

Lidia Mesjasz

Katedra Międzynarodowych Stosunków Gospodarczych

Polityka pieniężna a uczestnictwo złotego w ERM II

1. Wprowadzenie

Członkostwo w Unii Gospodarczej i Walutowej (UGW) jest strategicznym celem polskiej polityki gospodarczej, a jednocześnie obowiązkiem, który wynika zarówno z Traktatu z Maastricht, jak i z tzw. kopenhaskich kryteriów członkostwa oraz ustaleń podjętych w trakcie negocjacji akcesyjnych z Unią Europejską. Przystąpienie do strefy euro powinno stać się czynnikiem trwale stabilizującym polską gospodarkę, ale zanim to się stanie, mogą wystąpić okoliczności natury instytucjonalnej i strukturalnej, oddziałujące destabilizująco i utrudniające proces jednoczesnego spełnienia wszystkich nominalnych kryteriów konwergencji z Maastricht. Wybór optymalnego układu polityki pieniężnej, kursowej i fiskalnej będzie miał zasadnicze znaczenie dla pokonania istniejących przeszkód i obniżania kosztów z tym związanych. Trudności, o których mowa, ujawnią się ze szczególną ostrością w czasie obecności złotego w mechanizmie kursów walutowych (tzw. ERM II, *Exchange Rate Mechanism*). Celem artykułu jest identyfikacja zagrożeń oraz analiza problemów i dylematów stojących przed polską polityką pieniężną w tym właśnie okresie.

Artykuł został podzielony na dziewięć punktów. W punkcie drugim omówiono potencjalne długookresowe korzyści i koszty członkostwa Polski w UGW. Punkt trzeci zawiera omówienie warunków uczestnictwa w UGW oraz aktualnego stanu ich realizacji przez Polskę. Punkt czwarty poświęcony jest analizie celów polskiej polityki pieniężnej po 2003 r. W punkcie piątym i szóstym przedstawiono najważniejsze zagrożenia związane z realizacją kursowego i inflacyjnego kryterium zbieżności. W punkcie siódmym omówiono podstawowe dylematy polityki pieniężnej związane z koniecznością jednoczesnego spełnienia obu kryteriów w okresie obecności złotego w ERM II. W punkcie ósmym przedstawiono optymalny układ polityki pieniężnej, kurso-

wej i fiskalnej łagodzący wspomniane dylematy. Punkt dziewiąty zawiera podsumowanie.

2. Korzyści i koszty uczestnictwa Polski w Unii Gospodarczej i Walutowej

Uczestnictwo w strefie euro powinno przynieść polskiej gospodarce następujące korzyści długookresowe¹:

– wzrost stabilności gospodarczej. Zastąpienie złotego przez euro spowoduje wzrost zaufania do polityki makroekonomicznej i stabilności pieniądza, czego efektem będzie spadek ryzyka makroekonomicznego kraju i ryzyka destabilizujących gospodarkę gwałtownych przepływów kapitału. W dalszej perspektywie powinno to prowadzić do trwałego spadku oczekiwań inflacyjnych i sprzyjać napływowi długoterminowego kapitału zagranicznego oraz zmniejszaniu bariery rozwojowej, jaką stanowi w Polsce niski poziom oszczędności krajowych;

– redukcja kosztów transakcyjnych (koszt wymiany walut, koszt zabezpieczenia kontraktów oraz aktywów i pasywów przed negatywnymi efektami zmian kursów walutowych, koszt zbierania informacji). Powinno to prowadzić do wzrostu zyskowności przedsiębiorstw, spadku cen, rozwoju handlu i zwiększenia napływu zagranicznych inwestycji bezpośrednich (ZIB). Według NBP koszty transakcyjne w Polsce wynoszą ok. 0,21% PKB;

– eliminacja ryzyka kursowego pomiędzy Polską a strefą euro. Będzie ona prowadzić do spadku krajowych stóp procentowych o wielkość zawartej w nich premii za ryzyko kursowe, a tym samym do obniżenia kosztu kapitału. Poziom stóp procentowych dzięki wejściu Polski do strefy euro powinien obniżyć się, według ocen NBP, o 2–3%. Bezpośrednim skutkiem spadku kosztu kapitału będzie wzrost inwestycji, który NBP szacuje na ok. 0,5–1,0% średniorocznie. Eliminacja ryzyka kursowego powinna prowadzić do ożywienia wymiany handlowej, zwiększenia napływu ZIB, redukcji przeciętnych kosztów produkcji, zwiększonej presji konkurencyjnej i poprawy mikroekonomicznej efektywności produkcji²;

– szybszy wzrost gospodarczy. Jest on głównie wynikiem większego zaufania do pieniądza i polityki gospodarczej, prowadzącego do wzrostu skłonności do oszczędzania i inwestowania, ale również tańszego kapitału i lepszej jego alokacji, bardziej konkurencyjnego rynku, ekspansji handlu i korzyści skali. NBP szacuje, że wejście do strefy euro przyczyni się do zwiększenia średniorocznego tempa wzrostu PKB o ok. 0,2–0,4%.

¹ *Raport na temat korzyści i kosztów przystąpienia Polski do strefy euro*, NBP, Warszawa 2004, s. 44–57; W.M. Orłowski, *Optymalna ścieżka do euro*, Wydawnictwo Naukowe Scholar, Warszawa 2004, s. 15–18.

² Por. P. De Grauwe, *Unia walutowa*, PWE, Warszawa 2003, s. 72–76.

Wejście Polski do UGW oznaczać będzie również ponoszenie kosztów, zarówno długookresowych, jak i średniookresowych, związanych z koniecznością spełnienia kryteriów uczestnictwa w unii walutowej. Najważniejszym kosztem długookresowym będzie utrata autonomii polityki pieniężnej i kursowej oraz związane z tym ryzyko wysokich kosztów dostosowawczych do asymetrycznych wstrząsów. Polska utraci możliwość swobodnego kształtowania stopy procentowej i kursu walutowego dla łagodzenia wahań produkcji i zatrudnienia. To, czy wspólna polityka monetarna, kształtowana przez Europejski Bank Centralny (EBC), będzie odpowiednia dla Polski, uzależnione będzie od stopnia zbieżności cykli koniunkturalnych z pozostałymi krajami strefy euro oraz od skuteczności działania alternatywnych stabilizatorów koniunktury (elastyczny rynek pracy, automatyczne stabilizatory fiskalne).

Badania pokazują, że w Polsce skala synchronizacji cykli koniunkturalnych z krajami strefy euro jest umiarkowanie wysoka i rośnie. W drugiej połowie lat 90. obserwowano wyraźny trend wzrostowy korelacji PKB, produkcji przemysłowej i inflacji w Polsce i krajach strefy euro, który nie dotyczył jednak zmiennej charakteryzującej rynek pracy³. Tendencja do zbieżności cykli koniunkturalnych powinna ulec wzmocnieniu po wprowadzeniu euro w związku z oczekiwaną intensyfikacją wymiany handlowej z krajami unii monetarnej przy jednoczesnym wzroście wymiany wewnątrzgałęziowej, będącej skutkiem dalszego zwiększania się udziału towarów wysoko przetworzonych, w efekcie zwiększonego napływu zagranicznych inwestycji bezpośrednich i związanego z tym transferu nowoczesnych technologii. Daje to podstawę do oczekiwań, że cykliczne wahania produkcji i zatrudnienia w Polsce będą stosunkowo silnie skorelowane z wahaniami koniunktury w strefie euro. W konsekwencji, wspólna polityka EBC powinna się okazać skutecznym instrumentem ich łagodzenia⁴. Tym samym koszt rezygnacji z niezależnej polityki pieniężnej powinien się obniżyć.

Skuteczność alternatywnych stabilizatorów koniunktury w Polsce jest niewielka. Z powodu zarówno niskiej mobilności siły roboczej, jak i stosunkowo wysokiej sztywności płac realnych, polski rynek pracy nie stanowi efektywnego mechanizmu przeciwdziałania negatywnym skutkom wstrząsów asymetrycznych. Możliwość oddziaływania na koniunkturę za pomocą tzw. automatycznych stabilizatorów jest ograniczona ze względu na wysoki i strukturalny deficyt budżetu państwa⁵. Można jednak oczekiwać, że stopniowe znoszenie barier przepływu siły roboczej między Polską a krajami UE stanie się bodźcem do zwiększenia elastyczności rynku pracy, a objęcie Polski postanowieniami „Paktu stabilności i wzrostu” będzie sprzyjać większej dyscyplinie płacowej w przedsiębiorstwach oraz ograniczeniu ekspansji fiskalnej, a tym samym zwiększeniu przestrzeni działania automatycznych stabilizatorów fiskalnych.

³ J. Borowski, *Podatność Polski na szoki asymetryczne a proces akcesji do Unii Gospodarczej i Walutowej*, „Bank i Kredyt” 2001, nr 11–12, s. 196–198.

⁴ *Raport na temat korzyści i kosztów...*, s. 32–37.

⁵ Szerzej na ten temat por. *Raport na temat korzyści i kosztów...*, s. 28–31.

Oceniając koszt rezygnacji z kursu płynnego w Polsce w związku z wejściem do strefy euro należy podkreślić malejącą, w warunkach globalizacji rynków finansowych, rolę kursu walutowego jako narzędzia neutralizującego wstrząsy gospodarcze. Potwierdzają to liczne badania empiryczne⁶. W warunkach dużej mobilności międzynarodowego kapitału kursy walutowe w coraz mniejszym stopniu reagują na wstrząsy występujące w realnej sferze gospodarki, a w coraz większym – na wstrząsy finansowe (np. zmiany oczekiwań rynku co do wysokości premii za ryzyko). Oznacza to, że kurs bieżący może istotnie odchylić się od poziomu długookresowego kursu równowagi (tzn. kursu uzasadnionego fundamentami gospodarczymi). Prowadzi to do wniosku, że stabilizacyjna rola kursu płynnego w gospodarce jest znacznie mniejsza, niż się powszechnie sądzi. Wobec tego koszt rezygnacji z kursu płynnego w Polsce związany z akcesją do UGW jest w rzeczywistości dość niski.

Dodatkowym kosztem wejścia Polski do UGW jest koszt spełnienia kryteriów udziału w unii walutowej. Jest on funkcją zarówno czynników natury strukturalnej i długookresowej, jak i odpowiedniego wyboru polityki makroekonomicznej w procesie akcesji do UGW. Ewentualne błędy popełnione w okresie akcesji (np. zbyt wczesne usztywnienie kursu złotego w ERM II, zamrożenie kursu złotego do euro na przewartościowanym poziomie) mogą prowadzić do dodatkowych kosztów dostosowawczych⁷.

3. Kryteria zbieżności a wskaźniki makroekonomiczne w Polsce

Wspólna polityka pieniężna prowadzona w strefie euro przez EBC wymaga zbliżenia sytuacji makroekonomicznej krajów członkowskich. Dlatego Traktat z Maastricht wprowadził kryteria zbieżności nominalnej, których spełnienie warunkuje przyjęcie kraju do unii walutowej:

- kryterium inflacyjne jest spełnione, gdy średnioroczna stopa inflacji mierzona zharmonizowanym indeksem cen konsumpcyjnych (HICP) nie przekracza średniej trzech krajów członkowskich UE o najbardziej stabilnych cenach o więcej niż 1,5 pkt. proc.;

- kryterium kursowe jest spełnione, gdy kraj członkowski utrzymuje „normalne pasmo wahań” kursu walutowego dozwolone w systemie ERM II (obecnie $\pm 15\%$), bez dewaluacji i „poważnych napięć” na rynku walutowym przez co najmniej dwa lata przed dokonaniem oceny;

⁶ Por np. P. De Grauwe, *op. cit.*; M. Canzoneri, J. Vinals, J. Valles, *The Exchange Rate as an Instrument of Macroeconomic Adjustment: Empirical Evidence and Relevance for European Monetary Union*, Economic Bulletin, Banco Espana, Madrid, kwiecień 1997; cyt. za: *Raport na temat korzyści i kosztów...*, Aneks 1.

⁷ W. Małecki, *Jakim kursem do eura*, „Gazeta Bankowa” 2005, nr 6, s. 34–37.

- kryterium stopy procentowej jest spełnione, gdy średnioroczna nominalna długoterminowa stopa procentowa nie przekracza średniej stopy procentowej trzech krajów UE o najbardziej stabilnych cenach o więcej niż 2 pkt. proc.;
- kryteria stabilności finansów publicznych są spełnione, gdy deficyt sektora finansów publicznych nie przekracza 3% PKB (lub ma miejsce stały, znaczący spadek deficytu zbliżający go do wartości kryterium), a dług publiczny nie przekracza 60% PKB (lub ma miejsce zadowalający, poważny spadek relacji długu do PKB, zbliżający go do wartości kryterium).

Wskaźniki zbieżności nominalnej dla Polski w latach 2002–2004 wraz z wartościami referencyjnymi, które zostały zestawione na podstawie „Raportu zbieżności” sporządzonego przez EBC, są zamieszczone w tabeli 1. Jak wynika z tych danych, w 2004 r. Polska spełniała kryterium długu publicznego i tylko o 0,1% przekraczała kryterium inflacyjne. W znacznym stopniu przekroczone natomiast były kryteria: deficytu budżetowego i długoterminowej stopy procentowej. Stosunek deficytu sektora finansów publicznych do PKB w 2003 r. wyniósł 3,9%, a w 2004 r. zakładano jego wzrost do 5,6% PKB. Długoterminowa stopa procentowa wynosząca w 2004 r. 6,9% przewyższała wartość referencyjną o 0,5 pkt. proc. Można oczekiwać, że stopa procentowa obniży się do poziomu wartości referencyjnej najpóźniej przez wejściem złotego do ERM II, co związane będzie z obniżeniem się premii za ryzyko i oczekiwań inflacyjnych w miarę zbliżania się daty wejścia do strefy euro. Aby jednak tak się stało, inwestorzy muszą nabrać przekonania, że stopa inflacji została obniżona w sposób trwały, a polityka rządu nastawiona na obniżenie deficytu budżetowego i powstrzymanie wzrostowej tendencji długu publicznego jest wiarygodna.

Tabela 1. Wskaźniki konwergencji dla Polski w latach 2002–2004 (w %)

Wyszczególnienie	Inflacja HICP	Długoterminowa stopa procentowa	Deficyt budżetowy / PKB	Dług publiczny / PKB
2002	1,9	7,4	-3,6	41,1
2003	0,7	5,8	-3,9	45,4
2004	2,5	6,9	-5,6	47,2
Wartość referencyjna ^a	2,4	6,4	-3,0	60

^a dla inflacji HICP i długoterminowych stóp procentowych wartość referencyjna odnosi się do okresu od września 2003 r. do sierpnia 2004 r., natomiast dla zadłużenia i deficytu sektora publicznego – do 2003 r.

Źródło: *Raport o Konwergencji 2004*, EBC, Tabela A, s. 21.

Nie można natomiast ocenić stopnia spełnienia kryterium kursowego, ponieważ w okresie referencyjnym (od października 2000 r. do września 2004 r.) złoty polski nie uczestniczył jeszcze w mechanizmie kursowym ERM II. Można jednak zauważyć znaczną zmienność kursu złotego w relacji do euro w analizowanym okresie, mierzoną za pomocą standardowych odchyłeń dziennych

zmian procentowych w ujęciu rocznym. Zmienność kursu złotego nie jest zaskoczeniem, ponieważ w okresie referencyjnym obowiązywał w Polsce kurs płynny i nie były stosowane interwencje walutowe. Jednak skala i trwałość osłabienia złotego mogłyby zostać uznane przez UE za nadmierne z punktu widzenia wymaganej stabilności kursowej.

Z przedstawionych danych wynika, że akcesja Polski do UGW uzależniona jest przede wszystkim od obniżenia poziomu deficytu budżetowego poniżej 3% PKB, co będzie wymagało głębokiej reformy sektora finansów publicznych. Kolejnym wymogiem jest uczestniczenie przez okres co najmniej dwóch lat w mechanizmie kursowym ERM II, na warunkach ustalonych wspólnie z Unią Europejską, i spełnienie kryterium stabilności kursu. Ponadto konieczne jest w tym okresie utrzymanie dostatecznie restrykcyjnej polityki pieniężnej, aby obniżyć inflację i długoterminowe stopy procentowe poniżej odpowiednich wartości referencyjnych. Spełnienie tych wymogów stawia przed polityką makroekonomiczną poważne wyzwania.

4. Strategia polskiej polityki pieniężnej po 2003 roku

Polityka pieniężna wywiera bezpośredni wpływ na realizację trzech monetarnych kryteriów konwergencji (inflacyjnego, kursowego i stóp procentowych). Przyjęta przez NBP „Strategia polityki pieniężnej po 2003 r.” zakłada, że przed oficjalnym wstąpieniem do ERM II będzie kontynuowana polityka bezpośredniego celu inflacyjnego (BCI), ustalonego w sposób ciągły na poziomie 2,5% z dopuszczalnym pasmem odchyień ± 1 pkt proc., w warunkach kursu płynnego⁸. Według Rady Polityki Pieniężnej (RPP) taka strategia jest najbardziej skutecznym sposobem kontrolowania inflacji, pozwala na utrwalanie niskich oczekiwań inflacyjnych, co z kolei wpływa na spadek długoterminowych stóp procentowych. Polityka płynnego kursu sprzyja realizacji strategii BCI, ponieważ nie wymusza zmian stóp procentowych niezgodnych z przyjętym celem inflacyjnym. Zmniejsza również ryzyko wystąpienia poważnych zaburzeń na rynku walutowym. Swobodne pływanie złotego powinno również pozwolić na ustalenie właściwego, rynkowego poziomu kursu złotego przed jego usztywnieniem w ERM II.

5. Zagrożenia w procesie realizacji kursowego kryterium zbieżności

Proces wypełniania kryteriów uczestnictwa w strefie euro będzie napotykać pewne przeszkody natury instytucjonalnej i strukturalnej, niezależne od polity-

⁸ *Strategia polityki pieniężnej po 2003 roku*, NBP, luty 2003, s. 12.

ki pieniężnej. Poniżej przedstawiono najważniejsze zagrożenia w procesie spełniania kryterium kursowego i inflacyjnego.

Niejasna interpretacja kryterium stabilności kursu

Kryterium kursowe rodzi niepewność nowych krajów akcesyjnych, w tym Polski, jakie kryteria będą stosowane do jego weryfikacji. Niepewność ta wynika z braku precyzyjnych definicji takich określeń jak „normalne pasmo wahań” oraz „poważne napięcia” (*severe tensions*) na rynku walutowym. Według A. Sławińskiego można zakładać, że kryteria oceny będą zabezpieczone z tymi, jakie były stosowane w przeszłości wobec krajów UE, które przechodziły testy stabilności kursu walutowego w ERM II przed wejściem do strefy euro. Można zatem oczekiwać, że gdy złoty wejdzie do ERM II, dopuszczalne pasmo wahań będzie wynosiło $\pm 15\%$, a punktem odniesienia do oceny stabilności kursu złotego będzie pasmo $\pm 2,25\%$. Można również przypuszczać, że dewaluacja kursu poniżej dolnej granicy $-2,25\%$ będzie uznana za niezgodną z kryterium stabilności kursu, podczas gdy aprecjacja waluty krajowej (nawet do górnej granicy pasma $+15\%$) będzie dopuszczalna.

Można także założyć, że za „poważne zaburzenia” na rynku walutowym będą uznane takie, które wynikają z obaw inwestorów o zachowanie równowagi wewnętrznej lub zewnętrznej polskiej gospodarki. Natomiast wypadnięcie kursu poza pasmo $\pm 2,25\%$ z powodu przejściowych zaburzeń na samych rynkach finansowych prawdopodobnie będą w Polsce dopuszczalne. Założenie takie można przyjąć z uwagi na cel obecności określonej waluty w ERM II, którym jest weryfikacja, czy kraj akcesyjny jest w stanie utrzymać równowagę płatniczą z krajami strefy euro, przy ograniczonej swobodzie polityki pieniężnej i fiskalnej w warunkach stałego kursu walutowego⁹.

Ryzyko niewłaściwego ustalenia centralnego parytetu złotego względem euro

W celu zapewnienia stabilizacji kursu nominalnego w okresie uczestnictwa w ERM II centralny parytet złotego w relacji do euro powinien być ustalony na poziomie postrzeganym przez rynki finansowe jako możliwy do utrzymania. Z makroekonomicznego punktu widzenia oznacza to ustalenie parytetu na poziomie zbliżonym do długookresowego kursu równowagi, gwarantującym utrzymanie równowagi wewnętrznej przy jednoczesnym utrzymywaniu salda obrotów bieżących na poziomie możliwym do sfinansowania napływem stabilnego kapitału zagranicznego. W przypadku złotego jest to utrudnione ze względu na występującą od paru lat tendencję do aprecjacji złotego (nominalnej i realnej) oraz do znacznego i trwałego odchylenia się kursu rynkowego od kursu długookresowej równowagi. Do najważniejszych przyczyn realnej aprecjacji złotego należy zaliczyć: efekt Balassy-Samuelsona oraz duży napływ zagranicznych inwestycji

⁹ A. Sławiński, *Złoty w europejskim mechanizmie kursowym*, „Ekonomista” 2004, nr 2, s. 173–174.

bezpośrednich (stymulowany prywatyzacją dużych przedsiębiorstw i pogłębianiem się procesu integracji z UE) i portfelowych (stymulowany m.in. tzw. grą w konwergencję). W pierwszym kwartale 2002 r. przewartościowanie kursu złotego w stosunku do kursu równowagi wynosiło, w zależności od metod pomiaru, od +2,6% (według tzw. behawioralnych modeli kursu równowagi) do +20% (według koncepcji parytetu siły nabywczej)¹⁰.

Innym rozwiązaniem może być oparcie centralnego parytetu na historycznym kursie rynkowym. W tym wypadku należałoby bardzo uważnie wybrać odpowiednio długi okres referencyjny, w którym kurs złotego charakteryzował się relatywnie dużą stabilnością. Dałoby to podstawę do oczekiwań, że na poziomie kursu złotego oddziaływały głównie czynniki związane ze zmianami w realnej sferze gospodarki, a nie jednorazowe (np. zmiany premii za ryzyko).

Żaden jednak sposób wyznaczenia centralnego parytetu złotego nie chroni przed niebezpieczeństwem wyznaczenia parytetu na zawyżonym poziomie. W krytycznym momencie przed wejściem do systemu ERM II Polska stanie wobec dylematu, czy ustalić parytet złotego względem euro na zawyżonym poziomie i ryzykować załamanie wewnątrz ERM II, czy też odpowiednio wcześniej zdevaluować złotego. Zawyżony parytet groziłby spadkiem konkurencyjności eksportu, wzrostem importu, nadmiernym wzrostem deficytu obrotów bieżących i w konsekwencji nasileniem ataków spekulacyjnych, które mogłyby doprowadzić do gwałtownej deprecjacji kursu i niespełnienia kursowego kryterium konwergencji¹¹. Z kolei raptowna dewaluacja kursu tuż przed wejściem do ERM II mogłaby się okazać niemożliwa zarówno ze względów politycznych (konieczność uzyskania zgody UE), jak i ze względów gospodarczych (nasilenie presji inflacyjnej i groźba niespełnienia kryterium inflacyjnego).

Ryzyko kryzysu walutowego

Mechanizm ERM II ze sztywnymi granicami wahań kursu, których NBP będzie musiał bronić, może narażać złotego na ataki spekulacyjne ze strony międzynarodowych rynków finansowych. Sztywne pasmo wahań zachęca spekulantów do testowania zdolności banku centralnego do skutecznej obrony tego pasma. W warunkach w zasadzie pełnego już otwarcia się Polski na wszelkiego typu strumienie międzynarodowego kapitału, możliwe są naciski na kurs i przypieranie kursu zarówno do górnego, jak i dolnego pasma wahań. Niebez-

¹⁰ J. Borowski, M. Brzoza-Brzezina, *Designing Poland's Macroeconomic Strategy on the Way to the Euro Area*, „EUI Working Paper” 2004, nr 10, RSCAS, Florence, s. 7.

¹¹ Zagrożeniu temu można w pewnym stopniu przeciwdziałać prowadząc politykę sterowanego kursu płynnego skierowaną na elastyczne kontrolowanie aprecjacji złotego. Za taką polityką opowiadają się m.in.: W. Małecki (*Warianty polityki walutowej w Polsce w najbliższych latach*, „*Ekonomista*” 2002, nr 5; *Jakim kursem do eura*, „*Gazeta Bankowa*” 2005, nr 6), K. Lutkowski (*Globalizacja a dylematy polityki pieniężnej. W poszukiwaniu optymalnej strategii dla Polski w drodze do euro*, „*Bank i Kredyt*” 2001, nr 11–12; *Od złotego do euro*, Twigger, Warszawa 2004) oraz S. Kawalec i M. Krzak (*Polityka kursowa i wzrost gospodarczy*, „*Gospodarka Narodowa*” 2001, nr 9).

pieczeństwo takie zwiększa się w warunkach relatywnie płytkiego polskiego rynku walutowego. W obu przypadkach (gry na wyższą lub niższą kursu) powstaje impuls inflacyjny w gospodarce, co może przeszkodzić w spełnieniu inflacyjnego kryterium zbieżności.

To, czy dojdzie do spekulacji przeciwko złotemu, zależy nie tylko od łatwości spekulacji przeciwko walucie stabilizowanej w określonym paśmie wahań, ale przede wszystkim od zaufania rynków finansowych do stabilności polskiej gospodarki. Zaufanie to jest pochodną sytuacji w bilansie płatniczym i budżecie. Spadek zaufania do polityki fiskalnej rządu może spowodować gwałtowny odpływ krótkoterminowego kapitału i głęboki spadek kursu złotego ze wszystkimi tego negatywnymi konsekwencjami, tj. problemami z wypłacalnością zadłużonych za granicą podmiotów, falą bankructw i recesją, a w konsekwencji oddaleniem perspektywy wejścia do strefy euro. Spełnienie kryterium kursowego zależy w dużym stopniu od polityki makroekonomicznej.

Nieadekwatność zasad interwencji walutowych w ERM II do sytuacji Polski

Procedury interwencji walutowych oraz zasady ich finansowania, jakie przewiduje ERM II, nie gwarantują złotemu ochrony przed kryzysem walutowym. Eurosystem oferuje wprawdzie bankom centralnym nieograniczony dostęp do krótkoterminowych pożyczek (VSTF – *Very Short Term Financing*) w celu interwencji przeprowadzanych na granicach dopuszczalnego pasma wahań (+/-15%), ale finansowanie to może zostać zawieszono lub cofnięte w przypadku zagrożenia celu inflacyjnego w Eurolandzie. Jednocześnie statut EBC nie zezwala na użycie dużych środków na wspieranie kursów walut krajów spoza unii monetarnej. Polska nie powinna zatem liczyć na nieograniczone pożyczki na interwencje obligatorijne. Przemawia za tym również fakt, że będzie musiała wykazać, iż zdoła ustabilizować wahania kursu złotego w paśmie +/-2,25%. Pożyczki na interwencje wewnątrz pasma (intramarginalne) są natomiast limitowane, a ich kwoty symboliczne, w porównaniu np. z wielkością oficjalnych rezerw walutowych. Przykładowo limit przyznany Danii wynosił 520 mln euro, a Grecji 300 mln euro. Szacuje się, że kwota przyznana Polsce mogłaby wynieść 450 mln euro¹².

Ponadto zgodnie z zasadami korzystania z pożyczek krótkoterminowych, mogą być one uruchomione dla banków centralnych przeprowadzających interwencje na rynkach walutowych dopiero wtedy, gdy banki te wykorzystają własne rezerwy dewizowe. Wprawdzie obecne rezerwy dewizowe w Polsce są duże (34 mld USD na koniec 2003 r.), ale w przypadku silnego ataku spekulacyjnego mogą szybko ulec wyczerpaniu. Poza niskimi kwotami pożyczek w ramach VSTF Europejski Bank Centralny nakłada limity na wielkość dziennych

¹² A. Koronowski, M. Rozkrut, *Towards the Euro-Zone through the ERM II. Countering Fallacies*, „Bank i Kredyt” 2003, nr 11, s. 26.

interwencji. Limity takie mogą mieć niekorzystny wpływ na taktykę podejmowanych interwencji, jeśli ich skala musiałaby być duża¹³.

Efekt Balassy-Samuelsona a kryterium stabilności kursu walutowego

Istota efektu Balassy-Samuelsona (B-S) sprowadza się do tego, że w gospodarkach „doganiających” (*catching-up*), czyli znajdujących się na niższym poziomie rozwoju, ale rozwijających się w szybszym tempie niż gospodarki rozwinięte, tempo wzrostu wydajności pracy w sektorach dóbr wymiennych (*tradables*) jest wyższe niż w sektorach dóbr niewymiennych (*nontradables*), co prowadzi do aprecjacji realnego kursu walutowego. Można zatem oczekiwać, że Polska, podlegająca procesowi realnej konwergencji, będzie w najbliższych latach doświadczała aprecjacji realnego kursu złotego wobec strefy euro. Zjawisko to może się przejawiać albo aprecjacją kursu nominalnego przy zbliżonych stopach inflacji, albo wyższą inflacją przy stabilnym kursie nominalnym.

6. Zagrożenia w procesie realizacji inflacyjnego kryterium zbieżności

Inflacja korekcyjna

Inflacja korekcyjna związana jest z szeregiem zmian o charakterze prawno-regulacyjnym wynikających z członkostwa Polski w Unii Europejskiej¹⁴. Zmiany praworegulacyjne pociągają za sobą zmiany kosztów produkcji i cen wielu towarów. Wśród tych zmian na szczególną uwagę zasługują:

- zmiany cen spowodowane zmianami parametrów polityki fiskalnej (np. zmiany stawek podatków pośrednich, akcyzy, ceł),
- zmiany cen spowodowane stosowaniem instrumentów wspólnej polityki rolnej UE,
- zmiany cen związane ze zmianami kosztów produkcji (np. kosztów ochrony środowiska, podwyższonego stopnia ochrony praw własności intelektualnej, wzrostu cen energii),
- zmiany cen związane ze wzrostem presji konkurencyjnej oraz demonopolizacją niektórych rynków.

Zmiany stawek celnych i stopnia monopolizacji będą miały raczej ujemny wpływ na dynamikę cen w Polsce. Pozostałe wymienione czynniki wpłyną natomiast na wzrost stopy inflacji. W szczególności należy liczyć się ze wzrostem poziomu cen tych dóbr, których obecny poziom w Polsce jest dużo niższy niż w UE. Dotyczy to trzech grup towarów: usług o niehandlowym charakterze (np. usługi medyczne, czynsze mieszkaniowe), dóbr, w przypadku których

¹³ A. Sławiński, *op. cit.*, s. 180.

¹⁴ W.M. Orłowski, *op. cit.*, s. 49–62; W. M. Orłowski, L. Zienkowski, *Skala inflacji korekcyjnej w Polsce w latach 2001–2011*, opracowanie na zlecenie NBP, NOBE, Łódź–Warszawa 2001.

polityka podatkowa Polski znacznie różni się od unijnej (wyroby tytoniowe), oraz dóbr, w przypadku których różna jest polityka regulacyjna (żywność). Szacuje się, że inflacja korekcyjna może wynieść w sumie w okresie 2004–2008 ok. 3,4 pkt. proc., przy czym większa jej część zrealizuje się w pierwszych dwóch latach członkostwa Polski w UE. W latach 2004–2005 ta „dodatkowa” inflacja może zwiększać inflację CPI o ponad 1 pkt proc. w skali roku, a po 2008 r. powinna spaść poniżej 0,2%. Oznacza to, że próba spełnienia kryterium inflacyjnego przed 2008 r. może być kosztowna.

Efekt Balassy-Samuelsona a kryterium inflacji

Zgodnie z efektem B-S szybsze tempo wzrostu wydajności pracy w sektorach dóbr wymiennych niż niewymiennych w krajach „doganiających” – przy jednoczesnej tendencji do ustalania się zbliżonego w obu sektorach tempa wzrostu płac (wynikających z żądań płacowych pracowników) – prowadzi do szybszego tempa wzrostu cen dóbr niewymiennych niż cen dóbr wymiennych, a w ślad za tym – wyższego ogólnego tempa wzrostu cen¹⁵. Opisana tendencja jest mało zauważalna w gospodarkach wysoko rozwiniętych i wzrastających stosunkowo wolno. W związku z tym, inflacja w krajach „doganiających” będzie systematycznie wyższa niż w krajach rozwiniętych, o wolniejszym tempie wzrostu wydajności. Na tej podstawie można oczekiwać utrzymywania się wyższej inflacji w Polsce niż w krajach strefy euro jeszcze przez wiele lat po akcesji do UGW. Ta „dodatkowa” inflacja nie ma nic wspólnego z typowymi monetarnymi źródłami inflacji, lecz wynika z relatywnie wysokiego tempa wzrostu wydajności pracy w gałęziach dóbr handlowych, które przekłada się na wzrost płac i cen. Jest to zatem inflacja typu kosztowego (a ściślej płacowego), która jest nieuchronna w procesie transformacji gospodarki otwierającej się na wymianę z zagranicą.

Wobec strukturalnej predyspozycji do inflacji typu kosztowego utrzymanie tempa inflacji w Polsce na średnim poziomie trzech najstabilniejszych krajów UE staje się problemem szczególnie skomplikowanym. Próba obniżenia inflacji do poziomu określonego przez kryterium z Maastricht może wymagać albo znaczącego spowolnienia tempa wzrostu PKB (co może utrudnić konwergencję strukturalną będącą warunkiem niezakłóconego funkcjonowania w unii walutowej), albo poważnej nominalnej aprecjacji waluty (co może utrudnić spełnienie kryterium kursowego). Jest to jeden z najpoważniejszych dylematów polityki pieniężnej w Polsce w okresie przejściowym, zważywszy na relatywnie dużą skalę efektu B-S. Efekt ten szacowany jest w przedziale od 1–2% (T. Chmielewski) do 3–4% dodatkowej inflacji rocznie (L. Halpern, C. Wyplosz)¹⁶.

¹⁵ Por. B. Balassa, *The Purchasing Power Parity Doctrine: A Reappraisal*, „Journal of Political Economy” 1964, t. 72; P. Samuelson, *Theoretical Notes on Trade Problems*, „Review of Economics and Statistics” 1964, nr 46.

¹⁶ T. Chmielewski, *Od kursu płynnego do unii monetarnej. Znaczenie efektu Balassy-Samuelsona dla polskiej polityki pieniężnej*, „Materiały i Studia” 2003, z. 163, NBP, Warszawa, s. 44–52;

7. Dylematy polskiej polityki pieniężnej w ERM II

Dylematy polskiej polityki pieniężnej w drodze do członkostwa w UGW wynikają z aksjomatu niespójnego trójkąta, a mianowicie: pełnej otwartości na przepływy kapitałowe, konieczności stabilizowania kursu złotego wobec euro w ERM II oraz ograniczonej autonomii polityki monetarnej, związanej z koniecznością wypełnienia nominalnych kryteriów zbieżności z Maastricht. W okresie uczestnictwa w ERM II polityka pieniężna będzie podporządkowana polityce kursowej, co w praktyce oznacza, że NBP będzie musiał dostosować swoją politykę pieniężną do polityki EBC, aby uniknąć nadmiernych przepływów funduszy krótkoterminowych, które mogą destabilizować zarówno rynek walutowy, powodując nadmierną zmienność kursu złotego, jak i rynek papierów dłużnych, powodując znaczne wahania długookresowych stóp procentowych.

Okres pobytu złotego w ERM II będzie wymagał wyboru takiego układu polityki stopy procentowej i polityki kursowej, który będzie sprzyjał stabilizacji kursu przy jednoczesnym spełnieniu inflacyjnego kryterium zbieżności, bez nadmiernie negatywnych skutków dla sfery realnej gospodarki. Najważniejsze wyzwanie dla polityki monetarnej w tym okresie będzie dotyczyło tego, jak obniżyć inflację do poziomu wymaganego przez kryterium z Maastricht, a jednocześnie nie dopuścić do nadmiernej aprecjacji kursu złotego. Ograniczenie stopy inflacji będzie wymagać albo restrykcyjnej polityki pieniężnej, albo polityki mocnego, aprecjonującego się złotego. Oba rozwiązania mają swoje plusy i minusy.

Restrykcyjna polityka pieniężna

Utrzymanie wyznaczonego celu inflacyjnego na poziomie 2,5% z dopuszczalnym marginesem $\pm 1\%$ z dużym prawdopodobieństwem umożliwi spełnienie przez Polskę kryterium inflacyjnego z Maastricht, ale tego spełnienia nie gwarantuje. Według NBP oczekiwana wartość referencyjna w okresie weryfikacji spełnienia kryterium inflacyjnego przez Polskę wyniesie ok. 2%. Oznacza to, że aby bezpiecznie wypełnić kryterium inflacyjne, będzie trzeba zredukować przyszłą stopę inflacji w Polsce o ok. 1 pkt proc. w pierwszym roku pobytu w ERM II i utrzymać ją na obniżonym poziomie w roku następnym¹⁷.

Obniżenie inflacji za pomocą restrykcyjnej polityki pieniężnej wymaga podniesienia stopy procentowej. Wyższa stopa procentowa obniża inflację poprzez ograniczenie popytu oraz aprecjację kursu złotego. Wzmocnienie kursu dokonuje się zarówno bezpośrednio – na skutek zwiększenia dysparytetu stóp w kraju i za granicą – oraz pośrednio poprzez spadek inflacji. Symulacje przeprowadzone w NBP sugerują, że obniżenie inflacji o 1 pkt proc. na okres ok.

L. Halpern, C. Wyplosz, *Economic Transformation and the Real Exchange Rates in the 2000s: The Balassa-Samuelson Connection*, „Economic Survey of Europe”, Geneva 2001, UN, s. 237–238.

¹⁷ *Raport na temat korzyści i kosztów...*, s. 40.

jednego roku i utrzymanie jej na obniżonym poziomie przez następny rok wymaga podniesienia stóp procentowych o ok. 1,5 pkt. proc.¹⁸

Poważnym ograniczeniem stosowania restrykcyjnej polityki pieniężnej jako instrumentu obniżania inflacji jest stosunkowo długi okres reakcji stopy inflacji na zmianę stóp procentowych. Badania empiryczne pokazują, że maksymalna reakcja stopy inflacji na zmianę stóp procentowych NBP następuje po upływie ok. 16 miesięcy, podczas gdy reakcja stopy inflacji na zmianę kursu walutowego – po upływie ok. 8 miesięcy. Drugim bardzo ważnym ograniczeniem jest to, że w czasie pobytu złotego w ERM II, który będzie okresem wzmoczonej konwergencji długoterminowych stóp procentowych, skuteczność oddziaływania polityki pieniężnej na stopę inflacji może się radykalnie zmniejszyć. Impulsy monetarne transmitowane są zarówno za pośrednictwem krótkoterminowych stóp procentowych, ustalanych przez bank centralny, jak i stóp średnio- i długoterminowych, których wysokość jest determinowana przez rynki finansowe. W normalnych warunkach stopy długookresowe zmieniają się w tym samym kierunku co krótkookresowe. Jednakże w przededniu akcesji Polski do strefy euro należy oczekiwać, że stopy średnio- i długookresowe spadną (ponieważ obniżą się oczekiwania inflacyjne i premia za ryzyko), niezależnie od kierunku zmian stóp krótkookresowych. Tym samym restrykcyjna polityka pieniężna banku centralnego może okazać się nieskuteczna¹⁹.

Niska skuteczność polityki stopy procentowej w hamowaniu inflacji może również wynikać z faktu otwartości polskiej gospodarki na przepływ międzynarodowego kapitału i usztywnionego kursu walutowego w ramach ERM II. W takich warunkach zaostrzenie polityki pieniężnej może prowadzić do wzrostu, a nie spadku inflacji, ponieważ wzrost stopy procentowej wywoła jeszcze większy napływ kapitału zagranicznego, w wyniku czego wzrośnie ilość pieniądza rezerwowego i tym samym ilość pieniądza w obiegu. Efekt netto wzrostu stóp procentowych może okazać się proinflacyjny, kiedy antyinflacyjny efekt ograniczenia kredytu krajowego będzie mniejszy niż proinflacyjny efekt napływu kapitału²⁰.

Negatywnym skutkiem utrzymywania wysokich realnych stóp procentowych może być zmniejszenie lub zahamowanie procesu wzrostu, stagnacja i bezrobocie. Spowolnienie wzrostu gospodarczego groziłoby z jednej strony pogorszeniem sytuacji budżetu państwa, co utrudniałoby realizację fiskalnego kryterium konwergencji, a z drugiej – zahamowaniem procesu przemian strukturalnych i wydłużaniem procesu „doganiania” bardziej rozwiniętych gospodarek unij-

¹⁸ *Ibidem*, s. 41–42, 82–87.

¹⁹ J. Borowski, M. Brzoza-Brzezina, P. Szpunar, *Exchange Rate Regimes and Poland's Participation in ERM II*, „Bank i Kredyt” 2003, nr 1, s. 24.

²⁰ Badania D.K. Rosatiego dotyczące statystycznych zależności między napływem kapitału, podażą pieniądza i inflacją w Polsce, estymowane na podstawie danych za okres 1995–1998, potwierdzają proinflacyjny efekt netto wzrostu stóp procentowych. Por. D.K. Rosati, *Dylematy polityki pieniężnej w warunkach swobody przepływu kapitału*, „Bank i Kredyt” 1999, nr 7–8, s. 90–93.

nych. Byłoby więc sprzeczne z realną konwergencją, która ma podstawowe znaczenie dla trwałości osiągniętej konwergencji nominalnej. To z kolei może oznaczać, że nawet gdyby udało się obniżyć inflację do poziomu wymaganego w traktacie z Maastricht i wejść od UGW, w sytuacji obecności już w strefie euro i braku wpływu na politykę pieniężną zaobserwowano by ponowny wzrost, inflacji w Polsce (efekt B-S), pogarszający konkurencyjność polskich producentów na rynku unijnym. Taki właśnie przebieg wydarzeń miał miejsce w kilku mniej rozwiniętych krajach UGW, przede wszystkim w Hiszpanii i Irlandii.

Polityka silnej aprecjacji złotego

Alternatywnym sposobem redukcji i stabilizacji inflacji może być wykorzystanie strukturalnej tendencji do silnej aprecjacji realnego kursu złotego. Obliczono, że w ciągu ostatnich 10 lat złoty aprecjonował się w kategoriach realnych średnio 4% rocznie²¹. Jednocześnie szacuje się, że aby obniżyć inflację o 1,5 pkt. proc., należałoby zezwolić na nominalną aprecjację złotego o 8 pkt. proc.²² Tak znaczna skala aprecjacji kursu byłaby trudna do zaakceptowania, z uwagi na jej negatywne skutki, tak dla równowagi zewnętrznej, jak i dla stabilności kursu. Zbyt duże odchylenie się kursu złotego od parytetu w czasie pobytu w ERM II stwarza ryzyko ataków spekulacyjnych. Gdy wiarygodność kursu zostanie podważona przez szybko rosnącą nierównowagę zewnętrzną, może dojść do gwałtownego odpływu kapitału i deprecjacji kursu. Nagły odpływ kapitału mógłby być zinterpretowany przez EBC jako „poważne napięcia” na rynku walutowym, nawet gdyby złoty nie przekroczył tunelu $\pm 2,25\%$. Jednocześnie raptowna deprecjacja kursu wywołałaby impuls inflacyjny, co mogłoby uniemożliwić spełnienie kryterium inflacyjnego.

Wobec ujemnych następstw obu rodzajów omówionej polityki dla sfery realnej gospodarki, stosunkowo najlepszym rozwiązaniem wydaje się mieszana strategia polityki pieniężnej, będąca połączeniem umiarkowanie wysokiej stopy procentowej i umiarkowanej aprecjacji kursu. Wówczas realne koszty dostosowania mogłyby być równie dzielone pomiędzy sektor wewnętrzny i zewnętrzny. Wobec niemożności wykluczenia znacznego przeszacowania kursu złotego w czasie obecności w ERM II, należałoby rozważyć sposób sprowadzenia kursu złotego do centralnego parytetu. Możliwe są dwie opcje: albo rewaluacja parytetu (taki wariant wybrała Grecja, został on zaakceptowany przez EBC i Komisję Europejską), albo zezwolenie na deprecjację kursu rynkowego do poziomu parytetu w końcowej fazie obecności w ERM II. Rewaluacja parytetu z ekonomicznego punktu widzenia wydaje się rozwiązaniem bardziej rozsądnym, ale decyzja taka może być politycznie trudna. Rewaluacja parytetu oznaczałaby *de facto* zbliżenie zawyżonego rynkowego kursu złotego do poziomu fundamentalnej równowagi i wejście do UGW z mocnym kursem złotego, utrudniającym konkurowanie polskiej produkcji na rynku unijnym. Nato-

²¹ J. Borowski, M. Brzoza-Brzezina, *op. cit.*, s. 9.

²² *Ibidem*, s. 12.

miast raptowna deprecjacja kursu nominalnego pociągająca za sobą również czasową deprecjację kursu realnego oznaczałaby wejście do UGW z względnie słabym (niedoszacowanym) kursem złotego w stosunku do euro, z oczywistymi konsekwencjami wzrostu inflacji i oczekiwań inflacyjnych.

8. Koordynacja polityki pieniężnej i fiskalnej

Dylemat polityki pieniężnej wyrażający się pytaniem o to, jak obniżyć i stabilizować inflację, a jednocześnie nie dopuścić do nadmiernej aprecjacji kursu złotego, może łągodzić restrykcyjna polityka fiskalna. Zacieśnienie fiskalne pozwoliłoby bowiem zwiększyć skuteczność polityki monetarnej w obniżaniu inflacji, a jednocześnie zmniejszyć skalę koniecznej aprecjacji złotego. Polityka zacieśnienia fiskalnego zwiększałaby szanse spełnienia kryterium stabilności kursu również przez zwiększenie zaufania do polityki rządu.

Restrykcyjna polityka fiskalna przez ograniczenie wydatków rządowych przyczynia się do spadku inflacji przez ograniczenie zagregowanego popytu. Spadek inflacji oddziałuje w kierunku aprecjacji kursu walutowego. Z drugiej strony redukcja deficytu budżetowego, powodując ograniczenie emisji rządowych papierów wartościowych, powstrzymuje napływ kapitału zagranicznego, w wyniku czego dochodzi do osłabienia kursu walutowego. Efektem netto może być niższa skala aprecjacji kursu walutowego.

Analiza symulacyjna przeprowadzona w NBP wykazała, że obniżenie inflacji o 1 pkt proc. wymaga ograniczenia wydatków rządowych o ok. 2,5% (na rok przed pożądanym obniżeniem inflacji). Bezpośrednim skutkiem redukcji deficytu budżetowego jest nieznaczna deprecjacja kursu walutowego, która wywołuje presję inflacyjną, po czym kurs umacnia się w wyniku spadku inflacji wywołanej zmniejszeniem popytu wewnętrznego. Współistnienie tych przeciwstawnych tendencji pozwala na generowanie mniejszej aprecjacji kursu walutowego niż w przypadku podniesienia stóp procentowych²³. Dzięki mniejszej aprecjacji kursu walutowego mniejsze jest ryzyko napięć na rynku walutowym, co sprzyja spełnieniu kryterium stabilności kursu. Przyczynia się do tego również wywołana zacieśnieniem fiskalnym poprawa wiarygodności polityki makroekonomicznej. Restrykcyjna polityka fiskalna umożliwia ponadto wypełnienie kryterium deficytu budżetowego. Z tych wszystkich powodów scenariusz restrykcyjnej polityki fiskalnej wydaje się bezpieczniejszy.

Aby jednak zacieśnienie fiskalne miało pozytywny wpływ na spełnienie wszystkich wspomnianych kryteriów konwergencji (inflacyjnego, kursowego i deficytu budżetowego), musi być przeprowadzone w odpowiednim czasie.

²³ W scenariuszu fiskalnym aprecjacja kursu po czterech kwartałach osiąga ok. 0,5% i stopniowo rośnie do 2,5% po ośmiu kwartałach. W scenariuszu monetarnym aprecjacja kursu osiąga po drugim kwartale 1%, po czwartym kwartale ok. 2% i po piątym kwartale ok. 3%, po czym maleje. Por. *Raport na temat korzyści i kosztów...*, s. 82–87.

Zbyt wczesne zacieśnienie polityki fiskalnej, na długo przed wejściem złotego do ERM II, umożliwiłoby redukcję deficytu budżetowego i wzrost wiarygodności polityki makroekonomicznej, ale impuls antyinflacyjny mógłby wygasnąć przed dokonaniem oceny spełnienia kryteriów zbieżności. Z kolei zbyt późne zacieśnienie fiskalne, dokonane dopiero w czasie pobytu w ERM II, pozwalałoby jedynie zrealizować kryterium deficytu budżetowego. Natomiast nie poprawiłoby wiarygodności, a tym samym nie miałyby wpływu na stabilność kursu walutowego. Nie pomogłoby również w spełnieniu kryterium inflacyjnego zważywszy na opóźnienie w transmisji impulsów fiskalnych. Optymalnym momentem zacieśnienia polityki fiskalnej wydaje się czas tuż przed wejściem do ERM II, co pozwoli na spełnienie nie tylko kryterium deficytu budżetowego, ale również dwóch pozostałych kryteriów. Wzrost wiarygodności polityki kursowej będzie sprzyjać spełnieniu kryterium stabilności kursu, a uruchomiony impuls antyinflacyjny pomoże polityce pieniężnej w obniżeniu inflacji w momencie, gdy jej skuteczność może być poważnie ograniczona (tj. w połowie okresu uczestnictwa w ERM II)²⁴.

Powyższe rozważania prowadzą do wniosku, że najlepszą strategią polityki makroekonomicznej w okresie uczestnictwa w ERM II byłaby współpraca władz fiskalnych i monetarnych w celu osiągnięcia *policy mix* charakteryzującej się silnym zacieśnieniem fiskalnym przy umiarkowanie restrykcyjnej polityce pieniężnej.

9. Podsumowanie

W artykule skoncentrowano się na średniookresowych kosztach członkostwa Polski w UGW wynikających z realizacji nominalnych kryteriów z Maastricht. W szczególności przeanalizowano zagrożenia i dylematy polityki pieniężnej związane z koniecznością jednoczesnej realizacji kursowego i inflacyjnego kryterium zbieżności w okresie obecności złotego w mechanizmie kursowym ERM II. Wypełnianie kryterium kursowego napotykać będzie przeszkody natury instytucjonalnej związane z niejasną interpretacją samego kryterium, niepewnością co do sposobu jego weryfikacji oraz z nieadekwatnością zasad pomocy finansowej Eurosystemu do sytuacji Polski. Sztywne pasmo wahań kursu złotego względem euro stwarzać będzie niebezpieczeństwo destabilizujących przepływów kapitału i nadmiernej zmienności kursu złotego, łącznie z możliwością wystąpienia kryzysu walutowego. Podstawowy dylemat polityki kursowej przed wejściem do ERM II będzie dotyczyć kwestii: czy zamrozić parytet na zawyżonym poziomie i ryzykować załamanie wewnątrz ERM II, czy też wcześniej zdevaluować złotego i ryzykować wzmożenie inflacji.

Do najważniejszych zagrożeń w procesie realizacji inflacyjnego kryterium konwergencji należy zaliczyć inflację korekcyjną związaną ze zmianami o cha-

²⁴ J. Borowski, M. Brzoza-Brzezina, *op. cit.*, s. 13–14.

rakterze prawnoregulacyjnym wynikającymi z członkostwa Polski w Unii Europejskiej oraz inflację kosztową spowodowaną występowaniem efektu Balassy-Samuelsona. Efekt B-S utrudniać będzie jednoczesną realizację kryterium inflacyjnego i kryterium kursowego. Osoby odpowiedzialne za politykę pieniężną będą musiały rozwiązać dylemat: jak obniżyć i stabilizować inflację, a jednocześnie nie dopuścić do nadmiernej aprecjacji kursu złotego? Próba forsownego obniżania inflacji do poziomu określonego przez kryterium z Maastricht może wymagać albo znaczącego spowolnienia tempa wzrostu PKB (co wydłużać będzie proces realnej konwergencji), albo znacznej nominalnej aprecjacji waluty (co może pogarszać deficyt obrotów bieżących oraz utrudniać spełnienie kryterium kursowego). Powyższy dylemat może łagodzić restrykcyjna polityka fiskalna, która pozwoliłaby zwiększyć skuteczność polityki monetarnej w obniżaniu inflacji, a jednocześnie zmniejszyć skalę koniecznej aprecjacji złotego.

Literatura

- Balassa B., *The Purchasing Power Parity Doctrine: A Reappraisal*, „Journal of Political Economy” 1964, t. 72.
- Borowski J., *Podatność Polski na szoki asymetryczne a proces akcesji do Unii Gospodarczej i Walutowej*, „Bank i Kredyt” 2001, nr 11–12.
- Borowski J., Brzoza-Brzezina M., *Designing Poland's Macroeconomic Strategy on the Way to the Euro Area*, „EUI Working Paper”, 2004, nr 10, RSCAS, Florence.
- Borowski J., Brzoza-Brzezina M., Szpunar P., *Exchange Rate Regimes and Poland's Participation in ERM II*, „Bank i Kredyt” 2003, nr 1.
- Canzoneri M., Vinals J., Valles J., *The Exchange Rate as an Instrument of Macroeconomic Adjustment: Empirical Evidence and Relevance for European Monetary Union*, „Economic Bulletin”, Banco Espana, Madrid, kwiecień 1997.
- Chmielewski T., *Od kursu płynnego do unii monetarnej. Znaczenie efektu Balassy-Samuelsona dla polskiej polityki pieniężnej*, „Materiały i Studia” 2003, z. 163, NBP, Warszawa.
- De Grauwe P., *Unia walutowa*. PWE, Warszawa 2003.
- ECB, *Raport o Konwergencji*, 2004.
- Halpern L., Wyplosz C., *Economic Transformation and the Real Exchange Rates in 2000s: The Balassa-Samuelson Connection*, „Economic Survey of Europe”, UN, Geneva 2001.
- Kawalec S., Krzak M., *Polityka kursowa i wzrost gospodarczy*, „Gospodarka Narodowa”, 2001, nr 9.
- Koronowski A., Rozkrut M., *Towards the Euro-Zone through the ERM II. Countering Fallacies*, „Bank i Kredyt” 2003, nr 11.
- Lutkowski K., *Globalizacja a dylematy polityki pieniężnej W poszukiwaniu optymalnej strategii dla Polski w drodze do euro*, „Bank i Kredyt”, 2001, nr 11–12.
- Lutkowski K., *Od złotego do euro*, Twigger, Warszawa 2004.
- Matecki W., *Jakim kursem do eura*, „Gazeta Bankowa”, 2005, nr 6.
- Matecki W., *Warianty polityki walutowej w Polsce w najbliższych latach*, „Ekonomista” 2002, nr 5.
- Orłowski W.M., *Optymalna ścieżka do euro*, Wydawnictwo Naukowe Scholar, Warszawa 2004.

- Orłowski W.M., Zienkowski L., *Skala inflacji korekcyjnej w Polsce w latach 2001–2011*, opracowanie na zlecenie NBP, NOBE, Łódź–Warszawa 2001.
- Raport na temat korzyści i kosztów przystąpienia Polski do strefy euro*, NBP, Warszawa 2004.
- Rosati D.K., *Polityka pieniężna i kursowa po wejściu Polski do UE [w:] Polska w Unii Europejskiej. Uwarunkowania i możliwości po 2004 roku*, red. G. Wojtkowska-Ładej, SGH, Warszawa 2003.
- Samuelson P., *Theoretical Notes on Trade Problems*, „Review of Economics and Statistics” 1964, nr 46.
- Sławiński A., *Złoty w europejskim mechanizmie kursowym*, „Ekonomista” 2004, nr 2.
- Strategia polityki pieniężnej po 2003 roku*, NBP, Warszawa, luty 2003.

Monetary Policy and Participation of the Złoty in the ERM II

Poland's membership in the Economic and Monetary Union requires its participation in the Exchange Rate Mechanism (ERM II), which entails the need to subordinate monetary policy to exchange rate policy. The need to meet inflation and exchange rate criteria simultaneously engenders certain dilemmas. The fundamental dilemma of exchange rate policy will be whether to enter the ERM II with an overvalued złoty exchange rate and risk internal collapse of this mechanism or to conduct a prior devaluation of the exchange rate risking an increase in inflation. Monetary policy will have to solve this dilemma on how to reduce and stabilise inflation and at the same time avoid excessive appreciation of the złoty exchange rate that would threaten the competitiveness of the Polish economy. Solving these dilemmas, while minimising the costs to the economy, will require a restrictive fiscal policy.