

Piotr Stanek

Katedra Międzynarodowych Stosunków Gospodarczych

Polityka pieniężna i kursowa w wybranych nowych krajach członkowskich Unii Europejskiej

1. Wprowadzenie

Rozszerzenie Unii Europejskiej o dziesięć nowych państw członkowskich (NPC) z dniem 1 maja 2004 r. z jednej strony zwieńczyło wieloletnie ich starania o przystąpienie do tej organizacji, z drugiej jednak postawiło przed nimi kolejne wyzwania. Jednym z nich jest przyjęcie wspólnej waluty euro i wiążące się z nim pełne przystąpienie do unii gospodarczej i walutowej (UGW) – obecnie NPC mają status państw „z derogacją”.

Warunkiem koniecznym przystąpienia do strefy euro jest spełnienie kryteriów konwergencji. Dwa spośród nich znajdują się pod bezpośrednim wpływem banku centralnego, są to: kryterium inflacji i stabilności kursu walutowego oraz wysokość długoterminowej stopy procentowej, która związana jest ze skutecznością polityki pieniężnej. Celem niniejszego artykułu jest porównanie strategii poszczególnych NPC w ramach polityki pieniężnej i kursowej oraz próba odpowiedzi na pytanie, jakimi przesłankami kierowały się poszczególne państwa decydując się na daną opcję.

Należy zwrócić uwagę, że wybory strategii polityki pieniężnej i polityki kursowej nie są od siebie niezależne. Wystarczy przypomnieć tu problem niemożności jednoczesnego prowadzenia autonomicznej polityki pieniężnej i utrzymywania stabilności kursu walutowego przy wolnych przepływach kapitałowych. Ponieważ wolny przepływ kapitału jest jednym z fundamentów UE, prowadzenie np. niezależnej polityki dezinflacyjnej przy założeniu stałego kursu walutowego będzie bardzo trudne.

Oczywiście konkretne rozwiązania będą zależeć od charakterystyki poszczególnych krajów: inaczej będzie wyglądać sytuacja w niewielkiej i bardzo

otwartej gospodarce, jaka jest np. w Estonii, a inaczej – w relatywnie dużej i mniej zależnej od przepływów kapitałowych i handlowych Polsce.

W pierwszej części artykułu przedstawione zostaną strategie polityki pieniężnej i kursowej przyjęte w Czechach, Estonii, Łotwie i Polsce w latach 2002–2004. Wybór ten podyktowany jest chęcią zaprezentowania możliwie szerokiego spektrum strategii polityki pieniężnej, kursowej i deklarowanej ścieżki przyjęcia wspólnej waluty przy jednoczesnym ograniczeniu liczby analizowanych krajów. Przekrój czasowy analizy pokrywa się z okresem referencyjnym raportu konwergencji. Na tym tle w części drugiej zaprezentowana zostanie ocena osiągnięć w zakresie konwergencji zawarta w *Raporcie zbieżności* opublikowanym przez EBC w październiku 2004 r. Artykuł zakończą wnioski odnośnie do dających się zaobserwować zależności między wyborem strategii polityki pieniężnej i kursowej a skutecznością procesu konwergencji.

2. Polityka pieniężna i kursowa

2.1. Uwagi wstępne

Zgodnie z wymaganiami *aquis communautaire* (jak również konsensusem panującym w głównym nurcie ekonomii¹), głównym celem banku centralnego, a więc i prowadzonej przez niego polityki pieniężnej, powinna być stabilność cen. Cel ten może być oczywiście osiągnięty różnymi sposobami.

Jedną ze strategii znajdujących zastosowanie w coraz większej liczbie banków centralnych, a jednocześnie szeroko dyskusowaną w środowisku naukowym, jest strategia bezpośredniego celu inflacyjnego². W pewnym uproszczeniu można przyjąć, że polega ona na zobowiązaniu się banku centralnego do osiągnięcia w średnim okresie pewnego, uprzednio określonego poziomu inflacji. Dla osiągnięcia tego celu bank centralny używa dostępnych mu instrumentów (przede wszystkim krótkoterminowej stopy procentowej). Bardzo ważną rolę odgrywa w niej również systematyczne publikowanie prognoz inflacji, które ma za zadanie ustabilizowanie oczekiwań inflacyjnych na poziomie celu inflacyjnego. Strategia ta uznawana jest dość powszechnie za skuteczną w wal-

¹ Jedną z podstawowych pozycji w literaturze z zakresu niezależności banku centralnego jest: A. Cukierman, *Central Bank Strategy, Credibility and Independence*, MIT Press, 1992; nowsze badania podsumowane zostały np. w: H. Berger, J. de Haan, S.C.W. Eijfinger, *Central Bank Independence: An Update of Theory and Evidence*, „Journal of Economic Surveys” 2001, vol. 15, nr 1.

² Por. np. B.S. Bernanke, T. Laubach, F. Mishkin, A.S. Posen, *Inflation Targeting. Lessons from the International Experience*, Princeton University Press, Princeton 1999; J. Drop, A. Wojtyna, *Strategia bezpośredniego celu inflacyjnego: przesłanki teoretyczne i doświadczenia wybranych krajów*, „Materiały i Studia NBP” 2001, nr 118; A. Fraga, I. Goldfajn, A. Minella, *Inflation Targeting in Emerging Market Economies*, NBER Working Paper nr 10019, 2003; lub D. Daianu, L. Lungu, *Inflation Targeting. Between Rhetoric and Reality. The Case of Transition Economies*, William Davidson Institute Working Paper 743, 2005. Ostatnie dwa opracowania dotyczą w szczególności krajów na drodze transformacji.

ce z inflacją. Ponadto przyczynia się ona do wzrostu przejrzystości polityki pieniężnej, jej „odpowiedzialności demokratycznej” (*accountability*) oraz odporności gospodarki na szoki zewnętrzne³.

Inną możliwą strategią polityki pieniężnej dostępną dla NPC jest tzw. zarząd waluty (*currency board*), czyli jednostronne zobowiązanie banku centralnego do utrzymania stałego kursu wobec danej waluty, co w praktyce oznacza też konieczność „importowania” stóp procentowych z kraju, w stosunku do którego waluty usztywniany jest kurs⁴. Teoretycznie możliwe jest też wprowadzenie waluty innego kraju do obiegu na mocy jednostronnej decyzji – w przypadku analizowanych krajów można ewentualnie zastanawiać się nad „euroizacją”⁵.

Na drodze do przyjęcia wspólnej waluty w sposób przewidziany procedurą konieczne jest też ustabilizowanie kursu walutowego wobec euro. Jednak przed przystąpieniem do mechanizmu kursów walutowych II (ERM II), które jest obowiązkową instytucjonalną formą takiego usztywnienia przewidzianą traktatem, NPC mają prawo dowolnie kształtować swoje systemy kursów walutowych.

W NPC znaleźć można różne typy systemów kursowych: od całkowicie płynnych (jak w Polsce), do całkowicie sztywnego powiązania własnej waluty z euro (jak w Estonii), poprzez różne stany pośrednie: kurs płynny sterowany (w Czechach) czy powiązanie waluty z inną walutą niż euro lub ich koszykiem (Łotwa), jak również nieużywany już, lecz stosunkowo popularny na początku transformacji (występujący np. w Polsce do 2000 r. i *implicité* również w Słowenii), system pełzającej dewaluacji. Ten ostatni mógł przyjmować różne formy: np. pełzająca dewaluacja wobec jednej waluty lub ich koszyka; z dopuszczalnym zakresem wahań lub bez.

Od przyjęcia odpowiedniej kombinacji polityki pieniężnej i kursowej zależy może, jak się wydaje, skuteczne osiągnięcie konwergencji niezbędnej do przystąpienia do strefy euro. Warto prześledzić na kilku przykładach, jakich wyborów dokonały nowe kraje członkowskie UE.

2.2. Czechy

Bank Narodowy Czech (CNB), jak wspomniano, prowadzi od 1998 r. politykę pieniężną opartą na strategii bezpośredniego celu inflacyjnego. Według raportu rocznego system celu inflacyjnego polega na publicznym ogłaszaniu określonych docelowych wartości inflacji dla poszczególnych horyzontów czasowych⁶.

³ D. Daianu, L. Lungu, *op. cit.*, s. 3.

⁴ Szeroki przegląd opcji opisujących rozwiązania w zakresie polityki pieniężno-walutowej w NKC i ich implikacje dla przystąpienia do strefy euro przedstawiają np. F.M. Natalucci, F. Ravenna, *The Road to Adopting the Euro: Monetary Policy and Exchange Rate Regimes in EU Candidate Countries*, Board of Governors of the Federal Reserve System, International Finance Discussion Papers 741, 2002.

⁵ Argumenty za i przeciw jednostronnej euroizacji przedstawia np. S. Levasseur, *Why Not Euroisation?*, „Revue de l’Observatoire Français des Conjonctures Economiques”, Special Issue: „The new European Union Enlargement”, ed. Jérôme Creel & Sandrine Levasseur, April 2004.

⁶ Por. np. CNB, *Annual Report 2002, 2003*, s. 40.

Władze banku biorą pod uwagę najnowsze prognozy opracowywane przez centrum analiz banku i oceniają ryzyko niezrealizowania celu inflacyjnego. Na tej podstawie rada banku głosuje decyzje o zmianie instrumentów polityki pieniężnej (przede wszystkim stóp procentowych⁷, ale również ewentualnie rezerw obowiązkowych). Wyjaśniając istotę tej strategii CNB kładzie nacisk na przejrzystość i zrozumiałość systemu, gdzie decyzje w polityce pieniężnej zapadają na podstawie jasnych reguł i procedur, co pozwala na utrzymanie wysokiej wiarygodności banku w zakresie realizacji celu inflacyjnego w średnim okresie, a jednocześnie umożliwia aktywną politykę antycykliczną.

Uzupełnieniem czeskiej strategii celu inflacyjnego w polityce pieniężnej jest, w zakresie polityki walutowej, sterowany płynny kurs walutowy. Oznacza to, że w przeważającej mierze cena czeskiej korony zależy od sytuacji na międzynarodowych rynkach walutowych, jednak w wypadku nadmiernych w ocenie CNB fluktuacji kursu, pozostawia on sobie możliwość interwencji.

Rok 2002 był w Czechach okresem niewielkiego wzrostu gospodarczego (poniżej 2%), podczas gdy w 2003 r. przyrost realnego PKB osiągnął już wartość bliską 4%⁸. Jednocześnie inflacja przez cały ten czas kształtowała się znacznie poniżej średnioterminowego celu inflacyjnego (na koniec 2005 r. inflacja ma znaleźć się w przedziale 2–4%) i osiągnęła w 2003 r. wartość bliską 0. Jednocześnie korona podlegała znacznej presji na aprecjację, co skłoniło CNB do znacznych interwencji na rynku walutowym w 2002 r. Sytuacja zmieniła się znacznie w 2003 r. (choć aprecjacja korony wobec dolara następowała nadal, to była znacznie wolniejsza, a wobec euro trend uległ odwróceniu), co wpłynęło na zaniechanie aktywności CNB na rynku walutowym.

2.3. Estonia

Estonia opiera swą politykę pieniężną i walutową na jednostronnym zobowiązaniu do utrzymania stałego kursu walutowego na poziomie 15,64664 EEK za 1 EUR (od 1999 r.; wcześniej, od 1992 r., było to 8 EEK za 1 DEM). Ponieważ różnice między kursem zakupu a kursem sprzedaży oraz jakiegokolwiek fluktuacje kursu nie są dopuszczalne, Estonia zobowiązana jest do ścisłego naśladowania polityki pieniężnej prowadzonej przez Europejski Bank Centralny. Tego typu polityka pieniężna, jak wspomniano, nazywana jest zarządem waluty (*currency board*).

Zarząd waluty w małej otwartej gospodarce (stosunek handlu zagranicznego do PKB przekracza w Estonii 120%) i związana z wagą wymiany międzynarodowej w gospodarce duża zależność cen krajowych od cen zagranicznych powo-

⁷ Najważniejszym instrumentem polityki pieniężnej w Czechach jest dwutygodniowa stopa repo.

⁸ Dane o gospodarkach poszczególnych krajów w tej części artykułu, będące wartościami średniorocznymi, są wynikiem własnych wyliczeń na podstawie: *International Financial Statistics – February 2005*, wydanej w formie elektronicznej przez MFV.

duże znaczne efekty związane z „importem wiarygodności banku centralnego” czy „importem niskiej inflacji” z kraju, z którego kursem powiązana jest waluta.

Inflacja w Estonii wynosiła ok. 3,5% w 2002 r. i spadła poniżej 1,5% w 2003 r. przy należących do najwyższych w regionie wskaźnikach wzrostu: odpowiednio ponad 7% i 5%. Ścisłe powiązanie estońskiej korony z euro skłoniło władze tego kraju do bardzo szybkiego przystąpienia do ERM II. Stało się to 28.06.2004 r., a więc niecałe dwa miesiące po przystąpieniu tego kraju do UE⁹. Decyzja ta jest również wyrazem chęci możliwie najszybszego przystąpienia Estonii do strefy euro i przyjęcia wspólnej waluty.

2.4. Łotwa

Strategia łotewskiej polityki pieniężnej przypomina nieco tę stosowaną przez EBC: nie ma oficjalnych celów inflacyjnych, a decyzje podejmowane są na podstawie wskaźników ekonomicznych, wśród których bardzo ważną rolę odgrywają: wzrost podaży pieniądza oraz szybkość jego obiegu – wskazujące na oparciu polityki pieniężnej na ilościowej teorii pieniądza.

Cechą wyróżniającą politykę pieniężno-walutową Łotwy jest powiązanie kursu lata ze specjalnym prawem ciągnięcia (SDR) – od 1994 r. aż do 31.12.2004 r. – parytet centralny był stały i wynosił 1 XDR = 0,7997 LVL¹⁰. Fluktuacje najważniejszych walut względem lata były więc możliwe, ale wynikały wyłącznie ze zmian parytetów między nimi (a więc również między nimi a SDR). Od 1.01.2005 r. Bank Łotwy zmienił referencyjny koszyk walut, jakim był SDR, na jedną walutę referencyjną – euro (1 EUR = 0,702804 LVL), dając tym samym wyraz swemu dążeniu do zastąpienia lata wspólną walutą. Jednocześnie Bank Łotwy zobowiązał się jednostronnie do ograniczenia wahań kursu w bardzo wąskim przedziale $\pm 1\%$. Termin przystąpienia do strefy euro, według informacji zamieszczonych na stronie internetowej Banku Łotwy, przypada na 2008 r. (według informacji na dzień 15.03.2005). Łotewska polityka pieniężna w analizowanym okresie może być uznana za skuteczną: inflacja wyniosła: 1,9% w 2002 r. i 2,9% w 2003 r. Jednocześnie Łotwa utrzymała bardzo wysokie tempo wzrostu gospodarczego – PKB rósł odpowiednio o 6,4% i 7,5%.

⁹ Wraz z Estonią przystąpiły wówczas do ERM II Litwa i Słowenia.

¹⁰ W pracy B. Egert, R. Kierzenkowski, *Asymmetric Fluctuation Bands in ERM and ERM II: Lessons from the Past and Future Challenges for EU Acceding Countries*, William Davidson Institute Working Paper Number 597, 2003, s. 3, autorzy uznali łotewski system polityki pieniężnej za *de facto currency board*, zapewne ze względu na stałość parytetu wobec SDR. Wydaje się jednak, że ze względu na pewien poziom dopuszczalnych wahań, jak również brak banku centralnego, którego poziom stóp procentowych Bank Łotwy miałby naśladować, nie jest to adekwatny opis łotewskiego reżimu pieniężnego (przed 1.01.2005, kiedy to kurs lata został powiązany z euro i od kiedy można już mówić o istnieniu zarządu waluty).

2.5. Polska

Polska, podobnie jak Czechy, od 1998 r. stosuje w polityce pieniężnej strategię bezpośredniego celu inflacyjnego. W Polsce w latach 2002–2003 cel inflacyjny wynosił $3 \pm 1\%$ ¹¹. W obu okresach inflacja ukształtowała się ostatecznie poniżej zakładanych wielkości (odpowiednio 1,8% i 0,7%). Jednocześnie nastąpiło pewne ożywienie gospodarcze, wyrażające się wzrostem PKB rządu 3,8% w 2003 r.

Głównym instrumentem polityki pieniężnej NBP są krótkoterminowe stopy procentowe. NBP wpływa na wysokość stóp procentowych na rynku międzybankowym za pomocą operacji otwartego rynku. Pomocniczym instrumentem kształtowania polityki pieniężnej jest również rezerwa obowiązkowa.

Lata 2002–2003 były okresem systematycznego obniżania stóp procentowych, związanego z wyraźnym trendem spadkowym inflacji. Wraz ze spadkiem wysokości stóp znacząco zmniejszyła się szerokość korytarza, w którym mieścić się może stopa rynkowa, a który ograniczony jest z góry przez stopę lombardową, a z dołu – depozytową. Łącznie w latach 2002–2003 dokonano czternastu obniżek stóp procentowych, w wyniku których stopa referencyjna spadła z 11,5% do 5,25%, a różnica między stopą lombardową a depozytową zmniejszyła się w tym czasie z 6 do 3 punktów proc.

Kurs złotego jest od kwietnia 2000 r. kursem płynnym, a NBP nie interweniuje na rynku walutowym. Niemniej, w ramach przygotowań do wejścia złotego do ERM II NBP zajmuje się przygotowaniem odpowiednich procedur interwencyjnych, które będą miały zastosowanie, gdy kurs złotego zostanie usztywniony względem euro.

3. Raport zbieżności 2004

Raport zbieżności (Raport konwergencji) jest oficjalnym dokumentem EBC, przygotowywanym nie rzadziej niż co dwa lata, służącym ocenie postępów krajów członkowskich UE, które nie przyjęły wspólnej waluty i które nie posiadają klauzuli *opt-out*¹² w zakresie UGW¹³. Na raport składają się oceny gotowości poszczególnych państw członkowskich do zastąpienia własnych walut przez euro w dwóch obszarach – zbieżności ekonomicznej (tak w zakresie nominalnym wyznaczonym przez kryteria konwergencji z Maastricht, jak i z punktu widzenia innych wskaźników mogących pomóc w ocenie trwałości zbieżności) oraz

¹¹ Początkowo cel inflacyjny na 2002 r. ustalony był na wyższym poziomie ($5 \pm 1\%$), jednak ze względu na korzystne okoliczności zewnętrzne (podażowe, wpływające np. na niewielki wzrost cen żywności, mniejszy, niż przewidywano, wzrost popytu wewnętrznego oraz niższe, niż oczekiwano, podwyżki cen administrowanych), w czerwcu 2002 r. krótkoterminowy cel inflacyjny obniżono.

¹² Klauzula ta, oznaczająca brak obowiązku przystąpienia do strefy euro, dotyczy Wielkiej Brytanii i Danii.

¹³ Poprzedni Raport zbieżności (2002) dotyczył więc tylko Szwecji.

pod względem zgodności ustawodawstwa dotyczącego banku centralnego i polityki pieniężnej z wymogami traktatowymi i statutem ESBC i EBC.

Kryteria konwergencji z Maastricht były przedmiotem intensywnej analizy ekonomistów jeszcze przed wprowadzeniem euro¹⁴, niemniej w związku z przystępowaniem nowych krajów do UGW i obecną sytuacją ekonomiczną w krajach UE (bardzo niska inflacja, a nawet okresowe spadki indeksów cen) pojawiły się pewne dodatkowe kontrowersje. Dotyczą one wykładni przepisów określających dopuszczalny poziom inflacji i długoterminowej stopy procentowej.

Zgodnie z zapisem Protokołu o kryteriach konwergencji, będącego załącznikiem do Traktatów, inflacja w kraju przystępującym do strefy euro nie powinna być wyższa o więcej niż 1,5 punktu proc. od średniej inflacji w trzech krajach członkowskich o najlepszym wyniku pod względem stabilności cen. Okazuje się, że tymi trzema krajami w okresie referencyjnym (wrzesień 2003 – sierpień 2004) były: Finlandia (wskaźnik wzrostu cen 0,4%), Dania (1%) i Szwecja (1,3%). Po wyliczeniu średniej i dodaniu 1,5 punktu proc. otrzymujemy wartość referencyjną 2,4% – maksymalny dopuszczalny wskaźnik inflacji, by dany kraj mógł zostać zaakceptowany jako nowy członek strefy euro.

Ciekawe jest, że dwa spośród trzech krajów, których inflacja posłużyła do wyliczenia wartości referencyjnej, nie należą do strefy euro. Wartość ta mogłaby być jeszcze niższa, gdyby do średniej włączyć wskaźnik wzrostu cen konsumpcyjnych na Litwie (również poza strefą euro), który wyniósł w tym okresie -0,2%. Litwa została jednak uznana za outliera i nie zastosowano tej wartości do wyliczenia wartości referencyjnej¹⁵.

Pewne problemy mogą również powstać w przyszłości w związku z kryterium długoterminowej stopy procentowej (mającej być wskaźnikiem trwałości konwergencji). Wartość referencyjną obliczana jest poprzez dodanie 2 punktów proc. do średniej długoterminowej stopy procentowej trzech krajów o najniższej inflacji. Gdyby niska inflacja utrzymywała się w NKC przez dłuższy czas, to może się okazać, że wartość referencyjna długoterminowej stopy procentowej zostanie sztucznie zawyżona. Stanie się tak, ponieważ NKC mają z reguły wyższą długoterminową stopę procentową niż stare kraje członkowskie (ze względu na większe ryzyko kraju).

Śród kryteriów konwergencji, narodowy bank centralny może mieć wpływ na inflację (bez wątplenia – niska inflacja jest w końcu głównym statutowym celem banków centralnych), na stabilność kursu walutowego oraz (przynajmniej pośrednio) – wysokość długoterminowych stóp procentowych. Z tego powodu analiza zbieżności ograniczona zostanie tu do tych właśnie wymogów traktatowych, a pozostałe dwa (wysokość długu publicznego – poniżej 60% PKB i deficytu budżetowego – poniżej 3%) zostaną potraktowane marginalnie.

¹⁴ Por. np. A. Wojtyła, *Teoretyczne kontrowersje wokół Unii Gospodarczej i Walutowej*, „Gospodarka Narodowa” 1998, Numer Specjalny, s. 7–27; lub: S. Miklaszewski, *Historyczne i ekonomiczne podstawy integracji krajów Unii Europejskiej*, WSB-NLU, Nowy Sącz 1999.

¹⁵ Por. EBC, *Convergence Report*, 2004, s. 8.

Wszystkie analizowane w niniejszym artykule kraje spełniały kryterium inflacyjne jeszcze w 2003 r. Jednakże, w dużej mierze ze względu na impuls proinflacyjny związany z przystąpieniem do UE, sytuacja zmieniła się nieco w 2004 r. W okresie referencyjnym inflacja poniżej wartości referencyjnej 2,4% utrzymała się w Czechach i Estonii¹⁶. Na Łotwie wyniosła ona 4,9%, a więc znacznie powyżej traktatowego limitu, podczas gdy w Polsce znalazła się zaledwie o 0,1 punktu proc. powyżej wartości referencyjnej. Ponieważ w pewnej mierze wzrost inflacji spowodowany był jednorazowym efektem przystąpienia do UE, należy oczekiwać powrotu wskaźników wzrostu cen do wartości akceptowalnej. EBC zwraca jednak uwagę na pewne zagrożenia związane z „efektami drugiej rundy” oraz niekorzystnym wpływem zbyt luźnej polityki fiskalnej (w Polsce).

W zakresie kryterium stopy procentowej, której wartość referencyjna wyniosła 6,4%, w gronie państw pozytywnie ocenionych znalazły się Czechy, Łotwa i Estonia¹⁷. Polska przekroczyła wartość referencyjną o 0,5 punktu proc. Przyczyn wzrostu długoterminowej stopy procentowej w Polsce w 2003 r. powyżej wartości referencyjnej EBC upatruje we wzroście inflacji oraz w rosnącej niepewności co do polityki fiskalnej.

Jak wspomniano, Raport zbieżności został opublikowany w październiku 2004 r., a więc pięć miesięcy po przystąpieniu dziesięciu NPC do UE i trzy miesiące po przystąpieniu trzech z nich do ERM II. Oznacza to, że z formalnego punktu widzenia pozytywna ocena któregośkolwiek kraju w świetle kryterium stabilności kursu walutowego jest niemożliwa, gdyż wymagane jest przynajmniej dwuletnie uczestnictwo w ERM II¹⁸.

Śród analizowanych krajów tylko Estonia przystąpiła do systemu kursów walutowych, a zarząd waluty uzyskał akceptację EBC, jednakże jako jednostronne zobowiązanie Estonii nie wpływające na obowiązki interwencji na rynku walutowym przez EBC. Choć w analizowanym okresie kurs estońskiej korony do euro był stały, a różnice w krótkoterminowych stopach procentowych były minimalne (właśnie ze względu na *currency board*), EBC wskazał na duży deficyt bieżący i kapitałowy (łącznie 12,7% PKB) jako potencjalne zagrożenie dla stabilności kursu.

W odniesieniu do czeskiej korony Raport konwergencji stwierdza, że jej fluktuacje były względnie duże, choć różnice między czeskimi krótkoterminowymi stopami procentowymi a ich odpowiednikami w strefie euro były nie-

¹⁶ Kwestią dyskusyjną pozostaje fakt, czy deflacja (występująca w tym kraju) zgodna jest z ideą stabilności cen. EBC wydaje się jednak akceptować ujemny wskaźnik wzrostu cen jako zgodny z kryterium konwergencji.

¹⁷ Estonia nie emituje papierów wartościowych porównywalnych do 10-letnich obligacji skarbowych. Jednak ze względu na bardzo niski wskaźnik zadłużenia (poniżej 5%), EBC nie widzi „wskazań sugerujących negatywną ocenę” w zakresie tego kryterium.

¹⁸ Szwecja również nie uczestniczy w ERM II.

wielkie. Przyczyn niestabilności kursu można więc upatrywać w sporym deficycie handlowym i kapitałowym Czech.

Występująca w badanym okresie deprecjacja łotewskiej waluty wobec euro wynikała, wobec powiązania lata z SDR, z aprecjacji euro w stosunku do wszystkich innych ważniejszych walut światowych, a w szczególności do dolara. EBC zwrócił też uwagę na znaczne różnice w stopach procentowych między Łotwą a strefą euro¹⁹.

W analizowanym w Raporcie konwergencji okresie polski złoty znacząco osłabił się wobec euro²⁰. Trend ten jednak uległ odwróceniu w czwartym kwartale 2004 r. Wydaje się jednak, że w wypadku przystąpienia Polski do ERM II przy odpowiednim parytecie można będzie liczyć na spełnienie kryterium stabilności kursu walutowego.

4. Wnioski

Na podstawie porównania strategii polityki pieniężnej i walutowej w czterech krajach przedstawiono stosunkowo szeroki wachlarz opcji dostępnych NKC na ich drodze do wprowadzenia euro. Jak można zauważyć, większe (a przez to również mniej otwarte) kraje (jak Polska czy Czechy) stosunkowo chętniej wybierały niezależne strategie polityki pieniężnej i kursowej, podczas gdy kraje mniejsze (jak Estonia czy Łotwa) skłaniały się ku polityce pozwalającej „importować” wiarygodność przez zastosowanie mniej lub bardziej sztywnych reżimów kursowych.

W zakresie polityki pieniężnej przedstawiono strategię bezpośredniego celu inflacyjnego, która występuje w Czechach i w Polsce²¹. Oba kraje stosują ją od 1998 r. i w obydwu okazała się ona skutecznym narzędziem dezinflacji. Uzupełnieniem strategii celu inflacyjnego był w tych krajach płynny kurs walutowy (z dość systematycznymi interwencjami – przynajmniej w 2002 r. w przypadku Czech). Dwa mniejsze kraje wybrały mniej niezależne strategie polityki pieniężnej – powiązanie wartości własnego pieniądza z inną walutą (Estonia) lub ich koszykiem (Łotwa). Ten ostatni starał się jednak prowadzić przynajmniej częściowo niezależną politykę pieniężną, a podejmowane decyzje wyjaśniał za pomocą podobnych analiz jak EBC.

Przedstawione powyżej fakty dotyczące systemów polityki pieniężnej i walutowej oraz wyników analizowanych krajów w zakresie konwergencji przedstawia tabela 1. Jak wynika z tych danych, najlepiej z procesem konwergencji nominalnej poradziła sobie Estonia, jednak wszystkie kraje mają więcej problemów z ograniczeniem deficytu publicznego niż z wypełnieniem kryteriów

¹⁹ Obecny sztywny kurs lata wobec euro zapewne zlikwiduje oba te problemy.

²⁰ Przyczyny wskazywane przez EBC to wysoki deficyt budżetowy (zwiększone ryzyko kraju) i zmniejszające się jednocześnie różnice między stopami procentowymi w Polsce i w strefie euro.

²¹ Spośród pozostałych NPC przyjęły ją również Węgry.

monetarnych. Należy bowiem przypomnieć, że problem z inflacją pojawił się znów dopiero w 2004 r. i był w dużej mierze związany z dostosowaniami cen po przystąpieniu do UE, a więc prawdopodobnie inflacja powróci do niskich poziomów najdalej w średnim okresie.

Tabela 1. Polityka pieniężna i kursowa oraz konwergencja* analizowanych krajów w latach 2002–2004 (w %)

Wyszczególnienie	Czechy	Estonia	Łotwa	Polska
Strategia polityki pieniężnej	Bezpośredni cel inflacyjny	Zarząd waluty (<i>currency board</i>)	Polityka naśladowująca politykę EBC	Bezpośredni cel inflacyjny
Polityka kursowa	Kurs płynny sterowany	Kurs sztywny do euro	Kurs sztywny do SDR, od 1.01.2005 – do euro	Kurs płynny
Inflacja	1,8	2,0	4,9 (2,5)	2,5 (0,1)
Stopy procentowe	4,7	.	5,0	6,9 (0,5)
Kurs walutowy	–	+	–/+	
Saldo budżetu/ PKB	–5 (2)	+0,3	–2,0	–5,6 (2,6)
Dług publiczny/ PKB	37,9	4,8	14,7	47,2

* w odniesieniu do kursu walutowego + oznacza, że kryterium prawdopodobnie byłoby spełnione (jak wspomniano, ze względów formalnych żaden kraj nie mógłby go spełnić, ponieważ żaden z nich nie uczestniczył w ERM II przez 2 lata). Wartości wyróżnione pogrubionym drukiem oznaczają spełnienie kryterium, w nawiasach podano dystans do wartości referencyjnej – w przypadku gdy kryterium nie jest spełnione

Źródło: opracowanie własne na podstawie: EBC, *Convergence Report*, 2004; oraz raportów rocznych narodowych banków centralnych.

Wydaje się, że można zaryzykować stwierdzenie, iż wybór strategii polityki pieniężnej i kursowej nie determinuje bezpośrednio wypełnienia kryteriów konwergencji. Oczywiście strategie takie muszą być dostosowane do sytuacji danego kraju (w szczególności do stopnia otwartości, ale również do ogólnej elastyczności gospodarki w reakcji na szoki). Najważniejsze więc dla skutecznego przejścia procesu konwergencji jest zastosowanie spójnego *policy-mix*, dostosowanego do strukturalnych cech ekonomii danego kraju. W takich warunkach będzie można sprostać wymaganiom z Maastricht niezależnie od konkretnych przyjętych rozwiązań.

Literatura

- Bank of Latvia, *Annual Report 2002*, 2003.
Bank of Latvia, *Annual Report 2003*, 2004.
Berger H., Haan de J., Eijfinger S.C.W., *Central Bank Independence: An Update of Theory and Evidence*, „Journal of Economic Surveys” 2001, vol. 15, nr 1.
Bernanke B.S., Laubach T., Mishkin F., Posen A.S., *Inflation Targeting. Lessons from the International Experience*, Princeton University Press, Princeton 1999.
CNB, *Annual Report 2002*, 2003.
CNB, *Annual Report 2003*, 2004.
Cukierman A., *Central Bank Strategy, Credibility and Independence*, MIT Press, 1992.
Daianu D., Lungu L., *Inflation Targeting. Between Rhetoric and Reality. The Case of Transition Economies*, William Davidson Institute Working Paper 743, 2005.
Drop J., Wojtyna A., *Strategia bezpośredniego celu inflacyjnego: przesłanki teoretyczne i doświadczenia wybranych krajów*, Materiały i Studia NBP 2001, nr 118.
EBC, *Convergence Report*, 2004.
Egert B., *Assessing Equilibrium Real Exchange Rates in Accession Countries. Can we Have DEER with BEER without FEER. A Critical Survey of the Literature*, „Focus on Transition” 2003, nr 2, Autumn.
Fraga A., Goldfajn I., Minella A., *Inflation Targeting in Emerging Market Economies*, NBER Working Paper 10019, 2003.
Levasseur S., *Why Not Euroisation?* „Revue de l’Observatoire Français des Conjonctures Economiques”, Special Issue: „The New European Union Enlargement”, ed. Jérôme Creel & Sandrine Levasseur, 2004, April.
Miklaszewski S., *Historyczne i ekonomiczne podstawy integracji krajów Unii Europejskiej*, WSB-NLU, Nowy Sącz 1999.
Natalucci F.M., Ravenna F., *The Road to Adopting the Euro: Monetary Policy and Exchange Rate Regimes in EU Candidate Countries*, Board of Governors of the Federal Reserve System, International Finance Discussion Papers 741, 2002.
NBP, *Raport roczny 2002*, 2003.
NBP, *Raport roczny 2003*, 2004.
Wojtyna A., *Teoretyczne kontrowersje wokół Unii Gospodarczej i Walutowej*, „Gospodarka Narodowa” 1998, Numer Specjalny.

Monetary and Exchange Rate Policy in Selected New European Union Member States

This article constitutes a review of monetary and exchange rate strategy available to new European Union Member States. These strategies are one of the factors upon which the date of entry of these countries into the Euro zone should depend. The author presents selection options based on the example of four countries: the Czech Republic, Estonia, Latvia and Poland. This set of countries is dictated by the possibility of presenting a broad spectrum of monetary policies, exchange rate policies, and chosen paths towards accepting the common currency, while at the same time limiting the number of analysed countries.

The discussed monetary policy strategies include the management of currency *de iure* in Estonia and *de facto* in Latvia, as well as direct inflation targets in the Czech Republic and Poland. The author presents exchange rate strategies that are supplementary to monetary policies: ones that are rigid (with respect to the Euro in the case of the Estonian crown, and

with respect to SDR in the case of the Latvian lat) and ones that are flexible, such as in Poland and the Czech Republic. The author examines the effectiveness of the methods for conducting monetary policy chosen by each country in light of the convergence report – a document published by the European Central Bank in October 2004, which assessed the EU countries that remain outside the Euro zone (and not having an opt-out clause) with respect to preparing for adoption of the common currency. The author closes the article with conclusions on the need to make a cohesive choice of strategy for monetary and exchange rate policy, which in addition should be adjusted to the economic situation of a given country (in particular, the size and openness of its economy).

biblioteka
główna UEK