

Trzeci etap reform



**Polityka kursowa
w trzecim etapie reform
w Polsce**

**Jacek Rostowski
Wojciech Paczyński**

Prezentowane stanowiska merytoryczne wyrażają osobiste poglądy autorów i niekoniecznie są zbieżne z oficjalnym stanowiskiem CASE – Centrum Analiz Społeczno- Ekonomicznych.

Publikacja przygotowana w ramach projektu pn. *Polska u progu członkostwa w Unii Europejskiej. Kierunki niezbędnych reform gospodarczych*, zrealizowanego przez CASE – Centrum Analiz Społeczno-Ekonomicznych pod kierunkiem naukowym prof. dr hab. Barbary Błaszczyk.

Słowa kluczowe: **polityka kursowa, ERM2, kryteria z Maastricht, instytucje UE, EBC, Grupa euro, rozszerzenie UGW, konstytucja UE.**

Redakcja naukowa: dr Przemysław Woźniak

Współpraca organizacyjno-techniczna: Anna Maciążek

© CASE – Centrum Analiz Społeczno-Ekonomicznych, Warszawa 2004

ISBN: 83-7178-352-3

DTP: CeDeWu Sp. z o.o.

Wydawca:

CASE – Centrum Analiz Społeczno-Ekonomicznych

ul. Sienkiewicza 12, 00-944 Warszawa

tel.: (48 22) 622 66 27, 828 61 33, fax (48 22) 828 60 69

e-mail: case@case.com.pl

<http://www.case.com.pl>

Spis treści

Wprowadzenie	6
------------------------	---

I. Polityka kursowa w trzecim etapie reform w Polsce

Jacek Rostowski	9
1. Dylematy sukcesu i dylematy porażki	9
2. Wybór systemu kursowego	14
3. Implikacje dla polityki fiskalnej	16
4. Obecny system bezpośredniego celu inflacyjnego	17
5. Bezpośrednie interwencje <i>ad hoc</i> na rynku walutowym	18
6. Pośrednie systemy kursowe: ERM2 i „miętko-stały” kurs typu „ <i>soft peg</i> ”	20
7. Systemy kursów stałych, typu tzw. „ <i>hard peg</i> ”	25
Załącznik 1. Badania empiryczne dotyczące skuteczności interwencji na rynku walutowym	27
Załącznik 2. Sterylizowana interwencja bez kosztów i możliwości jej zastosowania w obecnych warunkach polskich	29
Załącznik 3. Zasady funkcjonowania ERM2	33
Bibliografia	38

II. Instytucje Unii Gospodarczej i Walutowej: perspektywa rozszerzenia

Wojciech Paczyński	39
1. Procesy decyzyjne w EBC	39
1.1. Szczegóły reformy	42
1.2. Co jest naprawdę istotne?	44
1.3. Plusy i minusy reformy – perspektywa Polski	44
1.4. Wnioski i podsumowanie	47
2. Przyszłość Grupy euro	48

Jacek Rostowski

Profesor ekonomii w Central European University w Budapeszcie. Tytuł B. Sc. uzyskał w londyńskim University College (1972), M. A. z ekonomii i historii w University of London w (1973) oraz M. Sc. z ekonomii w London School of Economics (1975). W latach 1988-1995 wykładowca w School of Slavonic and East European Studies, University of London, w latach 1992-1995 pracownik Centre for Economic Performance, London School of Economics. Od 2004 r. doradca zarządu Banku PEKAO S. A. W latach 1989-91 doradca ekonomiczny wicepremiera i ministra finansów, Leszka Balcerowicza, a w latach 1997-2001 szef Rady Polityki Makroekonomicznej w Ministerstwie Finansów RP. Były doradca rządu Federacji Rosyjskiej do spraw Polityki Makroekonomicznej. Współzałożyciel CASE – Centrum Analiz Społeczno-Ekonomicznych oraz członek Rady Fundacji. Autor licznych publikacji poświęconych problematyce poszerzonej Unii Europejskiej, polityce monetarnej, polityce kursowej, transformacji gospodarek postkomunistycznych.

Wojciech Paczyński

Absolwent Wydziału Matematyki i Informatyki Uniwersytetu Warszawskiego (2000), Wydziału Nauk Ekonomicznych Uniwersytetu Warszawskiego (1999) oraz Uniwersytetu Sussex w Wielkiej Brytanii (1998). Obecnie jest doktorantem Uniwersytetu w Dortmundzie w Niemczech. Specjalizuje się w zastosowaniach makroekonomii międzynarodowej, teorii gier oraz ekonomii politycznej. Z CASE – Centrum Analiz Społeczno-Ekonomicznych współpracuje od 2000 r. Redaktor naczelny i współautor anglojęzycznego kwartalnika „Global Economy” prezentującego bieżące tendencje i prognozy rozwoju gospodarki światowej.

Streszczenie

Rozdział I, autorstwa J. Rostowskiego, poświęcony jest dylematom związanym z polityką kursową w procesie dochodzenia do euro. W pierwszej części autor rozważając różne argumenty za i przeciw przyjęciu przez Polskę wspólnej waluty konkluduje, że jak najszybsze wprowadzenie euro leży w interesie naszego kraju. Autor zastanawia się następnie, jaki reżim kursowy powinna przyjąć Polska, aby pogodzić ze sobą różne cele, m. in. realnej i nominalnej konwergencji (kryteria z Maastricht), a jednocześnie zabezpieczyć się przed ryzykiem kryzysu walutowego. Rozważania obejmują obecny system bezpośredniego celu inflacyjnego (BCI), europejski mechanizm kursowy (ERM2), stały kurs złotego wobec euro, izbę walutową oraz jednostronne wprowadzenie euro. Tekst zawiera także omówienie zagadnień dotyczących interwencji walutowych oraz najważniejszych prawnych i instytucjonalnych aspektów funkcjonowania ERM2 (w aneksach).

Rozdział II, autorstwa W. Paczyńskiego, poświęcony jest instytucjonalnym aspektom funkcjonowania Europejskiego Banku Centralnego oraz Grupy euro. Omówione są wyzwania stojące przed tymi instytucjami w związku z oczekiwanym przyjęciem wspólnej europejskiej waluty przez kolejne państwa członkowskie Unii Europejskiej. Analizie poddany jest projekt reformy podejmowania decyzji w Radzie EBC. Mimo pewnych wad jest on oceniony jako umożliwiający sprawne funkcjonowanie Unii Gospodarczej i Walutowej. Przedstawiona jest też ewolucja funkcjonowania Grupy euro oraz przyszłość tej instytucji w świetle rozwiązań zapisanych w Traktacie Konstytucyjnym.

Abstract

Chapter I, authored by J. Rostowski, is devoted to dilemmas of exchange rate policy in the period preceding adoption of the euro. The author first analyzes various pros and cons of early adoption of the common currency in Poland and concludes that this is the strategy best serving the country's interests. Subsequently, the author considers the exchange rate regime choices that would help facilitate achieving various economic objectives, such as real and nominal convergence (Maastricht criteria) while providing a protection against a currency crisis. The regime choices considered include the currently used Direct Inflation Targeting (DIT), the European Exchange Rate Mechanism (ERM2), fixing the zloty against the euro, currency board and unilateral introduction of the euro. The paper also reviews selected issues related to currency interventions as well as the most important legal and institutional aspects of ERM2 (in annexes).

Chapter II, authored by W. Paczyński, analyses the link between forthcoming euro-zone enlargement and selected aspects of EU institutional reforms, namely decision making rules in the European Central Bank and the status of the Eurogroup. With regard to the functioning of the ECB it concludes that the reform recently adopted by the EU Council, while not free from shortcomings, could provide a workable environment for monetary policy in an enlarged EMU. The paper also describes the evolution of the roles and legal status of the Euro group and provides an outlook for the future based on the proposals included in the draft Constitutional Treaty.

Wprowadzenie

Polska u progu członkostwa w Unii Europejskiej. Kierunki niezbędnych reform gospodarczych to projekt poświęcony kompleksowej diagnozie stanu polskich reform i wskazaniu najważniejszych ograniczeń rozwoju polskiej gospodarki w przededniu i w pierwszych miesiącach naszego członkostwa w Unii Europejskiej. Projekt był realizowany przez Zespół CASE – Centrum Analiz Społeczno-Ekonomicznych od późnej jesieni 2002 do końca lata 2004 r.

Geneza tego projektu miała, z jednej strony, swoje źródło w obserwowanym istotnym spowolnieniu wzrostu gospodarczego w Polsce w latach 2000-2002 w stosunku do wyników osiągniętych w połowie lat 90. Utrzymujące się wysokie bezrobocie oraz coraz szerzej podzielany pogląd, iż proste rezerwy wzrostu zostały już wykorzystane i należy poszukiwać nowych rozwiązań systemowych, które uczynią nasz kraj bardziej konkurencyjnym gospodarczo i w konsekwencji pozwolą wrócić na szybszą ścieżkę wzrostu, stanowiły istotne przesłanki dla realizacji projektu.

Z drugiej strony, proces negocjacji o członkostwo w UE został zdominowany przez wąskie resortowe i lobbystyczne interesy i pozbawiony głębszej refleksji nad pożądanym kształtem instytucjonalnym polskiej gospodarki oraz optymalnym tempem dostosowań strukturalnych i instytucjonalnych do warunków funkcjonowania na europejskim i światowym rynku.

Takie przemyślenia skłoniły nas do podjęcia po raz kolejny¹ próby dokonania pogłębionej diagnozy stanu reform gospodarczych w Polsce i zdolności gospodarki polskiej do sprostania konkurencji zewnętrznej, w kontekście ustalonego na 2004 r. terminu uzyskania członkostwa w Unii Europejskiej oraz pogłębiających się procesów globalizacji. Takiej diagnozy ewidentnie brakowało w naszym kraju. Dyskusja nad przyczynami spowolnienia wzrostu gospodarczego koncentrowała się na krótkookresowych kosztach dezinflacji oraz przywracaniu równowagi makroekonomicznej, a także na wpływie koniunktury zewnętrznej, przy czym nie była i nadal nie jest wolna od populistycznych uproszczeń.

Program gospodarczy rządu koalicji SLD-UP przewidywał tylko niektóre z koniecznych reform, i to w sposób ograniczony², podczas gdy inne przemilczał lub nadawał im zbyt niską

¹ Centrum Analiz Społeczno-Ekonomicznych (CASE), realizowało podobne projekty w latach 1996-1999, najpierw pt. „Drugi etap reform gospodarczych i politycznych w Polsce”, a następnie pt. „Trwały wzrost dzięki konsolidacji reform”. Wiele ze sformułowanych wówczas propozycji, np. w sferze liberalizacji rynku pracy, nie doczekało się do dziś realizacji. Proponowane przedsięwzięcie jest więc, w pewnym stopniu, kontynuacją ówczesnej pracy.

² Mamy tu przede wszystkim na myśli zespół przedsięwzięć określanych wspólną nazwą „Program Hausnera”.

ranę. Wiele z proponowanych rozwiązań cząstkowych mających służyć ożywieniu gospodarki groziło poluzowaniem twardych ograniczeń budżetowych i spowodowaniem w przyszłości trudnych do przewidzenia skutków w finansach publicznych. Brak jednoznacznego poparcia politycznego dla proponowanego wówczas programu stawił pod znakiem zapytania realizację nawet tak wąsko zakrojonych reform, a szerzący się w naszym kraju na coraz większą skalę populizm skłaniał do obaw o dalszą degradację istniejących rozwiązań systemowych, jak też spadek wiarygodności naszego kraju na świecie.

Badaniami objęto zarówno dziedziny, podlegające unijnym *acquis communautaire* (uwzględniając okresy przejściowe oraz przystępowanie do Unii Gospodarczej i Walutowej, proces ten będzie trwał jeszcze przez szereg lat i w jego ramach istnieje konieczność znalezienia optymalnej ścieżki osiągnięcia rozwiązań docelowych), jak i pozostające w większości lub w całości w sferze kompetencji władz narodowych (rynek pracy, elementy polityki socjalnej, polityka fiskalna, prywatyzacja, otoczenie dla przedsiębiorczości). Główny nacisk został położony na zagadnienia strukturalne i instytucjonalne, gdyż od postępu w tej dziedzinie zależy obecnie, naszym zdaniem, przywrócenie gospodarce polskiej zdolności do szybkiego i zrównoważonego wzrostu gospodarczego.

Jedenaście podzespołów badawczych prowadziło intensywne prace dotyczące wybranych przez nas kluczowych zagadnień, tj.: uwarunkowań prawnych konkurencyjności systemowej, deregulacji rynku produktów, usług i rynku przedsiębiorczości oraz poprawy klimatu inwestycyjnego (w tym kwestii inwestycji zagranicznych), programu naprawy finansów publicznych i reformy podatkowej, szacunku kosztów zaniechania i spowolnienia prywatyzacji, deregulacji i elastyczności rynku pracy, tworzenia gospodarki opartej na wiedzy, reformy ochrony zdrowia i zabezpieczenia społecznego, poprawy konkurencyjności sektorów infrastrukturalnych oraz strategii przystąpienia Polski do Unii Gospodarczej i Walutowej.

Do realizacji projektu zaprosiliśmy wielu specjalistów, a także korzystaliśmy z dorobku organizacji międzynarodowych, m.in. Banku Światowego, MFW, OECD i instytucji unijnych. Doświadczenie CASE wynikające ze specjalizacji w projektach kompleksowych reform ekonomicznych w kraju i za granicą pozwoliło na wykorzystanie doświadczeń międzynarodowych, w tym uwzględnienie nasilającej się konkurencji w zakresie reżimów regulacyjnych, podatkowych i prawnych w warunkach otwartej gospodarki. W trakcie tych prac odbywały się liczne dyskusje, w ramach których poszczególne podzespoły badawcze dzieliły się z innymi wynikami swoich prac i przemyśleń, a także próbowaliśmy przyciągnąć do tej debaty ekspertów spoza naszego Zespołu.

Obecnie pragniemy przedstawić szerokiej publiczności wyniki naszych prac w formie publikacji cząstkowych oraz raportu końcowego. Mamy nadzieję, że nasze prace i zawarte w nich przemyślenia przyczynią się do wzbogacenia debaty publicznej na temat koniecznych

zmian i reform w polskiej gospodarce, organizacji społecznej i uczynią dyskusje polityczne na te tematy bardziej rzeczowymi i udokumentowanymi.

Jako koordynator i kierownik naukowy tego projektu pragnę serdecznie podziękować za owocną współpracę wszystkim członkom Zespołu Badawczego, do którego należeli (w porządku alfabetycznym): Małgorzata Antczak, Rafał Antczak, Ewa Balcerowicz, Michał Boni, Jacek Cukrowski, Paweł Dobrowolski, Stanisława Golinowska, Michał Górzyński, Małgorzata Jakubiak, Małgorzata Kalbarczyk, Kamila Kloc-Everson, Ewa Kocot, Adam Kozierekiewicz, Edward Kozłowski, Piotr Kurek, Jacek Łaszek, Małgorzata Markiewicz, Wioletta Nawrot, Jarosław Neneman, Wojciech Paczyński, Katarzyna Piętka, Bartłomiej Piotrowski, Radosław Piwowarski, Artur Radziwiłł, Jacek Rostowski, Aleksandra Rusielewicz, Piotr Rymaszewski, Joanna Siwińska, Agnieszka Sowa, Christoph Sowada, Krzysztof Surówka, Tadeusz Syryjczyk, Urszula Sztanderska, Wojciech Szymczak, Mateusz Walewski, Jakub Wojnarowski, Richard Woodward.

Podziękowania za wzorowe wsparcie organizacyjno-techniczne podczas całego okresu trwania projektu należą się Annie Maciążek.

Szczególne podziękowania należą się też innym osobom spoza Zespołu, które dzieliły się z nami swoimi pomysłami i uwagami. Należą do nich przede wszystkim: Marek Dąbrowski, Andrzej Cylwik, Marek Góra, Stefan Kawalec, Irena Topińska. Projekt nie doszedłby też do skutku, gdyby nie uwagi, zainteresowanie i czynne poparcie Jarosława Myjaka. Osobne podziękowania należą się sponsorom projektu badawczego i publikacji, których wymieniamy w innym miejscu.

Prof. dr hab. Barbara Błaszczuk
koordynator projektu

I. Polityka kursowa w trzecim etapie reform w Polsce

Jacek Rostowski

1. Dylematy sukcesu i dylematy porażki

Dylematy sukcesu. Póki Polska pozostaje przy złotym, to nawet przy odpowiedzialnej polityce makroekonomicznej (fiskalnej i monetarnej) gospodarka stoi przed nierozwiązalnym dylematem. Musimy wybierać pomiędzy szybkim wzrostem i zagrożeniem kryzysem walutowym.

Potencjalnie nasza gospodarka jest prawdopodobnie w stanie rozwijać się w tempie mniej więcej 5-6% rocznie. Takie tempo wzrostu powoduje jednak oczekiwania szybko poprawiającego się poziomu życia, co z kolei zachęca gospodarstwa domowe do niskiego poziomu oszczędzania – po co oszczędzać, jeśli w przyszłości będzie się bogatszym niż dziś? Z drugiej strony, szybki wzrost wydajności pracy zachęca przedsiębiorstwa do wysokiego poziomu inwestycji, aby mogły skorzystać z przyszłej, wyższej, produktywności. Lukę tę może wypełnić jedynie kapitał zagraniczny, który zresztą, dzięki perspektywie owego wzrostu i naszego przystąpienia do Unii Europejskiej, chętnie u nas inwestuje i pożyczka nam na inwestycje. Z powyższego wynika, że wtedy, kiedy polska gospodarka szybko się rozwija mamy bardzo dużą nadwyżkę na rachunku kapitałowym, a co za tym idzie podobnie duży deficyt na rachunku bieżącym bilansu płatniczego. W latach 1997-2000 sięgał on nawet 8% PKB, co jest poziomem o wiele wyższym niż normalnie uznawany za niebezpieczny poziom 5% PKB.

Przy tak wysokim deficycie OB, gospodarka jest narażona na kryzys walutowy (ostrą deprecjację waluty krajowej) na skutek możliwych nagłych zmian w oczekiwaniach rynkowych (jest to więc swoisty rodzaj „kryzysu drugiej generacji”). Nie jest konieczny nagły odpływ kapitału zagranicznego, aby doprowadzić do kryzysu, wystarczy zatrzymanie napływów (tzw. „*sudden stop*” zob. [Calvo 1999]). Przy deficycie OB równym 8% PKB i założeniu jednostkowej elastyczności popytu na import do Polski i eksport z Polski, taki spadek napływu kapitału wymagałby spadku wartości złotego względem walut zagranicznych partnerów handlowych o ok. 30%, aby utrzymać bilans płatniczy w równowadze. Co więcej, powyższy scenariusz nie bierze pod uwagę dobrze znanego „efektu przestrzelenia” (*overshooting*) przy korektach kursów walut.

Ostra deprecjacja złotego może mieć kilka bardzo niepożądanych skutków dla gospodarki polskiej:

1. Odstraszenie na wiele lat bezpośrednich i portfelowych inwestorów zagranicznych.
2. Podwyższenie długoterminowych stóp procentowych, co nie tylko utrudniłoby spełnienie kryterium z Maastricht, ale także wpłynęłoby niekorzystnie na poziom inwestycji, a wobec tego na tempo wzrostu gospodarczego i poziom bezrobocia.
3. Wzrost długoterminowych stóp procentowych zwiększyłby deficyt budżetowy.
4. Aby ograniczyć efekt inflacyjny ostrej deprecjacji, bank centralny może być zmuszony znacznie podwyższyć krótkoterminowe stopy procentowe. Tak właśnie stało się na Węgrzech w czerwcu 2003 r. Prawdopodobnie takie posunięcia miałyby znaczny negatywny wpływ na wzrost gospodarczy i zatrudnienie.
5. Wzrost krótkookresowych stóp także zwiększyłby deficyt budżetowy.
6. Wyżej opisane efekty recesyjne mogą osłabić system bankowy, powodując zmniejszenie kredytu krajowego i ponowne zmniejszenie aktywności gospodarczej.

Nie udowodniono, że wyżej wymienione krótkoterminowe negatywne efekty kryzysu walutowego koniecznie muszą odbić się negatywnie na tempie wzrostu w średnim czy długim okresie. Wielka Brytania osiągnęła znacznie szybszy wzrost w dziesięcioleciu po kryzysie z 1992 r. niż jej partnerzy, Niemcy i Francja, którym udało się pozostać w europejskim systemie kursowym (ERM1). Z drugiej strony, czeska gospodarka kuleje od czasu kryzysu z 1996 r. Różnica między tymi dwoma przykładami prawdopodobnie wynika z faktu, że Czechy stoją przed takim samym „dylematem sukcesu” co Polska. Wobec tego, przez długi czas po kryzysie inwestorzy zagraniczni obawiali się, że zbyt duże inwestycje w Czechach mogą ponownie doprowadzić do bardzo wysokiego deficytu OB i razem z nim wysokiego ryzyka ponownego kryzysu walutowego. Ograniczało to napływ inwestycji i wzrost gospodarczy w tym kraju. W Wielkiej Brytanii zatem, wzrost gospodarczy jest dużo mniej uzależniony od inwestycji zagranicznych niż w krajach Europy Środkowej. Można przypuszczać, że kryzys walutowy w Polsce miałby skutki bardziej zbliżone do czeskich niż do brytyjskich. W Polsce w latach 1999-2001 okazało się, że wysokie stopy procentowe pozwoliły obniżyć deficyt obrotów do bezpiecznego poziomu i uniknąć kryzysu walutowego – **ale stało się to kosztem dramatycznego obniżenia tempa wzrostu z 6% rocznie w 1997 r. do nieco ponad 1% w 2002 r.**

Niestety, polityka fiskalna nie pozwala uniknąć tego dylematu. Obliczenia Komisji Europejskiej wskazują na to, że nawet w krajach „wschodzących” 1 punkt proc. obniżki deficytu budżetowego daje jedynie 0,5 pkt. proc. obniżki deficytu obrotów bieżących [EC 2002]³. Wobec tego, aby obniżyć deficyt OB stanowiący 8 % PKB do poziomu 4 % używając jedynie po-

³ W krajach wysoko rozwiniętych taki efekt prawie w ogóle nie występuje.

lityki fiskalnej, konieczne byłoby ograniczenie budżetu o 8 % PKB. Jest to równoznaczne ze zmniejszeniem wydatków sektora publicznego o ok. 20% lub zwiększeniem podatków o ok. 30%! Takie posunięcia są oczywiście politycznie nie do przeprowadzenia. To bardzo dobrze, bo nie są potrzebne z ekonomicznego punktu widzenia. Aby móc pogodzić szybki wzrost i zabezpieczyć się przed kryzysem walutowym, wystarczy wstąpić do strefy euro⁴. Wtedy można mieć deficyt OB sięgający nawet 10% PKB, bez obawy o to, że inwestorzy zagraniczni spalinują i uciekną od złotego, wywołując kryzys walutowy i gospodarczy. Wynikający z takiej polityki powrót do szybkiego wzrostu gospodarczego pozwoli znacznie zmniejszać bezrobocie i poprawić byt najbiedniejszych obywateli.

Przeciwnicy szybkiego przystąpienia do strefy euro twierdzą, że ten krok pozbawi nas możliwości prowadzenia niezależnej polityki monetarnej i kursowej. W odpowiedzi na ten zarzut, wystarczy przypomnieć, że udział naszego handlu z UGW w dochodzie narodowym (co jest pewną miarą tego, na ile zmiany koniunktury w strefie euro będą miały podobne efekty u nas), jest większy niż u 6 z 12 obecnych członków UGW (w tym: Niemiec, Francji, Włoch i Hiszpanii – zob. tabelę 1). Wobec tego **Europejski Bank Centralny, który ustala politykę monetarną zgodnie z interesami całej strefy, będzie w reakcji na szoki gospodarcze prowadził politykę, która będzie – przeciętnie – w nieco większym stopniu dostosowana do naszych potrzeb niż do warunków w tych sześciu krajach.** Nie powinniśmy się więc zbytnio obawiać utraty niezależnej polityki monetarnej.

Jeśli chodzi o politykę kursową to trzeba pamiętać, że pod względem udziału naszego handlu z UGW w naszym handlu ogółem (co stanowi pewną miarą tego, na ile jesteśmy narażeni na szoki wynikające z powiązań gospodarczych z krajami spoza UGW) **jesteśmy już dzisiaj bardziej zintegrowani ze strefą euro niż 10 z 12 obecnych członków strefy euro.** Oznacza to, że prawdopodobieństwo doświadczenia szoku (wynikającego z naszego handlu z krajami trzecimi), który obniżyłby kurs równowagi naszej waluty bez doprowadzenia do obniżenia wartości euro, jest bardzo małe – mniejsze niż w przypadku wszystkich obecnych członków UGW z wyjątkiem Austrii i Portugalii. Nie powinniśmy się wobec tego obawiać utraty kursu złotego jako amortyzatora gospodarki, tym bardziej, że kurs w naszych warunkach może stać się większym źródłem zaburzeń gospodarczych aniżeli ich amortyzatorem. Wykazują to nie tylko prace empiryczne przeprowadzone ostatnio w Banku Finlandii i Narodowym Banku Węgier [Habib 2002, Cserelmely i Vonnak 2002], ale także nieustające skargi w Polsce na aprecjację złotego i jej domniemany wpływ na konkurencyjność naszych eksporterów.

⁴ Zresztą, nie ma pewności, że obniżenie deficytu OB przez zaciśnięcie polityki fiskalnej na tak olbrzymią skalę (nawet gdyby było to możliwe) nie miałyby podobnych kosztów krótkoterminowych, jeśli chodzi o spadek tempa wzrostu gospodarczego, co ograniczenie BOB polityką wysokich stóp procentowych.

Reasumując: przy odpowiedzialnej polityce makroekonomicznej, presja rynków na aprecjację złotego jest prawdopodobnie czymś, z czym trzeba się liczyć przez dość długie lata. Wynika ona z naszego przyszelego członkostwa w Unii Europejskiej, znacznych funduszy, które będą do naszego kraju z tego powodu płynąć (nawet jeśli nie wpłyną do budżetu), i – co najważniejsze – oczekiwań wzrostu gospodarczego przeciętnie szybszego u nas, niż w Unii.

Tabela 1. Udziały UGW w handlu krajów członków UE i krajów akcesyjnych

	Handel z UGW jako udział PKB	Handel wewnątrzbranżowy z UGW jako udział PKB*	Handel z UGW jako udział handlu ogółem
Belgia	81,4	59	56,8
Węgry	73,2	43	68,7
Czechy	65,1	43	61,7
Estonia	62,0	24	45,1
Słowenia	61,8	37	67,1
Słowacja	58,9	29	56,8
Holandia	48,8	38	47,9
Irlandia	44,2	22	33,2
Bułgaria	39,3	13	54,2
Portugalia	38,5	19	67,1
Austria	37,6	26	63,2
Rumunia	34,7	10	66,4
Łotwa	30,9	7	46,8
Polska	27,6	12	58,5
Litwa	26,5	6	36,0
Hiszpania	25,5	17	58,3
Francja	21,7	18	51,9
Niemcy	20,8	17	43,8
Finlandia	20,7	10	34,0
Włochy	19,5	12	49,3
Grecja	17,4	5	53,4

Źródło: Eurostat, na 1999 r. dla krajów akcesyjnych i na 1998 r. dla krajów UGW.

* Udział handlu wewnątrzbranżowego z krajami UGW został oszacowany na zasadzie udziału tego handlu z UE na 1997 r.

Dylematy polityki populistycznej. Lawinowo rosnący deficyt budżetowy ostatnich kilku lat tworzy podwaliny pod zupełnie inną politykę makroekonomiczną niż ta, którą zakładaliśmy w poprzedniej części. Jeśli dodamy do tego prawdopodobieństwo, że nowa Rada Polityki Pieniężnej mianowana z początkiem 2004 r. będzie ideologicznie dobrana tak, aby stawiała „pobudzanie aktywności gospodarczej” ponad walkę z inflacją, to istnieje poważne zagrożenie, że Polska nie będzie w stanie spełnić głównych kryteriów z Maastricht i przytąpić do UGW przez wiele lat. Kiedy rynki spostrzegą, że nie jesteśmy w stanie spełnić kryterium budżetowego i inflacyjnego, to można się spodziewać wzrostu długookresowych stóp procentowych i (przy zmniejszeniu atrakcyjności Polski dla inwestorów zagranicznych) zwiększenia praw-

dopodobieństwa okresowego wystąpienia silnej presji deprecjacyjnej w formie kryzysów lub minikryzysów walutowych⁵.

Kilka elementów instytucjonalnych może jednak znacznie utrudnić prowadzenie konsekwentnej polityki populistycznej. Należą do nich:

1. Zapisy ustawowo-konstytucyjne ograniczające dług publiczny do 60% PKB. Te zapisy nie tylko znacznie utrudniają (wręcz po jakimś czasie, uniemożliwiają) politykę wysokich deficytów budżetowych, ale także ograniczają pole do dewaluacji, bo dewaluacje zwiększają relację długu zagranicznego do PKB, i wobec tego relację długu publicznego ogółem do PKB.
2. Fakt, że nowa RPP została wybrana z początkiem 2004 r., przez Sejm, Senat i Prezydenta, którzy są powiązani z SLD. Jest prawdopodobne, że wiosną lub jesienią 2005 r. zostanie wybrany nowy rząd, w którym nie będzie SLD. Może się okazać, że członkowie nowej RPP będą w takiej sytuacji przedkładali swoją lojalność polityczną nad swoje preferencje dla polityki „prowzrostowej” i na złość nowemu rządowi będą prowadzili antyinflacyjną politykę monetarną.
3. Pakt stabilności i wzrostu, który ogranicza dozwolony deficyt budżetowy do 3% PKB. Koszty niedostosowania się do wymogów Paktu mogą być dla Polski bardzo znaczące. Kolejne deprecjacje/dewaluacje złotego po naszym przystąpieniu do UE mogą wywołać znaczną presję polityczną ze strony pozostałych członków Unii i Komisji Europejskiej, którzy uważają, że jednolity rynek jest sprzeczny z „dewaluacjami konkurencyjnymi”.

Nawet jeśli znajdują się metody na obejście ww. przeszkód, prędzej czy później Polska będzie zmuszona do powrotu do odpowiedzialnej polityki makroekonomicznej, bo tylko taka polityka może zapewnić wystarczająco wysoki poziom inwestycji zagranicznych. Powrót do odpowiedzialnej polityki makroekonomicznej oznacza oczywiście powrót do *dylematów sukcesu*, które już analizowaliśmy. Wobec tego w pozostałej części opracowania ograniczamy się do omówienia owych „dylematów sukcesu” i rozważań sposobów, w jakich Polska może sobie z nimi poradzić. Jak sobie poradzić z dylematami populistycznej polityki makroekonomicznej, pozostawiamy orędownikom takiego (w naszej opinii zgubnego dla Polski) podejścia.

Wnioskiem z powyższej analizy jest to, że w interesie Polski leży jak najszybsze przystąpienie do UGW (Unii Gospodarczej i Walutowej). Główne argumenty przemawiające za takim wnioskiem są następujące:

1. Przy szybkim wzroście gospodarczym i ostrożnej polityce makroekonomicznej, napływ kapitału, którego można się spodziewać w okresie poprzedzającym przystąpienie Polski do

⁵ Takie jakie wystąpiły na Węgrzech w czerwcu 2003 r., wymagając podwyższenia stóp procentowych o 6 punktów procentowych.

Unii Europejskiej i podczas pierwszych kilku lat naszego członkostwa w UE, wywierać będzie znaczną presję aprecjacyjną na realną i nominalną wartość złotego.

2. Polska stanowi optymalny obszar walutowy z krajami UGW w nie mniejszym stopniu niż wiele krajów UGW w momencie jego założenia (tabela 1)⁶.

2. Wybór systemu kursowego

W pozostałej części opracowania analizujemy korzyści i koszty różnych systemów kursowych w okresie poprzedzającym przystąpienie Polski do UGW. Analizujemy następujące systemy kursowe:

1. Obecny system bezpośredniego celu inflacyjnego (BCI) z dodatkami bezpośredniej interwencji na rynku walutowym;
2. Europejski mechanizm kursowy (tzw. ERM2);
3. Zwyczajny stały kurs złotego wobec euro (tzw. „soft peg”);
4. System izby walutowej (*Currency board*) wiążący złotego do euro, (warto przypomnieć, że izba walutowa może być silnie lub miękko zakotwiczona w systemie prawnym; przykładami tych dwóch rozbieżnych rozwiązań są Estonia reprezentująca silne ukotwiczenie, i Litwa – słabe);
5. Jednostronne wprowadzenie euro przed przystąpieniem Polski do UGW, ale po ratyfikacji traktatu akcesyjnego⁷.

Każdy z powyższych systemów kursowych trzeba przeanalizować pod kątem następujących kryteriów:

- po pierwsze, jego wpływu na ogólną stabilność makroekonomiczną gospodarki;
- po drugie, czy ułatwia spełnienie kryteriów z Maastricht w 2005 r. lub wkrótce potem;
- po trzecie, jego efekt na wzrost gospodarczy i obniżenie bezrobocia.

Jeśli przyjmujemy jako cel jak najszybsze przystąpienie Polski do UGW, to powinniśmy także zakładać nasze przystąpienie do ERM2 na rok przed osiągnięciem deficytu budżetowego spełniającego kryterium z Maastricht⁸.

⁶ Koszty przystąpienia do UGW w 2006 lub 2007 r. wynikające z wymogów kryterium z Maastricht odnoszącego się do deficytu finansów publicznych są relatywnie niskie dlatego, że istnieją inne ograniczenia instytucjonalne, które prawdopodobnie wymuszą spełnienie tego kryterium w 2005 lub 2006 r. (zobacz s. 7-8).

⁷ Zakładamy, że w sytuacji, w której ratyfikacja Traktatu Akcesyjnego jest tak bliska, potencjalne koszty powiązane z jej możliwym opóźnieniem na skutek jednostronnej euroizacji, byłyby zbyt wysokie.

⁸ ERM2 pozwala na dość szeroki wachlarz możliwych rozwiązań systemowych (patrz „Opinia” Ecofin z 7 listopada 2000 r.).

Cel jak najszybszego przystąpienia do UGW także wytycza główne zasady, według których owe systemy kursowe powinny być oceniane.

Z perspektywy zadań polityki monetarnej i kursowej, główne kryteria z Maastricht to:

- kryterium długoterminowych stóp procentowych,
- kryterium inflacji,
- kryterium stabilnego kursu.

Z pozostałych kryterów, kryterium relacji długu publicznego do PKB jeszcze spełniamy ze znaczną nadwyżką. Kryterium deficytu budżetowego będzie wymagało olbrzymiego wysiłku⁹. Główne zadania w tej dziedzinie należą do Rządu i Ministra Finansów. Polityka monetarna może się jednak przyczynić do spełnienia kryterium budżetowego. Może to nastąpić dwojako: po pierwsze, przez osiągnięcie stabilnie niskiej inflacji, co pozwoli na osiągnięcie niskich krótko- i długoterminowych stóp procentowych, obniżając w ten sposób odsetki płacone przez Skarb Państwa od długu publicznego, a więc zmniejszając wydatki budżetowe; po drugie, przez uniknięcie wysokich kosztów interwencji na rynku walutowym (np. na skutek sterylizacji napływu rezerw międzynarodowych), które zmniejszają dochody budżetu państwa w formie zysku NBP.

Kryterium stabilnego kursu wymaga przynależności Polski do ERM2. Oznacza ono utrzymanie przez około dwa lata¹⁰ kursu w paśmie co najmniej +/- 15% od parytetu centralnego, bez dewaluacji parytetu centralnego. Aprecjacja parytetu centralnego za zgodą pozostałych członków Unii Europejskiej nie jest sprzeczna ze spełnieniem kryterium stabilnego kursu. EBC i Komisja Europejska (KE) dały jasno do zrozumienia, że aby dany kraj został zakwalifikowany jako spełniający kryterium kursowe, fluktuacje kursu po stronie *deprecjacyjnej* parytetu centralnego nie mają prawa przekroczyć 2,25%. W niektórych wypowiedziach KE także wskazała, że aprecjacja kursu wewnątrz pasma przewyższająca 2,25% jest także dyskwalifikująca. Jednak kraje należące do ERM2 mają prawo jednostronnie stosować pasmo węższe niż +/- 15%, do całkowicie stałego kursu włącznie. Kryterium inflacji prawdopodobnie wymagać będzie poziomu inflacji nie przekraczającego 2,5% w 2006 r.¹¹ Taki poziom wydaje się do osiągnięcia bez wyjątkowego wysiłku, o ile nie nastąpi gwałtowny zwrot w polityce monetarnej.

⁹ Zobacz jednak Aneks 2 co do nieodzowności podjęcia takiego wysiłku przez rząd.

¹⁰ Formalnie wymagane są co najmniej dwa lata, ale Włochom i Finlandii udało się skrócić ten niebezpieczny okres do 14 miesięcy.

¹¹ Inflacja w kraju ubiegającym się o „abrogację derogacji wprowadzenia euro” (czyli potocznie, o przystąpienie do UGW) nie może przewyższać przeciętnej inflacji w trzech krajach strefy euro o najniższej inflacji. Celem inflacyjnym Europejskiego Banku Centralnego jest, aby inflacja była przeciętnie poniżej 2% w strefie euro. Jeśli założymy osiągnięcie tego celu w 2005 r., to możemy przypuszczać, że w trzech krajach o najniższej inflacji w zonie, będzie ona przeciętnie ok. 1%. Oznacza to, iż górny pułap inflacji zgodny z kryterium z Maastricht byłby 2,5%.

Najtrudniej jest określić precyzyjnie czynniki wpływające na spełnienie kryterium długoterminowych stóp procentowych. Z jednej strony, owo kryterium ma w pewnym stopniu charakter samospełniający: jeśli rynki finansowe będą przekonane w roku (t), że jakiś kraj przystąpi w roku (t + x) do UGW, to długoterminowe stopy automatycznie dostosują się do wymaganego poziomu, o ile nie oczekuje się w międzyczasie¹² deprecjacji waluty. Można by więc uznać, że aby spełnić kryterium długoterminowych stóp procentowych wystarczy spełnić pozostałe cztery kryteria z Maastricht. Jednak trudno uwierzyć, że pomimo tymczasowego spełnienia pozostałych kryteriów, niestabilna lub niewiarygodna polityka monetarna czy kursowa nie zagrażałyby spełnieniu kryterium długoterminowych stóp¹³. Kryterium stóp wydaje się być więc także najbardziej wrażliwą miarą wiarygodności – a co za tym idzie przejrzystości i stabilności – instytucji i polityki makroekonomicznej kraju ubiegającego się o przystąpienie do strefy euro.

3. Implikacje dla polityki fiskalnej

Przyjęcie jak najszybszego przystąpienia Polski do UGW jako strategicznego celu polityki makroekonomicznej, ma ważne implikacje dla pożądanej polityki fiskalnej. Po pierwsze, deficyt sektora publicznego powinien być zredukowany poniżej 3% PKB jak najszybciej po 2005 r. Osiągnięcie tego poziomu w 2005 r. lub 2006 r., pozwoliłoby Polsce na wstąpienie do UGW już w 2007 r. (jeśli kryterium kursowe nie byłoby rygorystycznie interpretowane przez stronę unijną i zakładając spełnienie pozostałych kryteriów).

Jest już pewne, że relacja długu publicznego do PKB przekroczy poziom 50% w 2004 r. Jednak pomimo planowanego przez rząd deficytu na 2004 r. ok. 7% PKB, nie jest pewne, czy relacja ta przekroczy 55% w tym roku¹⁴. Wynika to z mocnego przyspieszenia wzrostu PKB. Według prognozy Banku Pekao z września 2004 r., przy utrzymaniu się szybkiego wzrostu i deficycie na poziomie zaplanowanym przez Ministerstwo Finansów na 2005 r., dług publiczny/PKB utrzyma się trochę poniżej 55% przez następne lata. Rząd oświadczył swój zamiar przyjęcia systemu europejskiego ESA 95 do mierzenia PKB. Jeśli będzie się to wiązało z włączeniem otwartych funduszy emerytalnych (OFE) do sektora publicznego przez euro-

¹² Według kryterium, długoterminowe stopy nie mają prawa przewyższyć przeciętnych długoterminowych stóp z trzech krajów UGW o najniższej inflacji o więcej niż 2 punkty procentowe.

¹³ Na przykład w postaci bardzo wysokich krótkoterminowych stóp procentowych i nominalnej aprecjacji.

¹⁴ Według ustawy o finansach publicznych, przy tym poziomie na rok t, budżet na rok t+2 musi być taki, aby, relacja długu do PKB spadła ponownie poniżej 55%.

pejski urząd statystyczny Eurostat (jak rząd proponuje), to nie tylko obniży się znacznie¹⁵ (ale tylko do ok. 2015 r.) relacja długu publicznego do PKB, ale także znacznie zmniejszy się (o ok. 2 punkty procentowe) deficyt budżetowy. Oznaczyłoby to, że deficyt 3% PKB byłby dość łatwo osiągalny w 2006 r. Przy alternatywnym scenariuszu Banku Pekao niskiego (ok. 2,5%) wzrostu od 2006 r. (o ile Eurostat nie zgodzi się na włączenie OFE do sektora publicznego), aby uniknąć przekroczenia 55% relacji deficyt sektora publicznego będzie musiał być mniejszy niż 3% PKB w 2006 r.¹⁶

Wynika z powyższego, że jeśli wzrost będzie szybki i OFE włączone do sektora publicznego, to spełnienie budżetowego kryterium z Maastricht nie będzie trudne. Jeśli wzrost będzie powolny, a OFE pozostaną poza sektorem publicznym, to spełnienie kryterium budżetowego będzie problemem dla nowego rządu. Tylko jeśli wzrost będzie powolny i OFE w sektorze publicznym, to pojawi się pokusa utrzymania wysokich deficytów.

Okazuje się więc, że już mamy w Polsce stosunkowo efektywne instytucje ograniczające nieodpowiedzialność fiskalną polityków i wymuszające spełnienie fiskalnego (czyli najtrudniejszego) kryterium z Maastricht. Dwa wnioski wynikają z tego faktu:

- 1) nie wolno w żaden sposób osłabić istniejących instytucji w tym zakresie¹⁷;
- 2) trzeba wykorzystać istniejącą sytuację, aby spełnić pozostałe kryteria w 2005 i 2006 r., i przystąpić do UGW w 2006 lub 2007 r.

4. Obecny system bezpośredniego celu inflacyjnego

Obecny system bezpośredniego celu inflacyjnego okazał się bardzo skuteczny w osiągnięciu głównego celu polityki pieniężnej, jakim jest obniżenie inflacji. Okazał się on także dość skuteczny w osiągnięciu drugiego celu, jakim może być ograniczenie deficytu obrotów bieżących, dzięki czemu zagrożenie kryzysem walutowym – które wydawało się bardzo realne w latach 1997-99 – zdołano zażegnać. Nie udało się jednak uniknąć nominalnej i realnej aprecjacji złotego (do połowy 2002 r.) ani ostrego spadku tempa wzrostu PKB i wzrostu bez-

¹⁵ O około 7 punktów procentowych.

¹⁶ Relację tą rząd może, oczywiście, przekroczyć. Nie ma to jednak większego sensu z punktu widzenia nowego rządu, który ma przed sobą kadencję 2005-2009. Jeśli w 2005 r. ta relacja zostanie przekroczona, to znaczy że na 2007 r. (w samym środku kadencji) rząd będzie musiał przygotować taki budżet, który ponownie obniży relację do poniżej 55%. Oznaczałoby to zapewne dużo ostrzejsze cięcia, aniżeli te, które pozwoliłyby już w 2006 r. zejść poniżej wymaganego pułapu. Osiągnięcie tego celu w 2006 r. także zapewne wymagałoby deficytu poniżej 3% PKB.

¹⁷ Polska nie powinna więc zastosować systemu ESA 95 do liczenia długu publicznego i PKB w swoim prawie wewnętrznym. To osłabiłoby dyscyplinę, jakiej ustawa o finansach publicznych wymaga od polityków. Nie oznaczałoby to jednak, że Polska nie powinna popierać w UE tych, którzy chcą, aby reforma emerytalna nie utrudniała krajom spełnienia kryteriów z Maastricht i wymogu fiskalnego Paktu o Stabilności i Wzroście.

robocia. (Trzeba jednak zauważyć, że bezrobocie rosło bardzo szybko także w okresie jeszcze relatywnie szybkiego wzrostu PKB w latach 1998-2000, co wskazuje na, w dużej mierze, *mikroekonomiczne* źródła tego zjawiska w Polsce).

Nie ma, wobec tego, jednoznacznych argumentów co do konieczności zrezygnowania z systemu bezpośredniego celu inflacyjnego. Niemniej jednak, niektóre problemy wiążące się z tym systemem dały się zauważyć i jest możliwe, że wraz ze zbliżaniem się terminu przystąpienia Polski do UE, będą się one raczej potęgowały niż malały.

Pierwszy z tych problemów, oczywiście, to fakt iż w pełni płynny kurs nie jest dozwolony w ramach ERM2. Wobec tego, jeśli uznajemy za celowe przystąpienie Polski do ERM2, tak aby móc jak najszybciej przystąpić do UGW, to najpóźniej w tym momencie będziemy musieli zrezygnować z całkowicie płynnego kursu. Drugi problem, to już wspomniany oczekiwany duży napływ kapitału zagranicznego do Polski w następnych kilku latach (przy odpowiedniej polityce makroekonomicznej). Można się spodziewać, że tak jak w ciągu ostatnich kilku lat, wywoła to znaczną realną (a nawet i nominalną) aprecjację złotego. Choć efekty nominalnej aprecjacji są korzystne z punktu widzenia ograniczenia inflacji¹⁸, to koszty – szczególnie dla konkurencyjności sektora dóbr wymienianych z zagranicą (tzw. „*tradeables*”) – mogą być znaczące.

5. Bezpośrednie interwencje *ad hoc* na rynku walutowym

W ciągu ostatnich kilku lat obserwowaliśmy bardzo znaczną aprecjację realną złotego względem euro (waluty naszych głównych partnerów handlowych), a także, w latach 1999-2001, aprecjację nominalną wobec euro. Więc nic dziwnego, że – pomimo znaczącej deprecjacji złotego względem euro od połowy 2002 r. – pojawiły się głosy proponujące doraźne bezpośrednie interwencje na rynku walutowym, aby co najmniej ograniczyć nominalną aprecjację złotego, a w niektórych wypadkach nawet osiągnąć znaczną realną deprecjację.

Bezpośrednie interwencje mogą być albo niesterylizowane, albo sterylizowane. Jeśli bank centralny interweniuje w celu zapobieżenia aprecjacji nominalnej lub wywołania deprecjacji, to skupując walutę obcą na rynku (a właśnie na tym polega *bezpośredni* charakter interwencji)¹⁹, zwiększa swoje rezerwy międzynarodowe i krajową bazę pieniężną. Przy niezmiennym popycie na krajowy pieniądz bazowy, powinno to doprowadzić do obniżenia stóp pro-

¹⁸ Jest to szczególnie ważne przy konieczności sprostania kryterium inflacyjnemu Traktatu z Maastricht.

¹⁹ Pośrednie interwencje polegają na manipulowaniu krótkimi stopami procentowymi tak, aby osiągnąć pożądany poziom kursu.

centowych na rynku pieniężnym. Jeśli bank centralny nadal utrzymuje jakieś stopy interwencyjne (co jest prawdopodobne przy interwencjach doraźnych) to, jeżeli chce uniknąć sterylizacji, będzie musiał te stopy obniżyć. **Niesterylizowane** interwencje, prowadzą więc do utraty kontroli nad polityką monetarną (stóp procentowych). Zatem, przy **sterylizowanej** interwencji na rynku walutowym, bank centralny utrzymuje na nieobniżonym poziomie stopy procentowe²⁰.

W przypadku obu rodzajów interwencji zasadnicze pytanie brzmi: na ile interwencje takie są w ogóle skuteczne? Najnowsze badania empiryczne wskazują na to, że **niesterylizowane** interwencje mogą mieć statystycznie istotny wpływ na kurs, ale jest to potwierdzone tylko dla niektórych krajów wysoko rozwiniętych (zob. Załącznik 1). W krajach średnio rozwiniętych, łącznie z krajami naszego regionu, takiego efektu badania nie wykazały. Tam, gdzie zdołano je zbadać, interwencje **sterylizowane** są albo zupełnie nieskuteczne (Leahy [1995], Neely [1998]), albo skuteczne wyłącznie wtedy kiedy stanowią „sygnał” o zamiarze banku centralnego, aby w niedługiej przyszłości poluzować politykę monetarną (Edison [1993]).

Z badań płynie więc kilka wniosków:

1. Zmiany stóp procentowych mogą (choć nie muszą) być skutecznym instrumentem dla osiągnięcia pożądaných ruchów kursowych. Jednak używanie stóp procentowych dla osiągnięcia takiego celu, oznaczałoby podporządkowanie polityki monetarnej celowi kursowemu, tzn. przyjęcie jakiegoś wariantu celu kursowego w miejsce bezpośredniego celu inflacyjnego²¹. Stanowiłoby to zasadniczą zmianę w systemie kursowym. Takie zmiany są omawiane w następnych częściach opracowania.
2. Próba osiągnięcia *znaczącej* obniżki wartości złotego (lub uniknięcia jego aprecjacji w obliczu silnej presji aprecjacyjnej) przez **sterylizowaną** interwencję, jest skazana na porażkę (zob. także Załącznik 2).
3. Wobec powyższego, **sterylizowane** interwencje nadają się, co najwyżej, do wygładzenia zbyt gwałtownych wahań kursu wokół jego wartości równowagi. Warto zauważyć, że w ostatnich latach kurs złotego charakteryzował się dość dużą stabilnością w krótkich horyzontach czasowych, co raczej nie wskazuje na potrzebę tego typu interwencji.

Trzeba także zaznaczyć, że artykuł Bofingera i Wollmershausera [2001], w którym autorzy twierdzą, że przy sterylizowanych interwencjach można osiągnąć dowolną deprecjację przy pełnej kontroli nad stopami procentowymi jest oparty na założeniach, które nie stosują się do warunków polskich (Załącznik 2)²².

²⁰ Na ogół wymaga to sprzedaży krajowych papierów skarbowych lub NBP, po to aby utrzymać krajową bazę pieniężną na niezmiennym poziomie (przy danym popycie na nią).

²¹ Teoretycznie, jest możliwe pogodzenie interwencji niesterylizowanych z BCI. Jest tak kiedy bank centralny wierzy, że kurs ma decydujący wpływ na inflację, a stopy procentowe mają decydujący wpływ na kurs. Bank zmienia wtedy stopy po to, aby osiągnąć BCI. Oczywiście dezinflacja pozostaje sprzeczna z obniżaniem stóp.

²² Dwa najbardziej rażące przykłady to założenie pełnej wiarygodności celu inflacyjnego banku centralnego i założenie braku wpływu deprecjacji waluty krajowej na inflację.

Istnieją trzy dodatkowe aspekty częstego stosowania interwencji bezpośrednich, które trzeba wziąć pod uwagę. *Po pierwsze*, częste **niesterylizowane** interwencje (tzn. częste zmiany stóp procentowych *ad hoc* w celu osiągnięcia danego efektu kursowego), mogłyby doprowadzić do znacznego upolitycznienia kursu (tak jak obecnie upolitycznione stały się stopy procentowe). Mogłoby to być niepożądane z dwóch powodów:

1. Wydaje się, że związek pomiędzy kursem a inflacją nie jest obecnie tak widoczny dla publiczności i polityków jak w pierwszej połowie lat 90. Oznacza to, że można oczekiwać jeszcze większej presji ze strony polityków na obniżenie zewnętrznej wartości złotego niż wywierana obecnie presja na obniżenie stóp procentowych.
2. W momencie przystąpienia Polski do UE, kurs złotego staje się „sprawą wzajemnego zainteresowania” wszystkich państw członkowskich Unii Europejskiej. Byłoby chyba złą rzeczą, gdyby wysoki stopień upolitycznienia kursu doprowadził do ostrych konfliktów między Polską a pozostałymi członkami UE w pierwszych latach po naszym przystąpieniu.

Drugi problem, to skutki fiskalne częstych interwencji niesterylizowanych. Jeśli uczestnicy rynku obligacji skarbowych dojdą do wniosku, że polityka władz jest skierowana na kolejne, nieprzewidywalne deprecjacje nominalne to można się obawiać, że na skutek zwiększonego ryzyka dla inwestorów zagranicznych, mogą wzrosnąć stopy procentowe na średnio- i długo terminowych obligacjach skarbu państwa denominowanych w złotych²³. Na Węgrzech, przesunięcie pasma o kilka procent w czerwcu 2003 r. spowodowało mini kryzys walutowy, który zmusił Narodowy Bank Węgier do podwyższenia stóp o 3 punkty procentowe. W sytuacji, w której ok. 70% krajowego długu publicznego RP jest ulokowane w średnio- i długoterminowych obligacjach, może to doprowadzić, po jakimś czasie, do wzrostu (lub co najmniej do utrzymania się) kosztów obsługi długu publicznego (co mogłoby utrudnić spełnienie kryterium deficytu budżetowego z Maastricht w pożądanym terminie). *Po trzecie*, wyższe długoterminowe stopy za rok lub dwa, mogą także utrudnić spełnienie kryterium długoterminowych stóp z Maastricht²⁴.

6. Pośrednie systemy kursowe: ERM2 i „miętko-stały” kurs typu „soft peg”

ERM2 stanowi najbardziej obecnie akceptowany system kursowy z grupy tzw. systemów „pośrednich”, które mają za cel, z jednej strony, bezpośrednio ograniczenie inflacji, z drugiej

²³ Mogłoby to nastąpić pomimo ewentualnego znacznego spadku krótkich stóp NBP.

²⁴ Nawet gdyby później udało się szybko obniżyć średnio- i długoterminowe stopy po przystąpieniu do Unii, sukces ten oznaczałby szybki i znaczny wzrost w wartości długoterminowych obligacji Skarbu Państwa, co mogłoby skutkować znacznym napływem kapitału portfelowego w latach 2004-5 i wynikającą z tego napływu znaczną ponowną presją aprecjacyjną na złotego.

zaś, pewne ograniczenie ruchów kursowych. O ile więc uważa się, że pośredni system tego rodzaju byłby dla Polski przydatny, to z tego rodzaju systemów najbardziej naturalne byłoby przyjęcie ERM2.

Warto więc bliżej przyjrzeć się mechanizmom, które będą działały w gospodarce w przypadku obrony pasma przed (aprecyjną) presją rynkową. Presja taka mogłaby być skutkiem pewnej dewaluacji parytetu centralnego względem kursu rynkowego „na wejściu” do nowego systemu, albo skutkiem presji aprecyjnej narastającej z czasem już wewnątrz nowego systemu na skutek rosnących napływów kapitałowych.

Jak stwierdzono w poprzedniej części, interwencja na rynku walutowym może być sterylizowana lub niesterylizowana. Ze sterylizowaną interwencją przeciwko aprecjacji waluty krajowej wiąże się kilka problemów.

1. Jak już zauważyliśmy, efekt interwencji sterylizowanej na kurs może być bardzo ograniczony.
2. Jeśli nie wykluczamy wzrostu stóp procentowych, to w takim przypadku interwencja może okazać się dość skuteczna w krótkim terminie. Tak właśnie było w ostatnich latach „crawlu” w Polsce. W tamtym okresie sterylizowane interwencje przeciwko aprecjacji złotego znacznie ograniczały możliwość obniżenia oprocentowania bonów NBP i bonów Skarbu Państwa. Wpływ takiej polityki na wynik budżetu państwa były bardzo znaczący. Bezpośredni koszt sterylizacji dla NBP w latach 1997-98 stanowił ok. 0,9% PKB; koszt, który w ostatecznym rozrachunku musiał być poniesiony przez budżet²⁵. W przyszłości także, wyższe stopy procentowe miałyby wpływ na koszty obsługi długu publicznego z dalszym pośrednim ujemnym efektem na budżet. Co więcej, efekt wyższych stóp na aktywność gospodarczą byłby równoważony w pewnej mierze pozytywnym wpływem niższego (*caeteris paribus*) kursu, i w ten sposób uderzyłby dodatkowo w dochody budżetu z podatków. Gdyby interwencje miały się utrwalić, to każdy z wyżej wymienionych efektów mógłby utrudnić spełnienie kryteriów z Maastricht dotyczących deficytu budżetowego i długoterminowych stóp procentowych.
3. Dodatkowy problem wynika z faktu, iż wyższe stopy procentowe wynikające z szeroko zakrojonej sterylizacji mogą doprowadzić do *większego* napływu kapitału krótkoterminowego, wręcz zwiększając presję aprecyjną i wymagając dalszej interwencji i sterylizacji. Może doprowadzić to do tak zwanej „spirali sterylizacyjnej” o bardzo wysokich kosztach dla budżetu państwa i gospodarki. W takim przypadku spełnienie dwóch

²⁵ Może warto także przypomnieć, że sterylizacja interwencji odbędzie się najprawdopodobniej przez sprzedaż bonów NBP bankom komercyjnym. Strata budżetu państwa byłaby w takim przypadku także dochodem tych banków, których większość należy do inwestorów zagranicznych. Wrażliwość Sejmu na tę sprawę jest dobrze znana.

wyżej wymienionych kryteriów z Maastricht w sugerowanym terminie byłoby jeszcze bardziej zagrożone. Można także się obawiać, że kiedy raz powstanie „spirala sterylizacyjna” to i tak nie uda się ostatecznie uniknąć aprecjacji, przed którą broniliśmy się takim wysokim kosztem.

Jeśli chodzi o interwencje niesterylizowane to wiadomo, że mogą one być bardziej skuteczne niż sterylizowane²⁶. Dzieje się tak jednak (jak wspomniano powyżej) kosztem utraty kontroli przez bank centralny nad masą pieniądza krajowego lub nad stopami procentowymi. Z powyższego wynika niebezpieczeństwo nadmiernego wzrostu masy pieniądza, wzrostu inflacji i niejasny efekt takiej polityki na bilans obrotów bieżących²⁷. Po pewnym czasie te zjawiska mogą doprowadzić do odwrócenia się tendencji kursowych w kierunku deprecjacji, która potęgowałaby presje inflacyjne w kraju. W ramach klasycznej strategii pasma dopuszczalnych wahań kursowych, presje **deprecjacyjne** występujące na „dolnym” (czyli aprecjacyjnym) krańcu pasma nie powinny się spotykać z interwencjami. Istniałaby więc, w sytuacji takiego „odwrócenia presji kursowej” możliwość aż 30% spadku wartości złotego i zagrożenie dość znacznego wzrostu inflacji, a co za tym idzie, utrudnienie spełnienia kryterium inflacji z Maastricht (i oczywiście kryterium stabilnego kursu – zob. część 2). Możliwą obroną przed takim zjawiskiem jest oczywiście interwencja „intramarginalna”. Problem w tym, że nawet interwencja **niesterylizowana** „przeciwko deprecjacji” może się łatwo okazać nieskuteczna. Wymaga ona bowiem podwyższenia, a nie obniżenia, stóp procentowych, co może implikować znaczne koszty realne dla gospodarki i może wobec tego być mało wiarygodne dla rynków finansowych. Mini kryzys walutowy na Węgrzech z czerwca 2003 r. jest idealnym przykładem takiego „odwrócenia kierunku” presji kursowych. Wymagał on, jak zauważyliśmy, bardzo znacznego wzrostu krótkoterminowych stóp procentowych NBW zanim został opany.

Z powyższej analizy wynika, że bardzo trudne może okazać się sprostanie wymogom kryterium kursowego z Maastricht, nawet jeśli jego interpretacja przez stronę unijną będzie dla nas przychylna. Ta przychylność oznacza zakaz *deprecjacji* przewyższających 2,25% od centralnego parytetu przy jednoczesnym przyzwoleniu na *aprecjacje* aż do 15%. Trudności będą wynikały z braku skuteczności interwencji sterylizowanych i ograniczonej skuteczności na-

²⁶ Interwencja sterylizowana z użyciem stóp procentowych różni się od niesterylizowanej tym, że przy pierwszej interwencji prowadzi do podwyższenia stóp procentowych w obliczu presji aprecjacyjnej, a przy drugiej do ich obniżenia.

²⁷ Działają dwa (częściowo) przeciwstawne efekty: deprecjacyjny, który co prawda w krótkim terminie doprowadza do *pogorszenia* się BOB (wyższy koszt dóbr importowanych), ale w dłuższym okresie doprowadza do jego poprawy (na skutek wzrostu wolumenu i cen eksportu oraz spadku wolumenu importu) i efekt popytowy, który na skutek poluzowania polityki monetarnej, powoduje wzrost wolumenu importu i spadek wolumenu eksportu.

wet interwencji niesterylizowanych, w sytuacji w której, trzeba będzie osiągnąć wyjątkowo wąskie pasmo wahań od parytetu centralnego (choćby w kierunku deprecjacyjnym).

Według zasad ERM2, EBC nie będzie miało obowiązku interweniowania w nieograniczony sposób *intramarginalnie* w obronie złotego (zob. Załącznik 3). Taki obowiązek istnieje tylko na *krańcach* dozwolonego pasma wahań. Jest bardzo mało prawdopodobne, żeby strona unijna (Rada Ministrów UE) zgodziła się ustalić pasmo dla złotego na poziomie $\pm 2,25\%$ od parytetu centralnego, tak aby zobowiązać EBC do nieograniczonej interwencji na tak wyznaczonych krańcach pasma. Co więcej, jak wykazujemy w Załączniku 4, nawet tzw. *automatyczna i nieograniczona* interwencja EBC na dewaluacyjnym krańcu pasma wahań złotego nie stanowi gwarancji, że pasmo zostanie obronione skutecznie przed atakiem spekulacyjnym. Wynika to z czterech przesłanek:

- EBC ma obowiązek interweniować tylko dopóty, dopóki interwencja nie zagraża stabilności cen wewnątrz strefy euro.
- Strona polska miałaby obowiązek użycia na szeroką skalę stóp procentowych, zaostrożenia polityki fiskalnej i intramarginalnych interwencji bezpośrednich, zanim doszłoby do interwencji EBC na krańcach pasma.
- Każda ze stron w ERM2 (łącznie z EBC) może domagać się przesunięcia parytetu centralnego walut należących do systemu.
- Nieograniczone interwencje EBC na deprecjacyjnym krańcu pasma złotego odbywają się *a conto* NBP. Oznacza to, że gdyby interwencje nie udały się i złoty został jednak zdewaluowany, to wynikające z tego straty poniósłby NBP, a nie EBC. Co więcej straty te muszą być zwrócone EBC przez NBP najpóźniej po sześciu miesiącach. Oznacza to, że wypłukany z rezerw NBP, musiałby zdobyć wystarczającą ilość euro, aby spłacić EBC wszystkie euro wydane na obronę parytetu złotego. Wymagałoby to interwencji na rynku w celu skupienia euro, czyli interwencji *przeciwko* kursowi złotego, a więc prawdopodobnie i tak nieuniknionej dewaluacji.

Okazuje się więc, że ERM2 (szczególnie jako sprawdzian spełnienia kursowego kryterium z Maastricht) narzuca Polsce bardzo trudne do sprostania wymogi w zamian za bardzo nikłe wsparcie ze strony EBC.

Staty kurs w wariacie „miękkim” (tzw. „*soft peg*”). Ustalenie „stałego lecz przesuwalnego” parytetu złotego na okres spełnienia kryterium kursowego Traktatu z Maastricht może mieć jedną korzyść: unikamy w ten sposób problemu presji na kurs złotego wewnątrz pasma, i wobec tego ryzyko niespełnienia kryterium²⁸.

²⁸ Choć Rada Ministrów Unii nie wykluczyła tego systemu jako sprzecznego z zasadami ERM2 [Ecofin 2000], to byłby on jednak niechętnie widziany przez naszych partnerów (zob. następną część).

System ten oznaczałby w warunkach polskich, że po pierwsze, parytet jest wyznaczony na czas nieokreślony przez Rząd razem z NBP. Po drugie, przy pełnej swobodzie przepływu kapitału, w systemie kursu stałego praktycznie nie ma możliwości prowadzenia przez NBP polityki stóp procentowych ani doraźnych interwencji na rynkach pieniężnych. Polityka monetarna sprowadza się wtedy do polityki kursowej. Przy danym obowiązującym parytecie złotego, NBP musi skupować (lub sprzedawać) taką ilość waluty jaką chcą wymienić uczestnicy rynku. Stopy procentowe zaś, kształtują się swobodnie na rynku pieniężnym tak, aby zapewnić równowagę pomiędzy popytem i podażą.

Bardzo ograniczona możliwość prowadzenia autonomicznej polityki monetarnej w tym systemie wynika, z jednej strony, z konieczności utrzymywania ustalonego parytetu, a z drugiej z faktu, iż w takich warunkach próba prowadzenia polityki monetarnej, która nie byłaby wyłącznie nastawiona na utrzymanie parytetu, sprowadzałaby się do *sterylizowania* wymaganych interwencji na rynku walutowym. Gdyby usiłowano utrzymać taką politykę przez dłuższy czas, to doprowadziłaby ona w obliczu presji aprecjacyjnej do wcześniej opisanej *spirali sterylizacyjnej* (ze wszystkimi jej zgubnymi skutkami).

Z powyższej analizy wynika, że przy systemie „miękkiego stałego kursu” duży napływ kapitału powoduje wzrost bazy pieniężnej i spadek stóp procentowych, a co za tym idzie wzrost aktywności gospodarczej i, być może, inflacji. Problemy jednak zaczynają się jeśli po napływie, następuje odpływ kapitału. Wtedy władze monetarne stają przed dylematem: czy pozwolić na spadek masy szerokiego pieniądza proporcjonalnego do spadku bazy monetarnej, powodując dezinflację (a może nawet deflację) i spadek aktywności gospodarczej, czy raczej utrzymać masę pieniądza krajowego zwiększając aktywa krajowe netto banku centralnego. Jeśli wybrana zostanie druga opcja, oznaczająca spadkowy trend rezerw zagranicznych banku centralnego, to wyznaczony parytet stałego kursu stanie się podatny na ataki spekulacyjne. Przy prawie pełnej swobodzie przepływu kapitału jest mało prawdopodobne, żeby można było obronić wyznaczony parytet przed atakami. Przy utrzymaniu się ataków spekulacyjnych, nastąpiłaby więc najpierw utrata przez NBP wszelkich rezerw międzynarodowych, a potem dewaluacja, która mogłaby doprowadzić do wzrostu inflacji i konieczności przeciwdziałania temu przez podwyższenie stóp procentowych (przykład węgierski).

Tak więc, przy *stałym kursie w wariancie „miękkim”*, typowy cykl napływu i odpływu kapitału zagranicznego może spowodować kryzys walutowy, który zakończyłby się podwyższeniem zarówno inflacji, jak i stóp procentowych, ostrym spadkiem aktywności gospodarczej i wypadnięciem złotego z ERM2, a co za tym idzie, niespełnieniem przez Polskę kryterium kursowego.

7. Systemy kursów stałych, typu tzw. „hard peg”

Izba Walutowa (Currency board). Tak jak „stały kurs w wariacie miękkim”, Izba Walutowa pozwala uniknąć problemów ze spełnieniem kryterium kursowego wynikających ze spekulacyjnej presji na kurs. Izba ma jednak tę przewagę nad „międko-stałym” kursem, że nie grozi jej załamienie na skutek kryzysu walutowego.

Izba Walutowa różni się od stałego kursu w wariacie „międkim” w dwóch wymiarach. Po pierwsze, *paritet* złotego do tzw. „waluty kotwicy” (w naszym przypadku byłoby to zapewne euro), jest o wiele silniej ugruntowany prawnie niż przy zwykłym „międkim” kursie stałym. Przy systemie Izby Walutowej paritet ten powinien być wpisany co najmniej do ustawy o Izbie (Izbą administrowałby przypuszczalnie NBP), z możliwością jego zmiany tylko przez zmianę ustawy. Jeszcze lepsze byłoby zapisanie paritetu do Konstytucji (z możliwością jego zmiany w takim przypadku jedynie przy zmianie Konstytucji). Po drugie, prawo o Izbie Walutowej musi także zawierać mechanizm, według którego Izba jest nie tylko zobowiązana wymieniać złote na euro (i z powrotem) według paritetu, ale co więcej, Izbie także zabrania się tworzenia krajowej bazy monetarnej jakąkolwiek inną drogą niż poprzez wymianę euro na złote.

Trzy wyżej wymienione przepisy, i bardzo mocne prawne ich zakotwiczenie, oznacza iż, dopóty paritet „na wejściu” jest wybrany tak, aby nie był przewartościowany, dopóki będzie on wysoce wiarygodny, co najmniej w średnim okresie (a chodzi przecież o system, który ma trwać tylko do wstąpienia Polski do UGW). Warto tu zwrócić uwagę na niektórych z naszych sąsiadów, u których Izby Walutowe działają skutecznie i bez zakłóceń: w Estonii od 11 lat, na Litwie od 8 lat, w Bułgarii od 6 lat. Wszystkie trzy kraje mają niską inflację, niskie stopy procentowe i dość szybki wzrost gospodarczy. Litwa, która odczuwała problemy na skutek zakotwiczenia lita do USD do 2001 r. przy niskim udziale handlu z USA i znaczną aprecjacja USD wobec euro w ciągu poprzednich dwóch lat²⁹, zanotowała wzrost gospodarczy w wysokości ok. 3% rocznie w latach 1999 i 2000, a w latach 2001 i 2002 aż 6% rocznie. Estonia także rozwija się szybko.

Izba Walutowa pozwoliłaby więc na utrzymanie obecnie niskiej inflacji w Polsce. Jeżeli zajdzie taka potrzeba, Izba pozwala także na dewaluację „na wejściu”, która zwiększyłaby konkurencyjność polskiego sektora towarów „handlowalnych”, mimo że obecnie takiej potrzeby absolutnie nie widać. Mimo przejściowego wzrostu inflacji, który może wynikać z takiej deprecjacji, *wszystkie* doświadczenia zagraniczne z tym systemem pokazują, że sys-

²⁹ Po spadku PKB po kryzysie rosyjskim.

tem Izby Walutowej jest na tyle wiarygodny, że nie powinna powstać możliwość wystąpienia „inercji” inflacyjnej zagrażającej stabilności systemu, ani wzrostu oczekiwań inflacyjnych. Co więcej, w systemie Izby Walutowej stopy procentowe ustalane są swobodnie przez rynek pieniężny, a przy swobodzie przepływów kapitałowych i wysokiej wiarygodności parytetu złotego wobec euro, można przypuszczać, że wkrótce byłyby tylko nieznacznie wyższe niż w strefie euro.

Jedyny mankament Izby Walutowej to niechęć strony unijnej dla tego rozwiązania dla krajów, które tego wariantu nie wybrały już jakiś czas temu. Niestety, Polska takiej decyzji nie podjęła wtedy, kiedy ją proponowałem razem z Andrzejem Bratkowskim [Bratkowski i Rostowski 2001]. Jednak w sytuacji, w której ortodoksyjne podejście do ERM2 i do spełnienia kryterium kursowego są dla nas tak niekorzystne, nie możemy przyjąć preferencji strony unijnej za ostateczny argument w sprawach kursowych.

Jednostronna euroizacja. Jednostronna euroizacja ma bardzo podobne cechy do Izby Walutowej. Jest jednak jeszcze bardziej wiarygodna niż Izba. Wobec tego, dewaluacja „na wejściu” mogłaby być nieco głębsza niż w przypadku Izby, bez ryzyka wzrostu oczekiwań inflacyjnych lub powstania „inercji” inflacyjnej. Większa wiarygodność systemu także doprowadziłaby do nieco niższych stóp procentowych w okresie poprzedzającym przystąpienie Polski do UGW. Z drugiej strony, Unia Europejska wyraziła się kilkakrotnie bardzo niechętnie o pomysłе jednostronnej euroizacji. Oznacza to, iż przeprowadzenie takiej polityki wymagałoby dużej stanowczości i jedności władz gospodarczych RP.

Załącznik 1. Badania empiryczne dotyczące skuteczności interwencji na rynku walutowym

Badania skuteczności interwencji **niesterylizowanej** niekiedy bezpośrednio badają to zagadnienie. Często jednak przybierają formę próby weryfikacji teorii „*uncovered interest parity*”, czyli teorii zmian nominalnego kursu dwóch walut według „dysparytetu stóp procentowych” (DSP) między nimi. O ile potwierdza się teoria DSP to interwencje **niesterylizowane** są nieskuteczne, bo niższe (wyższe) stopy procentowe prowadzą jedynie do nominalnej aprecjacji (deprecjacji); obniżenie stóp skutkuje powolniejszą deprecjacją lub szybszą aprecjacją, a ich podwyższenie szybszą deprecjacją lub powolniejszą aprecjacją. Oczywiście, o ile niesterylizowana interwencja okazuje się nieskuteczna, to tym mniej prawdopodobne jest, że **sterylizowana** interwencja (która jest znacznie słabszym instrumentem) okaże się efektywna.

Flood i Rose [2001] przypominają, że do początku lat 90. teoria DSP nie miała poparcia w badaniach empirycznych, a co za tym idzie, istniały warunki do skutecznej interwencji **niesterylizowanej**. Przeglądy literatury sporządzone przez Hodricka [1987], Froota i Thaler [1990] i Lewisa [1995] wskazywały na fakt, iż waluty krajów z wysokimi (niskimi) stopami procentowymi miały tendencje do nominalnej **aprecjacji** (deprecjacji). Prace omówione w powyższych przeglądach miały jednak dwie wady: po pierwsze – ograniczały się do bogatych i stabilnych krajów OECD, po drugie – ograniczone były także do okresu sprzed 1990 r., kiedy to przepływy kapitałowe były znacznie mniej swobodne niż są obecnie.

Flood i Rose badają obecność DSP w 23 krajach na przestrzeni lat 90. (13 wśród nich to kraje wysoko rozwinięte, a 10 średnio rozwinięte, w tym wszystkie które były przedmiotem kryzysów walutowych w tym okresie). Ich wyniki są szczególnie interesujące dlatego, że są oparte na danych **codziennych** co oznacza, że analiza ekonometryczna autorrów oparta jest na kilkudziesięciu tysiącach obserwacji i wobec tego daje możliwość uzyskania wiarygodnych wyników. Tylko w przypadku jednego kraju (Francji) można stwierdzić w statystycznie istotny sposób, że podwyżki (obniżki) stóp procentowych wpłynęły pozytywnie (negatywnie) na wartość waluty tego kraju czyli, że interwencja niesterylizowana byłaby skuteczna³⁰. W przypadku trzech krajów (Brazylia, Finlandia i Rosja) można stwierdzić, że byłaby definitywnie nieskuteczna. W pozostałych przypadkach nie można stwierdzić w statystycznie istotny sposób, czy interwencja niesterylizowana była by skuteczna czy też nie.

³⁰ Autorzy nie mają informacji, czy zmiany stóp były podjęte z zamiarem wpłynięcia na kurs, czy wyłącznie z powodów wynikających z wewnętrznej polityki monetarnej. Jednak nie potrzebują oni takich informacji, aby dojść do wniosków co do *potencjalnej* skuteczności niesterylizowanej interwencji.

Ciekawe jest, że w próbie Flooda i Rose'a, kraje wysoko rozwinięte – z jednym wyjątkiem – cechują się pozytywnym (choć statystycznie nie różniącym się istotnie od zera) stosunkiem pomiędzy zmianami stóp procentowych i zmianami kursu. Wskazuje to, iż istnieje w tych krajach pewna tendencja ku temu, aby interwencja niesterylizowana mogła być skuteczna. Potwierdza ten wynik w pewnej mierze ekonometryczna analiza Nadal-De Simone'a i Razzaka [1999], według której istnieje silny związek pomiędzy wyższymi stopami i aprecjacją dla kursów USD/DEM i USD/GBP. Z drugiej strony, w próbie Flooda i Rose'a kraje średnio rozwinięte Azji, Ameryki Łacińskiej i naszego regionu, wprost przeciwnie, cechują się negatywnym stosunkiem pomiędzy zmianami stóp procentowych i zmianami wartości waluty krajowej. Trzeba także zaznaczyć, że Nadal-De Simone i Razzak nie znaleźli związku pomiędzy wyższymi stopami i aprecjacją dla drugiej pary walut kursów krajów rozwiniętych, którą badali (USD/YEN i USD/CAD).

Edison [1993], który sporządził obszerny przegląd literatury dotyczącej **sterylizowanej** interwencji ubiegłego dziesięciolecia dochodzi do wniosku, iż bezpośredni wpływ sterylizowanej interwencji (tzw. „*portfolio balance channel*”) jest mniej ważny niż wpływ sygnału, który bank centralny daje rynkom poprzez sterylizowaną interwencję co do swoich preferencji względem kursu i wobec tego co do prawdopodobieństwa **niesterylizowanych** interwencji w przyszłości. Anna Schwartz [2000] zwraca uwagę jednak na problem, iż ten kanał transmisji może być kłopotliwy, jeśli sygnał dany przez sterylizowaną interwencję idzie w odwrotnym kierunku niż ogólny kurs polityki monetarnej banku centralnego. W takim przypadku albo sygnał okazuje się niewiarygodny dla uczestników rynku i jest wobec tego nieskuteczny jeśli chodzi o jego wpływ na kurs, albo sygnał jest wiarygodny, ale wtedy podważa wiarygodność ogółu polityki banku centralnego. Tak mogłoby być w wypadku Polski, gdyby interwencja sterylizowana przeciwko aprecjacji złotego miała być sygnałem przyszłych bardzo ostrych obniżek stóp procentowych.

Co więcej, Leahy [1995] i Neely [1998] otrzymują wyniki ekonometryczne wskazujące na to, iż (nawet) w przypadku Stanów Zjednoczonych, inwestorzy którzy spekulują w krótkim horyzoncie czasowym **przeciwko** interwencjom walutowym władz zarabiają na tym (czyli interwencje **sterylizowane** są **zupełnie nieskuteczne**). Znamienny jest fakt, iż zyskowność spekulacji krótkoterminowej przeciwko interwencjom utrzymuje się nawet wtedy, kiedy władze mają rację co do kursu dolara w długim terminie (z czego wynikało by, iż spekulacja w kierunku wskazanym przez interwencję byłaby zyskowna w tym – długim – horyzoncie czasowym).

Załącznik 2. Sterylizowana interwencja bez kosztów i możliwości jej zastosowania w obecnych warunkach polskich

Artykuł Bofingera i Wollmershausera (B i W) jest bardzo przejrzysty i w sposób przekonujący wykazuje, że przy spełnieniu warunków zakładanych przez autorów, sterylizowana interwencja na rynku walutowym nie powoduje żadnych kosztów dla banku centralnego, ani skarbu państwa. Z tego faktu autorzy wyciągają wniosek, iż system „sterowanego kursu” (*managed float*) jest nie tylko możliwy do zastosowania, ale także bardzo korzystny dla gospodarki. Niestety, kilka kluczowych założeń B i W jest bardzo dalekich od obecnych polskich realiów. Z tego wynika, że propozycja autorów może doprawdy być świetnym lekarstwem, ale nie na polskie problemy.

Kiedy nie ma kosztów interwencji sterylizowanej?

B i W przypominają (s. 20-21), że koszty interwencji sterylizowanej (IS) składają się z dwóch części: pierwszej wynikającej z *dysparytetu stóp procentowych* i drugiej wynikającej ze *zmian w nominalnej wartości waluty krajowej względem walut obcych*. Warto pamiętać, że interwencja sterylizowana z zamiarem uniknięcia nominalnej aprecjacji³¹ polega na zakupie przez bank centralny obcej waluty i jednoczesnej sprzedaży krótkoterminowych papierów wartościowych³².

Jeśli bank centralny oferuje wyższe stopy procentowe na krótkoterminowych papierach, które sprzedaje krajowym bankom komercyjnym, niż stopy, jakie otrzymuje z zagranicznych papierów, które kupuje (za zagraniczną walutę zakupioną w ramach interwencji na rynku walutowym) to wówczas ponosi koszt wynikający z *dysparytetu stóp procentowych*. Na każdą jednostkę sterylizowanego napływu waluty obcej koszt ten jest:

$$i_t - i_{t^*}$$

gdzie i_t jest poziomem stopy procentowej na krajowych papierach, a i_{t^*} jest poziomem zagranicznej stopy procentowej.

³¹ B i W podkreślają, że tylko IS z takim zamiarem jest możliwa do utrzymania na długą metę.

³² Zakładamy, iż bank centralny jest dłużnikiem netto reszty systemu bankowego, tak jak obecnie jest w Polsce (czyli, że istnieje stan tzw. „nadpłynności” banków komercyjnych). W przeciwnym przypadku, kiedy istnieje stan „niedopłynności”, aby sterylizować efekt na bazę pieniężną napływu kapitału, bank centralny *zmniejsza* zadłużenie netto banków komercyjnych w banku centralnym. W obu przypadkach sterylizacja interwencji na rynku walutowym polega na zwiększeniu pasywów krajowych netto banku centralnego wobec banków komercyjnych.

Druga część kosztów IS jest skutkiem *zmian kursu waluty krajowej*. Jeśli złoty aprecjonuje nominalnie, to wartość (w złotych) papierów zagranicznych kupionych przez bank centralny zmniejsza się i następują straty kursowe. Straty przypadające na jednostkę sterylizowanego napływu kapitału nazywane są przez B i W: Δs_t . Jest to procentowa nominalna aprecjacja złotego względem walut obcych. Kiedy koszt dysparytetu stóp procentowych jest dołądnie równoważony zyskami kursowymi wynikającymi z nominalnej *deprecjacji* złotego, wtedy oczywiście **nie występują żadne straty netto na skutek interwencji sterylizowanych**.

Taka sytuacja ma miejsce wtedy kiedy:

$$i_t - i_{t^*} = \Delta s_t. \quad (13)^{33}$$

Jeśli koszt IS przypadający na każdą jednostkę sterylizowanego napływu kapitału, równa się zero, to oczywiście koszty sterylizacji ogółem także muszą równać się zero, niezależnie od wielkości napływu kapitału. B i W przyznają, że nieograniczona interwencja jest możliwa tylko wtedy, kiedy bronimy kursu przed presją aprecjacyjną. W przeciwnym przypadku, prędzej czy później, bankowi centralnemu zabraknie waluty zagranicznej. Niemniej jednak, właśnie dlatego propozycja B i W wydaje się interesująca właśnie dla krajów takich jak Polska, których waluta często jest poddawana presji aprecjacyjnej³⁴.

Model i założenia Bofingera i Wollmershausera

Model stosowany przez B i W do analizowania polityki monetarnej należy do grupy modeli typu Rogoffa [1985], w których bank centralny próbuje minimalizować funkcje strat, którymi są odstępstwa od celu inflacyjnego i celu poziomu aktywności gospodarczej. Odstępstwo od ważonego indeksu tych dwóch celów jest tym większe, im wyższa syntetyczna „strata” banku centralnego. Zakłada się, że *gospodarka przeciętnie osiąga oba cele banku*. Jest jednak poddana szokom (podażowym i popytowym, pozytywnym i negatywnym), które powodują przejściowe odejście od celów. Bank centralny swoją polityką monetarną (i kursową?) próbuje minimalizować te odstępstwa (s. 22-26).

W artykule jest kilka kluczowych założeń, które wynikają z pierwotnego założenia modeli tego rodzaju, iż gospodarka startuje z sytuacji pełnej równowagi wewnętrznej i zewnętrznej.

³³ Według numeracji w artykule B i W.

³⁴ B i W stwierdzają, że jeśli równanie (13) jest spełnione to nie ma powodu, aby w ogóle miały miejsce krótkoterminowe napływy kapitału (s. 21). W tych warunkach sterylizacja nie jest kosztowna, ale radość z tego powodu nieco ogranicza fakt, iż staje się ona wtedy także niepotrzebna.

Założenia te są następujące:

- 1) Gospodarka zaczyna (przed szokiem) od sytuacji, w której aktualny realny kurs waluty krajowej jest kursem równowagi (s. 24, równanie (24)). Wobec tego poziom nominalnego i realnego kursu zupełnie nie wpływa na stan gospodarki (s. 25)³⁵.
- 2) Jedynie *zmiany* nominalnego kursu (i co za tym idzie realnego kursu)³⁶ wpływają na stan gospodarki i na wartość funkcji strat banku centralnego (s. 24).
- 3) Polityka monetarna i kursowa nie wpływają w żaden sposób na inflację (s. 31). Wynika to z założenia, że inflacja jest uwarunkowana *historycznie*, to znaczy przez politykę monetarną w przeszłości.
- 4) Z poprzedniego punktu wynika także, że artykuł bagatelizuje wpływ polityki kursowej banku centralnego na *wiarygodność* celu inflacyjnego banku (s. 25-26)³⁷.
- 5) Polityka kursowa nie wpływa na „premię za ryzyko”, którą muszą płacić krajowi pożyczkobiorcy, i która odzwierciedla ryzyko deprecjacji złotego.

Formalnie rzecz biorąc, cały problem z propozycją B i W bierze się z faktu, iż równanie (36), stanowiące warunek równowagi dla inwestorów zagranicznych *ex ante*, ma następującą formę:

$$i_t - (\text{premia za ryzyko}) i_{t^*} = \Delta s_t.$$

Różni się więc od równania (13), stanowiącego warunek *ex post* braku kosztów interwencji, w którym premia za ryzyko *nie* występuje. Premia za ryzyko w równaniu (36) wynika z faktu, iż inwestorzy nie wiedzą *ex ante* jaka będzie dewaluacja złotego w przyszłości. Premia kompensuje im więc tę niepewność. Dla banku centralnego jednak premia ta jest prawdziwym kosztem.

Wobec tego – jest zupełnie możliwe, że zaczynamy od sytuacji, w której równaniu (36) jest spełnione, ale równanie (13) nie jest. Taką sytuację mamy w Polsce właśnie wtedy, kiedy nie

³⁵ B i W wprost stwierdzają: „...we always assume that our monetary policy analysis starts in a situation where the real exchange rate is on its neutral level... Of course this formulation... neglects the fact that, for example, an already overvalued exchange rate still has effects on aggregate demand even though it remains unchanged.”

³⁶ Zobacz następny punkt.

³⁷ Wiarygodność celu inflacyjnego powinna zależeć od rozmiaru odstępstwa zrealizowanej inflacji od celu. Jeśli zakłada się, że polityka IS nie wpływa na inflację, to jest logiczne, że nie wpływa także na wiarygodność celu inflacyjnego. Formalne omówienie tego problemu wydaje się być schowane gdzieś pomiędzy rów. (29) i rów. (30) gdzie autorzy odwołują się do artykułu Gerlacha and Smetsa [2000]. W tekście natychmiast po rów. (32) autorzy piszą: „...if the optimal MCI shall be exogenous to the monetary authorities, then we have to assume that their inflation target is fully credible... Thus, the optimal MCI depends solely on real shocks affecting the economy.” Po czym nie ma żadnego omówienia sytuacji, w której uchyla się założenie pełnej wiarygodności celu inflacyjnego.

ma napływu krótkoterminowego kapitału. Dopóki nic się nie zmienia, problem nie istnieje. Jeśli jednak nastąpi szok zewnętrzny, polegający na napływie krótkoterminowego kapitału do Polski, to NBP nie będzie mógł utrzymać kursu i stóp procentowych na niezmiennym poziomie podejmując SI bez kosztów. Jest tak dlatego, że równanie (13) nie jest spełnione, a $i_t - i_{t^*} > \Delta s_t$.

W takiej sytuacji NBP może oczywiście interweniować i sterylizować, **ale będzie to kosztowało**. Może także podjąć SI bez kosztów, ale musi w takim przypadku albo obniżyć stopy procentowe, albo zdecydować się na nominalną deprecjację złotego. Jest bardzo prawdopodobne, że takie posunięcia miałyby efekty inflacyjne.

Wysoka premia za ryzyko kursowe w Polsce bierze się po części z systemu kursu płynnego³⁸, ale także, jeśli nie głównie, z braku wiarygodności polityki antyinflacyjnej władz polskich (w porównaniu z wiarygodnością EBC). Tego kluczowego dla nas problemu wiarygodności i premii za ryzyko B i W zupełnie nie uwzględniają.

Podsumowując:

- 1) Póki istnieje różnica pomiędzy dysparytetem stóp procentowych i deprecjacją złotego, dopóty NBP nie może sterylizować bez kosztów efektu swoich interwencji na rynku walutowym.
- 2) Nawet przy braku premii za ryzyko kursowe, bank centralny nie może bez kosztów ustalać jednocześnie stóp procentowych i kursu waluty krajowej. Na przykład, uniknięcie aprecjacji złotego wobec euro przez interwencje na rynku walutowym, wymaga, aby stopy procentowe w Polsce nie były wyższe niż w strefie euro, jeśli interwencja sterylizowana ma nie kosztować. Ustala to górny pułap stóp w Polsce i wobec tego ogranicza swobodę władz polskich przy stanowieniu stóp. Wątpliwe jest na ile można takiego rodzaju zabiegi naprawdę nazywać interwencją sterylizowaną.
- 3) W rzeczywistości (choć nie w modelu B i W) ograniczenie swobody władz do ustalenia stóp procentowych może łatwo doprowadzić do utraty kontroli nad inflacją. Podobnie może się stać, jeśli bank centralny wybierze utrzymanie dysparytetu stóp krajowych i zagranicznych (krajowe wyższe) i zdecyduje się kompensować taką sytuację przez forsowanie deprecjacji złotego, aby uniknąć kosztów sterylizacji.

³⁸ System wiarygodnego stałego kursu (np. opartego na Izbie Walutowej) obniżyłby znacznie tą część premii za ryzyko na naszych stopach procentowych. System „sterowanego kursu” raczej nie zmniejszyłby premii, bo w tym systemie bank centralny uzależnia wartość nominalną waluty krajowej od szoków realnych, tak jak to robią rynki walutowe.

Załącznik 3. Zasady funkcjonowania ERM2

Najważniejsze pytanie dotyczące ERM2 brzmi następująco: w jaki sposób władze polskie i europejskie będą zobowiązane do utrzymania kusu zł/euro wewnątrz normalnego pasma +/- 15% po obu stronach centralnego parytetu? **Jaki jest stopień (i prawdziwe znaczenie) zobowiązania, które ERM2 nakłada na EBC, aby interweniował w automatyczny i nieograniczony sposób na „krańcach” pasma kursowego?** Gdyby przyjąć to zobowiązanie za dobrą monetę (!) – to oznacza ono zobowiązanie EBC do kupna nieograniczonej ilości złotych na własne konto kiedy kurs zł/euro dojdzie do „górnego” (depresyjnego) krańca i do kupna nieograniczonej ilości euro kiedy dojdzie on do „dolnego” krańca. Wtedy należy uznać, że **pasma kursów w ERM2 byłyby absolutnie odporne tak na szoki asymetryczne, jak na ataki spekulacyjne.** W tym przypadku, **przystąpienie do ERM2 byłoby bardzo bezpieczną opcją dla Polski, w zasadzie niewiele różniącą się od przystąpienia do UGW.** Choć oczywiście, utrzymanie kursu wewnątrz normalnego 15% pasma nie wystarczy, aby spełnić kryterium kursowe Traktatu z Maastricht.

Formalne zasady ERM2

Umowa między EBC i pozostałymi bankami centralnymi Unii Europejskiej (nie należącymi do UGW) z września 1998 r. [ECB 1998] określa zobowiązania obu stron wewnątrz ERM2:

1. Pierwszy akapit (“indent”) drugiej „inwokacji”³⁹ określający te zobowiązania już na samym początku osłabia zobowiązania EBC, bowiem twierdzi: “it should be ensured that any adjustment of central rates is conducted in a timely fashion so as to avoid significant misalignments. Thus, all parties... including the ECB, will have the right to initiate a confidential procedure aimed at reconsidering central rates.”
2. Dopiero w następnym akapicie jest napisane: “intervention *at the margins* will *in principle* be *automatic and unlimited*, with *very short term financing available*. However, the ECB and... the NCBs participating... could suspend intervention *if this were to conflict with their primary objective of price stability*”.

Powyższe zastrzeżenie, że “the ECB and... the NCBs participating... could suspend intervention *if this were to conflict with their primary objective of price stability*” jest bardzo ważne.

³⁹ Ustępy wprowadzające umowę, zaczynające od słowa “Whereas” (lub “*Vu que*”), i wobec tego na ogół stwierdzające już poprzednio uzgodnione elementy umowy, nazywają się “invocations” (czyli „inwokacjami”).

Taki zapis *nie* mieścił się w umowie określającej zasady ERM1 [Central Banks 1979]. Oznacza on więc, *osłabienie* zobowiązania banku centralnego, którego waluta jest ważniejsza do interweniowania w nieograniczony sposób na krańcach pasma. Podobny zapis znajdował się jednak w umowie pomiędzy Kanclerzem Schmidtem i Prezesem Bundesbanku Emmingerem (tak zwany „Emminger letter” z 1978 r., daty ustanowienia ERM1). Choć „list Emmingera” nie został natychmiast oficjalnie ujawniony, i był jedynie umową wewnątrz-niemiecką, stanowił on jednak podstawę do odmowy przez Bundesbank nieograniczonej interwencji na rzecz lira włoskiego w 1987 r.⁴⁰ Zapis w punkcie 2 powyżej stanowi więc wpisanie do umowy o ERM2 zasady zawartej w liście Emmingera. Oczywiście, można argumentować, że ze względu na bardzo małe znaczenie polskiej bazy monetarnej w porównaniu z pieniądzem bazowym strefy euro, interwencja na rzecz złotego wewnątrz ERM2 musiałaby być olbrzymia nim obiektywnie zagrożiłaby stabilności cen wewnątrz UGW. Do tej kwestji wrócimy na końcu notatki.

3. Trzecia tzw. „inwokacja” umowy podkreśla, że interwencja na rynku walutowym ma mieć charakter „pomocniczy”, tzn. władze kraju o słabej walucie wewnątrz ERM2 nie mogą liczyć wyłącznie na zobowiązanie banku centralnego emitującego silniejszą walutę do *nieograniczonej i automatycznej* interwencji na krańcach pasma: “... intervention shall be used as a supportive instrument in conjunction with other policy measures, including... monetary and fiscal policies...”. Podobne zobowiązania znajdowały się tak w umowie określającej zasady funkcjonowania ERM1, jak i w praktyce ich stosowania [Connolly 1995].
4. Art. 7.2 wymaga aby: „The debtor central bank shall make appropriate use of its foreign reserve holdings *prior* to drawing on the facility”.
5. Mimo tych wymogów, automatyczna i nieograniczona natura interwencji na krańcach pasma może wydawać się wielką pomocą dla waluty, która znajduje się pod atakiem spekulacyjnym. Wiedza o takim zobowiązaniu EBC powinna przecież zniechęcić spekulantów nawet przed rozpoczęciem ataku na złotego. Takie wrażenie może jednak okazać się błędne. Wynika to z dokładnego mechanizmu interwencji na krańcach przez bank centralny silnej waluty wewnątrz ERM2. Interwencja „na krańcach pasma” jest finansowana przez tzw. “very short term financing facility”. Art. 6.1 umowy o ERM2 stanowi, że: “For the purpose of intervention... the ECB and each participating non-euro area NCB shall open for each other very short term credit facilities”, a Art. 6.2, że “The financing under these operations shall take the form of spot sales and purchases of participating currencies *giving rise to corresponding claims and liabilities, denominated in the creditor’s currency* between the EBC and the participating... NBCs.” Czyli, **interwencja banku emitującego silniejszą walutę na rzecz słab-**

⁴⁰ Zob. *The Rotten Heart of Europe*, B. Connolly, Faber and Faber, 1995, s. 150.

- szej waluty nie odbywa się na jego własny rachunek, lecz jedynie *a conto* banku centralnego emitującego słabą walutę. Interweniując na rzecz złotego na krańcu pasma (kupując złote za euro) EBC efektywnie jedynie **udziela NBP pożyczki denominowanej w euro**. Wobec tego, jeśli interwencja się nie uda, i złoty ulegnie dewaluacji, to wynikające z tego **straty poniesie NBP**. W takich warunkach fakt, iż pożyczka ta jest potencjalnie nieograniczona co do rozmiaru i automatyczna, stanowi ograniczoną pociechę!
6. Termin takiej nieograniczonej pożyczki to tylko trzy miesiące, a za zgodą wierzyciela może on być przedłużony o kolejne trzy miesiące (Art. 11.1). Do limitu obowiązującego każdą ze stron umowy (w wypadku NBP limit ten stanowiłby prawdopodobnie ok. miliard euro) pożyczka może być przedłużona automatycznie bez zgody wierzyciela o trzy miesiące (Art. 10), a za zgodą wierzyciela o jeszcze trzy miesiące (Art. 11.2). Czyli, pożyczkę wynikającą z nieograniczonej interwencji EBC na krańcach pasma trzeba najpóźniej oddać po sześciu miesiącach, a miliard złotych najpóźniej po dziewięciu miesiącach.
 7. W systemie ERM1 zakładano, że bank centralny emitujący walutę, która jest słaba wewnątrz systemu ma obowiązek „intramarginalnej” interwencji na szeroką skalę zanim dojdzie do obowiązkowej interwencji na krańcach pasma [*Connolly passim*]. W ERM2 sytuacja jest zupełnie inna. Bank centralny kraju o słabej walucie musi otrzymać zgodę na interwencje intramarginalne przewyższające uzgodniony limit (zob. pkt. 6), od banku emitującego walutę używaną przy takiej interwencji nawet wtedy, kiedy interwencje te są finansowane z *własnych rezerw międzynarodowych*. Jak już wspomniałem, w przypadku Polski limit ten prawdopodobnie wyniósłby ok. miliarda euro! Czyli, tam gdzie ERM1 zachęcał do interwencji „intramarginalnej”, ERM2 wydaje się zniechęcać do niej.
 8. Trzecia „inwokacja” zezwala na wspólną „interwencję (choć do niej nie zobowiązującej). W takich wypadkach “There will be the possibility of co-ordinated intra-marginal intervention decided by mutual agreement... in parallel with other appropriate responses...”. Do takich należy także “the flexible use of interest rates”, czyli interwencja niesterylizowana. Ale ona ma być asymetryczna, czyli ma być prowadzona *tylko* przez stronę narodowego banku centralnego kraju należącego do ERM2, ale *nie* przez EBC. Co więcej, aby skorzystać z “very short term financing facility” dla interwencji intramarginalnych, dłużniczy bank centralny musi najpierw “make appropriate use of its foreign reserve holdings” (Art. 8. b) po czym będzie mógł pożyczyć jedynie do swojego limitu (Art. 8a – czyli dla Polski do ok. miliarda euro)⁴¹.

⁴¹ Wszystkie te zapisy, które nie znajdują się w umowie o ERMI, mają za cel uniemożliwienie powtórzenia się sytuacji z 1992-3 r., kiedy to Kanclerz Kohl zmusił Bundesbank do nieorganicznej interwencji intramarginalnej, twierdząc że „list Emmingera” odnosi się jedynie do *interwencji na krańcach pasma*. Dodatkowym przykładem jest zapis stanowiący, że EBC i NBP mają prawo zawiesić nawet uzgodnione intramarginalne interwencje jeśli zagroziłyby one celowi stabilności cen (Art. 7.3).

Wnioski

Tak więc, gdyby wewnątrz ERM2 złoty znalazł się pod presją deprecjacyjną to kolejność kroków z obu stron wyglądałaby następująco:

1. Polska podejmuje działania zaostrzające politykę pieniężną (podwyższenie stóp procentowych) i fiskalną (podwyższenie podatków!) – trzecia inwokacja.
2. Polska podejmuje sterylizowane interwencje „intramarginalne” wykorzystując własne rezerwy „do stosownego poziomu” – Art. 7.2. Teoretycznie do tego potrzebna jest zgoda EBC.
3. Polska stosuje interwencje „intramarginalne” finansowane (za zgodą EBC) przez „very short term financing facility” ale tylko do naszego „limitu”, czyli do ok. miliarda euro (!) – Art. 8.a.
4. Jeśli wszystkie powyższe działania nie ograniczą presji dewaluacyjnej na złotego, to dopiero wtedy EBC będzie interweniował w *automatyczny i nieograniczony* sposób na rzecz złotego na dewaluacyjnym krańcu pasma wahań (druga inwokacja, dziewiąty akapit). Interwencja ta ma jednak miejsce *a konto* NBP (Art. 6). W tym okresie NBP będzie miał obowiązek także dalej interweniować na rynku walutowym używając własnych rezerw międzynarodowych, a także podejmować inne kroki, aby bronić parytetu złotego, takie jak podwyższanie stóp procentowych i podatków (trzecia inwokacja).
5. Jeśli presja dewaluacyjna będzie się przedłużała, to EBC ma prawo zainicjować tajną procedurę „aimed at reconsidering central rates” (Art. 17). W okresie ERM1, Bundesbank nie raz domagał się dewaluacji centralnego parytetu słabych walut wewnątrz ERM1 [Connolly n.p. s. 196-7].
6. Jeśli interwencja EBC na rzecz złotego na krańcu pasma spowoduje znaczący wzrost bazy pieniężnej strefy euro, to EBC ma prawo zawiesić interwencję (druga inwokacja, dziewiąty akapit)⁴².
7. Najpóźniej sześć miesięcy po interwencji EBC na rzecz złotego, NBP jest zobowiązany do spłacenia w euro sumy, które EBC wydał na ten cel, z wyjątkiem ok. miliarda euro, które będzie można spłacić dziewięć miesięcy po interwencji (Art. 10 i 11).

To wszystko oznacza, że po sześciu miesiącach od pierwszych interwencji EBC na krańcach pasma, kiedy nadejdzie ostateczny termin spłaty pieniędzy wtedy wydanych przez EBC, NBP może się znaleźć w sytuacji w której, wypłukany z rezerw międzynarodowych, będzie

⁴² Art. 3.2 stanowi że: „The EBC...shall notify, as long in advance as possible...the other monetary authorities concerned...of any intention to suspend intervention.”

musiał sprzedawać walutę krajową, aby uzyskać euro na wykup złotych w rękach EBC. W takim przypadku przesunięcie pasma, lub nawet wyjście z systemu, może stać się nieuniknione. Tak się właśnie stało kiedy Włochy musiały opuścić ERM1 w 1992 r. [Connolly s. 158].

Z uwagi na powyższe, gwarancja utrzymania uzgodnionego pasma wahań złotego wewnątrz ERM2, wynikająca z obowiązku EBC do *automatycznej i nieograniczonej* interwencji na krańcach pasma, wydaje się nader wątpliwa, nawet jeżeli abstrahujemy od prawa EBC do zawieszenia tej interwencji jeśli zagraża ona stabilności cen wewnątrz strefy euro⁴³.

⁴³ Historia ERMI wskazuje na to, że Bundesbank także się nie wahał używać metod „niekonwencjonalnych” kiedy chciał zachęcić bank centralny emitujący słabą walutę do dewaluacji. Na przykład B.B. nie raz wyrażał publicznie swoje wątpliwości co do zgodności obowiązującego paritetu z „economic fundamentals” kraju emitującego daną walutę. Connolly nawet oskarża Bundesbank o takie działanie kiedy zarzuty te były nieuzasadnione, po to aby ztorpedować UGW (wobec którego BB był bardzo niechętny). Nie można więc zupełnie wykluczyć możliwości takich kroków, jeżeli nasze przystąpienie do UGW byłoby niemile widziane po to, aby uniemożliwić nam spełnienie kryterium kursowego (choć trzeba pamiętać, że nie ma takich przypadków od 1993 r.).

Bibliografia

- Bofinger, P. and T. Wollmershaeuser (2001), „Managed floating. Understanding the new international monetary order”, *CEPR Discussion Paper No. 3064*, London.
- Bratkowski A. i Rostowski J. (2001), *Polityka*, Warszawa.
- Calvo, G. (1999), *On Dollarization* available online at: <http://www.bsos.umd.edu/econ/ciecpn5.pdf>
- Central Banks (1979), *Agreement of 13 March 1979 between the central banks of the member states of the European Economic Community laying down the operating procedures for the European Monetary System*, s. 12.
- Connolly, B. (1995), *The Rotten Heart of Europe*, Faber and Faber, s. 426, Londyn.
- Csermely, A. and B. Vonnak (2002), *The role of the exchange rate in the transmission mechanism in Hungary*, paper presented at the research meeting on *Monetary Policy Transmission in the Euro Area and the Accession Countries*, 3 October 2002, National Bank of Hungary, Budapest.
- Ecofin (2000) European Council, (2000), 7 Nov. „Conclusions of the Council on the Exchange Rate Strategy of Candidate Countries” available on <http://ue.eu.int/newsroom>
- European Central Bank (1998), *Agreement of 1 September 1998 between the European Central Bank and the national central banks of the Member States outside the euro area laying down the operating procedures for an exchange rate mechanism in stage three of Economic and Monetary Union*, str. 7, Official Journal of the European Communities, C345/6-12, 13.11.98. Brussels.
- Edison H. (1993), „The Effectiveness of Central Bank Intervention: a Survey of the Literature after 1982”, *Special Papers in International Economics*, Princeton.
- Flood, R. and A. Rose (2001), „Uncovered Interest Parity in Crisis: the Interest Rate Defence in the 1990s”, *IMF Working Papers*, 01/207.
- Froot, K. and R. Thaler (1990), „Anomalies: Foreign Exchange”, *Journal of Economic Perspectives*, no. 4-3, pp. 179-93.
- Habib M. (2002), „Financial contagion, interest rates and the role of the exchange rate as a shock absorber in Central and Eastern Europe”, *Discussion Paper No. 7*, pp. 42, Bank of Finland Institute for Economics in Transition, BOFIT.
- Hodrick R. (1987), *The Empirical Evidence on the Efficiency of Forward and Futures Foreign Exchange Markets*, (Chur: Harwood).
- Leahy M. (1995), „The Profitability of US Intervention [in:] the Foreign Exchange Markets”, *Journal of International Money and Finance*, (December), pp. 823-44.
- Lewis, K. (1995), „Puzzles in International Financial Markets” [in:] *The Handbook of International Economics*, (eds. Grossman and Rogoff).
- Nadal-De Simone, F. and W. Razzak (1999), „Nominal Exchange Rates and Nominal Interest Rate Differentials”, *IMF Working Papers*, 99/141.
- Neely. C. (1998), „Technical Analysis and the Profitability of US Foreign Exchange Intervention”, *Federal reserve Bank of St. Louis Review*, Vol. 80, No. 4, pp. 3-17.
- Paddoa-Schioppa, T. (2003), *Trajectory towards the euro and the role of ERMII*, pp. 12, mimeo, Frankfurt.
- Rogoff K. (1985), „The optimal degree of commitment to an intermediate monetary target”, *Quarterly Journal of Economics*, no. 100 (November), pp. 1169-89.
- Rostowski J. (2002) *The Debate on Early Accession to EMU by Transition Applicant Countries*, mimeo, pp. 14, Warsaw.
- Schwartz, A. (2000), „The Rise and Fall of Foreign Exchange Market Intervention”, *NBER Working Papers Series*, No. 7751, available on <http://nber.org/papers/w7751>

II. Instytucje Unii Gospodarczej i Walutowej: perspektywa rozszerzenia

Wojciech Paczyński

1. Procesy decyzyjne w EBC

Europejski Bank Centralny prowadzi politykę monetarną strefy euro, a zatem trudno przecenić znaczenie jego sprawnego działania dla funkcjonowania Europejskiej Unii Gospodarczej i Walutowej (UGW). Z drugiej strony, nie można go traktować jako instytucji stojącej całkiem poza procesami politycznymi na kontynencie. Decyzja o utworzeniu czy przystąpieniu do UGW oznacza, że suwerenne kraje rezygnują z niezależnej polityki monetarnej. O ile niezależność narodowych banków centralnych stała się dość powszechnie akceptowanym standardem w krajach członkowskich i kandydujących do UE (choć nie można nie dostrzegać pewnych wyjątków w postawach poszczególnych polityków), stosunek do superbanku we Frankfurcie jest nieco bardziej skomplikowany. W każdym razie mechanizmy podejmowania decyzji w EBC zostały ustalone przez europejskich polityków stosunkowo niedawno, a od ponad 4 lat toczy się debata o reformie tych mechanizmów i wszystko to odbywa się jednocześnie z innymi instytucjonalnymi sporami bezpośrednio dotyczącymi wpływu poszczególnych państw na politykę Wspólnoty, obszaru suwerenności krajowej polityki, itd.

Bodźcem dla otwarcia dyskusji o reformie instytucjonalnej EBC było oczekiwane rozszerzenie UGW. Zasadniczy (potencjalny) problem sprowadza się do rozmiaru Rady Prezesów EBC⁴⁴ – ciała podejmującego najważniejsze decyzje w UGW, w tym te dotyczące stóp procentowych. Obecnie w dyskusjach i głosowaniu uczestniczy 18 osób: 6 członków Zarządu EBC⁴⁵ i 12 prezesów banków centralnych państw-członków unii walutowej. Każdy ma po jednym głosie, choć w razie równego podziału decydujące jest stanowisko prezesa banku. Przy zachowaniu obecnego systemu po rozszerzeniu UGW Rada Prezesów mogłaby liczyć

⁴⁴ *Governing Council of the ECB*. W tekście tym stosujemy nazewnictwo przyjęte w polskim tłumaczeniu Traktatu Ustanawiającego Wspólnotę Europejską – Tekst Skonsolidowany uwzględniający zmiany wprowadzone Traktatem z Nicei dostępnym na stronie www.ukie.gov.pl.

⁴⁵ *Executive Board of the ECB*.

nawet ponad 30 osób (przy ponad 24 państwach członkowskich unii). W związku z tym podnoszone są dwie zasadnicze wątpliwości.

Po pierwsze, sprawne prowadzenie dyskusji o kondycji gospodarczej strefy euro, optymalnej strategii polityki monetarnej, czy o konkretnych decyzjach dotyczących stóp procentowych w tak szerokim gronie może się okazać bardzo trudne. W pesymistycznym scenariuszu oznaczałoby to „niemoc decyzyjną” banku, brak odpowiednich i podejmowanych we właściwym czasie decyzji dotyczących polityki monetarnej. Pesymiści powołują się przy tym na fakt, że w dotychczasowej praktyce wiele decyzji EBC (także w sprawie stóp procentowych) jest najprawdopodobniej podejmowanych na zasadzie konsensusu, a nie przez głosowanie⁴⁶. Po ewentualnym rozszerzeniu Rady Prezesów do ponad 20 osób osiągnięcie kompromisu bez głosowania byłoby niewątpliwie trudniejsze, jednak nie widać powodów dla których głosowanie nad decyzjami dotyczącymi polityki monetarnej miałyby być gorszym rozwiązaniem. Fakt, że obecnie często nie dochodzi do głosowania nie musi bynajmniej oznaczać, że wszyscy członkowie Rady Prezesów są jednomyślni. Jeśli w dyskusji widoczna jest większość popierająca konkretne rozwiązanie, reszta może zrezygnować z głosowania, w którym i tak ich opcje nie miałyby szans na zwycięstwo. Nie zmienia to faktu, że trudno odmówić częściowej choćby racji argumentom, że prowadzenie dyskusji i podejmowanie szczegółowych decyzji w gronie 25-30 osób nie byłoby prostym zadaniem.

Drugi problem, podnoszony w kontekście rozszerzenia UGW, wiąże się z rozkładem głosów na poszczególne grupy krajów w związku z obowiązywaniem zasady jeden kraj – jeden głos. Po rozszerzeniu w UGW będzie znacznie więcej krajów o niewielkich gospodarkach (mierzonych np. wielkością PKB), słabiej rozwiniętych, ale najprawdopodobniej charakteryzujących się nieco wyższym tempem wzrostu gospodarczego i poziomem inflacji niż Niemcy, Francja czy Włochy. Gdyby prezesi banków centralnych z tych mniejszych szybko rozwijających się krajów w swoich preferencjach dotyczących polityki monetarnej EBC kierowali się zbyt dużym stopniem (większym niżby to wynikało z udziału kraju w PKB całej unii walutowej) warunkami w swoich krajach, mogłoby to skutkować zbyt restrykcyjnym nastawieniem polityki monetarnej i w konsekwencji wolniejszym wzrostem PKB – w pierwszym rządzie w największych gospodarkach unii, a w konsekwencji także w pozostałych krajach UGW⁴⁷.

⁴⁶ Posiedzenia Rady Prezesów są niejawne. Informacje o tym, że wiele decyzji podejmowanych jest bez głosowania pochodzą z wypowiedzi jej członków, np. Wima Duisenberga na konferencji prasowej EBC 3 lutego 2000 r.

⁴⁷ Z drugiej strony, wyrażano też obawy, że prezesi banków centralnych z krajów mających za sobą niedawne doświadczenia transformacji gospodarek mogą opowiadać się za (zbyt) luźną polityką monetarną. Dyskusję na ten temat można znaleźć np. w: Jacek Rostowski, „The Debate on early EMU Accession by the Transition Applicant Countries”, mimeo, CASE, październik 2002.

Warto podkreślić, że cała ta argumentacja opiera się na założeniu, że prezesi narodowych banków centralnych mogą w pewnej mierze kierować się w swoich decyzjach wąsko pojętymi i krótkowzrocznymi interesami „narodowymi”. W rzeczywistości wydaje się skrajnie mało prawdopodobne, aby reprezentanci poszczególnych szybko rozwijających się małych krajów chcieli przeforsować taką politykę monetarną EBC, która doprowadziłaby do istotnych problemów gospodarczych największych krajów Unii. Mimo wszystko, reforma systemu podejmowania decyzji redukująca „przechył” w stronę najmniejszych krajów mogłaby być pożądana, choćby dlatego, że niektórzy uczestnicy rynku mogą obawiać się (słusznie lub nie – nie ma to w tym przypadku znaczenia) sytuacji w której przedstawiciele krajów reprezentujących ok. 20% PKB UGW mogliby mieć decydujący głos o kształcie polityki monetarnej Unii.

Wśród różnorodnych zgłaszanych koncepcji rozwiązania wspomnianych wyżej trudności przewija się kilka naturalnych i stosowanych w innych instytucjach pomysłów. Po pierwsze, można wyobrazić sobie system, w którym formuje się grupy krajów mające później jednego przedstawiciela z prawem głosu na zebraniach Rady Prezesów. W podobny sposób funkcjonuje Międzynarodowy Fundusz Walutowy. Po drugie, można wprowadzić system rotacji praw do głosowania – w ten sposób działa amerykański Fed. Inne rozwiązanie to całkowite zerwanie z zasadą prawa głosu przyznawanego reprezentantom krajów członkowskich Unii (prezesom banków centralnych) i sformowanie rady polityki pieniężnej UGW z ekspertów od polityki monetarnej bez oglądania się ich narodowość. Możliwe jest też pozostawienie Rady Prezesów w obecnym kształcie, przy wprowadzeniu zasady głosowania ważoną większością głosów, tak jak funkcjonuje obecnie Rada Europejska (wagi poszczególnych krajów mogłyby być na przykład uzależnione od udziału w kapitale EBC). Wreszcie, nie trudno sobie wyobrazić różne kombinacje powyższych rozwiązań.

Wszystkie te propozycje mają określone wady i zalety, niektóre rozwiązują tylko problem zbyt silnej pozycji małych krajów w procesie decyzyjnym, inne także kwestię zbyt licznego grona dyskutujących o polityce monetarnej.

Traktat Nicejski zobowiązał EBC i/lub Komisję Europejską do przedstawienia koncepcji reformy struktur Rady Prezesów. Dopiero w grudniu 2002 r. (dwa lata po przyjęciu Traktatu Nicejskiego, ale niedługo po jego ratyfikacji przez Irlandię) EBC ogłosił swoją propozycję zmian. 3 lutego 2003 r., po wejściu w życie Traktatu Nicejskiego, projekt został oficjalnie przedstawiony jako rekomendacja dla Rady Europejskiej⁴⁸. 21 marca 2003 r. Rada jednogłośnie zaakceptowała tę propozycję, która podlega teraz ratyfikacji przez wszystkie państwa członkowskie. Na wniosek Holandii i Finlandii, które były dość krytycznie nastawione do

⁴⁸ „Recommendation, under Article 10.6 of the Statute of the European System of Central Banks and of the European Central Bank, for a Council Decision on an amendment to Article 10.2 of the Statute of the European System of Central Banks and of the European Central Bank”, (ECB/2003/1), 3 lutego 2003.

projektu, zapowiedziano, że Konferencja Międzyrządowa w grudniu 2003 r. powróci do sprawy reformy systemu podejmowania decyzji w EBC. W tej kwestii nie podjęto tam żadnych decyzji, jednak niewątpliwie sprawa nie jest jeszcze ostatecznie przesądzona – wejście w życie nowych regulacji raczej nie nastąpi przed ok. 2008 r. Niewątpliwie natomiast przyjęte rozwiązanie zgodne z projektem EBC staje się punktem odniesienia do dalszych dyskusji. Z tego powodu poniżej omawiamy je bardziej szczegółowo.

1.1. Szczegóły reformy

Jednogłośnie przyjęty przez Radę Prezesów projekt łączy w sobie koncepcje reprezentacji i rotacyjności. Przewiduje, że gdy liczba państw członkowskich UGW przekroczy 15 wszy-

Tabela 1. Szacunkowy podział krajów na grupy według metodologii zaproponowanej przez EBC

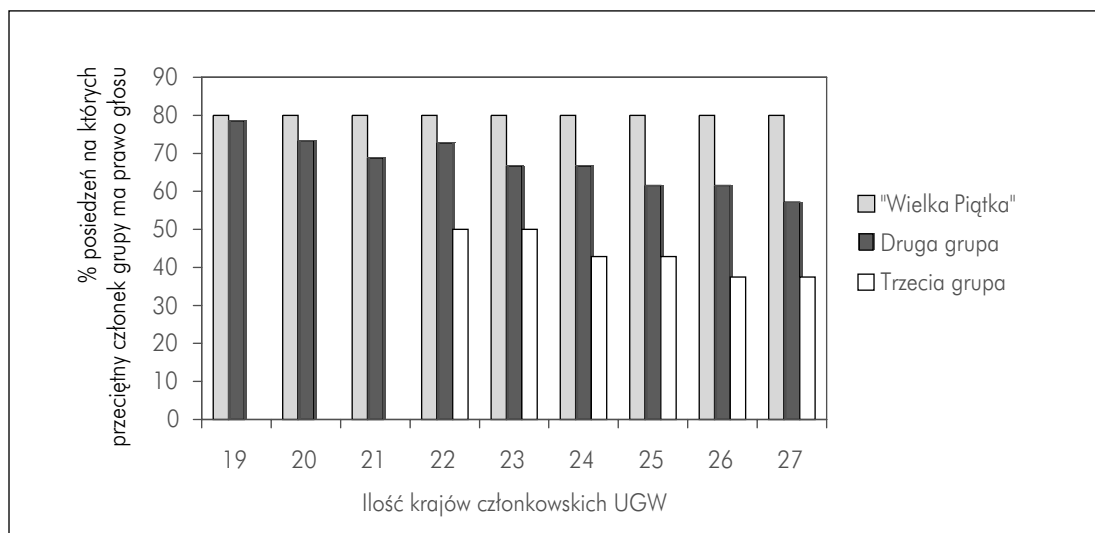
	UGW-22 (obecni członkowie UGW + 10 krajów przystępujących do UE w maju 2004) – bez Wielkiej Brytanii, Szwecji i Danii	UGW-25 (obecni członkowie UE + 10 krajów przystępujących do UE w maju 2004)
Grupa 1 (4 głosy)	Niemcy Francja Włochy Hiszpania Holandia	Niemcy Wielka Brytania Francja Włochy Hiszpania
Grupa 2 (11 głosów)	Belgia Austria Irlandia Polska Portugalia Grecja Luksemburg Finlandia Czechy Węgry Słowacja	Holandia Belgia Szwecja Austria Dania Irlandia Polska Portugalia Grecja Luksemburg Finlandia Czechy Węgry
Grupa 3 (3 głosy)	Słowenia Litwa Cypr Łotwa Estonia Malta	Słowacja Słowenia Litwa Cypr Łotwa Estonia Malta

Uwagi: Klasyfikacja na podstawie szacunkowych danych z 2002 r.

Źródło: Daniel Gros, „Reforming the Composition of the ECB Governing Council in View of Enlarged: an Opportunity Missed”, CEPS Policy Brief No. 32, kwiecień 2003.

szy prezesi krajowych banków centralnych będą nadal uczestniczyć w obradach Rady Prezesów, natomiast nie zawsze dysponować oni będą prawem głosowania nad decyzjami dotyczącymi polityki monetarnej. Maksymalna ilość osób głosujących ma nie przekroczyć 21. Częstotliwość rotacji będzie uzależniona od wielkości dochodu narodowego kraju i znaczenia jego sektora finansowego. Sześciu członków Rady EBC utrzyma stale prawo głosu, natomiast prezesi banków będą podzieleni na dwie lub trzy grupy, wewnątrz których miałyby odbywać się rotacja praw do głosowania. Podział na grupy ma się odbywać na podstawie rankingu krajów ustalonego według wielkości PKB (waga 5/6) i udziału w zagregowanym bilansie instytucji finansowych („TABS-MFIs”, waga 1/6). Pięć największych gospodarek według takiej klasyfikacji zawsze dysponowałoby w sumie czterema głosami. W przypadku, gdy w UGW byłoby od 16 do 21 krajów członkowskich, wszystkie pozostałe kraje dysponowałyby 11 głosami do podziału. Kiedy do unii walutowej przystąpiłoby więcej państw, do drugiej grupy należałaby połowa wszystkich krajów członkowskich UGW dysponując w sumie 8 głosami, natomiast pozostałe, najmniejsze (według proponowanych kryteriów) kraje miałyby do dyspozycji 3 głosy. Taki podział w dwóch hipotetycznych scenariuszach rozszerzania UGW, przy przyjęciu danych makroekonomicznych z 2002 r. przedstawiony jest w tabeli 1, natomiast częstość głosowania prezesów banków centralnych z krajów należących do poszczególnych grup można odczytać z rysunku 1.

Rysunek 1. Rozmiar UGW i rozkład prawa głosu między grupami krajów



Uwaga: Rozkład prawa głosu jest prezentowany dla unii walutowej liczącej od 19 do 27 krajów. Więcej wyjaśnień w głównym tekście.

1.2. Co jest naprawdę istotne?

Zanim przedyskutujemy słabe i mocne strony tego rozwiązania koniecznych jest kilka uwag określających kryteria oceny tej czy jakichkolwiek innych reform systemu podejmowania decyzji w Europejskim Systemie Banków Centralnych (ESBC).

Jak to jasno precyzuje Artykuł 105 Traktatu Ustanawiającego Wspólnotę Europejską: „Głównym celem ESBC jest utrzymanie stabilności cen. Bez uszczerbku dla celu stabilności cen, ESBC wspiera ogólne polityki gospodarcze we Wspólnocie, mając na względzie przyczynianie się do osiągnięcia celów Wspólnoty”⁴⁹. Podstawowym kryterium oceny architektury instytucjonalnej banku (i propozycji jej zmian) musi być zatem zdolność do prowadzenia optymalnej polityki monetarnej w UGW. Z tego punktu widzenia podział głosów między przedstawicieli poszczególnych krajów nie miałby żadnego znaczenia zakładając, że osoby decydujące o polityce pieniężnej kierowałyby się interesem całej unii, a nie kraju z którego pochodzą. Celowe byłby zatem maksymalne „odpolitycznienie” wyboru członków Rady Prezesów i Zarządu EBC.

Jeśli jednak dopuścić możliwość, że lokalne warunki mogą mieć pewien wpływ na preferencje członków Rady Prezesów, lub że rynki finansowe będą żywić takie przekonanie, należałoby dążyć do zneutralizowania potencjalnych negatywnych konsekwencji takiego stanu rzeczy. Należy też brać pod uwagę, że mało realistyczne, przynajmniej w perspektywie najbliższych kilku lat, wydaje się odpolitycznienie procesu mianowania członków Zarządu EBC⁵⁰. Także wśród elit politycznych i w opinii publicznej krajów członkowskich pozostanie zapewne myślenie o banku w kategoriach „narodowych”. W związku z tym istotne staje się powszechne postrzeganie proponowanych rozwiązań jako sprawiedliwe i realistyczne.

1.3. Plusy i minusy reformy – perspektywa Polski

Projekt reformy zaproponowany przez EBC jest wynikiem trudnego kompromisu całej Rady Prezesów. Wim Duisenberg, komentując go, stwierdził: „nie mówię, że jestem z niego dumny; jestem dumny, że osiągnęliśmy jednomyślną zgodę na przynajmniej jedną propozycję”⁵¹. Rzeczywiście, projektowi nietrudno postawić kilka zarzutów.

⁴⁹ Traktat Ustanawiający Wspólnotę Europejską – Tekst Skonsolidowany uwzględniający zmiany wprowadzone Traktatem z Nicei, polska wersja dostępna na stronie www.uke.gov.pl.

⁵⁰ Dobrą ilustracją może tu być postawa Francji przy podejmowaniu decyzji o osobie Prezesa EBC w 1998 r. Osiągnięto wówczas kompromis przewidujący ustąpienie Wima Duisenberga w połowie kadencji i objęcie stanowiska przez Jean-Claude’a Tricheta, który z kolei do połowy czerwca 2003 r. borykał się z procesem w aferze Crédit Lyonnais, co w przypadku wyroku skazującego uniemożliwiłoby mu objęcie szefostwa EBC.

⁵¹ Sesja pytań i odpowiedzi po wystąpieniu przed Komisją Spraw Ekonomicznych i Monetarnych (Committee on Economic and Monetary Affairs) Parlamentu Europejskiego 17 lutego 2003 r. Tłumaczenie własne.

Po pierwsze, proponowany system jest dość skomplikowany. Uzależnienie składu grup od nieznanego scenariusza rozszerzenia UGW i od zmieniających się danych makroekonomicznych będzie powodować powstawanie „punktów nieciągłości”. Automatyczne ścisłe stosowanie proponowanych zasad mogłoby skutkować nieuzasadnionymi „korzyściami”, czy „stratami” dla niektórych krajów. Pierwszy problem pojawiłby się już przy rozszerzeniu unii do 16-18 krajów. W takiej unii pięć największych krajów dysponując czterema głosami miałyby prawo do głosu rzadziej niż wszystkie pozostałe kraje tworzące drugą grupę. Autorzy propozycji zdając sobie sprawę z tego problemu, *explicite* wykluczyli taką ewentualność, a także przewidzieli, że wprowadzenie systemu rotacyjnego może zostać opóźnione do czasu, gdy w UGW będzie co najmniej 19 krajów członkowskich (w przypadku wprowadzenia nowego systemu w Unii 16-18 krajów, reprezentanci pięciu największych gospodarek mieliby stałe prawa głosu). W praktyce należałoby się spodziewać, że jakiegokolwiek zmiany w funkcjonowaniu banku nastąpią dopiero wtedy, gdy liczba krajów unii przekroczy 18. Jednak także później nie do uniknięcia będzie pewna doza „ręcznego sterowania” procesem – propozycja EBC przewiduje zresztą taką możliwość.

Projekt EBC odchodząc od zasady jeden kraj – jeden głos może przyczynić się do pogorszenia postrzegania funkcjonowania Rady Prezesów. Wprowadzenie zróżnicowania na mniejsze i większe kraje może zostać odczytane jako przyznanie, że prezesi banków centralnych w ustalaniu stóp procentowych kierują się nie tylko interesami całej unii, ale także starają się forsować interesy swoich krajów. Jednocześnie nie można mówić o rozwiązaniu kwestii wielkości grona decyzyjnego. Pod względem sprawności proceduowania trudno dopatrzeć się istotnej różnicy między obradami w gronie 25-30 osób, zakończonych głosowaniem przez 21 wybrańców, a pozwoleniem wszystkim dyskutantom na oddanie głosu.

Do powyższych zarzutów można dodać jeszcze jeden. Otóż pewne wątpliwości budzi wybór metody budowania rankingu krajów. Trudno znaleźć mocne racjonalne uzasadnienie dla wyboru wagi 5/6 dla udziału w PKB unii monetarnej, 1/6 dla pewnej miary wielkości sektora finansowego przy nieuwzględnianiu liczby ludności kraju. Trudno oprzeć się wrażeniu, że było to podyktowane chęcią wzmocnienia pozycji jednego kraju – Luksemburga, który zajmuje dzięki temu pewne miejsce w drugiej grupie, plasując się w rankingu nawet przed Finlandią – krajem o około dziesięciokrotnie większej liczbie ludności i sześciokrotnie większym PKB. Uwzględnienie w rankingu miary wielkości rynków finansowych przy nieuwzględnieniu wielkości populacji powoduje wyraźnie niższe notowania nowych krajów członkowskich UE z Europy Środkowej – jak pokazuje tabela 1 trzecia grupa krajów dysponująca zaledwie trzema głosami będzie najprawdopodobniej składać się wyłącznie z nowych członków Unii Europejskiej (biorąc pod uwagę dane z 2002 r., przy pewnych wariantach rozszerzania UGW w trzeciej grupie mogłyby się znaleźć także Bułgaria i Rumunia).

Wątpliwości co do zastosowanej metody budowania rankingu biorą się z dwóch rzeczy. Po pierwsze, bez wyjaśnienia zrezygnowano z metody stosowanej przy wielu innych decyzjach dotyczących EBC, przy których głosy poszczególnych krajów waży się udziałami w kapitale banku. Z kolei udziały w kapitale są na mocy Artykułu 29 Statutu EBC równe sumie połowy udziałów w PKB unii monetarnej i połowy udziałów w jej potencjale ludnościowym. Zastosowanie takiego algorytmu poprawiłoby np. pozycję Polski. Dopóki Wielka Brytania pozostaje poza strefą euro, nasz kraj znajdowałby się w piątce największych gospodarek UGW⁵². Fakt wyjątkowo mało korzystnych dla nowych członków EU zapisów projektu reformy EBC nie miałby większego znaczenia, gdyby nie ich kontekst polityczny. Otóż nowe kraje członkowskie UE nie miały żadnego wpływu na kształt projektu reformy. Problem polega zatem nie tyle na tym kto jak często miałby głosować, ile na ryzyku upolitycznienia sporu o wpływ na decydowanie o stopach procentowych w UGW. Gdyby do tego doszło, byłoby to najgorsze z możliwych rozwiązań.

Mimo wielu wad, propozycja EBC ma też kilka niewątpliwych zalet. Po pierwsze, jednogłośnie zgodzili się na nią prezesi banków centralnych strefy euro, co już jest nie lada sukcesem – przytaczane wyżej słowa Duisenberga warto odczytywać bez złośliwego uśmiechu. Propozycja ta została też jednogłośnie przyjęta przez Radę Europejską w marcu 2003 r. Co ciekawe, najwięcej głosów krytycznych padało przy tym ze strony Finlandii i Holandii, krajów mających do niedawna po dwóch przedstawicieli w Radzie Prezesów (prezes banku centralnego i członek Zarządu EBC (jego prezes w przypadku Holandii)) i utrzymujących według propozycji EBC duży wpływ na politykę monetarną Unii. Wskazuje to wyraźnie na potencjalne ryzyko jeszcze silniejszego upolitycznienia debaty o reformie⁵³.

Po drugie, projekt EBC ogranicza potencjalne ryzyko zbyt silnego wpływu małych krajów na kształt polityki pieniężnej w UGW, co może zmniejszyć niepewność rynków finansowych co do kształtu tej polityki po rozszerzeniu unii. Skomplikowana metoda ustalania podziału na grupy krajów i konieczność pewnego „ręcznego sterowania” zasadami rotacji uczyni cały proces mniej zrozumiałym dla opinii publicznej (która jednak na co dzień nie poświęca tego typu zagadnieniom zbyt wiele uwagi), ale nie powinno to stanowić istotnego problemu dla EBC czy rynków finansowych, które z powodzeniem na co dzień analizują znacznie bardziej skomplikowane mechanizmy życia politycznego i gospodarczego. Kwestia bardzo dużego grona osób dyskutujących o polityce monetarnej pozostaje co prawda niezafatwiona, jednak można się zastanawiać, czy istotnie będzie to stanowiło duży problem.

⁵² Na podstawie szacunkowych obliczeń DIW Berlin. Por. Kirsten Lommatzsch & Silke Tober, „Monetary Policy Aspects of the Enlargement of the Euro Area”, *Research Notes* no. 4, Deutsche Bank Research, Frankfurt am Main, sierpień 2002.

⁵³ W przypadku Finlandii pozycja rządu była po części determinowana wcześniejszą silną krytyką propozycji EBC na forum krajowego parlamentu.

Biorąc pod uwagę wysokie kwalifikacje i doświadczenie osób zasiadających w Radzie Prezesów, można oczekiwać, że udałoby się im wypracować skuteczne mechanizmy pracy zespołowej.

1.4. Wnioski i podsumowanie

Oczekiwane w ciągu najbliższych kilku lat duże rozszerzenie strefy euro stawia przed jej instytucjami wyzwanie zapewnienia sprawnego funkcjonowania znacznie bardziej zróżnicowanej Unii. W szczególności konieczne jest zapewnienie wydolnych mechanizmów podejmowania decyzji o strategii polityki monetarnej i jej wprowadzaniu w życie – przede wszystkim przez sterowanie poziomem stóp procentowych. W tym kontekście wskazane byłoby zapewnienie, że grono decydujące o polityce monetarnej będzie kierować się oceną sytuacji gospodarczej całej Unii (a nie poszczególnych państw) oraz zmniejszenie ciała podejmującego decyzje dla zapewnienia większej sprawności obrad. Przy podejmowaniu decyzji o optymalnym kształcie reformy należy uwzględnić jej wymiar polityczny (jej postrzeganie w elitach politycznych i społeczeństwach obecnych i przyszłych członków UGW) oraz wpływ na rynki finansowe (poziom zaufania do wspólnej polityki monetarnej i euro).

Zaproponowany w lutym 2003 r. przez EBC projekt reformy niewątpliwie ma wiele wad, jednak wydaje się możliwym do zaakceptowania kompromisem, którego wprowadzenie w życie w każdym razie nie powinno pogorszyć sprawności wspólnej polityki monetarnej strefy euro. Pozostawienie obecnie obowiązujących rozwiązań na jeszcze kilka lat także nie spowodowałoby jakiegokolwiek katastrofy. W rzeczywistości istnieje wiele alternatywnych modeli decydowania o polityce pieniężnej unii walutowej, które mogą okazać się skuteczne o ile będą akceptowane przez aktorów politycznych i rynki finansowe. Problemem są nie tyle szczegółowe rozwiązania konkurencyjnych projektów, ile atmosfera politycznego targu, która może się wytworzyć wokół dyskusji o reformie EBC. Żaden z dzisiejszych ani przyszłych członków UGW nie może racjonalnie oczekiwać, że jego wpływ na wspólną politykę monetarną mógłby być większy, niżby to wynikało z udziału potencjału gospodarczego w całej Unii. Kluczem do powodzenia projektu unii monetarnej jest optymalna polityka pieniężna dostosowana do potrzeb całej Unii, radząca sobie z różnorodnością warunków w krajach ją tworzących. Odwoływanie się do bieżących interesów krajowych w dyskusji o EBC i traktowanie jej w kategoriach sporu między krajami wróżyłoby jak najgorzej przyszłości całego projektu Unii Gospodarczej i Walutowej.

2. Przyszłość Grupy euro

Grupa euro (Eurogroup, wcześniej stosowano też nazwy Euro –X Council, Euro 11-12 Group) to nieformalna instytucja skupiająca ministrów finansów krajów należących do Unii Gospodarczej i Walutowej. Jak do tej pory nie miała ona umocowania w Traktatach i nie mając żadnych formalnych uprawnień legislacyjnych, służyła jako forum konsultacyjne posiadające jednak istotną rolę w wewnętrznej dyskusji o koordynacji polityki gospodarczej.

Traktat z Maastricht zakładał, że polityka ekonomiczna UGW (poza polityką monetarną powierzoną niezależnemu EBC) będzie prowadzona na poziomie międzyrządowym, a podstawową instytucją ją wypracowującą pozostanie ECOFIN – Rada UE ds. Gospodarki i Finansów grupująca odpowiednich ministrów wszystkich krajów UE (a więc także tych pozostających poza UGW). Do 1996-1997 roku dyskusja o koordynacji polityki ekonomicznej wewnątrz UE koncentrowała się na stworzeniu zbioru reguł i zakazów mających zapewnić stabilność unii walutowej. Owoce tych wysiłków było rozwinięcie zapisów Artykułu 104 Traktatu Ustanawiającego Wspólnotę Europejską o wymogu unikania przez państwa członkowskie nadmiernych deficytów budżetowych przez przyjęcie Paktu Stabilizacji i Rozwoju⁵⁴. Pod koniec 1997 r. szczyt UE w Luksemburgu uznał, że wprowadzenie euro stwarza potrzebę ściślejszej współpracy między krajami tworzącymi unię walutową i powołał do istnienia Grupę euro, której pierwsze spotkanie odbyło się w połowie 1998 r. Od tej pory spotkania ministrów krajów strefy euro odbywają się regularnie, obok oficjalnych zebrań ECOFIN.

Grupa euro dość znacząco różni się od innych unijnych instytucji zajmujących się polityką gospodarczą. Po pierwsze, jest to ciało bardzo małe – spotkania odbywają się w składzie jeden minister (finansów lub gospodarki) i jeden doradca z każdego kraju. Dla porównania w obradach ECOFIN uczestniczy zazwyczaj około 100 osób⁵⁵. Nieformalny charakter grupy, niejawnosc obrad, brak konieczności zajmowania się ściśle sprecyzowanymi zagadnieniami i oficjalnego przedstawiania wyników rozmów oraz wąskie grono dyskutantów umożliwia, według doniesień, bardziej szczerze rozmowy i podejmowanie różnych trudnych kwestii. Z drugiej strony, w obradach Grupy euro uczestniczą ci sami ministrowie, którzy później spotykają się na forum ECOFIN – ciała podejmującego bardzo istotne decyzje kwalifikowa-

⁵⁴ Inicjatywa przyjęcia Paktu wyszła w 1995 r. od Niemiec, które chciały za wszelką cenę uniknąć ryzyka inflacji napędzanej ekspansją fiskalną i chciały zapewnić mechanizmy skutecznego egzekwowania zapisów Artykułu 104 Traktatu. Ciekawym zbiegiem okoliczności jest, że to właśnie między innymi konsekwentne łamanie reguł Paktu przez Niemcy doprowadziło do utraty jego faktycznego znaczenia od końca 2003 r. i rozpoczęcia prac nad daleko idącą reformą reguł dotyczących finansów publicznych w UE.

⁵⁵ Por. wypowiedź Dominique Strauss-Kahna dla *Financial Times*, 12 lutego 1999 r. przytaczana w Uwe Puetter, „The Informal Eurogroup: a New Working Method and an Institutional Compromise”, *Constitutional Web-Papers* No. 2-2001.

ną większością głosów. Oznacza to, że wypracowanie w konkretnej sprawie kompromisu wewnątrz Grupy euro może praktycznie przesądzać lub co najmniej znacząco zwiększyć szanse na zaakceptowanie rozwiązania na forum ECOFIN. W tym sensie nieformalny charakter Grupy euro i brak uprawnień do podejmowania decyzji może stanowić nie o słabości, lecz o sile tego grona. Można oczekiwać, że w czasie nieformalnych spotkań w wąskim zespole łatwiej (co nie znaczy że łatwo) o atmosferę współpracy niż w sformalizowanym ECOFIN, gdzie bardziej naturalną postawą może stawać się konkurencja i targi o przeforsowanie własnego stanowiska⁵⁶.

Oczekiwane rozszerzenie UGW niesie pewne konsekwencje dla instytucjonalnego umocowania Grupy euro, a także sposobu podejmowania decyzji w ECOFIN. Kluczową sprawą wydaje się tu być, z jednej strony, chęć zapewnienia efektywności forum dyskusyjnego, jakim do tej pory była Grupa euro, z drugiej, obawy o dalsze pogorszenie zdolności decyzyjnych przez poszerzony ECOFIN, w którym zasiadają obecnie ministrowie 25 krajów członkowskich UE. Decyzje na forum ECOFIN podejmowane są ważoną większością głosów. Oznacza to, że 10 nowych członków Wspólnoty, zgodnie z postanowieniami Traktatu Nicejskiego, może odgrywać na tym forum dość istotną rolę (także po 2009 r., o ile nie wejdą w życie postanowienia Traktatu Konstytucyjnego). Ilość głosów przypadająca na poszczególne kraje uzależniona jest od wielkości populacji (nieliniowo – mniejsze kraje mają relatywnie więcej głosów⁵⁷), a zatem mogłoby się wydawać, że „siła głosu” nowych członków będzie na tym forum znacznie mniejsza niż w Radzie Prezesów EBC po rozszerzeniu UGW (gdyby na chwilę przyjęc założenie o reprezentowaniu krajowych interesów przez prezesów banków centralnych). Jest to jednak obraz mylący, gdyż problem leży nie tyle w sumie głosów pozostających do dyspozycji dla nowych członków Unii, ale w regule głosowania. W Radzie Prezesów EBC decyzje podejmowane są zwykłą większością głosów, podczas gdy Traktat Nicejski przewiduje bardzo wysoki próg (ok. 73% wszystkich głosów) potrzebny do przyjęcia jakiegokolwiek rozwiązania w Radzie Europejskiej. Takie rozwiązanie oznacza, że bardzo łatwo jest stosunkowo niedużej grupie państw zablokować inicjatywy popierane nawet przez wyraźną większość członków UE.

Reforma systemu głosowania w Radzie zaakceptowana w Traktacie Konstytucyjnym w czerwcu 2004 r. znacząco poprawia sytuację w tym zakresie – formułowanie większości będzie zdecydowanie łatwiejsze (kwalifikowaną większość stanowić ma – z dokładnością do

⁵⁶ ECOFIN czy Rada Europejska są też po prostu zbyt dużymi ciałami, a ich spotkaniom towarzyszy zbyt duże zainteresowanie mediów, aby mogły one stanowić fora dla szczerych dyskusji i wypracowywania konkretnych rozwiązań politycznych. Por. Padoa-Schioppa, „Europe’s new economic policy constitution”, w: D. Currie, A. Donnelly, H. Flassbeck, B. Hall, J. Lemierre, T. Padoa-Schioppa, and N. Wicks (red.), *Will EMU Lead to a European Economic Government?*, Center for European Reform, Londyn 1999.

⁵⁷ Najbardziej reprezentatywny byłby system w którym wagi krajów byłyby proporcjonalne do pierwiastka liczby ludności – por. L.S. Penrose (1952), *On the Objective Study of Crowd Behaviour*, HK Lewis & Co.

pewnych niuansów – co najmniej 55% krajów członkowskich reprezentujących nie mniej niż 65% ludności)⁵⁸. Na zdecydowanie większą łatwość formułowania większości wskazuje np. wyraźnie większy w przypadku systemu konstytucyjnego tzw. globalny wskaźnik Colemanna (współczynnik efektywności podejmowania decyzji) równy prawdopodobieństwu, że losowo wybrana koalicja będzie zwycięska⁵⁹. Z drugiej strony, rośnie relatywna siła niektórych państw wewnątrz Grupy euro. Największym beneficjentem okazują się być Niemcy⁶⁰. Jednak nie jest jeszcze przesądzona ratyfikacja Traktatu przez wszystkie kraje członkowskie, a zatem jego wejście w życie⁶¹. Po drugie, zmiany w funkcjonowaniu Rady i ECOFIN zostałyby w każdym razie wprowadzone dopiero w końcu 2009 r., a więc – według najbardziej prawdopodobnego scenariusza – już po przyjęciu co najmniej kilku nowych krajów do strefy euro.

Taki stan rzeczy może stwarzać pewne niebezpieczeństwo dla perspektyw szybkiej akcesji Polski i innych krajów do UGW. Jeśli państwa członkowskie unii walutowej uznają wzmocnienie pozycji Grupy euro za rozwiązanie problemu niskiej skuteczności działania ECOFIN, naturalną konsekwencją może być niechęć do poszerzania Grupy euro, czyli niechęć do poszerzania Unii Gospodarczo Walutowej⁶². Z drugiej strony, obecne dobre doświadczenia z funkcjonowaniem Grupy euro jako małego, sprawnego i nieformalnego forum dyskusji o daleko idących możliwościach wpływania na decyzje podejmowane przez ECOFIN także mogą potencjalnie być postrzegane przez obecne kraje członkowskie jako zagrożone przez rozszerzenie o wiele nowych państw.

Od blisko dwóch lat toczy się żywa dyskusja o przyszłości Grupy euro. Traktat Konstytucyjny wprowadził szereg nowych elementów. Przede wszystkim proponowane formalne umocowanie Grupy euro i jej nowe prawa do podejmowania decyzji czynią z tego grona bliski odpowiednik ECOFIN – z ograniczeniem kompetencji do spraw dotyczących państw strefy euro.

⁵⁸ System przyjęty w Traktacie Konstytucyjnym ma inne wady, których omówienie leży poza zakresem niniejszego opracowania.

⁵⁹ Obliczenia wykonane przy pomocy programu T. Bräuningera i T. Königa (2001), „Indices of Power” (*IOP 2.0*. University of Konstanz), wskazują, dla reguły nicejskiej, w której większość w Grupie euro musi spełniać następujące warunki: większość krajów (co najmniej 7) dysponująca co najmniej 137 ważonymi głosami wskaźnik Colemanna jest równy ok. 10%. Dla reguły systemu konstytucyjnego zdefiniowanej jako co najmniej 55% liczby krajów (co najmniej 7) dysponujących co najmniej 65% populacji (198,8 milionów) wskaźnik Colemanna jest równy ok. 19%.

⁶⁰ Wewnątrz Grupy euro tzw. indeks Shapley’a-Shubika Niemiec rośnie z 16% w systemie nicejskim do 23% w systemie konstytucyjnym. Niemcy są członkami 88% wygrywających koalicji w systemie nicejskim (tak samo jak Francja i Włochy) i 91% przy systemie konstytucyjnym. Z kolei Francja i Włochy są członkami tylko, odpowiednio, 79% i 78% wygrywających koalicji w systemie konstytucyjnym. Szersze omówienie zagadnienia siły głosów wewnątrz Unii Europejskiej można znaleźć np. w: W. Słomczyński i K. Życzkowski (2004), „Zasady głosowania w Radzie UE: analiza matematyczna”, *Międzynarodowy Przegląd Polityczny*, 7, 18-39.

⁶¹ Oficjalne podpisanie Traktatu nastąpi najprawdopodobniej pod koniec 2004 r. Od tego czasu kraje członkowskie UE będą miały 2 lata na jego ratyfikację. W niektórych krajach decyzja o ratyfikacji poddana zostanie referendum.

⁶² Dyskusję na ten temat zawiera np. Jacek Rostowski, „The Debate on early EMU Accession by the Transition Applicant Countries”, mimeo, CASE, październik 2002.

Zgodnie z artykułami III-88 do III-90 Traktatu Konstytucyjnego⁶³ „Euro-ECOFIN” będzie we własnym gronie podejmować decyzje i rekomendacje dotyczące stanu finansów publicznych krajów, w których obowiązuje wspólna waluta. Przewiduje się też utworzenie pozycji przewodniczącego Grupy euro, który reprezentowałby to grono na zewnątrz, między innymi w relacjach z EBC. Będzie to niewątpliwie wyraźne wzmocnienie politycznej pozycji grupy krajów strefy euro. Wprowadzenie takiego stanowiska nastąpi zresztą już na początku 2005 r. – bez czekania na ewentualną ratyfikację Traktatu Konstytucyjnego. Na posiedzeniu Grupy euro we wrześniu 2004 r. zdecydowano, że stanowisko to – na pierwszą dwuletnią kadencję – obejmie premier i minister finansów Luksemburga Jean-Claude Juncker⁶⁴. Poza tym, ważną zmianą wprowadzoną w Traktacie Konstytucyjnym jest przyznanie krajom strefy euro decydującego głosu w sprawie dopuszczenia do swego grona nowych kandydatów. Wykracza to poza wcześniej tak silnie głoszoną zasadą równości obecnych i przyszłych członków strefy euro⁶⁵.

Jak się zatem wydaje przyjęcie Traktatu Konstytucyjnego nieco zmniejszyło ryzyko ewentualnej obstrukcji procesu rozszerzania strefy euro z motywów odnoszących się do efektywności działania instytucji UE. Należy oczekiwać większej formalizacji działań Grupy euro w przyszłości. Pytanie o to, czy taka formuła okaże się skuteczna w rozwiązywaniu napięć i szukaniu kompromisu między krajami członkowskimi w szeregu kontrowersyjnych spraw, jakie niewątpliwie będą się pojawiały, pozostaje otwarta.

⁶³ Conference of the Representatives of the Governments of the Member States, „Provisional consolidated version of the draft Treaty establishing a Constitution for Europe”, Bruksela 25 czerwca 2004 r. (CIG 86/04)

⁶⁴ Por. „Juncker becomes EU’s first „Mr Euro””, Euractiv, 11 września 2004 r.

⁶⁵ Zasada ta była używana do uzasadnienia odrzucenia przez UE jednostronnej euroizacji jako ścieżki dojścia do członkostwa w strefie euro.

