

**Eric Ringhut, Philipp Gerlach**

Uniwersytet w Münster

**DROGA POLSKI DO UNII GOSPODARCZEJ I WALUTOWEJ  
– PERSPEKTYWY, SZANSE I ZAGROŻENIA****1. Wstęp**

Po ostatnich doświadczeniach związanych z kryzysem monetarnym lat dziewięćdziesiątych trwa zagorzała debata nad wyborem skutecznych rozwiązań w polityce monetarnej krajów rozwijających się i podlegających transformacjom ustrojowym. Kwestia ta jest szczególnie ważna dla tych krajów obszaru Europy Środkowej i Wschodniej, które negocjują warunki akcesji do Unii Europejskiej, ponieważ na tym etapie integracji znaczącą rolę odgrywa wybór takiej polityki monetarnej, która najlepiej sprzyja wymogom akcesyjnym i spełnieniu kryteriów Maastricht, a w rezultacie także przygotowuje te kraje do wejścia w struktury Unii Gospodarczej i Walutowej (EMU). W zgodnej ocenie ekonomistów, w warunkach coraz bardziej swobodnego przepływu kapitału szansę powodzenia mają tylko te rozwiązania, które znajdują się na obu krańcach szerokiego spektrum polityki monetarnej – czyli polityka sztywnego lub płynnego kursu<sup>1</sup>. Zasadnicza różnica między przekształcającymi się gospodarkami krajów Europy Środkowej i Wschodniej (CEE) oraz rozwijającymi się gospodarkami obszarów Ameryki Łacińskiej i Azji polega na tym, że kraje CEE stoją przed realną perspektywą pełnego członkostwa w Unii Europejskiej i docelowo także EMU. Taka perspektywa zmienia warunki gospodarczo-polityczne i wymaga transformacji z systemu centralnego planowania do gospodarki wolnorynkowej ze sprawnymi instytucjami spełniającymi normy prawne EU, ze stabilnym systemem finansowym oraz konkurencyjnym przemy-

---

<sup>1</sup> „Globalne rynki kapitałowe dyskontują wszelkie słabości krajów utrzymujących sztywny kurs, pozostawiając niewiele miejsca na manewr” (Obstfeld/Rogoff (1995), s. 94).

słem. Wybór polityki monetarnej kraju podlegającego przekształceniom musi uwzględniać charakterystykę takiego procesu.

Polska gospodarka zajmuje czołową pozycję wśród krajów obszaru CEE prowadzących negocjacje o akces i pełne członkostwo w Unii Europejskiej. Podobnie jak inne kraje kandydackie, na początkowym etapie transformacji Polska przyjęła politykę sztywnego kursu w celu ustabilizowania swej gospodarki, zwłaszcza w odniesieniu do oczekiwań inflacyjnych<sup>2</sup>. Od tego czasu obserwuje się stopniowe przechodzenie do bardziej elastycznej polityki monetarnej (roczna krocząca dewaluacja oraz kroczące pasmo wahań). Obecnie skala interwencji w kurs wymiany jest nieznaczna. Zmiana ta podyktowana była nieustannym wzrostem przypyływu kapitału przy jednoczesnym dążeniu do ostatecznego wyeliminowania środków kontroli kapitału w obliczu pełnego członkostwa w Unii Europejskiej<sup>3</sup>.

Niniejsze opracowanie jest próbą odpowiedzi na pytanie, jaki model polityki monetarnej Polska powinna wybrać w przededniu uzyskania pełnego członkostwa w Unii Gospodarczej i Walutowej EMU. To niezwykle ważna kwestia – pozostająca w sferze zainteresowań czołowych ekonomistów – z racji charakterystyki państw CEE, niedawnego załamania systemu izby walutowej w Argentynie (przykładu polityki twardego kursu utrzymywanej w wielu krajach) oraz realnych perspektyw członkostwa krajów CEE w EMU. Ostatnie z tych zagadnień jest szczególnie interesujące, ponieważ Polska rozpoczęła transformację od przyjęcia polityki sztywnego kursu, przeszła w kierunku płynnego kursu, by ostatecznie stanąć przed szansą przystąpienia do unii monetarnej<sup>4</sup>. Mimo że niniejsze opracowanie koncentruje się na Polsce, warto jednak zauważyć, że zróżnicowanie metod zarządzania kursem walutowym w krajach kandydackich jest stosunkowo duże<sup>5</sup>. Taka dywergencja jest zastanawiająca, jeśli się zważy, że wszystkie te kraje ubiegają się o członkostwo w Unii, utrzymują kontakty handlowe głównie z krajami UE i stoją w obliczu tych samych szans rozwoju. Niemniej jednak są pewne różnice między krajami kandydackimi, które uzasadniają wybór różnych reżimów monetarnych.

Niniejsze opracowanie koncentruje się na Polsce i jest próbą oszacowania zalet i wad dwóch opcji dostępnych w polskich warunkach. W pierwszej części opiszemy proces przechodzenia od statusu państwa kandydującego do statusu pełnego członka UE i EMU. W rozdziale 3 przedstawimy najważniejsze wskaźniki ekonomiczne decydujące o wyborze polityki monetarnej. W rozdziale 4 opiszemy szczegółowe uwarunkowania kursu płynnego, zakładając dla celów dyskusji teoretycznej, że jest on bliskim odpowiednikiem kursu płynnego kierowanego. Kurs płynny kierowany jest zgodny z założeniami europejskiego mechanizmu stabilizacji kursów (ERM II) i jednocześnie reprezentuje jeden z krańcowych punktów spektrum

---

<sup>2</sup> Zob. ECB (2002), s. 61.

<sup>3</sup> Pewną rolę, choć w mniejszym stopniu, odegrał tu także kryzys finansowy lat 90., szczególnie kryzys rosyjski w 1998 r.

<sup>4</sup> Zob. tab. 2, s. 7 w: Coricelli (2001).

<sup>5</sup> Zob. Corker i in. (2000), s. 2 i dalsze oraz badania w: Backé (1999).

polityki monetarnej możliwych do zastosowania przez kraje kandydujące do EMU. Z drugiej strony – omówimy także drugi kraniec spektrum w postaci systemu izby walutowej oraz jednostronnej euroizacji. Ostatnia z wymienionych koncepcji zyskała szczególne zainteresowanie w ostatnich 10 latach. Na zakończenie spróbujemy przedstawić rekomendację dotyczącą wyboru najlepszej polityki monetarnej na podstawie bieżącego stanu gospodarczego i perspektyw rozwoju – polityki, która daje najlepsze szanse zapewnienia stabilności, utrzymania konkurencyjności, wspomżenia reform strukturalnych i spełnienia kryteriów określonych w układzie z Maastricht. W rozdziale 5 podsumujemy wyniki naszych rozważań.

## 2. Od statusu kraju kandydackiego do pełnego członkostwa w EMU – ramy legislacyjne

W marcu 1998 r. Unia Europejska rozpoczęła pierwszą fazę negocjacji akcesyjnych z krajami CEE. Kraj ubiegający się o członkostwo w Unii Europejskiej w początkowym etapie wkracza w *fazę przedakcesyjną*, w której zobligowany jest do spełnienia kryteriów kopenhaskich oraz zatwierdzenia, przyjęcia i wprowadzenia w życie dorobku prawnego wspólnot europejskich, określanego mianem *acquis communautaire*. Kryteria kopenhaskie „wymagają istnienia funkcjonującej gospodarki rynkowej, gotowości sprostania warunkom konkurencji i mechanizmów rynkowym Unii oraz zdolności do wypełnienia obowiązków wynikających z członkostwa, w tym spełnienia politycznych, gospodarczych i monetarnych celów procesu zjednoczenia”<sup>6</sup>. Ostatni warunek obliguje państwa kandydackie do przyjęcia i wdrożenia norm legislacyjnych ujętych w ramy *acquis communautaire*, obejmujących wszelkie traktaty, przepisy prawne i dyrektywy zatwierdzone przez instytucje europejskie oraz decyzje Trybunału Sprawiedliwości wspólnot europejskich.

W odniesieniu do negocjacji członkowskich, *acquis communautaire* zawiera 31 rozdziałów, których zamknięcie jest warunkiem koniecznym do uzyskania przez kraj kandydacki statusu pełnoprawnego członka Wspólnoty. W odniesieniu do kwestii wyboru przez państwo kandydackie odpowiedniego reżimu monetarnego *acquis communautaire* wymaga całkowitego usunięcia wszystkich mechanizmów kontroli przepływu kapitału w celu całkowitej liberalizacji rachunku kapitału i rachunku bieżącego. Ponadto bank centralny kraju ubiegającego się o członkostwo w Unii musi być w pełni niezależny, a państwo kandydackie nie ma prawa korzystać z klauzuli wyjścia z EMU (*opt-out*), jak to jest w przypadku Wielkiej Brytanii i Danii<sup>7</sup>.

Po przystąpieniu do Unii Europejskiej nowy kraj członkowski jest zobowiązany traktować swą politykę monetarną, w tym politykę kursu dewizowego, jako kwestię wspólnego dobra, uczestniczyć w mechanizmie stabilizacji kursów ERM II

---

<sup>6</sup> Zob. Begg i in. (2001), s. 6 i dalsze.

<sup>7</sup> Te rozdziały są już w przypadku Polski zamknięte (zob. Bundesbank (2002), s. 53).

oraz ubiegać się o członkostwo w EMU<sup>8</sup>. Oznacza to, że kraj ten musi spełnić wszystkie kryteria z Maastricht i utrzymywać dwustronny kurs wymiany wobec euro w ramach standardowych  $\pm 15\%$  poziomego pasma wahań w stosunku do wspólnie ustalonej wartości kursu przeliczeniowego<sup>9</sup>. Węższe pasmo może być zadeklarowane jako jednostronne zobowiązanie banku centralnego strony akcesyjnej lub w wyniku formalnego porozumienia na wniosek kraju ubiegającego się o członkostwo. Gdy te warunki zostaną spełnione, dany kraj zostanie przyjęty w poczet EMU i przystąpi do ECB i eurosystemu<sup>10</sup>, a także będzie zobowiązany stosować się do ustaleń Paktu o stabilizacji i rozwoju. Trzeba jednak wspomnieć, że kraj kandydacki może *celowo* nie zastosować się do jednego z kryteriów z Maastricht, aby uniknąć członkostwa w EMU, jeśli leży to w jego interesie<sup>11</sup>.

Przed przystąpieniem do Unii Europejskiej Polska może dowolnie ustalać założenia swej polityki monetarnej bez interwencji instytucji Wspólnoty. Mimo że w omówieniach kwestii rozszerzenia UE często pojawiają się daty 2004 i 2005, znaczną przeszkodą dla krajów ubiegających się o jak najszybsze członkostwo w UE i EMU jest wynik konferencji międzyrządowej w Nicei, podczas której stronom nie udało się pomyślnie ustalić założeń reformy instytucji europejskich, by zapewnić ich sprawne funkcjonowanie w ramach Wspólnoty powiększonej do 25 członków. Szczególnie pilnych reform wymaga Europejski Bank Centralny (ECB), ponieważ jego zarząd liczący obecnie 18 członków jest już i tak zbyt duży, a praktyka głosowania jednomyślnego zamiast stosowania zasady tradycyjnej większości głosów jeszcze bardziej utrudnia proces decyzyjny. Ostateczny termin akcesji może się zatem przesunąć, wbrew powszechnym oczekiwaniom i deklaracjom. Stąd też kwestia wyboru skutecznej polityki monetarnej zyskuje na ważności – przyjęcie reżimu kompatybilnego z ERM II dotyczy tylko członków Wspólnoty. Niektóre mechanizmy regulacji, takie jak kurs płynny kontrolowany, sztywny konwencjonalny i izba walutowa (CB)<sup>12</sup>, są zgodne z ERM II. Ale założenia logiczne ERM II wykluczają kurs płynny, kursy sztywne kroczące oraz kursy sztywne oparte na obcej walucie.

---

<sup>8</sup> Uczestnictwo w ERM II jest określone w perspektywie czasowej niekoniecznie zbieżnej z chwilą wstąpienia do Unii Europejskiej.

<sup>9</sup> Mimo że nie ma obowiązku uczestnictwa w ERM II po wstąpieniu do Unii. Wyjątkiem od zobowiązań z Maastricht jest to, że nowe kraje członkowskie nie mogą dewaluować swej waluty w ramach ERM II, ale mają prawo rewaluować jej kurs w razie potrzeby, aby uniknąć wejścia do EMU z niedoszacowaną walutą (obniżając konkurencyjność członków EMU).

<sup>10</sup> Termin „eurosysteem” odnosi się do wszystkich banków centralnych krajów członkowskich EMU. Na przykład Bank of England wchodzi w skład ESCB, ale nie jest częścią eurosystemu.

<sup>11</sup> Omówienie tej kwestii, zob. Buitter/Grafe (2002), s. 4.

<sup>12</sup> Zob. Bundesbank (2002), s. 62. W przypadku CB Unia Europejska musi ustalić redukcję pasm do  $\pm 0\%$ , a strona akcesyjna będzie prawdopodobnie zobligowana do jednostronnego przestrzegania centralnego parytetu. Bez pasma każda interwencja byłaby obligatoryjna, a ECB prawdopodobnie będzie dążyć do uniknięcia precedensu, by uchronić się od konieczności interweniowania w przypadku innych walut (zob. Rhode/Janssen (2001), s. 357 i dalsze).

Od schyłku lat dziewięćdziesiątych, szczególnie od czasu kryzysu monetarnego w Argentynie, trwa gorąca dyskusja w kwestii dolaryzacji/euroizacji krajów rozwijających się i podlegających transformacjom. Z przykładami jednostronnej euroizacji w Europie mamy do czynienia w przypadku Kosowa i Czarnogóry; znacznie liczniejsze są przykłady krajów podlegających dolaryzacji w Ameryce Łacińskiej, np. Ekwadoru, Salwadoru i Panamy (oficjalna dolaryzacja) oraz gospodarek *de facto* zdolaryzowanych, takich jak Argentyna (68% (FCC+FCD)/M2)<sup>13</sup>, Boliwia (83%), Kostaryka (40%), Nikaragua (77%) oraz Peru (54%)<sup>14</sup>. Wielu ekonomistów zaleca euroizację w krajach kandydackich obszaru CEE, ale Wspólnota Europejska i ECB uznają ten reżim za niespójny z ustaleniami traktatu unijnego. Zachodzi jednak pytanie, czy zgodność z traktatem unijnym i kryteriami z Maastricht zachodzi w przypadku jednostronnej euroizacji. Źródła fachowe różnią się w ocenie tej kwestii<sup>15</sup>.

- **Nie, nie ma zgodności!** Euroizacja nie jest ujęta w traktacie europejskim, a skoro kraje kandydackie są zobowiązane przyjąć dorobek prawny wspólnot europejskich (*acquis communautaire*), nie mogą przyjąć jednostronnej euroizacji po przystąpieniu do Unii Europejskiej<sup>16</sup>. W chwili, gdy lokalna waluta przestanie być prawnym środkiem płatniczym, Rada Ministrów Unii straci możliwość ustalenia ostatecznego kursu wymiany, z którym kraj kandydacki miałby wejść do EMU. Kraj kandydacki będzie mógł ustalić wartość tego kursu samodzielnie i jednostronnie, adaptując euro jako prawny środek płatniczy w toku jednostronnej euroizacji (ECB Annual Report 2000, s. 106 oraz ECOFIN Press Release 7. Nov. 2000). Poza tym – nowi członkowie powinni być traktowani na równi z dotychczasowymi, jeśli idzie o wymóg spełnienia wszystkich kryteriów z Maastricht. Tak więc przyjęcie euro stanowi kulminację procesu strukturalnej konwergencji. Należy jednak podkreślić, że te kontrargumenty są oparte głównie na kryteriach pozaekonomicznych. Jeśli względy ekonomiczne przemawiają za euroizacją jako najlepszą z dostępnych ścieżek polityki pieniężnej, jest to wystarczającym argumentem za przeprowadzeniem analizy takiego podejścia w niniejszym opracowaniu.
- **Tak, jest zgodność!** W świetle ustaleń traktatu europejskiego przyjęcie euro jako *równoległego* środka płatniczego jest zgodne z ERM II, a ostateczny kurs wymiany ustalony przez Radę Ministrów Unii Europejskiej jest nieistotny, jeżeli rezygnacja z użycia waluty narodowej nastąpi *przed* przystąpieniem do EMU. Euro będzie *de facto* jedynym środkiem płatniczym. Poza tym zasada

<sup>13</sup> FCC – obrót walutowy (*foreign currency in circulation*); FCD – depozyt walutowy (*foreign currency deposits*).

<sup>14</sup> Zob. Heise (2002), s. 20.

<sup>15</sup> Eurosystem i banki centralne krajów akcesyjnych utrzymują stały dialog, obejmujący także kwestię zgodności polityki monetarnej z wymogami ERM II. Zob.: Bundesbank (2002), s. 60 oraz National Bank of Romania (1999), s. 60. Szersze omówienie zob. Bratowski/Rostowski (2000).

<sup>16</sup> Zob. Bratowski/Rostowski (2000), s. 1.

równego traktowania nie jest naruszona, jako że wszystkie „zeuroizowane” kraje muszą tak czy inaczej spełnić wszystkie kryteria z Maastricht, zanim zostaną dopuszczone do EMU na zasadach pełnego członkostwa. Jediną różnicą jest to, że nie ma tu kursu wymiany, na którego podstawie można ocenić spełnienie kryterium dewaluacyjnego. Ale z drugiej strony samo sprawne funkcjonowanie gospodarki po euroizacji powinno być wystarczającym dowodem. Należy podkreślić, że użycie euro jako prawnego środka płatniczego *nie jest równoznaczne* z pełnoprawnym członkostwem w EMU i jego instytucjach (prawo głosu w ECB i ECOFIN).

Jak wskazują niedawne doświadczenia argentyńskie, izba walutowa (CB) nie jest bezpiecznym rozwiązaniem chroniącym przed atakami spekulacyjnego kapitału; poddaje się załamaniom równie łatwo jak „miękkie” odmiany kursu stałego. Polska przeszła już przez etap CB i obecnie prowadzi politykę kursu płynnego kierowanego z docelowym poziomem inflacji poniżej 4% do 2003 r. jako nominalnym celem inflacyjnym od kwietnia 2000 r. bez żadnych ograniczeń na rachunku bieżącym (przyjmując IMF art. VIII w 1995 r.) i przy pewnych ograniczeniach na rachunku kapitałowym – z kontrolą kapitału krótkoterminowego, inwestycji bezpośrednich i restrykcji na rynku nieruchomości. Te ostatnie muszą być usunięte całkowicie – w odniesieniu zarówno do innych krajów członkowskich Unii, jak i do krajów trzecich. Polska była zmuszona przyjąć bardziej elastyczną politykę monetarną ze względu na ogromny nacisk związany z napływem obcego kapitału<sup>17</sup>. Był on skutkiem bardzo konkurencyjnych kosztów pracy i wykwalifikowanej siły roboczej, bliskości geograficznej z obszarem Unii i oczekiwań akcesyjnych. Te czynniki tworzą bardzo atrakcyjne warunki dla bezpośredniego kapitału inwestycyjnego (FDI)<sup>18</sup>. Zakładając utrzymanie się tych korzystnych tendencji, należy rozważyć, który z reżimów monetarnych będzie dla Polski lepszym rozwiązaniem: kurs sztywny czy kurs płynny.

Jak już wspomnieliśmy wyżej, jedynymi dopuszczalnymi reżimami na dalszą metę są te, które leżą na obu krańcach spektrum między polityką płynnego kursu a unią monetarną. Doświadczenia ostatnich 20 lat – dwóch dekad kryzysów finansowych, które dotknęły znaczną liczbę gospodarek opartych na tzw. miękkich odmianach kursu sztywnego – zdają się potwierdzać tę tezę<sup>19</sup>. Dlatego też w naszej dyskusji ograniczymy się do rozważań, czy w przededniu przystąpienia do EMU Polska powinna zdecydować się na w pełni płynny kurs wymiany oparty na grze wolnorynkowej, czy też raczej wybrać politykę sztywnego kursu. W tym celu przedstawimy wady i zalety kursu płynnego z jednej strony oraz izby walutowej i jednostronnej euroizacji z drugiej – jako dwóch możliwych perspektyw w polityce

<sup>17</sup> Polska początkowo rozszerzyła pasmo wahań, by w ostatecznym rozrachunku zupełnie je zrzucić ze względu na to, iż kurs wymiany systematycznie utrzymywał się w górnych obszarach limitu na skutek stale rosnącego napływu obcego kapitału. Zob. Corker i in. (2000), s. 5.

<sup>18</sup> Zob. Corker (2000), s. 13.

<sup>19</sup> Ten argument pojawia się np. w: Fisher (2001).

monetarnej Polski w fazie bezpośrednio poprzedzającej pełne członkostwo w UE/EMU. Zanim jednak przejdziemy do omówienia pozytywnych i negatywnych aspektów sztywnego i płynnego reżimu, zaczniemy od podsumowania kluczowych etapów rozwoju głównych wskaźników ekonomicznych Polski oraz dalszych tendencji rozwojowych, które należy rozważyć przy wyborze właściwej polityki monetarnej.

### 3. Rozwój gospodarczy Polski i prognozy na najbliższy okres

Aby właściwie ocenić siłę gospodarczą Polski, warto na początek przyjrzeć się zmianom dochodu na głowę. W 1995 r. dochód na głowę mieszkańca Polski wyrażony w wartościach siły nabywczej wyniósł 36% średniej wartości w krajach EMU i wzrósł zaledwie do 38% w roku 2001. Dla porównania: Portugalia, Grecja i Hiszpania, czyli kraje o najniższym dochodzie w obszarze EMU, przed przystąpieniem do Unii Europejskiej osiągnęły dochód rzędu 60–70% średniej wartości w krajach UE<sup>20</sup>. Obecnie wzrost mocy produkcyjnej Polski ulega osłabieniu od około 5–7% między rokiem 1993 i kryzysem rosyjskim w 1998 r. do 1% w roku 2002. Wprawdzie ogólny wskaźnik wydajności każe sądzić, że jest to jedynie chwilowe zachwianie średniego potencjału wzrostu, zjawisko to jednak odzwierciedla słabości kraju w odniesieniu do inwestycji i popytu konsumenckiego. Skutkiem tego jest obserwowany wzrost bezrobocia, sięgający prawie 20%, oraz znaczny deficyt w obrotach bieżących. To ostatnie zjawisko prowadzi do nagromadzenia długu zagranicznego denominowanego w złotych. Jednak słaby wzrost gospodarczy ma także wpływ na deficyt budżetowy, którego tendencje rozwojowe odwróciły się w okresie od początku lat dziewięćdziesiątych do chwili obecnej (zob. rys. 1).

Z drugiej jednak strony Polska wykazała dużą skuteczność w ograniczeniu stopy inflacji od poziomu około 14% w pierwszych miesiącach 1998 r. do wartości wymaganej przez EMU, czyli poniżej 2% w roku 2002. Było to wynikiem zdecydowanej polityki monetarnej polskiego banku centralnego, będącej, nawiasem mówiąc, celem ostrej krytyki społecznej w obliczu rosnącego bezrobocia.

Lista poniżej podsumowuje kilka innych ciekawych trendów rozwojowych w obrębie głównych wskaźników ekonomicznych Polski:

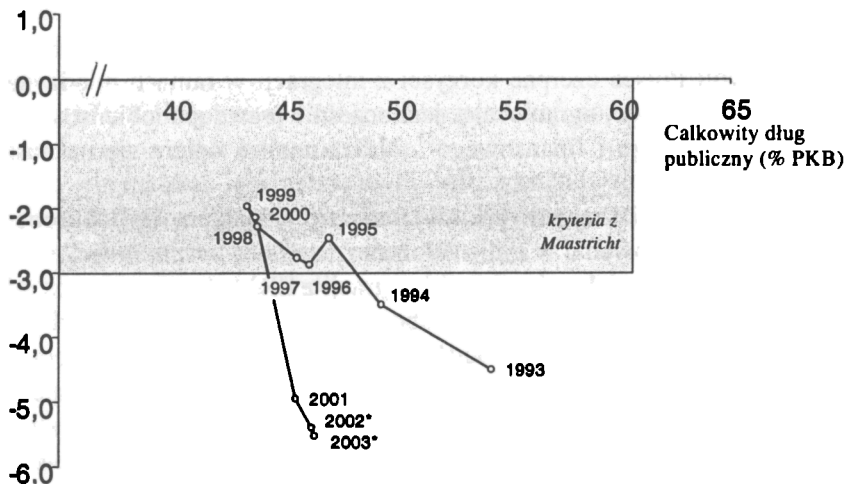
- *Poziom* płac jest niższy niż w krajach Unii.
- *Poziom* rozwoju technicznego i wydajności pracy są niższe.
- Ruch kapitału międzynarodowego z Polski i do Polski ma charakter bardziej zmienny niż wówczas, gdy Hiszpania, Portugalia i Grecja przystępowały do Unii Europejskiej. Liberalizacja na rachunku bieżącym i kapitałowym jest dziś bardziej zaawansowana i występują tylko nieznaczne restrykcje w odniesieniu do kapitału krótkoterminowego w Polsce.

---

<sup>20</sup> Zob. Bundesbank (2002), s. 55 i dalsze, tab. 1.

- Reformy strukturalne nie są jeszcze zakończone i w dalszym ciągu oddziałują na warunki ekonomiczne oraz mają wpływ na główne wskaźniki ekonomiczne, takie jak stopa inflacji.
- Udział eksportu i importu w PKB, czyli skala otwartości rynku, jest znacznie wyższy od średniej wartości w obszarze UE. Spadek konkurencyjności wpływa bardziej bezpośrednio na bilans płatniczy i inne wskaźniki makroekonomiczne, takie jak PKB i poziom zatrudnienia.

Równowaga fiskalna  
(% PKB)



Rys. 1. Deficyt budżetowy Polski w latach 1993–2003

Źródło: Datastream.

Nasza analiza musi brać pod uwagę perspektywę rozwoju gospodarczego Polski. Okres przejściowy między członkostwem w UE i EMU będzie prawdopodobnie nacechowany znacznym napływem kapitału, który (1) wzmaga prawdopodobieństwo wystąpienia kryzysu finansowego, jeśli dojdzie do odwrócenia tendencji, (2) zwiększa prawdopodobieństwo przegrzania gospodarki i przewlekłego nasilenia polityki antyinflacyjnej, jeśli dotychczasowe tendencje zostaną utrzymane<sup>21</sup>. Obie sytuacje mogą opóźnić spełnienie kryteriów z Maastricht i odsunąć termin akcesji do EMU. Aby lepiej zrozumieć te zjawiska, warto prześledzić następującą linię argumentacji: Polska będzie prawdopodobnie obiektem wzmożonego zainteresowania kapitału zagranicznego ze względu na znaczne korzyści inwestycyjne przy jednoczesnym niskim poziomie oszczędności krajowych i rozwijającym się systemie finansowym, z uwagi na rosnący popyt na pieniądź w miarę nasilania polityki antyinflacyjnej i poprawy perspektyw rozwoju, a także z uwagi na to, że

<sup>21</sup> Zob. Begg i in. (2001), s. 3.



trend aprecjacyjny realnego efektywnego kursu wymiany stanowi obietnicę korzystnych zwrotów, zwłaszcza gdy stopy procentowe pozostają na wysokim poziomie<sup>22</sup>. Niebezpieczeństwo wysokiego napływu kapitału zagranicznego polega na tym, że wzrost kapitału odbywa się za pośrednictwem systemu bankowego, stwarzając okazję do wystąpienia boomu kredytowego, tak jak to było w większości krajów Dalekiego Wschodu tuż przed wybuchem kryzysu azjatyckiego. Jeśli napływające fundusze nie będą odpowiednio zarządzane, mogą doprowadzić do przegrzania gospodarki, grożąc efektem bańki finansowej, przejawiającym się nadmiernym wzrostem odsetka złych kredytów, a w efekcie zapaścią banków i kryzysem finansowym.

Celem naszych poszukiwań jest zatem *efektywny* model polityki monetarnej, który pozwoli Polsce czerpać korzyści z integracji w ramach międzynarodowego systemu finansowego, ograniczając jednocześnie prawdopodobieństwo wystąpienia kryzysu walutowego i finansowego<sup>23</sup>. Nasza analiza opiera się na następujących założeniach:

- Polska w najbliższej przyszłości stanie się członkiem Unii Europejskiej oraz przyjmie i wprowadzi w życie założenia *acquis communautaire*;
- będzie dążyła do jak najszybszej integracji z ERM II;
- doświadczy wysokiego napływu obcego kapitału;
- będzie wymagała deficytu budżetowego do walki z bezrobociem i realizacji założeń *acquis*.

W kolejnych rozdziałach omówimy skrajne modele reżimu walutowego i postaramy się wskazać model, który będzie najbardziej obiecujący w polskiej sytuacji gospodarczej.

#### 4. Wybór właściwego modelu polityki monetarnej

Wybór reżimu walutowego jest zależny od natury i źródeł szoków gospodarczych oraz instytucjonalnych i strukturalnych cech gospodarki<sup>24</sup>. W odniesieniu do potencjalnych członków Unii Europejskiej z obszaru CEE mamy do czynienia z ustaloną ścieżką zmian instytucjonalnych i legislacyjnych (ze względu na konieczność dostosowania instytucji i struktur gospodarczych do wymogów Wspólnoty).

Kurs płynny	Płynny kierowany	Pełzające pasmo	Pełzająca dewaluacja	Pasmo wahań	Zwykły kurs stały	Izba walutowa	Dolaryzacja/euroizacja
-------------	------------------	-----------------	----------------------	-------------	-------------------	---------------	------------------------

Rys. 2. Spektrum reżimów kursowych

Źródło: *IMF classification of Exchange Rate Regimes*.

<sup>22</sup> Zob. Begg i in. (2001), s. 4.

<sup>23</sup> Literatura na ten temat jest obszerna. Niektóre z opracowań cytowane są w niniejszej pracy, ale dla porównania zob. także: Frensch (2001) oraz Jochem/Sell (2001).

<sup>24</sup> Zob. Corker i in. (2000), s. 5.

Jednostronna euroizacja jest ograniczonym przypadkiem izby walutowej, która wprowadza euro jako wspólny prawny środek płatniczy, porzucając w praktyce użycie krajowej waluty.

#### 4.1. Argumenty za płynną regulacją kursu

Przyjmuje się zwykle, że za wprowadzeniem płynnego kursu w polityce monetarnej przemawiają następujące cechy gospodarki<sup>25</sup>:

- 1) relatywnie duży rozmiar gospodarki i niski poziom otwartości w wymianie towarów i usług,
- 2) wysoki stopień sztywności nominalnej w odniesieniu do krajowych cen i/lub kosztów (płac),
- 3) niski poziom realnej mobilności środków produkcji poza obszar kraju,
- 4) rozbieżne realne cykle koniunkturalne,
- 5) szoki o charakterze asymetrycznym lub występowanie zróżnicowanych struktur i mechanizmów gospodarczych, które sprawiają, że szok symetryczny przybiera postać skutków asymetrycznych,
- 6) mniej zdywersyfikowana struktura produkcji i popytu,
- 7) brak odwrócenia znaczących mechanizmów transferu dochodów poza granice kraju.

Podana charakterystyka opiera się na założeniu, że duża i relatywnie zamknięta gospodarka wymaga polityki płynnego kursu, aby właściwie reagować na szoki asymetryczne lub rozbieżne realne cykle koniunkturalne, ponieważ ze względu na niski poziom dywersyfikacji gospodarki szok nie absorbuje się w obrębie danego sektora, lecz oddziałuje na znacznie szerszym polu gospodarczym, niska zaś mobilność środków produkcji, niewystarczający poziom transferu dochodów oraz stabilność cen i płac sprawiają, że ciężar dopasowania przesuwają się na wydajność i poziom zatrudnienia. W teorii kurs płynny pozwoli wyrównać negatywne efekty szoku na wartość realną i uniknąć wzrostu bezrobocia.

Zachodzi jednak pytanie, w jakim stopniu Polska spełnia tak określone kryteria. Biorąc pod uwagę wielkość polskiej gospodarki i dane z roku 2001, należy ją uznać za relatywnie małą lub średnią, przy zaludnieniu wynoszącym prawie 40 mln. W kontekście obecnych cen i PPP produkt krajowy brutto ogółem stanowi około 5% PKB w obszarze Unii, a PKB na głowę wynosi 39,4% (41,3%) PKB na głowę w obszarze UE (UE-15). Polska jest także stosunkowo otwarta na handel, z udziałem eksportu w PKB wynoszącym 20,1% (liczonym według obecnych cen i kursu wymiany oraz udziałem importu na poziomie 31,1%). Około 52% ogółu eksportu kierowane jest do krajów obszaru UE, a około 43% importu pochodzi z

---

<sup>25</sup> Zob. Buitier/Grafe (2002), s. 12 i dalsze. Trzeba zaznaczyć, że lista ta jest prostą antynomią kryteriów wyszczególnionych w opracowaniach dotyczących optymalnego obszaru walutowego (OCA).

krajów Unii. W odniesieniu do poziomu zarobków i elastyczności rynku pracy dane są niestety niewystarczające. Pewną ocenę wartości tych współczynników można uzyskać na podstawie *Światowego raportu na temat konkurencji (1999 Global Competitiveness Report)*, wskazującego na sztywny rynek pracy podobny do niemieckiego<sup>26</sup>. Mobilność środków produkcji w relacjach między Polską i obszarem UE jest ograniczona i prawdopodobnie pozostanie dość niska przez kilka lat po akcesji. Cykle koniunkturalne Polski i Niemiec wydają się stosunkowo zbieżne, jeśli mierzyć je stopą bezrobocia lub produkcją przemysłową<sup>27</sup>, ale są dowody na występowanie szoków o charakterze asymetrycznym<sup>28</sup>. Produkcja w Polsce nie jest jeszcze tak zdwersyfikowana jak w krajach UE; brak też zdecydowanie znaczących mechanizmów transferu dochodu, które mogłyby zastąpić elastyczność cen/płac lub zmienność kursu walutowego w przypadku szoków asymetrycznych.

Podsumowując, należy stwierdzić, że analiza oparta na klasycznych kryteriach OCA zdaje się przemawiać za utrzymaniem reżimu kursu płynnego, ale z drugiej strony nie wyklucza w sposób zdecydowany opcji wdrożenia polityki kursu sztywnego.

Wielu ekonomistów krytykuje klasyczne podejście OCA, argumentując, że model ten w zbyt dużej mierze opiera się na czynnikach zewnętrznych. Zmiana reżimu monetarnego powoduje dalekosiężne skutki, nie sposób więc zakładać statycznej reakcji czynników gospodarczych, lecz należy brać pod uwagę zmiany wywołane przyjęciem nowej polityki. Na przykład istnieją przekonujące dowody na to, że wejście do unii walutowej spowoduje istotny wzrost zagranicznych obrotów handlowych, harmonizując tym samym cykle koniunkturalne. Stąd też nawet jeżeli dwa kraje nie spełniają kryteriów OCA, mogą bez przeszkód przystąpić do unii walutowej<sup>29</sup>. Po drugie, kryteria OCA nie oddają w sposób adekwatny skali i mobilności globalnego kapitału. Traktują one kurs walutowy jako stabilizujący, rynkowy czynnik cenowy, którego reakcje są zgodne z klasyczną teorią monetarną, pomijając zupełnie destabilizujący wpływ kursu walutowego<sup>30</sup>.

Są jednak dwa inne powody, dla których Polska w zaleceniach ekonomistów powinna utrzymać bieżący płynny reżim monetarny: (1) efekt Balassy-Samuelsona<sup>31</sup> oraz (2) korzyści przejściowego okresu, który pozwoli rynkowi ustalić kurs równowagi<sup>32</sup>.

<sup>26</sup> Szczegółowe dane zob. Habib (2001), s. 21.

<sup>27</sup> Zob. np.: Boone/Maurel (1999) oraz Fidrmuc/Schardax (2002).

<sup>28</sup> Zob. Borowski (1999).

<sup>29</sup> Zob. Frankel/Rose (1998).

<sup>30</sup> Zob. Buitter (2000), s. 16.

<sup>31</sup> Efekt Balassy-Samuelsona, choć niewątpliwie najważniejszy, nie jest jedynym czynnikiem sprzyjającym realnej aprecjacji złotego w okresie przedakcesyjnym. (zob. Buitter/Grafe (2002), s. 40 i dalsze).

<sup>32</sup> Zob. Coricelli (2001), s. 8.

Efekt Balassy-Samuelsona (efekt BS) określa współzależność między tempem wzrostu produktywności w sektorach dóbr podlegających i nie podlegających wymianie oraz realnym kursem walutowym. Jeśli wzrost w sektorze dóbr podlegających wymianie jest szybszy w relacji do wzrostu produktywności w sektorze dóbr nie podlegających wymianie, to płace w pierwszym sektorze mogą rosnać szybciej, bez szkody dla konkurencyjności na rynkach międzynarodowych. Jeśli wzrost płac jest proporcjonalny do wzrostu wydajności, to jednostkowy koszt pracy pozostaje niezmienny. Jeśli jednak płace w sektorze dóbr niewymienialnych rosną równie szybko jak w sektorze dóbr wymienialnych na skutek wyrównywania płac na rynku krajowym i międzysektorowej mobilności siły roboczej, to rośnie relatywna cena dóbr niewymienialnych w stosunku do wymienialnych, w miarę jak producenci przenoszą rosnący koszt produkcji jednostkowej na cenę towaru. A zatem wzrośnie także ogólny wskaźnik cen, np. indeks cen konsumpcyjnych (CPI), powodując tym samym realną aprecjację waluty. Jednak ta aprecjacja nie wskazuje na utratę konkurencyjności, ponieważ jednostkowy koszt produkcji w sektorze dóbr wymienialnych pozostaje niezmienny – nie zmienia się realny kurs wymiany mierzony jednostkowym kosztem produkcji.

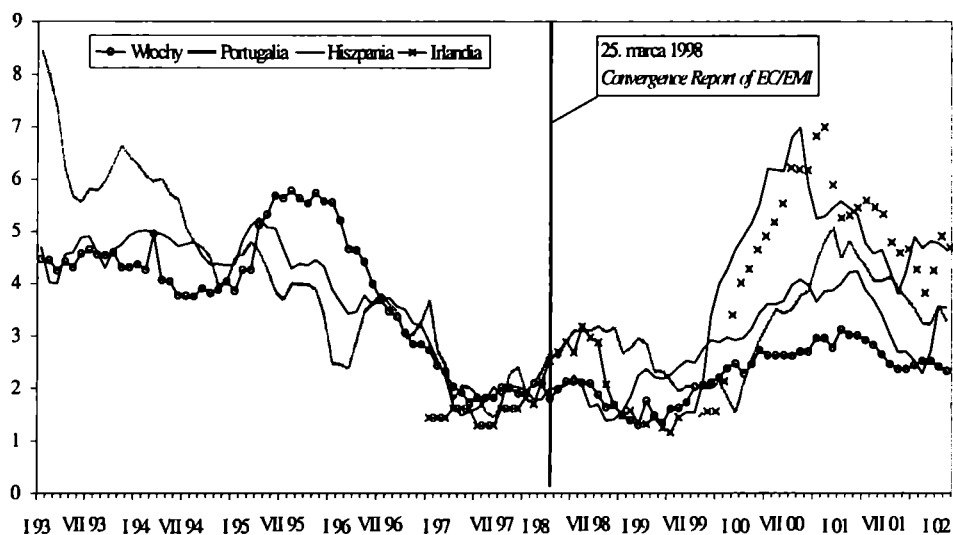
Jak już wspomnieliśmy, dochód na głowę mieszkańca jest w Polsce znacznie niższy niż średnia w krajach obszaru UE. Dodatkowo – w ostatnich 7 latach nie zaobserwowano znacznych postępów w redukcji tej dysproporcji (36,1% w 1995 r.). Wymogi konwergencji między państwami europejskimi oznaczają, że przyrost dochodu na głowę w Polsce musi być większy niż w krajach obszaru UE. Jeśli przyjmiemy za wykładnię kraje o najniższym dochodzie, czyli Grecję, Hiszpanię i Portugalię (19 849 euro na głowę w 2001 r.) i jeśli założymy dla Polski 5% (2%) wzrostu realnego dochodu w skali roku, to proces ten będzie rozłożony na 25 lat. A zatem efekt Balassy-Samuelsona będzie oddziaływał przez dłuższy czas<sup>33</sup>.

Realna aprecjacja złotego może być realizowana przez zwiększenie inflacji w porównaniu z krajami UE lub poprzez aprecjację nominalnego kursu wymiany wobec euro. Jednak oba te rozwiązania są ograniczone kryteriami z Maastricht; nie pozwalają one na wzrost inflacji powyżej 1,5 punktu procentowego mierzonego wobec trzech najniższych poziomów inflacji w krajach UE, ale dopuszczają aprecjację waluty powyżej 15% centralnego parytetu. Postanowienia układu są w tej mierze dość wyraziste, mówią mianowicie, że „kraj członkowski nie może dewaluować swej waluty z własnej inicjatywy przez dwa lata”. Kryteria z Maastricht były w zamierzeniach skonstruowane z myślą o krajach rozwiniętych lub nie podlegających transformacji, aby umożliwić krajom kandydującym wykazanie politycznej dojrzałości i stabilności gospodarczej. Jednak wyższa stopa inflacji wywołana efektem Balassy-Samuelsona nie jest oznaką słabości polityki monetarnej ani braku stabilności gospodarczej, lecz odzwierciedleniem relatywnej

---

<sup>33</sup> Zob. Coricelli (2001), s. 9 oraz Begg i in. (2001), s. 48.

adaptacji cen wynikającej z procesu konwergencji strukturalnej<sup>34</sup>. Jeśli Polska będzie zmuszona spełnić to kryterium, będzie musiała uczynić to kosztem wskaźników rozwoju i zatrudnienia ze względu na drastyczne wymogi polityki monetarnej i fiskalnej. Aby tego uniknąć, zastosuje prawdopodobnie taktykę podobną do obserwowanej w innych krajach stojących w obliczu EMU tuż przed weryfikacją kryteriów z Maastricht (zob. rys. 3). Kraje te wdrożyły bardzo restrykcyjną politykę monetarną, wspartą licznymi technikami, takimi jak zamrożenie cen administracyjnych, redukcja podatków konsumpcyjnych itp., i łagodziły tę politykę tuż po przystąpieniu do EMU.



Rys. 3. Stopy inflacji w wybranych krajach Unii Europejskiej

Źródło: *Datastream*.

Schemat jest uderzający: we wszystkich wymienionych krajach można zaobserwować systematyczny spadek indeksu cen konsumpcyjnych, osiągający najniższą wartość mniej więcej na rok przed datą przystąpienia do EMU. Punkt ten pokrywa się idealnie z datą weryfikacji kryteriów z Maastricht. Po tej dacie stopa inflacji systematycznie rośnie, ponieważ efekt BS w dalszym ciągu oddziałuje, a niski kurs wymiany, będący skutkiem wprowadzenia wspólnej polityki monetarnej, prowadzi do wzrostu konsumpcji i zagregowanej krzywej popytu<sup>35</sup>.

<sup>34</sup> Zob. Gulde/Kähkonen/Keller (2000), s. 21.

<sup>35</sup> Zob. Reluga/Szczurek (2002), s. 5 i 8.

Wydaje się zatem, że istnieją ekonomiczne pobudki do redefinicji inflacyjnego kryterium z Maastricht celem uwzględnienia różnic strukturalnych między krajami obszaru UE i krajami CEE, w tym Polską. W opracowaniach źródłowych znaleźć można kilka różnych propozycji:

- Buitier i Grafe sugerują, by kryterium odnosić wyłącznie do dóbr wymienialnych<sup>36</sup>.

Szapáry proponuje cztery kolejne warianty:

- Połączyć dopuszczalne odchylenia inflacji z rozmiarem luki w produktywności.
- Pogrupować kraje akcesyjne i kraje EMU według dochodu na głowę mieszkańca i zdefiniować kryteria w obrębie każdej z grup. W krajach o wysokim dochodzie i niższym prognozowanym tempie rozwoju produktywności wartość referencyjna byłaby niższa niż w krajach o niskim dochodzie i wysokim prognozowanym tempie wzrostu.
- Ustalić wartość referencyjną na podstawie *średniej* inflacji dla obszaru EMU<sup>37</sup>,
- Podnieść dopuszczalne odchylenie stopy inflacji powyżej 1,5 punktu procentowego.

Mimo uzasadnionych argumentów za wprowadzeniem zmian żadna z tych propozycji raczej nie ma szans na realizację. Przede wszystkim każda taka zmiana wymagałaby wprowadzenia poprawek do traktatu europejskiego i mogłaby negatywnie wpłynąć na oczekiwania rynkowe względem stabilności gospodarczej w strefie euro. Władze europejskie obawiają się utraty zaufania, osłabienia euro i spadku politycznego poparcia dla rozszerzenia Unii Europejskiej, które to czynniki mogłyby poważnie opóźnić proces ekspansji UE na wschód. Ponadto pierwsze trzy propozycje Szapáry'ego wiążą się z odmiennym traktowaniem poszczególnych krajów, co kłóci się z naczelną zasadą równego traktowania krajów akcesyjnych i państw obszaru EMU. Stąd też nie należy się spodziewać istotnych zmian w omawianym zakresie, choć argumenty ekonomiczne bezsprzecznie za tym przemawiają.

W tym kontekście warto spróbować ocenić wpływ efektu Balassy-Samuelsona. Pelkmans i in. np. szacują średni rozmiar efektu BS w skali roku mniej więcej na 3,5–4% we wszystkich krajach akcesyjnych, Simon i Kovács podają szacunkową wartość 1,9% rocznie na Węgrzech w okresie 1991–1998, a w publikacji IMF – 2,5% rocznie w odniesieniu do Słowenii<sup>38</sup>. Égert w swych szeroko zakrojonych badaniach szacuje, że udział efektu BS w poziomie inflacji dla Polski wynosi 1–3,8% w porównaniu z Niemcami<sup>39</sup>. Te różnice wartości są wynikiem użycia

<sup>36</sup> Zob. Buitier/Grafe (2002), s. 41.

<sup>37</sup> Traktat europejski nie jest jasny w kwestii kompatybilności tej propozycji z ustaleniami unijnymi. W unii walutowej istnieje tylko jednak stopa inflacji dla euro, ale każdy z krajów może wykazywać różne stopy inflacji w obrębie własnej gospodarki.

<sup>38</sup> Zob. Pelkmans/Gros/Nunez Ferrer (2000), Simon/Kovács (2000) oraz IMF (2000).

<sup>39</sup> Zob. Égert (2002) oraz badania Fidrmuc/Schardax (2002).

różnych technik szacunkowych, ale powyższe dane wskazują, że efekt BS w większości wypadków przekracza wymagane 1,5 punktu procentowego określone w Maastricht.

Na marginesie naszych rozważań można się pokusić o określenie potencjalnych strat krajów EMU w przypadku włączenia do unii gospodarczej i walutowej kraju o wyższej stopie inflacji niż ta zakładana w traktacie europejskim. Jeżeli stopa inflacji w Polsce będzie wyższa niż w UE i efekt ten będzie dotyczył dóbr wymiennalnych, to Polska stanie w obliczu spadku konkurencyjności na arenie międzynarodowej i w rezultacie dojdzie do wzrostu bezrobocia. Jeśli ceny dóbr niewymiennalnych będą podlegać szybszej inflacji, to skutki mogą być w dalszym ciągu odczuwalne w bilansie płatniczym i/lub na rachunku bieżącym, ponieważ w ich liczbie mogą się znaleźć półprodukty do dóbr wymiennalnych. Może także spaść liczba osób odwiedzających Polskę. Z drugiej strony, w miarę jak realne dochody w Polsce będą osiągać wartość zbliżoną do średniej dla obszaru UE, średnie ceny także zaczną rosnać szybciej niż w pozostałych krajach Unii, ponieważ *poziomy* cen także będą ulegać konwergencji. Niemniej jednak trudno wskazać oczywiste negatywne skutki tego faktu dla pozostałych krajów EMU, jako że waga Polski w UE-HCPI będzie zbyt mała, by wpłynąć na zmianę polityki ECB. A zatem efekt BS podkreśli tylko ujemny wpływ kryteriów z Maastricht na inflację w Polsce po przystąpieniu tej ostatniej do EMU.

Odnosząc się do drugiego argumentu, trzeba uznać, że próba rynkowego ustalenia tej „odpowiedniej” stopy wymiany złotego, z którą Polska mogłaby wejść do EMU, jest dość słabym usprawiedliwieniem utrzymania płynnego kursu wymiany. Jak dowodzą dane historyczne dotyczące płynnego kursu, waluty wykazują tendencję do utrzymywania krzywej kursowej zupełnie niezależnej od podstawowych wskaźników przez dłuższy czas. Im bliżej daty przystąpienia do ERM II, tym większą rolę zacznie w Polsce odgrywać tzw. gra na konwergencję. Ten termin odnosi się do ruchów kapitału krótkoterminowego napędzanych oczekiwaniami inwestorów wobec wyboru centralnego parytetu przy przystępowaniu do ERM II. Wreszcie – wystąpi także kolejna „gra na konwergencję” w odniesieniu do ostatecznego parytetu, z jakim Polska wkroczy do EMU. Wskutek tego, że Polska nie będzie miała możliwości deprecjacji waluty w okresie dwóch lat przed przystąpieniem do EMU, będzie prawdopodobnie wykazywała tendencję do deprecjacji przed uczestnictwem w ERM II, podobnie jak to było w Grecji (zob. rys. 4)<sup>40</sup>.

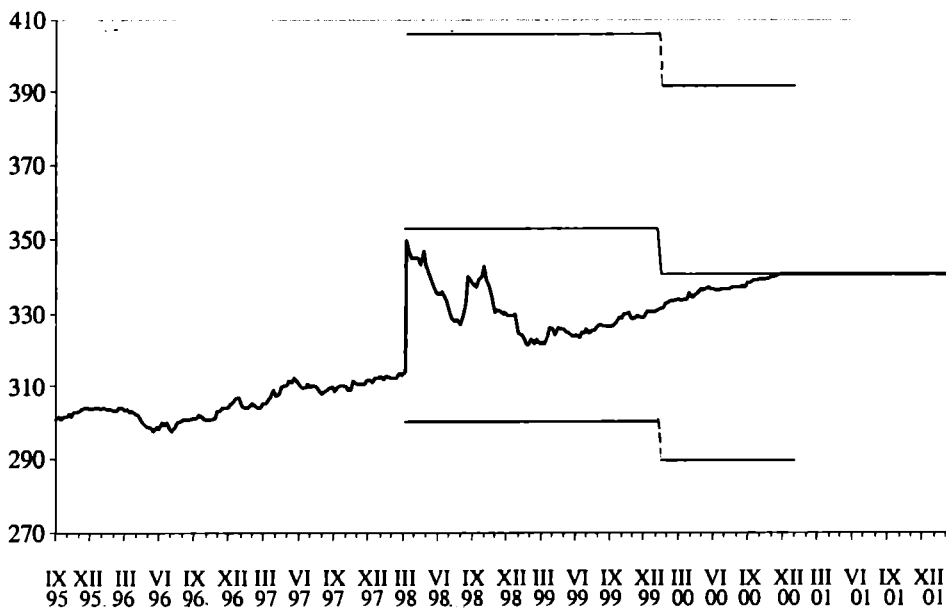
Rysunek 4 wykazuje jasno dążenia władz Grecji do znacznej dewaluacji swej waluty przed przystąpieniem do EMU II, których celem jest pozbycie się krajowego zdenominowanego długu publicznego. Wydaje się, że rząd polski ma podobne zamiary dewaluacji złotówki przed wejściem do ERM II<sup>41</sup>. Jako że data przystą-

---

<sup>40</sup> Zob. Reluga/Szczurek (2002), s. 10.

<sup>41</sup> Reluga/Szczurek (2002), s. 13 podają, że ówczesny minister finansów Marek Belka wspominał o planach wprowadzenia po zakończeniu negocjacji akcesyjnych dewaluacji rzędu 30%.

pienia do ERM II i ustalenie centralnego parytetu są w znacznej mierze kwestiami politycznymi, istnieje także silny polityczny nacisk na kurs wymiany przed akcesją do ERM II oraz przed przystąpieniem do EMU. Uczestnicy rynku finansowego formułują oczekiwania względem zarówno poziomu kursu, jak i dat przystąpienia, dostosowując swoje plany i zachowania do tych oczekiwań. Im bardziej wiarygodna jest deklarowana stopa parytetu centralnego i im bliżej daty akcesji, tym mniejszą rolę w określaniu kursu €/PLN odgrywają wskaźniki ekonomiczne. A zatem o kursie równowagi nie będzie decydował wyłącznie rynek, ale także względy polityczne. Jeżeli gracze rynkowi oczekują dewaluacji, choć nie oczekiwali tego w przypadku Grecji, ich oczekiwania wywrą negatywny wpływ na ruchy stóp procentowych. Stopy procentowe z dużym prawdopodobieństwem wzrosną, w miarę jak inwestorzy będą domagać się rekompensaty strat poniesionych na skutek dewaluacji.



Rys. 4. Kurs wymiany drachma/euro i parytety centralne

Źródło: *Datastream*.

Poza wymienionymi aspektami niewyrównany kurs walutowy można wykryć, analizując rachunek bieżący, poziom rezerw, zasoby monetarne, wskaźniki wzrostu lub stopy procentowe. Te podstawowe wskaźniki mogą być podstawą do określenia, czy kurs walutowy jest ustalony na właściwym poziomie<sup>42</sup>.

<sup>42</sup> Zob. Gulde/Kähkonen/Keller (2000), s. 18 oraz Begg i in. (2001), s. 63.



Niemniej jednak, zalecając politykę płynnego kursu krajowi akcesyjnemu lub jakimkolwiek innemu, należy podkreślić jedną istotną rzecz: historia polityki kursu płynnego wskazuje jasno na istotne rozbieżności między teorią i praktyką. Kursy walutowe przejawiają fluktuacje, które wydają się całkowicie niezależne od podstawowych wskaźników ekonomicznych przez dłuższe okresy oraz wykazują nadmierną ulotność, prowadząc do strat, które *nie przekładają się na zyski* po ustaleniu właściwego poziomu kursu. Kurs walutowy może być nie tylko postrzegany jako efektywne narzędzie reagowania na zewnętrzne szoki, ale także jako źródło finansowych szoków i zaburzeń stabilności. Dlatego też wiara w kurs walutowy jako dodatkowy mechanizm polityki monetarnej oraz bezkrytyczne pokładanie nadziei w prognozach teoretycznych wydają się pozbawione podstaw<sup>43</sup>.

#### 4.2. Opcja sztywnego kursu: izba walutowa i jednostronna euroizacja

Izby walutowe (*currency boards* – CB) należą do najpopularniejszych mechanizmów opartych na sztywnym kursie. Idea jednostronnej dolaryzacji – czy też w kontekście europejskim: euroizacji – wyłoniła się w obliczu niepokojów związanych z rosnącą liczbą realnych kryzysów finansowych wynikłych na skutek ataków kapitału spekulacyjnego w warunkach postępującej mobilności i ulotności kapitału międzynarodowego. Wiele krajów, które padły ofiarą tych ataków, utrzymywało politykę płynnego lub sztywnego kursu, co widać wyraźnie na przykładzie Argentyny. Dodatkowo, jak podkreślają Calvo i Reinhart, w krajach rozwijających się i podlegających przekształceniom występuje swoisty „strach przed upłynnieniem”<sup>44</sup>. Mimo formalnych deklaracji o przyjęciu kursu płynnego kraje te często stosują praktyki silnej stabilizacji kursu. Jest to głównie skutkiem braku wiarygodności władz monetarnych<sup>45</sup>, wynikającej z tego dolaryzacji zobowiązań oraz lęku przed recesją wywołaną silnymi wahaniami kursu, w miarę narastania zobowiązań i kosztów obsługi długu. Obawa przed wzrostem inflacji prowadzi do ograniczania ruchów kursu, ponieważ w krajach mniej rozwiniętych wahania te przekładają się na ceny, wydajność i zatrudnienie dużo łatwiej niż w krajach o stabilnej, rozwiniętej gospodarce. Doświadczenia niedawnych kryzysów monetarnych oraz powszechna obawa przed rzeczywistym upłynnieniem kursu budzą żywe zainteresowanie ekonomistów i polityków na całym świecie i podsycają debatę nad sensem dolaryzacji/euroizacji<sup>46</sup>.

Mimo że między dwoma omawianymi tu mechanizmami kursu sztywnego występują istotne różnice, nie będziemy w tym miejscu analizować ich oddzielnie, lecz rozważymy ogólne perspektywy wprowadzenia kursu sztywnego w Polsce,

<sup>43</sup> Zob. Rose (2001), s. 2 i dalsze.

<sup>44</sup> Zob. Calvo/Reinhart (2000).

<sup>45</sup> Calvo/Reinhart (2000) prezentują prosty model monetarny ilustrujący tę zależność.

<sup>46</sup> Zob. Borensztein (2000), s. 3.

jako że wstępne warunki pomyślnej adaptacji obu tych rozwiązań są praktycznie takie same<sup>47</sup>. Cechy izby walutowej są ogólnie znane (podano je w tab. 1), natomiast opcja jednostronnej euroizacji pojawiła się w krajach CEEC dopiero kilka lat temu. Na czym polega jednostronna euroizacja? Decyzja o przyjęciu jednostronnej euroizacji polega na zastąpieniu krajowej waluty walutą euro w formie nie usankcjonowanej przez władze UE. A zatem technicznym warunkiem podjęcia jednostronnej euroizacji jest tylko posiadanie przez dany kraj ilości oficjalnych zasobów denominowanych w euro, która wystarcza do wykupienia bazy monetarnej. Narodowy Bank Polski musiałby wykupić bazę monetarną w zamian za euro, a następnie oficjalnie ogłosić wprowadzenie euro jako jedyne go prawnego środka płatniczego. Jest to jedna z głównych różnic między euroizacją i izbą walutową. W tym ostatnim rozwiązaniu waluta zagraniczna pozbawiona jest przywileju jedyne go prawnego środka płatniczego. Obecne rezerwy walutowe Polski na kontach zagranicznych są bardziej niż wystarczające do spełnienia tak określonego warunku wstępnego. Należy w związku z tym podkreślić, że żaden kraj przyjmujący euro za oficjalny środek płatniczy bez porozumienia z Unią Europejską *nie ma* automatycznie prawa głosu w radzie ECB ani ECOFIN. Decyzja taka nie wiąże się ponadto z żadnymi obciążeniami ze strony obecnych członków EMU. Co więcej, kraj wprowadzający jednostronną euroizację nie może uczestniczyć w europejskim systemie płatniczym TARGET ani też nie ma dostępu do kredytów z Europejskiego Banku Centralnego. A zatem jednostronna euroizacja nie może być traktowana jako luka w systemie umożliwiająca krajom trzecim wejście do unii gospodarczej i walutowej z obejściem kryteriów z Maastricht. Kraj wprowadzający jednostronną euroizację *nie staje się* członkiem EMU. Niemniej jednak, ponieważ jednostronna euroizacja niesie ze sobą koszty daleko większe niż opcja izby walutowej – np. koszt obsługi systemu (adaptacja automatów wrzutowych, systemów księgowych, oprogramowania) – jest uznawana za najbardziej wiarygodny z mechanizmów kursu sztywnego<sup>48</sup>. Jej wiarygodność jest dodatkowo powiększona w odniesieniu do państw akcesyjnych, ze względu na ich jednoznaczną strategię – perspektywę przystąpienia do unii gospodarczej i walutowej.

W tab. 1 podano główne cechy analizowanych reżimów monetarnych, z podkreśleniem podobieństw i różnic między obiema opcjami.

Tabela 1 wskazuje na występowanie istotnych podobieństw i kilku różnic w kwestii korzyści i kosztów obu rozwiązań. Wskutek tego, że jednostronna euroizacja eliminuje kurs wymiany względem euro, nie ma zagrożenia interwencjami walutowymi, a zatem brak ryzyka kryzysu walutowego. Z drugiej jednak strony – ponieważ kraj oddaje znaczną część swoich rezerw zagranicznych – traci pokaźne wpływy z tytułu ich posiadania (odsetki i zysk na wartości waluty) oraz nie ma możliwości dodrukowywania pieniądza. W dalszej części rozdziału, oma-

<sup>47</sup> Omówimy je oddzielnie w podsumowaniu niniejszej pracy.

<sup>48</sup> Zob. Horvath (2002), s. 2.

wiając zalety i wady jednostronnej euroizacji, spróbujemy rozszerzyć argumenty podane w tab. 1, by lepiej zrozumieć, dlaczego państwo może dążyć do wprowadzenia takiej właśnie polityki monetarnej lub powstrzymać się od niej. Wśród najczęściej cytowanych zalet jednostronnej euroizacji wymienia się takie argumenty, jak:

1) eliminacja premii za deprecjację przy kształtowaniu poziomu stóp procentowych oraz redukcja wahań stóp procentowych (oba te czynniki mogą pobudzać wzrost gospodarczy),

2) zmniejszenie podatności na kryzys finansowy,

3) stabilizacja na skutek zwiększonej dyscypliny w polityce monetarnej i fiskalnej,

4) szybsza integracja i zwiększenie tempa konwergencji do poziomu dochodów w Unii Europejskiej.

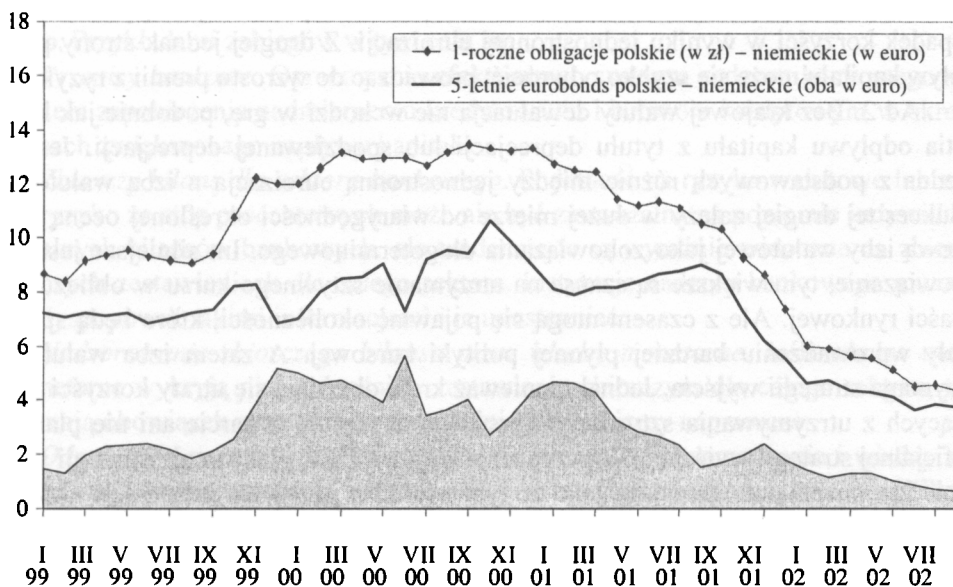
Tabela 1. Charakterystyka izby walutowej (CB) i jednostronnej euroizacji (UE)

	CB	UE	
Wysoka wiarygodność z tytułu zwiększonych kosztów wprowadzenia	✓	✓	Podobieństwa
Zarzucenie polityki monetarnej i kursowej	✓	✓	
Ostra dyscyplina fiskalna	✓	✓	
Wymóg dysponowania wystarczającą ilością rezerw do pokrycia/wykupienia bazy monetarnej	✓	✓	
Mechanizm automatycznego dopasowania bilansu płatniczego	✓	✓	
Ograniczenie możliwości pożyczkodawcy ostatniej szansy	✓	✓	
Sprawny system finansowy jako warunek wyzbycia się funkcji pożyczkodawcy ostatniej szansy	✓	✓	
Redukcja/eliminacja kosztów transakcji międzynarodowych	✓	✓	
Obniżenie premii z tytułu ryzyka na stopach procentowych	( ✓ )	✓	
Brak sterylizacji interwencji na rynku walutowym	✓		Różnice
Brak możliwości dodruku pieniądza ( <i>seignorage</i> )		✓	
Krajowa waluta jako legalny środek płatniczy	✓		
Kurs wymiany wobec euro	✓		
Groźba kryzysu walutowego	✓		
Koszt obsługi		✓	
Utrata dochodów/wpływów z rezerw zagranicznych		✓	

Ad 1. Niższe stopy procentowe i bardziej stabilny przepływ kapitału między Polską i jej partnerami handlowymi przyczyniłyby się do istotnego spadku fiskalnych kosztów obsługi długu publicznego i tym samym prawdopodobnie także do podniesienia poziomu inwestycji i szybszego rozwoju gospodarczego<sup>49</sup>. Stopy pro-

<sup>49</sup> Zob. Berg/Borensztein (2000), s. 5.

centowe na pewno nie spadną do poziomu średniej w krajach obszaru UE, (ze względu na groźbę niewypłacalności lub premię od ryzyka kraju)<sup>50</sup>. Dalszy rozwój wypadków zależałby od zachowań finansowych Polski. W razie wypuszczenia przez polski rząd i przedsiębiorstwa długu denominowanego w euro redukcja kosztów pożyczki w wyniku eurozacji byłaby niewielka (z uwagi na brak premii od kursu na papierach denominowanych w euro). Aby ocenić potencjalną skalę redukcji stóp procentowych, warto przyrzeć się trendom rozpiętości stóp procentowych (zob. rys. 5).



Rys. 5. Rozpiętość stóp procentowych (w %), Polska – Niemcy

Źródło: Bloomberg, *IMF International Financial Statistics*, Bank Zachodni WBK.

Odpowiednik premii za ryzyko finansowe w wyniku spodziewanej deprecjacji złotego można obliczyć jako różnicę między ogólną premią od ryzyka (rozpiętość między 52-tygodniowymi państwowymi obligacjami polskimi w złotych i nie-

<sup>50</sup> Należy podkreślić, że ryzyko kraju (*sovereign risk*) i ryzyko dewaluacji są wzajemnie zależne, ponieważ rząd może np. dla uniknięcia dewaluacji poczynić kroki, które podnoszą ryzyko niewypłacalności. Rosja np. wdrożyła środki kontroli kapitału podczas kryzysu w 1998 r., przyczyniając się do upadku prywatnych dłużników krajowych. Bardziej oczywisty jest związek między obiema formami ryzyka, gdy rząd decyduje się na wypuszczenie obligacji denominowanych w obcej walucie, narażając się na ryzyko dewaluacji, która może doprowadzić do niewypłacalności w razie spadku wartości waluty krajowej. Zob. Berg/Borensztein (2000), s. 7 i dalsze.

mieckimi w euro) oraz ryzykiem niedotrzymania warunków (rozpiętość pomiędzy 5-letnimi polskimi eurobonds denominowanymi w euro oraz niemieckimi eurobonds)<sup>51</sup>. Rys. 5. ilustruje, że potencjalna redukcja stóp procentowych w chwili obecnej mogłaby osiągnąć wartość 1% (przy mniej więcej 4% w roku 2000). Zdaniem Schweickerta, wysoka rozpiętość stóp procentowych może być wynikiem braku papierów dłużnych denominowanych w krajowej walucie. A zatem im większa jest kwota nie pokrytych zobowiązań zagranicznych, tym wyższa premia od ryzyka związana z ryzykiem dewaluacji<sup>52</sup>. Jednak wykres jednoznacznie wskazuje na konwergencję polskich i niemieckich stóp procentowych i zdaje się potwierdzać spadek korzyści w wyniku jednostronnej euroizacji. Z drugiej jednak strony przepływ kapitału może się szybko odwrócić, prowadząc do wzrostu premii z ryzyka.

Ad 2. Bez krajowej waluty dewaluacja nie wchodzi w grę, podobnie jak kwestia odpływu kapitału z tytułu deprecjacji lub spodziewanej deprecjacji. Jest to jedna z podstawowych różnic między jednostronną euroizacją a izbą walutową. Sukces tej drugiej zależy w dużej mierze od wiarygodności określonej oceną rynkową izby walutowej jako zobowiązania długoterminowego. Im silniejsze jest zobowiązanie, tym większe są szanse na utrzymanie sztywnego kursu w obliczu zapasności rynkowej. Ale z czasem mogą się pojawiać okoliczności, które będą sprzyjały wprowadzeniu bardziej płynnej polityki kursowej. A zatem izba walutowa wymaga strategii wyjścia. Jednak ponieważ kraje obawiają się utraty korzyści płynących z utrzymywania sztywnego kursu, nie dyskutują otwarcie ani nie planują oficjalnej strategii wyjścia<sup>53</sup>. W przypadku krajów CEEC planowanie strategii wyjścia jest pozbawione podstaw, jako że tym *wyjściem* jest w ich kontekście akcesja do UE i EMU. Skoro zatem istnieje przejrzysta strategia wyjścia, która kształtuje oczekiwania rynku, jaka jest w istocie różnica między przyjęciem izby walutowej lub jednostronnej euroizacji? Otóż usztywnienie kursu wymiany przy zachowaniu krajowej waluty jako prawnego środka płatniczego może się okazać niebezpieczne, ponieważ kraje podlegające transformacji doświadczają znacznego napływu obcego kapitału, który może prowadzić do nadmiernej realnej aprecjacji. Aby tego uniknąć, należy uszczelnić politykę fiskalną i w miarę możliwości zapewnić nadwyżkę, jak to było w USA w latach dziewięćdziesiątych. Tymczasem kraje podlegające transformacji muszą, przeciwnie do tych zaleceń, odbudować swą infrastrukturę i spełnić dyrektywy Unii Europejskiej (*acquis communautaire*), a zatem mogą mieć poważne problemy z utrzymaniem nadwyżki budżetowej. Stąd też zapewnienie sztywności kursu może się okazać trudne<sup>54</sup>. W przypadku euroizacji takie ryzyko nie występuje. Jednak z drugiej strony euroizacja wiąże się z utratą

---

<sup>51</sup> Autorzy są świadomi niedostatków tej kalkulacji, więc przyznają, że może ona dać jedynie szacunkową ocenę premii od ryzyka, ale brak szczegółowych danych nie pozwala na użycie bardziej zaawansowanych metod.

<sup>52</sup> Zob. Schweickert (2001), s. 8.

<sup>53</sup> Zob. Gulde/Kähkönen/Keller (2000), s. 16.

<sup>54</sup> Zob. Gulde/Kähkönen/Keller (2000), s. 23.

funkcji pożyczkodawcy ostatniej szansy, jako że jednostronna euroizacja wyklucza kryzys walutowy, ale *nie eliminuje* ryzyka zmiany kierunku przepływu kapitału i kryzysu finansowego lub bankowego<sup>55</sup>. System bankowy czy finansowy musi być silny i wypłacalny, muszą być instytucje i mechanizmy poza obrębem banku centralnego, które są w stanie radzić sobie skutecznie z upadającymi bankami i/lub innymi kryzysami płynności<sup>56</sup>. Historia kryzysów walutowych dowodzi jasno, że kryzys walutowy jest często efektem towarzyszącym kryzysowi bankowemu lub przezeń wywołanym. Stąd też jednym z najistotniejszych zadań w Polsce jest wdrożenie reform na mikroekonomiczną skalę w celu umocnienia sektora finansowego. Przykładami zabiegów w tym celu są:

- *Przepisy bankowe*. Opracowanie efektywnego systemu nadzoru bankowego w celu zapobieżenia nadmiernemu kredytowaniu i boomom kredytowym w okresach zwiększonego napływu kapitału.
- *Zbiorczy bilans dla sektora bankowego*. Podatność na ryzyko walutowe lub na ryzyko ze stóp procentowych może nie być zauważalna na poziomie indywidualnych bilansów bankowych, ale tendencje te są wyraźnie widoczne na zbiorczych zestawieniach dla całego sektora. Instytucje nadzoru bankowego muszą dysponować takimi informacjami i je udostępnić.
- *Nadzorowanie zbiorczego bilansu przez władze monetarne*. Jeśli władze monetarne wykryją niezgodności w zestawieniu zbiorczym dla całego sektora, to mają obowiązek uruchomić odpowiednie mechanizmy naprawcze.
- *Odpowiedni personel*. Celem zapewnienia właściwego zarządzania i wiedzy w zakresie gospodarowania ryzykiem Polska musi zapewnić napływ kwalifikowanego personelu do sektora bankowego poprzez prywatyzację lub zatrudnienie zagranicznych specjalistów<sup>57</sup>.

Ad 3. Euroizacja eliminuje komponent krajowej produkcji pieniądza i spowalnia wzrost zasobów pieniężnych, ograniczając inflację. Jednostronna euroizacja oferuje mechanizm automatycznej regulacji bilansu płatniczego zasadniczo tożsamy ze standardem opartym na złocie – nadwyżka zwiększa cyrkulację pieniądza i sprzyja zwiększaniu inflacji, co z kolei prowadzi do redukcji nadwyżki w bilansie płatniczym. Ze względu na brak możliwości monetarnego finansowania deficytów budżetowych Polska musi dysponować sprawnym systemem fiskalnym, jeśli jej gospodarka ma zostać zeuroizowana. Wysokiemu napływowi kapitału musi towarzyszyć ściśle kontrolowana polityka fiskalna, zdolna zapobiec efektowi napędza-

<sup>55</sup> Zob. Habib (2001), s. 10.

<sup>56</sup> Zob. Buiter/Grafe (2002), s. 28 lub Begg i in. (2001), s. 54. Do tego celu można powołać specjalny fundusz, wykorzystując nadwyżkę rezerw zagranicznych banku centralnego pozostałych po zastąpieniu bazy monetarnej kraju walutą euro. Zob. Wójcik (2000), s. 61.

<sup>57</sup> Szczegółowe omówienie, zob. Begg i in. (2001), s. 60. Należy podkreślić znaczny postęp Polski w tym zakresie, jako że 70% sektora bankowego jest w posiadaniu lub pod wspólnym nadzorem zagranicznych banków lub korporacji, co można uznać za źródło stabilizacji w razie zaburzeń rynkowych. Zob. ECB (2002), s. 175.

nia cen przez napływ kapitału oraz nagromadzeniu długów zagranicznych, które mogłyby dodatkowo zakłócić równowagę systemu w razie zaburzeń rynkowych. Sytuacja fiskalna Polski jest już i tak alarmująca, co widać wyraźnie na rys. 1 w rozdziale 3. Rząd polski musi wykazać umiejętność prowadzenia sztywnej polityki fiskalnej, w przeciwnym razie będzie miał spore trudności z akcesją do EMU. A zatem presja do usztywnienia polityki fiskalnej jest już wystarczająca, w związku z czym decyzja o euroizacji gospodarki nie musi być uzasadniana tym konkretnym argumentem.

Ad 4. Euroizacja jest sygnałem instytucjonalnego dążenia do niskiej inflacji, odpowiedzialności fiskalnej i przejrzystości, czyli tendencji sprzyjających procesowi konwergencji. Jeśli zostanie prawidłowo wdrożona, to umocni sektor finansowy i bankowy, eliminując ryzyko dewaluacji i oferując silną podstawę do rozwoju i zwiększenia inwestycji. Jednostronna euroizacja dodatkowo zniesie koszty transakcji przy wymianie euro–PLN oraz koszty kontraktu na ceny walutowe, wspierając tym samym wymianę towarową oraz promując konwergencję i integrację. Z drugiej strony, akcesja do Unii Europejskiej i jasna perspektywa przyjęcia euro w wyniku przystąpienia do unii gospodarczej i monetarnej są już wystarczającym bodźcem do przeprowadzenia reform, a zatem efekt wprowadzenia euroizacji na intensyfikację reform będzie nieznaczny, jeśli w ogóle zauważalny<sup>58</sup>. Glick i Rose w niedawnych badaniach wykazali jednak, że wprowadzenie wspólnej waluty może w ogromnym stopniu podnieść skalę wymiany handlowej, wspierając tym samym integrację i konwergencję, co mogłoby wydatnie pomóc Polsce w drodze do EMU<sup>59</sup>.

Jednostronna euroizacja ma jednak swoje wady, o których wypada wspomnieć. Są to:

- 1) utrata lokalnej waluty jako symbolu suwerenności kraju,
- 2) utrata możliwości dodruku pieniądza,
- 3) utrata autonomii monetarnej i kursu walutowego jako instrumentu polityki monetarnej,
- 4) wyzbycie się funkcji pożyczkodawcy ostatniej szansy.

Ad 1. Ten argument jest dość popularny w krajach dwunastki, które już zdecydowały się zastąpić krajową walutę walutą euro. Wystarczy tylko przejrzeć popularne gazety brytyjskie, aby uświadomić sobie skalę lokalnych niepokojów wobec perspektyw utraty krajowej waluty. Polska jednak już dawno zadeklarowała chęć jak najszybszego przystąpienia do EMU, a zatem decyzja o zarzuceniu lokalnej waluty już zapadła i argument ten jest do pominięcia.

Ad 2. Pod angielskim terminem *seignorage* kryją się dochody władz monetarnych płynące z przywileju produkowania lokalnej waluty jako legalnego środka płatniczego. Jeśli Polska zdecyduje się pójść drogą jednostronnej euroizacji, będzie

<sup>58</sup> Zob. Wójcik (2000), s. 58.

<sup>59</sup> Zob. Glick/Rose (2001).

musiała najpierw wykupić wszystkie złotówki z obiegu, oddając tym samym nagromadzony *seignorage* społeczeństwu, a ponadto utraci przywilej dodruku pieniądza, tracąc tym samym przyszłe zyski z tego tytułu. Te ostatnie straty Habib szacuje w przybliżeniu na 1,6% PKB – jest to kwota dość znaczna w sytuacji wysokiego deficytu budżetowego Polski<sup>60</sup>. Jeśli władze Unii nie wyrażą gotowości podzielenia się z Polską dodatkowymi wpływami z tytułu *seignorage*, będzie to dotkliwym ciosem dla polskiego budżetu.

Ad 3. Polska liczy się z perspektywą utraty autonomii monetarnej, deklarując gotowość przystąpienia do unii gospodarczej i monetarnej. Trudno jednak określić, czy utrata tej autonomii już na etapie akcesji do EMU przyniesie pożądane rezultaty. Jeśli Polska zdecyduje się na euroizację, stopy procentowe mogą spaść do tak niskich poziomów, że walka z inflacją okaże się niemożliwa. Z drugiej jednak strony wystąpi natychmiastowa stabilizacja oczekiwań inflacyjnych na niskim poziomie, co przyczyni się do rzeczywistego ograniczenia inflacji. Niemniej jednak ciężar reagowania na potrzeby krajowe spadnie wyłącznie na politykę fiskalną i strukturalną, a takie rozwiązanie nie jest zgodne z zamiarami obecnego rządu polskiego, o czym świadczą obecne spory dotyczące pozycji prezesa Narodowego Banku Polskiego.

Ad 4. Problem utraty funkcji pożyczkodawcy ostatniej szansy został omówiony już wcześniej. Wprawdzie istnieje wiele innych mechanizmów wspierania instytucji finansowych w razie kryzysu bankowego, jednak nie da się zaprzeczyć, że najlepszymi zabezpieczeniami w tej sprawie jest stabilny i dojrzały sektor bankowy oraz zaawansowane rynki finansowe. Polska poczyniła znaczne postępy w umacnianiu i reformowaniu swego systemu bankowego<sup>61</sup>. W dalszym ciągu istnieją jednak pewne utrudnienia, jak widać z danych zamieszczonych w tab. 2.

Tabela 2. Sektor bankowy w Polsce i w Unii Europejskiej: wybrane wskaźniki za rok 2001

	UE	Polska
Aktywa bankowe (w % PKB)	265%	66%
Kredyty krajowe (w % PKB)	135%	26%
Kredyty zagrożone (w % aktywów ogółem)	4,6%	18,3%
Kapitalizacja rynku akcji (w % PKB)	72%	14%
Kredyty krajowe/kapitalizacja rynku akcji	1,8	1,8

Źródła: ECB (2002a i b), Thimann (2002), National Bank of Poland (2001).

Sektor finansowy w Polsce jest oparty na bankach, ponieważ rynki kapitałowe są płynne i nie w pełni wykształcone. Udział kredytów krajowych w PKB (26%) pokazuje, że w polskiej gospodarce dominuje finansowanie wewnętrzne poprzez zyski zatrzymane. Odsetek kredytów zagrożonych w aktywach ogółem jest jednym z głównych wskaźników oceny sprawności sektora bankowego – w przypadku

<sup>60</sup> Zob. Habib (2001), s. 28.

<sup>61</sup> Zob. National Bank of Poland (2001) oraz Thimann (2002).



Polski wskaźnik ten osiąga alarmujący poziom 18,3% w porównaniu z 4,6% w krajach Unii. Liczba ta odzwierciedla obecną złą sytuację gospodarczą Polski.

Po wyliczeniu zalet i wad euroizacji w odniesieniu do sytuacji Polski warto przyjrzeć się rozwojowi krajów Ameryki Łacińskiej, które zastosowały dolaryzację. Pozwoli to uzyskać wgląd w potencjalne korzyści z euroizacji dla krajów obszaru CEE. Dolaryzacja na dużą skalę w gospodarkach Ameryki Południowej i Środkowej może być traktowana jako bezpośrednia reakcja na pasmo rosnących stóp inflacyjnych w tym regionie. Mimo że szanse tych krajów na uczestnictwo w systemie rezerw federalnych są raczej małe, rządy wielu państw Ameryki Łacińskiej zdecydowały się na zastąpienie lokalnych walut dolarem amerykańskim. Konwergencja tych krajów z gospodarką USA w znacznej mierze odbywała się bez jakiegokolwiek zewnętrznej pomocy instytucjonalnej i rządowej – nie licząc być może wsparcia IMF i Banku Światowego. Redukcja stopy inflacji w analizowanym obszarze była dość znaczna. Sytuacja w Europie jest nieco inna – państwa członkowskie Unii Europejskiej aktywnie wspierają proces konwergencji do średniej europejskiej oraz transformację krajów CEE w kierunku stabilnej i dojrzałej gospodarki rynkowej. Dodatkowo Unia Europejska przekazuje jednoznaczne sygnały o gotowości przyjęcia tych państw do grona Wspólnoty i docelowo także do unii gospodarczej i walutowej. Ze względu na znacznie dłuższą historię gospodarki rynkowej w państwach Ameryki Łacińskiej, skalę pan-amerykańskiej wymiany handlowej oraz obecną pozycję dolara amerykańskiego jako środka wymiany i tezauryzacji, trafne wydaje się założenie, że siły rynkowe będą także kształtowały tendencję do euroizacji Polski i innych krajów CEE<sup>62</sup>. Euroizacja w Polsce nie musi być wprowadzana na mocy oficjalnej decyzji rządu polskiego, ale może być równie dobrze wynikiem dobrowolnej decyzji polskich przedsiębiorstw i gospodarstw domowych w kwestii zastąpienia złotówki walutą euro jako środkiem wymiany (zastąpienie waluty) oraz/lub gromadzenia aktywów denominowanych w euro jako środka tezauryzacji (zastąpienie aktywów). Będzie to zatem decyzja wywołana wyłącznie siłami rynkowymi<sup>63</sup>. W powszechnej opinii – w krajach decydujących się na zachowanie lokalnej waluty w obiegu taka rynkowo napędzana euroizacja będzie narastać, szczególnie w okresie między akcesją do Unii Europejskiej a ostatecznym przystąpieniem do EMU. Partnerzy z Unii Europejskiej będą woleli wystawiać faktury w walucie euro; także dług wobec krajów obszaru UE będzie denominowany w euro, w miarę nasilającej się tendencji banków centralnych krajów CEE do wymieniać swych rezerw walutowych na euro. Dodatkowo euro stanie się prawdopodobnie preferowaną walutą w wymianie międzynarodowej, podobnie jak to było w przeszłości w odniesieniu do marki niemieckiej i dolara amerykańskiego. Oszczędności krajów CEE będą prawdopodobnie inwestowane – ze względu na mniejsze ryzyko – w aktywa denominowane w euro. Tak

---

<sup>62</sup> Por. Heise (2002), s. 22.

<sup>63</sup> Zob. Heise (2002), s. 3.

więc Polska może stać w obliczu euroizacji *de facto*, jeszcze zanim stanie się *de iure* członkiem eurosystemu.

W związku z tym interesujące staje się pytanie, w jakim stopniu obecnie polska gospodarka jest już nieoficjalnie zeuroizowana. Problem w tym, że nie ma wystarczająco rzetelnych danych empirycznych dotyczących stopnia bieżącej euroizacji w Polsce ani w żadnym innym z krajów akcesyjnych Europy Środkowej i Wschodniej<sup>64</sup>. Miarą tego jest zwykle mierzalna ilość depozytów denominowanych w obcej walucie (FCD), mimo że wskaźnik ten pomija ilość obcej waluty w obiegu (FCC) i nie daje pełnego obrazu struktury płatniczej. A zatem obecnie nie ma możliwości oszacowania skali eurodenominacji.

## 5. Wnioski

Polska ma przed sobą wiele sprzecznych celów, utrudniających określenie polityki kursowej, która byłaby najskuteczniejsza w obecnej sytuacji. Musi walczyć z inflacją, aby sprostać wymogom inflacyjnego kryterium z Maastricht (jeśli pozostanie ono w niezmienionej formie), odbudować swą infrastrukturę, zreformować instytucje, gospodarkę i system socjalny, przyjąć *acquis communautaire* oraz zwalczyć wysokie bezrobocie – te czynniki nie pozwalają na utrzymanie nadwyżki budżetowej. Ponadto musi zapewnić w miarę stabilny kurs wymiany w obliczu wysokiego i zmiennego napływu kapitału ze względu na kryteria z Maastricht i z obawy przed negatywnymi efektami ruchów kapitału na handel i inwestycje. Spróbujmy zatem wyodrębnić kilka głównych wniosków na podstawie dotychczasowych analiz i podać kilka zaleceń w odniesieniu do przyszłych kierunków w polityce monetarnej Polski:

- Polska bez wątplenia będzie dążyć do obniżenia stóp procentowych w przypadku obrania polityki izby walutowej lub jednostronnej euroizacji, ponieważ będą one pobudzały rozwój i inwestycje, przyczyniając się do spadku bezrobocia.
- Wysunięcie ostatecznych wniosków jest niemożliwe z racji endogennego charakteru kryteriów oceny. Decyzja o zmianie polityki monetarnej kraju jest tak dalekosiężna, że nie sposób oczekiwać statycznej reakcji gospodarki jako całości i poszczególnych uczestników życia gospodarczego („krytyka Lucasa”).
- Spełnienie kryterium inflacyjnego z Maastricht może okazać się trudne, podobnie jak zmiana jego warunków (ponieważ jest ono ustalone w traktacie europejskim). Efekt Balassy-Samuelsona spowoduje dodatkowy wzrost stopy inflacji, przyczyniając się do przekroczenia limitu 1,5 punktu procentowego powyżej wskaźnika dotyczącego trzech najbardziej stabilnych gospodarek Unii Europejskiej. Jednak argument ten wydaje się zupełnie niezależny od wyboru polityki monetarnej, jeśli weźmiemy pod uwagę całą grupę państw akcesyj-

---

<sup>64</sup> Zob. Feige/Dean (2002), s. 3.

nych. Każde z tych państw zdołało ograniczyć inflację do poziomu jednocyfrowego mimo stosowania zupełnie różnych mechanizmów polityki walutowej: od izby walutowej po kurs płynny. Wydaje się więc, że w grę wchodzi tu jakieś inne mechanizmy, których oddziaływanie jest silniejsze<sup>65</sup>.

- Stabilizacja gospodarcza i spełnienie kryterium z Maastricht są – przynajmniej częściowo – zależne od talentów politycznych i efektywności w promowaniu korzystnych oczekiwań rynkowych. Prowadzi to do powstania „gry na konwergencję”, podobnie jak w przypadku Grecji. Jeśli rynek będzie oczekiwał konwergencji stóp procentowych i stabilizacji kursu walutowego, wówczas stopy procentowe będą konwergentne, a kurs stabilny, pod warunkiem że pozostałe wskaźniki ekonomiczne będą przebiegać mniej lub bardziej zbieżnie z tymi oczekiwaniami<sup>66</sup>. Jednak obecnie jest nieco za wcześnie na to, by Polska angażowała się w grę na konwergencję, ponieważ data akcesji do Unii jest w dalszym ciągu niepewna, podobnie jak termin przystąpienia do EMU.
- Jeśli w okresie między akcesją do UE i EMU dojdzie do wysokiego napływu płynnego kapitału, to ruchy te można ustabilizować płynnym kursem z centralnym parytetem i pasmem wahań  $\pm 15\%$ . Izba walutowa będzie bardziej podatna na atak i potencjalne uporządkowania kursów walut. Taka sytuacja odroczyłaby termin przystąpienia do EMU i spowolniła integrację. Ten ostatni argument warto podkreślić, ponieważ podatność kraju na atak dodatkowo wzrośnie, jeżeli kraj ten nie będzie mógł spełnić kryteriów konwergencji<sup>67</sup>.
- Jednostronna euroizacja jest obiecującym rozwiązaniem, ponieważ Polska dąży do jak najszybszej akcesji do EMU i z dużym prawdopodobieństwem stanie w obliczu wysokiego napływu kapitału. Mechanizmy monetarne i fiskalne mogą nie poradzić sobie z kontrolą tego napływu z kilku względów. Restrykcyjna polityka monetarna doprowadziłaby do wzrostu stóp procentowych, napędzając tym samym dalszy przyływ kapitału i aprecjację złotego, podejście ekspansywne zaś napędzałoby inflację. Restrykcyjna polityka fiskalna mogłaby podnieść atrakcyjność Polski w oczach zagranicznych inwestorów i zwiększyć napływ kapitału<sup>68</sup>. Polityka ekspansywna z kolei mogłaby pobudzać zagregowany popyt i pogorszyć obecny deficyt na rachunku bieżącym, pogłębić inflację i zwiększyć podatność na atak. Każde z tych rozwiązań uniemożliwi spełnienie kryteriów z Maastricht. Euroizacja może zaradzić tym problemom, ale aby była skuteczna, Polska musi osiągnąć wyższą stabilizację cen, poprawić politykę fiskalną i umocnić sektor bankowy<sup>69</sup>. Jeśli inflacja pozostanie na obecnym poziomie w momencie euroizacji, to efekty ścieśniania mogą być zbyt duże, by

<sup>65</sup> Zob. Szapáry (2000), s. 4.

<sup>66</sup> Zob. Szapáry (2000), s. 10.

<sup>67</sup> Zob. Rhode/Janssen (2001), s. 361.

<sup>68</sup> Naturalnie, może także obniżyć stopy procentowe i zmniejszyć tym samym atrakcyjność gospodarki w oczach inwestorów zagranicznych.

<sup>69</sup> Zob. Begg i in. et al. (2001), str. 5.

Polska była w stanie zabsorbować je bez znacznego spadku wydajności i poziomu zatrudnienia. Jest to szczególnie istotne w razie inercji inflacyjnej i powolnych zmian oczekiwań<sup>70</sup>. Z drugiej strony władze europejskie powinny zrewidować swe stanowisko w kwestii euroizacji, dopuszczając ją jako wariant polityki monetarnej zgodny z wymogami Maastricht. Globalne doświadczenia związane z kryzysami walutowymi lat dziewięćdziesiątych wyraźnie dowodzą słabości rachunku kapitałowego w pełni zliberalizowanego, wysokiej mobilności kapitału i „miękkich” odmian sztywnego kursu.

- Jeśli euroizacja zostanie wykluczona, to kolejnym racjonalnym rozwiązaniem stanie się przyjęcie izby walutowej opartej na euro. Wymaga to jednak restrykcyjnej polityki fiskalnej w celu zrównoważenia ekspansyjnych efektów wysokiego napływu kapitału. Taka opcja mogłaby się jednak klócić z celami politycznymi ze względu na wysoki poziom bezrobocia.
- Jednostronna euroizacja mogłaby zaradzić wzrostowi rozpiętości stóp procentowych i jej negatywnym wpływom na inwestycje i wydajność, wynikające z potencjalnych oczekiwań uczestników rynku dotyczących dewaluacji złotego przed przystąpieniem do ERM II<sup>71</sup>.

W razie jednostronnej euroizacji wymagana będzie modyfikacja lub reinterpretacja kryterium kursowego obowiązującego państwa ubiegające się o akcesję do EMU. Jednak nawet w szerszym kontekście kryterium to mogłoby zostać zmienione z uwagi na to, że sytuacja krajów kandydujących do UE/EMU jest krańcowo odmienna od tej, która towarzyszyła tworzeniu unii gospodarczej i monetarnej w gronie państw uprzemysłowionych Europy Zachodniej. Na początkowym etapie unia gospodarcza i monetarna łączyła kraje o podobnym poziomie rozwoju gospodarczego i porównywalnym rozmiarze. Bardziej stabilne kraje obawiały się dodatkowych kosztów wynikających z integracji monetarnej z krajami o mniej stabilnej gospodarce, szczególnie w odniesieniu do skali inflacji. Ze względu na rozmiar obecnych krajów akcesyjnych takie obawy są dziś bezpodstawne, ponieważ ich wpływ na średni poziom inflacji w Unii Europejskiej jest do pominięcia. Znacznie większym niebezpieczeństwem jest mniej rozwinięty i mniej stabilny sektor bankowy, może zakłócić funkcjonowanie europejskiego systemu płatniczego<sup>72</sup>.

- Płynne kursy walutowe nie stanowią panaceum na kryzys walutowy, o czym świadczą dane empiryczne z licznych kryzysów ostatnich kilku lat. Duże i nagłe wahania kursu walutowego mogą wywołać kryzys z uwagi na znaczne zaburzenia równowagi walut oraz strukturę wymagalności (*maturity*) aktywów i pasywów sektora bankowego<sup>73</sup>.

<sup>70</sup> Zob. Wójcik (2001), s. 62.

<sup>71</sup> Zob. Reluga/Szczurek (2002), s. 5.

<sup>72</sup> Zob. Begg i in. (2001), s. 54.

<sup>73</sup> Zob. Begg i in. (2001), s. 15.

- Wydaje się prawdopodobne, że pasmo 15% okaże się niewystarczające, jeśli na początku złotówka będzie na poziomie parytetu i gdy w grę wejdzie efekt Balassy-Samuelsona. Konieczne może się okazać niższe pasmo<sup>74</sup>.
- Jeśli procesy makroekonomiczne nie zostaną zakończone do chwili przystąpienia Polski do Unii Europejskiej, to przystąpienie do ERM II trzeba będzie odłożyć w czasie. Podstawowe wskaźniki ekonomiczne Polski w znacznej mierze sygnalizują pewną podatność, jak wskazują doświadczenia z ostatnich kryzysów walutowych. Ryzyko takiego kryzysu mogłoby opóźnić pełne członkostwo Polski w EMU, jeżeli kraj ten zdecyduje się na zbyt wczesne przystąpienie do ERM II<sup>75</sup>.
- Argumentacja za jednostronną euroizacją opiera się głównie na praktycznie pomijalnym ryzyku dla krajów obecnej unii gospodarczej i monetarnej oraz stosunkowo niskim ryzyku dla Polski, ponieważ przyjęcie takiej polityki monetarnej pomogłoby uniknąć kryzysu walutowego<sup>76</sup>. O tym, że ryzyko kryzysu walutowego w chwili tworzenia niniejszego opracowania jest znaczne, świadczą dane zamieszczone w rozdziale 3 oraz te, które podają Brüggemann i Linne (2002). Korzyści z przyjęcia takiego kierunku w polityce monetarnej są ogromne, dlatego władze Wspólnoty powinny pilnie rozważyć tę możliwość.
- Jeśli jednostronna euroizacja nie wchodzi w grę, to kolejnym efektywnym rozwiązaniem jest utrzymanie płynnego kursu dopóty, dopóki konwergencja nie osiągnie poziomu wymaganego w akcesji do ERM II.
- „Miękkie” odmiany kursu sztywnego korzystające z pełnego zakresu pasma  $\pm 15\%$  wahań od centralnego parytetu, mogą się okazać korzystne w obliczu zaburzeń na rynku. ECB jest gotów udzielać nieograniczonego wsparcia walucie podlegającej atakom, dopóki stabilność cen w obszarze euro nie jest zagrożona. Jeśli Polska zdecyduje się na redukcję standardowego pasma wahań lub nawet całkowitą rezygnację z pasma w przypadku izby walutowej, to będzie musiała samodzielnie bronić swej waluty.
- ERM II nie jest – z kilku względów – efektywnym rozwiązaniem dla krajów podlegających transformacjom. Po pierwsze, wynika to z doświadczeń kryzysów walutowych w warunkach „miękkich” odmian sztywnego kursu w obliczu wysokiej mobilności kapitału, a po drugie, z tego, że konwergencja jest w tym przypadku znacznie niższa niż w krajach drugiej fali akcesji do UE lub nawet EMU. Efekt Balassy-Samuelsona prawdopodobnie przyczyni się do dalszego wzrostu inflacji, w rezultacie więc spełnienie kryterium inflacyjnego bez narażania się na recesję może okazać się trudne. Po trzecie, instytucje Unii Europejskiej mogą wywierać presję na rynki walutowe krajów CEE w toku monitorowania procesu konwergencji i publikowania wyników dotyczących poszcze-

---

<sup>74</sup> Zob. Begg i in. (2001), s. 50.

<sup>75</sup> Szersze omówienie tej kwestii zob. Begg i in. (2001), s. 51 i dalsze.

<sup>76</sup> Zob. Habib (2001), s. 2.

gólnych krajów. Istnieje groźba wystąpienia „efektu zarażenia”, gdy jeden z krajów akcesyjnych uzyska niską ocenę, a rynek zechce przetestować potencjalną datę jego przystąpienia do EMU<sup>77</sup>.

Mimo że akcesja do UE/EMU jest jeszcze kwestią kilku lat, nasza analiza dowodzi, że perspektywa akcesji jest już wystarczająco bliska, by należało rozważyć wybór takiej polityki monetarnej, która najlepiej spełni potrzeby krajów akcesyjnych, w tym także Polski. Niestety, dostępne dane empiryczne i teoretyczne są obecnie niewystarczające, nie można więc na ich podstawie precyzyjnie określić, które rozwiązania są odpowiednie dla poszczególnych krajów i do określonych sytuacji.

## Literatura

- Backé P. (1999), *Exchange Rate Regimes in Central and Eastern Europe: A Brief Review of Recent Changes, Current Issues and Future Challenges*, [w:] Österreichische Nationalbank, *Focus on Transition*, No. 2, s. 47–67.
- Begg D., Eichengreen B., Halpern L., von Hagen J., Wyplosz C., (2001), *Sustainable Regimes of Capital Movements in Accession Countries*, [w:] *Center for Economic Policy Research, Final Report*, url: [http://www.bundesbank.de/vo/download/konferenzen/200110konf\\_hagen.pdf](http://www.bundesbank.de/vo/download/konferenzen/200110konf_hagen.pdf).
- Berg A., Borensztein E., (2000), *The Pros and Cons of Full Dollarization*, [w:] IMF Working Paper WP/00/50.
- Boone L., Maurel M., (1999), *An Optimal Currency Area Perspective of the EU Enlargement to the CEECs*, [w:] CEPR Discussion Paper, No. 2119.
- Borowski J., (1999), *How prone is Poland to exogenous asymmetric shocks?*, [w:] „Yearbook of Polish European Studies”, No. 3, s. 33–43.
- Bratowski A., Rostowski J., (2000), *The EU attitude to Unilateral Euroization: Misunderstandings, real concerns and ill-designed admission criteria*, url: <http://www.geocities.com/euroize/Misunder.doc>.
- Brüggemann A., Linne T., (2002), *Are the Central and Eastern European transition countries still vulnerable to a financial crisis? Results from the Signals Approach*, [w:] Bank of Finland, Institute for Economies in Transition BOFIT Discussion Papers, No. 5, url: <http://www.bof.fi/bofit/fin/6dp/abs/pdf/dp0502.pdf>.
- Buiter W.H., (2000), *Optimal Currency Areas: Why does the Exchange Rate Regime Matter?*, [w:] CEPR Discussion Paper, No. 2366.
- Buiter W.H., Grafe C., (2002), *Anchor, Float or Abandon Ship: Exchange Rate Regimes for the Accession Countries*, [w:] Conference paper for the 10th Anniversary Conference of the European Bank for Reconstruction and Development on December 13 and 14 in London, UK.
- Calvo G.A., Reinhart C.M., (2000), *Fear of Floating*, [w:] NBER Working Paper No. w7993.
- Coricelli F., (2001), *Exchange rate arrangements in the transition to EMU: Some Arguments in Favor of an early adoption of the Euro*, url: <http://eu-enlargement.org/discuss/attachments/D745FC75-C8C-11D5-A2EB-0050DA76D265.PDF>.

---

<sup>77</sup> Zob. Begg i in. (2001), s. 67. Habib (2002) potwierdza podatność Polski na efekt zarażenia w swych badaniach empirycznych.

- Corker R., Beaumont C., Elkan van R., Iakova D., (2000), *Exchange Rate Regimes in Selected Advanced Transition Economies – Coping with Transition, Capital Inflows, and EU Accession*, [w:] IMF Policy Discussion Paper PDP/00/3.
- ECB (2002), *Dialog des Eurosystems mit EU-Beitrittsländern*, [w:] Monatsbericht.
- Égert B., (2002), *Investigating the Balassa-Samuelson hypothesis in transition: Do we understand what we see?*, [w:] Bank of Finland, Institute for Economies in Transition BOFIT Discussion Papers, No. 6, url: <http://www.bofi.fi/bofit/fin/6dp/abs/pdf/dp0602.pdf>.
- Feige E.L., Dean J.W., (2002), *Dollarization and Euroization in Transition Countries: Currency Substitution, Asset Substitution, Network Externalities and Irreversibility*, Paper presented at the Fordham University International Conference on „Euro and Dollarization: Forms of Monetary Union in Integrating Regions”, April 5–6, 2002, New York.
- Fidrmuc J., Schardax F., (2002), *The 'Pre-Ins' Ante Portas? Euro Area Enlargement, Optimum Currency Area, and Nominal Coverage*, [w:] R. Caesar H.-E. Scharrer (eds.), *European Economic and Monetary Union: An Initial Assessment*, Baden-Baden, Nomos, s. 317–340.
- Frankel J.A., Rose A.K., (1998), *The Endogeneity of the Optimum Currency Area Criteria*, [w:] „The Economic Journal”, vol. 108, s. 1009–1025.
- Frensch R., (2001), *Some perspectives on Currency relations between EMU and Central and East European EU accession countries*, [w:] Economic Systems, vol. 25, No. 3, s. 175–181, url: <http://www.lrz-muenchen.de/~oeim/frensch5.pdf>.
- Glick R., Rose A.K., (2001), *Does a Currency Union affect Trade? The Time Series Evidence*, [w:] NBER Working Paper, No. 8396, url: <http://www.nber.org/papers/w8396>.
- Habib M.M., (2001), *Is there a Case for Unilateral Euroization? Evidence from Bulgaria, the Czech Republic, Hungary and Poland*, [w:] University of Rome „La Sapienza”, CNEM Discussion Paper, No 19, url: [http://www.london.edu/cnem/Current\\_Research/Banking/banking.html#Exchangerate](http://www.london.edu/cnem/Current_Research/Banking/banking.html#Exchangerate).
- Habib M.M., (2002), *Financial contagion, interest rates and the role of the exchange rate as shock absorber in Central and Eastern Europe*, [w:] Bank of Finland, Institute for Economies in Transition BOFIT Discussion Papers, No. 7, url: <http://www.bofi.fi/bofit/fin/6dp/abs/pdf/dp0702.pdf>.
- Heise P.A., (2002), *Gresham's Law and the Euroization of the Central and Eastern European Countries*, url: [http://sceco.univ-aix.fr/cefi/actualites/paul\\_heise.pdf](http://sceco.univ-aix.fr/cefi/actualites/paul_heise.pdf).
- Horvath J., (2002), *The Costs and Benefits of Euroization (Preliminary Draft)*, ACE Phare Project No. P98 1061 R, url: <http://econserv2.bess.tcd.ie/fidrmucj/ACE/Horvath3.pdf>.
- IMF (2000), *Exchange Rate Regimes in Selected Advanced Transition Economies – Coping with Transition, Capital Inflows, and EU Accession*, SM/00/43.
- Jochem A., Sell F., (2001), *Währungspolitische Optionen für die Mittel- und Osteuropäischen Beitrittskandidaten zur EU*, [w:] Schriften zur angewandten Wirtschaftsforschung, No. 88, Hrsg. W. Franz H. Hesse M. Stadler (eds.), Tübingen, Mohr Siebeck.
- National Bank of Poland (2001), *Summary Evaluation of the Financial Situation of Polish Banks*, url: [http://www.nbp.pl/en/statistics/wyniki\\_dwn/synteza2001\\_en.pdf](http://www.nbp.pl/en/statistics/wyniki_dwn/synteza2001_en.pdf).
- National Bank of Romania (1999), *The Impact of the Euro upon the Economies of Central and East European Countries*, [w:] National Bank of Romania Quarterly Bulletin, No. 4, s. 51–60.
- Obstfeld M., Rogoff K., (1995), *The Mirage of Fixed Exchange Rates*, [w:] „Journal of Economic Perspectives”, vol. 9, No. 4, s. 73–96.
- Pelkmans J., Gros D., Nunez Ferrer J., (2000), *Long-run economic aspects of the European Union's Eastern Enlargement*, Scientific Council for Government Policy, WRR, Working Paper, No. 109.
- Reluga M., Szcurek M., (2002), *Financial Markets and the process of €/PLN parity setting*, [w:] ING.
- Rhode A., Janssen O., (2001), *Osteuropäische Currency Board-Länder und die optimale Integrationsstrategie in die Europäische Währungsunion am Beispiel Estlands*, [w:] Osteuropa-Wirtschaft, No. 4, s. 355–368.

- Schweickert R., (2001), *Assessing the advantages of EMU-Enlargement for the EU and the Accession Countries: A Comparative Indicator Approach*, [w:] Kiel Working Paper, No. 1080.
- Simon A., Kovács M.A., (2000), *Components of the Real Exchange Rate in Hungary*, [w:] National Bank of Hungary Working Paper, No. 1998/3, url: [http://english.mnb.hu/dokumentumok/fuz1998\\_03\\_en.pdf](http://english.mnb.hu/dokumentumok/fuz1998_03_en.pdf).
- Szapáry G., (2000), *Maastricht and the choice of exchange rate regime in transition countries during the run-up to EMU*, [w:] National Bank of Hungary Working Paper No. 2000/7, url: [http://english.mnb.hu/dokumentumok/work\\_pap2000\\_07\\_en.pdf](http://english.mnb.hu/dokumentumok/work_pap2000_07_en.pdf).
- Thimann C., (2002), *Financial Sectors in EU Accession Countries*, ECB, Frankfurt, forthcoming, url: <http://www.ecb.int/pub/pdf/financialsectorseuaccession.pdf>.
- Wójcik C., (2001), *A Critical Review of Unilateral Euroization Proposals: The case of Poland*, [w:] Österreichische Nationalbank, Focus on Transition, No. 2, s. 48–76.

## POLAND'S WAY TO EMU – PROSPECTS, RISKS AND CHANCES

### Summary

This paper deals with the question of what currency regime Poland should choose in the eve of EMU membership. This question seems to be highly important and on a top rank on agendas of international monetary economists because of the characteristics of CEECs, the recent break down of a currency board system (a hard peg that many countries apply) in Argentina and the clear future perspective of becoming EMU member. Especially the latter is interesting as Poland started transforming with a hard peg, moved towards a free float and will finally join a monetary union. Although this paper concentrates on Poland, it is interesting to note that the variety of currency regimes among the applicant countries is quite large. This heterogeneity is somewhat peculiar since all countries negotiate with the EU, undertake most of their international trade with the EU countries and share the same future perspective. Nevertheless, there are differences in those countries that justify different currency regimes. Our focus will be on Poland and we try to lay down the pros and cons of two options for Poland. We first briefly describe the transition from an EU-candidate to a full member of the EU and EMU. We then highlight the most important economic indicators for the choice of the currency regime in section 3. In section 4 we go into detail about a free float which we assume to be a close proxy of a managed float for a theoretical discussion. A managed float is compatible with ERM II and simultaneously represents one corner of the spectrum of possible regime for EMU applicants. On the other hand we analyse a currency board system as well as a unilateral euroization as the other corner of the spectrum. Especially the latter gained enormous interest within the last 10 years. We finally try to recommend a particular regime on the basis of Poland's current economic condition and perspective that is able to ensure stability, maintain competitiveness, promote structural reforms and help to meet the Maastricht criteria. Section 5 summarizes our findings.