie było w przypadku krajów śródziemnomorskich, kiedy przystępowały do UGiW w drugiej połowie lat 90.). Najmniejsze – Estonia i Litwa, które już faktycznie należą do strefy euro, stosując od wielu lat mechanizm *currency board*.
 5. Ograniczyć ryzyko turbulencji makroekonomicznych w postaci np. ataku spekulacyjnego na walutę narodową.
 6. Ograniczyć częstotliwość i siłę szoków nominalnych, z których znaczna część generowana jest przez narodową politykę pieniężną
 7. Uzyskać dodatkowy instrument dyscyplinujący krajową politykę fiskalną i zachowania mikroekonomiczne przedsiębiorstw, które nie będą już mogły liczyć na dewaluację jako instrument zwiększający ich konkurencyjność na rynkach międzynarodowych. Doświadczenie obecnych członków UGiW pokazuje również, że ograniczenie możliwości uciekania się do akomodacji pieniężnej i kursowej zmusza prędzej lub później władze do podjęcia niepopularnych reform mikroekonomicznych i strukturalnych, np. liberalizacji rynku pracy.
 8. W kategoriach politycznych przystąpienie do UGiW oznacza niewątpliwie „pełniejsze” członkostwo w UE, ponieważ wiele korzyści z integracji oraz wiele procedur decyzyjnych zarezerwowanych jest wyłącznie dla krajów strefy euro. Dłuższe pozostawanie poza tą strefą oznacza więc nie tylko marginalizację gospodarczą, ale i polityczną.
 9. Trzeba też brać pod uwagę prawdopodobieństwo, że w przyszłości procedura przystąpienia nowych krajów członkowskich do UGiW może być trudniejsza, ponieważ nie ratyfikowany jeszcze Traktat Konstytucyjny UE wyposażył kraje należące do „Eurogrupy” w dodatkowe kompetencje akceptujące w stosunku do nowych kandydatów⁸.
- Po stronie potencjalnych kosztów wymienia się na ogół utratę samodzielności w zakresie zmian kursu walutowego i polityki pieniężnej jako instrumentów pozwalających dostosować gospodarkę do tzw. asymetrycznych szoków zewnętrznych, tzn. szoków oddziaływujących w innym kierunku niż w krajach posługujących się tą samą walutą (w tym przypadku – w krajach strefy euro). To jest klasyczny argument, sformułowany przed ponad 40 laty przez Mundella (1961)

i McKinnona (1963) w ramach teorii optymalnego obszaru walutowego.

W przypadku nowych krajów członkowskich UE, w tym Polski, siłę tego argumentu osłabiają jednak dwie istotne okoliczności, a mianowicie:

1. Daleko posunięta integracja handlowa ze strefą euro i stopniowo rosnąca synchronizacja cykli koniunkturalnych, co ogranicza ryzyko wystąpienia szoków asymetrycznych (Błaszczewicz i Wozniak, 2003).
2. Ograniczona suwerenność polityki pieniężnej w małej otwartej gospodarce (patrz Sekcja 1) i tym samym jej ograniczone możliwości „żeglowania pod wiatr”, czyli działań o kierunku przeciwnym, niż te, podejmowane przez EBC lub FED.

Przenosząc dyskutowane powyżej argumenty na grunt polski, nie ulega najmniejszej wątpliwości, że to właśnie Polska mogłaby odnieść stosunkowo największe korzyści fiskalne i makroekonomiczne z wczesnej akcesji do UGiW, a ryzyko takiego kroku nie byłoby duże, ze względu na daleko posuniętą i stale rosnącą integrację gospodarczą z krajami strefy euro.

Nie jest więc prawdą powszechnie panująca wśród wielu polskich polityków i analityków opinia, że opóźnianie daty wejścia do UGiW uczyni ten proces łatwiejszym i łagodniejszym, a gospodarka w międzyczasie „wyrośnie” z deficytu i nadmiernego zadłużenia, bez konieczności dokonywania ostrego dostosowania fiskalnego. Przeciwnie, im później zapadnie decyzja o przystąpieniu do strefy euro, tym konieczne dostosowa-

wanie fiskalne będzie bardziej drastyczne i bolesne. Co więcej, przesuwanie daty wejścia poza rok 2008 związane jest z ryzykiem, że najtrudniejszy okres dostosowań fiskalnych zbiegnie się w czasie z kolejną kampanią wyborczą (2009 r.), co uczyni go politycznie mało realnym. Polska już straciła przynajmniej jeden rok w stosunku do „liderów”, czyli Estonii, Litwy i Słowenii.

2.2. ERM II: warianty mechanizmu kursowego

Logika mechanizmu ERM II i jego liczne interpretacje, dokonane przez Komisję Europejską i EBC, dopuszczają w praktyce trzy warianty mechanizmu kursowego w okresie dochodzenia do UGiW:

1. Izbę walutową (*currency board*)
2. Korytarz walutowy z wąskim pasmem wahań (np. $\pm 2,25\%$)
3. Korytarz walutowy z szerokim pasmem wahań (do $\pm 15\%$)

Rozważając wybór konkretnego wariantu, trzeba jeszcze raz odwołać się do dyskusji o słabościach tzw. reżimów pośrednich (hybrydowych), gdzie władze monetarne próbują jednocześnie oddziaływać na kurs walutowy i agregaty pieniężne (stopy procentowe). Systemy takie są wyjątkowo niestabilne (a często wręcz kryzysogenne, czego doświadczyła część obecnych członków UGiW w latach 1992-1993), wiążą się z wieloma technicznymi trudnościami w prowadzeniu polityki pieniężnej oraz zmniejszają jej

przejrzystość (Dabrowski, 2001; Rostowski, 2002, Wypłosz, 2004). Nie zapewniają stabilności kursowej w takim stopniu, jak izba walutowa, a z drugiej strony znacznie ograniczają możliwości zarządzania płynnością w gospodarce, w porównaniu do reżimu kursu płynnego. Niestety mechanizm ERM II, poza wariantem izby walutowej, nosi wszelkie cechy hybrydowego reżimu walutowego ze wszystkimi jego wadami, przy czym w znacznie większym stopniu dotyczy to wariantu wąskiego pasma wahań, które wydaje się najbardziej ryzykownym rozwiązaniem.

W tej sytuacji uzasadnionymi wydają się następujące rekomendacje:

1. Okres przebywania w ERM II powinien być ograniczony do niezbędnego dwuletniego minimum.
2. Niewskazane jest wprowadzanie rozwiązań przejściowych pomiędzy obecnym reżimem kursu płynnego a wybranym wariantem ERM II, szczególnie jeśli miałyby to być jeden z tzw. reżimów hybrydowych. Należałoby raczej bezpośrednio przejść od reżimu kursu płynnego do ERM II, bez rozwiązań przejściowych.
3. Zdecydowanie należy wyeliminować wariant wąskiego pasma wahań ($\pm 2,25\%$), który w największym stopniu charakteryzuje się słabościami reżimów pośrednich.

Wariant szerokiego pasma wahań ($\pm 15\%$) w większym stopniu przypomina system oparty na kursie płynnym, choć nie jest całkowicie

wolny od słabości reżimu hybrydowego. Nie można bowiem całkowicie wykluczyć ryzyka nacisku lub wręcz ataku spekulacyjnego, „testującego” granice korytarza, i konieczność kosztownych interwencji w ich obronie. W wariacie tym może się też przez dłuższy czas utrzymywać niepewność rynków finansowych w sprawie poziomu ostatecznego kursu konwersji PLN/EUR, a więc i wyższa premia ryzyka i wyższe stopy procentowe (Szczurek, 2003).

Pozostają również wątpliwości, jak Komisja Europejska i EBC będą interpretowały wymogi artykułu 3 Protokołu dotyczącego kryteriów konwergencji (w nawiązaniu do art. 121 (1) Traktatu), który wymaga od kraju kandydującego do UGiW utrzymania kursu swojej waluty wobec euro w „normalnym przedziale wahań” i bez „poważnych napięć” w dwuletnim okresie próbnym. W szczególności kandydat nie może zdewaluować z własnej inicjatywy kursu centralnego swojej waluty, gdyż oznacza to rozpoczęcie okresu próbnego od nowa. Jeśli „normalny przedział wahań” jest określony, poczynając od okresu po kryzysie 1992-1993, w granicach $\pm 15\%$, to nie jest jasne, co w praktyce oznacza brak „poważnych napięć”. Czy mimo formalnego przyzwolenia na wahania kursu w granicach $\pm 15\%$ nie pojawią się oczekiwania utrzymania przez kraje kandydujące do UGiW węższego, a przy tym niejawnego pasma, np. $\pm 2,25\%$, co oznaczałaby faktycznie przyjęcie krytykowanego powyżej wariantu hybrydowego? Źródłem takich obaw może być m.in. szereg wypowiedzi przedstawicieli Komisji Europejskiej w roku 2003, sugerujących taki właśnie przedział wahań jako najwłaściwszy⁹.

Wariant izby walutowej pozwala uniknąć wyżej przedstawionych problemów, a przy tym przesądzić już na samym wstępie procesu akcesji (tzn. w chwili przystępowania do ERM II) poziom kursu konwersji waluty krajowej na euro i w ten sposób zapewnić szybką konwergencję stóp procentowych. Pojawia się jednak inne ryzyko, a mianowicie niewypełnienia kryterium inflacyjnego, gdyż inflacja staje się zmienną egzogeniczną, poza kontrolą banku centralnego¹⁰.

Nie ma jednoznacznej recepty na całkowite wyeliminowanie tego ryzyka, ale można go próbować istotnie ograniczyć przez:

1. Wypełnienie kryterium inflacyjnego już przed wstąpieniem do ERM II; odpadnie wówczas konieczność obniżania inflacji w warunkach, kiedy kraj zrezygnował już z samodzielnej polityki pieniężnej i oparł się całkowicie na kowalicy zewnętrznej.
2. Uniknięcie pokusy ustalenia parytetu waluty narodowej do euro na zaniżonym poziomie, gdyż to wywoła kolejną falę korekcyjnej inflacji.

2.3. Przyszłość strategii BCI

Na podstawie analizy, przeprowadzonej w sekcjach 2.1 i 2.2, można sformułować wnioski, dotyczące przyszłości strategii BCI. Jej kontynuacja i ewentualne doskonalenie ma sens jedynie w dwóch przypadkach:

1. Kiedy wejście do UGiW, a więc i do ERM II odłoży się o kolejnych kilka lat, np. z powodu

braku gotowości politycznej dokonania niezbędnego dostosowania fiskalnego.

2. W przypadku wyboru wariantu szerokiego korytarza w ramach ERM II. Wówczas strategia BCI musiałaby ulec rzeczywiście pewnej modyfikacji, ze względu na konieczność realizacji, obok celu inflacyjnego, również celu kursowego.

W przypadku, jeśli zapadnie decyzja o szybkim przystąpieniu do UGiW, a jednocześnie o całkowitym usztywnieniu kursu w ramach ERM II (mechanizm izby walutowej lub zbliżony), będzie to równoznaczne z zakończeniem epoki BCI w polskiej polityce pieniężnej (to samo odnosi się również do Czech).

3. Podsumowanie

Strategia BCI odegrała istotną rolę w jednoznacznym ukierunkowaniu polityki pieniężnej w Polsce na cel dezinflacyjny, doprowadzeniu do końca procesu dezinflacji, nadaniu polityce pieniężnej większej przejrzystości oraz rozwoju warsztatu badawczego i prognostycznego. Stosowanie tej strategii nie jest jednak wolne od różnych problemów, przede wszystkim związanych z ograniczoną suwerennością polityki pieniężnej w małej, otwartej gospodarce, brakiem dostatecznego konsensusu antyinflacyjnego oraz wynikającego stąd ograniczonego zaufania do złotego.

W związku z celowością szybkiego przystąpienia do UGiW szkoda tracić czas i energię na ewentualne modyfikacje strategii BCI. Lepiej przeznaczyć je na działania, zmierzające do szybkiego

zastąpienia złotego przez euro. W pierwszej kolejności dotyczy to uporządkowania sfery finansów publicznych, umożliwiających spełnienie fiskalnych kryteriów konwergencji. Przed NBP i rządem stoi też konieczność dokonania wyboru konkretnego wariantu mechanizmu kursowego w ramach ERM II. Choć nie ma rozwiązania idealnego, najwięcej argumentów przemawia za wyborem izby walutowej, co przyspieszyłoby konwergencję stóp procentowych i inne korzyści ekonomiczne z przynależności do strefy euro, jeszcze przed formalnym wprowadzeniem tej waluty.

Bibliografia

Błaszkiwicz, M., & Wozniak, P. (2003): *Do Candidate Countries Fit Optimum-Currency-Area Criteria?*, CASE – Centrum Analiz Społeczno-Ekonomicznych, „Studia i Analizy”, No. 267.

Bratkowski, A. S. & Rostowski, J. (1999a): *Zlikwidować złotego*, „Rzeczpospolita”, 6.03.1999.

Bratkowski, A. S. & Rostowski, J. (1999b): *Wierzymy w euro*, „Rzeczpospolita”, 26.04.1999.

Dąbrowski, M. (1997): *Stan i perspektywy reform gospodarczych w Polsce*, „Raporty CASE”, nr 11.

Dabrowski, M. (2001): *Global Integration of Financial Markets and Its Consequences for Transition Economies*, [w:] L. T. Orłowski (red.): „Transition and Growth in Post-communist countries. The Ten-year Experience”, Edgar Elgar.

Dabrowski, M. (2003a): *Disinflation Strategies and Their Effectiveness in Transition Economies*, w: Dabrowski, M. (red.): „Disinflation in Transition Economies”, CEU Press, Budapest/ New York.

Dabrowski, M. (2003b): *Currency Crises in Emerging-Market Economies: An Overview*, w: Dabrowski, M. (red.) „Currency Crises in Emerging Markets”, Kluwer Academic Publishers, Boston/ Dordrecht/ London.

Dabrowski, M. (2005): *A Strategy for EMU Enlargement*, CASE – Centrum Analiz Społeczno-Ekonomicznych, „Studia i Analizy”, No. 290.

IIE (1999), *Safeguarding Prosperity in a Global Financial System. The Future International Financial Architecture*, A Council of Foreign Relations-Sponsored Report, Institute for International Economics, Washington, D. C.

Frankel, J. A. (1999): *No Single Currency Regime is Right for All Countries or at All Times*, „NBER Working Paper”, No. 7338, September.

Gorzelać, M. (2004): *Fiscal Costs of Delaying the EMU Accession – Medium Term Fiscal Projection for Selected New EMU Members*, CASE – Centrum Analiz Społeczno-Ekonomicznych, „Studia i Analizy”, No. 277.

McKinnon, R. (1963): *Optimum Currency Areas*, „American Economic Review”, vol. 53, pp. 717-25.

Mishkin, F. S. (2000), *International Experience with Different Monetary Policy Regimes*, NBER Working Paper, No. 7044, September.

Mishkin, F. S. (2001), *Financial Policies and the Prevention of Financial Crises in Emerging Market Countries*, NBER Working Paper, No. 8087, January.

Mundell, R. (1961): *A Theory of Optimum Currency Areas*, „American Economic Review”, vol. 51, pp 657- 65.

Obstfeld, M. & Rogoff, K. (1995), *The Mirage of Fixed Exchange Rates*, NBER Working Paper, No. 5191, July.

Rostowski, J. (2002): *When Should Central Europeans Join EMU?*, CASE – Centrum Analiz Społeczno-Ekonomicznych, „Studia i Analizy”, No. 253.

Sachs, J. (1998), *Proposals for Reform of the Global Financial Architecture*, paper prepared for the UNDP Meeting on Reform of the Global Financial Architecture, New York, December 8.

Szczurek, M. (2003): *Exchange rate Regime and Nominal Convergence*, CASE – Centrum Analiz Społeczno-Ekonomicznych, „Studia i Analizy”, No. 266.

Wyplosz, C. (2004): *Exchange Rate Regimes after Enlargement*, [w:] Dabrowski, M., Neneman J. & Slay B, red., „Beyond Transition. Development Alternatives and Dilemmas”, Ashgate Publishing Limited, Aldershot UK, Burlington USA, Sydney Australia.

Przypisy

¹ Uchwała Rady Polityki Pieniężnej z 23 września 1998 r. w sprawie średniookresowej strategii polityki pieniężnej na lata 1999 – 2003 (M. P. Nr 36, poz. 500), http://www.nbp.pl/Home.aspx?f=aktyprawne/akty_prawne/006.html

² Trwałe usztywnienie kursu może dokonać się przez mechanizm tzw. izby walutowej (*currency board*), stosowanej np. w Estonii, Bułgarii i na Litwie lub jednostronną dolaryzację lub euroizację, zastosowaną np. w Czarnogórze i Kosowie, a propagowaną przed kilku laty w Polsce przez Jacka Rostowskiego i Andrzeja Bratkowskiego (Bratkowski i Rostowski, 1999a; 1999b).

³ Takie rozwiązanie preferował m.in. autor niniejszego artykułu – zob. Dąbrowski (1997).

⁴ Zob. Obstfeld i Rogoff (1995); IIE (1999); Sachs (1998); Mishkin (2000); Mishkin (2001). Do dyskusji tej ustosunkowuje się m.in. Dabrowski (2003b).

⁵ Uchwała Rady Polityki Pieniężnej z 11 kwietnia 2000 r. uchylająca uchwałę w sprawie dopuszczalnego przedziału wahań kursów walut obcych i wartości dewizowych wyrażonych w złotych (M. P. Nr 11, poz. 232 z 19 kwietnia 2000 r.), Uchwała Rady Polityki Pieniężnej z 11 kwietnia 2000 r. uchylająca uchwałę w sprawie tempa kroczącej dewaluacji (M. P. Nr 11, poz. 231 z 19 kwietnia 2000 r.),

http://www.nbp.pl/Home.aspx?f=aktyprawne/akty_prawne/041.html

⁶ Co gorsze, nie był to ostatni epizod polityki dezinflacyjnej w Polsce. W trakcie 2004 r. inflacja wzrosła do poziomu 4,6% (w lipcu i sierpniu), co powszechnie uzasadniane jest tzw. efektem unijnym, czyli egzogenicznym szokiem cenowym, związanym z wstąpieniem do Unii Europejskiej i harmonizacją podatków pośrednich. Nie negując pewnego wpływu tego konkretnego czynnika, warto jednak zwrócić uwagę na fakt, że jego skala została znacząco spotęgowana poprzez deprecjację kursu złotego w roku 2003 i na początkach 2004 r., a ta z kolei wydaje się być efektem nadmiernego poluzowania polityki pieniężnej w końcu 2002 r. i w pierwszej połowie 2003 r. oraz ekspansji fiskalnej w latach 2002-2003. Dopiero kolejny cykl zaostrożenia polityki pieniężnej, dokonany w roku 2004, pomógł w stopniowym obniżeniu inflacji, które dokonuje się w pierwszych miesiącach 2005 r.

⁷ Ta część artykułu opiera się na tezach i wnioskach znacznie obszerniejszego opracowania (Dabrowski, 2005), który to tekst z kolei stanowi podsumowanie projektu badawczego pt. „Strategie przystąpienia do Europejskiej Unii Gospodarczej i Walutowej: analiza porównawcza możliwych scenariuszy”, finansowanego z grantu KBN (umowa nr 1100/H02/2002/23, projekt nr 2 H02C 029 23), a realizowanego przez CASE w latach 2002-2004.

⁸ Zgodnie z artykułem III-198, par. 2 Traktatu ustanawiającego Konstytucję dla Europy, podpisanego w Rzymie 29.10.2004 r. wymagana jest dodatkowo (przed uzyskaniem zgody wszystkich państw członkowskich) aprobatą członków Eurogrupy. W obu przypadkach obowiązuje zasada kwalifikowanej większości głosów.

⁹ Sugestie te jednak nie zostały publicznie powtórzone w chwili przyjmowania Estonii, Litwy i Słowenii do ERM II w czerwcu 2004 r.

¹⁰ Generalnie kryteria stabilności kursowej i inflacyjne mogą być, w warunkach swobodnych przepływów kapitałowych i zmiennego popytu na pieniądź, niemożliwe do jednoczesnego spełnienia. Poza tym w sytuacji, kiedy większość krajów członkowskich UE pozostaje poza strefą euro, wartość referencyjna kryterium inflacyjnego, obliczanego jako średnia arytmetyczna trzech krajów członkowskich UE o najniższej inflacji (niekoniecznie członków UGiW) może być przypadkowo zaniżona. Szerzej na ten temat zob. Dabrowski (2005).

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?

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

- 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
- 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 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