

Wanda Pełka

Wyższa Szkoła Handlu i Finansów Międzynarodowych w Warszawie

KONWERGENCJA MONETARNA JAKO WARUNEK WZROSTU GOSPODARCZEGO W NOWYCH KRAJACH CZŁONKOWSKICH UNII EUROPEJSKIEJ

1. Wstęp

W świetle teorii unii monetarnej, a także doświadczeń krajów członkowskich unii gospodarczej i walutowej można stwierdzić, że o sukcesie kraju po przystąpieniu do strefy euro decyduje poziom stabilizacji makroekonomicznej, w tym zarówno konwergencja nominalna, jak i konwergencja realna.

Celem opracowania jest wykazanie na przykładzie czterech nowych krajów członkowskich Unii Europejskiej: Polski, Czech, Węgier i Słowacji, mających w tej grupie krajów największe problemy z realizacją polityki spójności, iż spełnienie kryteriów monetarnych lub też zahamowanie negatywnych tendencji jest warunkiem zapewnienia trwałego wzrostu gospodarczego w tych krajach.

Do osiągnięcia powyższego celu posłużyła ocena stopnia wypełnienia kryteriów przez poszczególne kraje, a następnie próba określenia w odniesieniu do tych gospodarek konsekwencji nadmiernych deficytów budżetowych (powodujących wypychanie inwestycji prywatnych), skutków presji inflacyjnej w warunkach przysługującego członkostwa w unii walutowej, a także wpływu długoterminowych stóp procentowych na strukturę krajowego rynku finansowego oraz jego rolę w finansowaniu wzrostu gospodarczego.

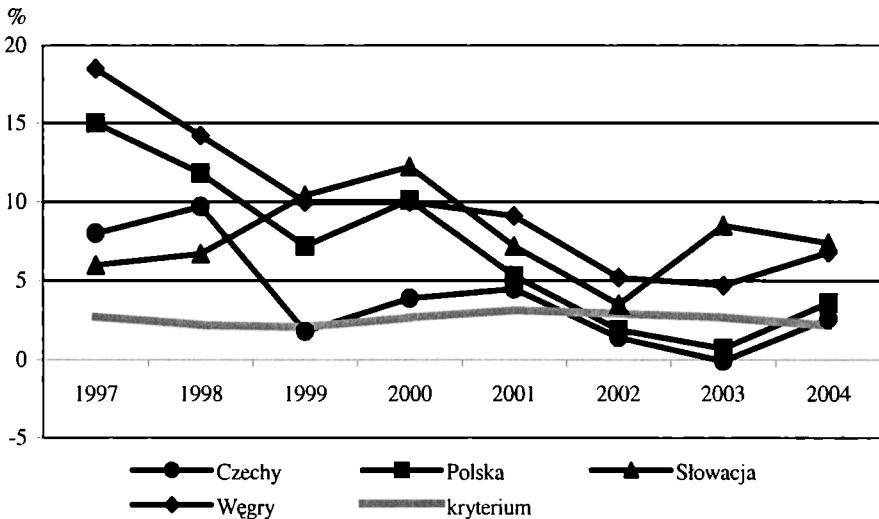
2. Inflacja jako warunek spójności

Stabilny poziom cen stanowi warunek osiągnięcia trwałego poziomu spójności, który uprawnia kraj członkowski Unii Europejskiej do uczestnictwa w obszarze wspólnej waluty, a jednocześnie jest podstawą osiągnięcia stanu konwergencji realnej. Według art. 121 Traktatu z Maastricht stabilny poziom cen oznacza sytuację,

gdy stopa inflacji nie przekracza średniej inflacji w trzech krajach członkowskich UE o najbardziej stabilnych cenach więcej niż o 1,5 punktu procentowego¹.

Spełnienie powyższego kryterium ma doprowadzić do znacznego zbliżenia stóp inflacji. Podstawowa przyczyna ekonomiczna tego wymogu wiąże się z inercją inflacyjną i wynikającymi z niej kosztami wyrównywania poziomów inflacji w ramach unii walutowej. Jeśli kraje mają zróżnicowany poziom inflacji, to po wprowadzeniu wspólnej waluty stopy inflacji powinny się wyrównywać. Przez pewien czas ceny i płace w kraju o wyższej inflacji będą jednak rosły szybciej niż w pozostałych krajach unii. Oznacza to stopniową utratę konkurencyjności przez kraj z wysoką inflacją. Ten niekorzystny proces może trwać nawet kilka lat. W tym czasie produkcja w kraju z początkowo wysoką inflacją może spaść poniżej poziomu potencjalnego a bezrobocie zacząć wzrastać [4].

Analiza poziomu inflacji w wybranej grupie krajów w latach 1997-2004 pozwala na dokonanie kilku istotnych spostrzeżeń (rys. 1). Mianowicie do 2002 r. inflacja mierzona indeksem HICP wykazywała tendencję spadkową we wszystkich analizowanych państwach, a do poziomu poniżej 5% spadła dopiero w 2001 r. Polska po raz pierwszy zaczęła spełniać kryterium inflacyjne w 2002 r. W drugiej połowie 2003 r. widoczny był wyraźny wzrost cen w Czechach, na Węgrzech i w Polsce,



Rys. 1. Inflacja (HICP) w krajach Europy Środkowo-Wschodniej w latach 1997-2004

Źródło: [3].

¹ Do weryfikacji stopnia zbieżności Komisja Europejska wykorzystuje zharmonizowany indeks cen konsumpcyjnych (*harmonized index of consumer prices* – HICP), umożliwiający porównanie zmian cen w krajach UE. Różni się tym od CPI, że uwzględnia dodatkowo m.in. wydatki ponoszone przez cudzoziemców w danym kraju.

głównie na skutek związanych z wejściem do UE podwyżek podatków pośrednich i cen oraz gwałtownego wzrostu popytu krajowego. Szczególnie w Polsce i Czechach dużą rolę odegrały rosnące ceny żywności, a spadek wartości walut powodował presję na wzrost cen towarów importowanych. W 2004 r. w żadnym z czterech krajów inflacja nie spadła poniżej kryterium wynoszącego 2,16%. W Czechach wskaźnik średniorocznej inflacji ukształtował się na poziomie 2,6%, w Polsce zaś – 3,6%. Najwyższy poziom inflacja osiągnęła na Słowacji (7,4%) i Węgrzech (6,8%).

Konsekwencją kształtującego się wysokiego poziomu inflacji były podwyżki oficjalnych stóp procentowych w celu przeciwdziałania rosnącemu ryzyku wzrostu cen. W Polsce Rada Polityki Pieniężnej w 2004 r. trzykrotnie podnosiła stopy procentowe. Niższy poziom inflacji determinuje zatem możliwości zredukowania długoterminowych stóp procentowych, a także wpływa na wysokość realnych krótkookresowych stóp procentowych od kredytów i pożyczek. Podejmując działania w celu obniżenia inflacji, kraje powinny mieć na uwadze, że istotne jest nie tylko samo obniżenie jej poziomu, ale także ograniczenie strukturalnych czynników napędzających wzrost cen, np. wysoki stopień monopolizacji rynku niektórych usług.

3. Skutki występowania deficytu budżetowego

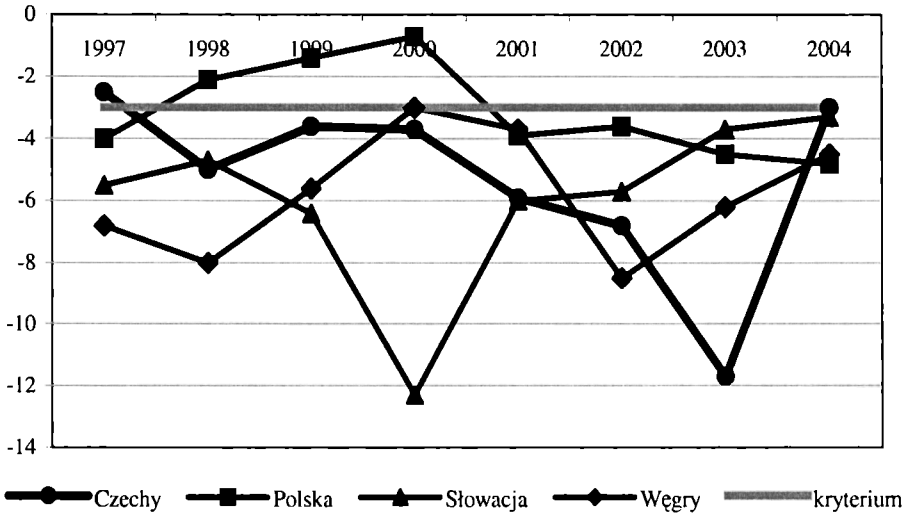
Kryteria stabilności finansów sektora instytucji rządowych i samorządowych są spełnione wówczas, gdy relacja deficytu budżetowego do PKB nie przekracza 3%, a zadłużenie publiczne jest nie wyższe niż 60% PKB. Rok 2001 zapoczątkował tendencję pogłębiania się deficytów budżetowych we wszystkich analizowanych państwach (rys. 2), powodując jednocześnie wzrost długu publicznego (rys. 3). W roku 2004 kryterium 3% spełniały jedynie Czechy (po okresie wysokiego deficytu budżetowego w latach 2001-2003).

Jeśli chodzi o wielkość długu publicznego, to najwyższy wskaźnik dotyczy Węgier. Na koniec 2004 r. dług rządowy w relacji do PKB wynosił 57,6% PKB, a w całym analizowanym okresie nigdy nie był niższy niż 50%. W ujęciu bezwzględny dług rządowy na Węgrzech zaciągnięty na rynku krajowym wyniósł 8,6 mld HUF i wzrósł w porównaniu z rokiem 2001 (5,4 mld HUF) o blisko 60% [6].

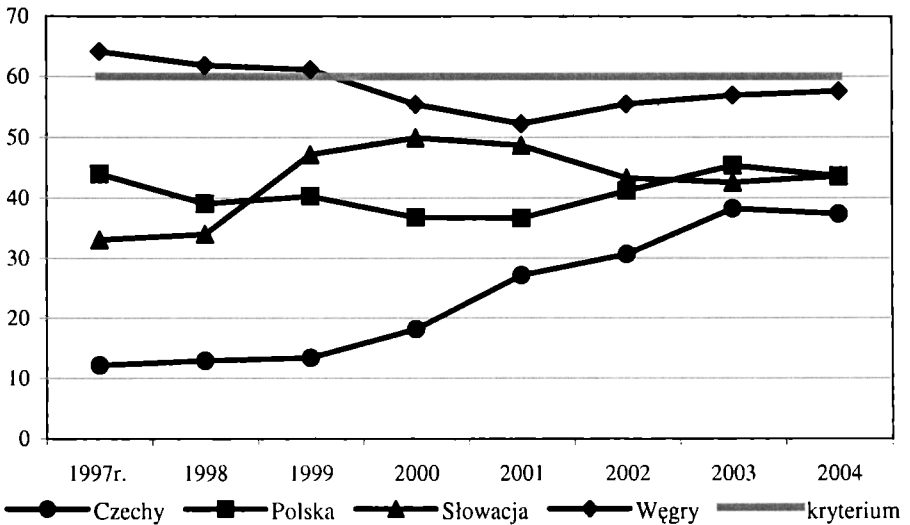
Kryteria fiskalne są istotne przede wszystkim dlatego, że dyscyplina w odniesieniu do długu publicznego i deficytu budżetowego ma zapewnić stabilność gospodarek tworzących unię walutową. Z punktu widzenia zaś danego kraju mają one duże znaczenie z następujących powodów:

- 1) deficyt budżetowy oznacza konieczność emisji dłużnych papierów wartościowych w celu jego sfinansowania, co powoduje drenaż krajowych oszczędności i prowadzi do ograniczania inwestycji i hamowania wzrostu gospodarczego;

- 2) zaspokajanie potrzeb pożyczkowych przez emisję papierów skarbowych uniemożliwia emisję korporacyjnych papierów dłużnych i ogranicza udział rynku kapitałowego w finansowaniu przedsiębiorstw.



Rys. 2. Deficyt budżetowy (w % PKB) w krajach Europy Środkowo-Wschodniej w latach 1997-2004
Źródło: [3; 9].



Rys. 3. Dług publiczny (w % PKB) w krajach Europy Środkowo-Wschodniej w latach 1997-2004
Źródło: [3; 9].

Popyt publiczny na środki finansowe oznacza konsekwencje dla popytu prywatnej sfery produkcyjno-usługowej. Państwo, dążąc do pokrycia wydatków wyni-

kających z pełnionych przez nie funkcji, konkuruje z podmiotami gospodarczymi oraz gospodarstwami domowymi w zdobywaniu funduszy na rynku finansowym. Ze względu na ograniczoność zasobów tego rynku duży popyt na środki finansowe ze strony państwa nieuchronnie przyczynia się do wzrostu ich ceny w postaci rosnącej stopy procentowej. Skutkiem tego jest droższy pieniądź, a przez to trudniej dostępny dla pozostałych podmiotów poszukujących zasobów finansowych na rynku. Dla przedsiębiorstw oznacza to mniejsze możliwości finansowania działalności zarówno bieżącej, jak i inwestycyjnej.

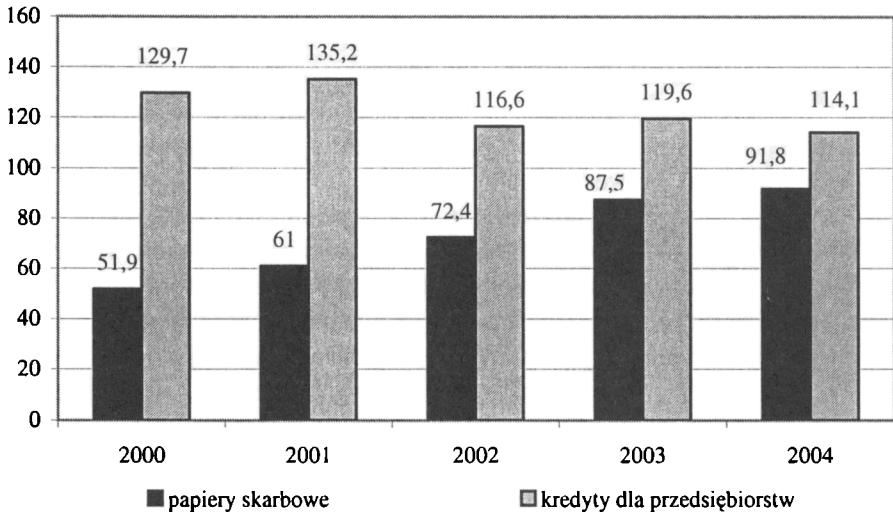
Może to być szczególnie odczuwalne w przypadku kredytów bankowych. Banki w takiej sytuacji mogą być zainteresowane bardziej nabywaniem skarbowych papierów wartościowych niż udzielaniem kredytów podmiotom gospodarczym. Istotne jest to, że ryzyko związane z dokonywaniem lokat w te papiery jest niewielkie. Gdy deficyt budżetowy jest duży, instytucje bankowe, mając możliwość nabywania niemal dowolnej liczby papierów skarbowych, przy tym względnie wysoko oprocentowanych, są zainteresowane kredytowaniem przedsiębiorstw dopiero wówczas, kiedy mogą osiągnąć zysk znacznie większy niż z lokat w papiery skarbowe.

4. Efekt wypychania inwestycji prywatnych – przypadek Polski

Przedstawiona powyżej sytuacja oznacza występowanie tzw. efektu wypychania (*crowding out effect*), przejawiającego się zmniejszeniem rozmiarów kredytu dla gospodarki i tym samym przyczyniającego się do osłabienia wzrostu lub spadku aktywności gospodarczej [1, s. 171]. Nawiązując jednak do teorii Keynesa, należy zauważyć, że deficyt budżetowy może się okazać w pewnych warunkach korzystny dla stabilizacji koniunktury w gospodarce, mianowicie z tego względu, że finansowane emisją papierów skarbowych potrzeby pożyczkowe państwa mogłyby umożliwić zlikwidowanie nadmiernych oszczędności. Wydatki państwa w takiej sytuacji są finansowane ze źródeł, które w innym razie nie byłyby wykorzystane ani na konsumpcję, ani na inwestycje i uzupełniłyby niedostateczne wydatki prywatne, zwiększając popyt i produkcję [5]. Przypadek analizowanych krajów, charakteryzujących się niskim poziomem oszczędności i dużym zapotrzebowaniem na kapitał, nie potwierdza jednak powyższej teorii.

Opisany powyżej efekt był widoczny szczególnie w Polsce w latach 2001-2004 (rys. 4). Cały analizowany okres charakteryzowała wysoka dynamika wzrostu wartości nabywanych przez banki komercyjne papierów skarbowych, w tym przede wszystkim obligacji, przy jednoczesnym zahamowaniu i spadku wartości kredytów udzielanych przedsiębiorstwom. Po roku 2001 spadła szczególnie wartość kredytów na inwestycje. Wobec wzrostu ryzyka, osłabienia koniunktury gospodarczej i wysokich stóp procentowych przedsiębiorstwa finansowały się środkami własnymi. Szan-

są na poprawę takiej sytuacji jest wzrost wartości kredytów udzielanych w drugiej połowie 2004 r. na inwestycje współfinansowane z funduszy Unii Europejskiej.



Rys. 4. Wartość nabytych papierów skarbowych i kredytów udzielonych przedsiębiorstwom przez banki komercyjne w Polsce w latach 2000-2004 (w mld zł)

Źródło: [8].

Wzrost oprocentowania wymuszony potrzebą finansowania deficytu przez emisję papierów skarbowych może stanowić barierę dla emisji dłużnych papierów korporacyjnych. Silna konkurencja ze strony papierów skarbowych skazuje te emisje na niepowodzenie i oznacza dla przedsiębiorstw rosnące koszty finansowania na rynku kapitałowym. Wysokie zadłużenie sektora publicznego wymusza oferowanie coraz wyższych rentowności. Emitenci są zmuszeni do oferowania papierów po niższych cenach lub też płacenia wyższych odsetek.

Z tego też względu istotne znaczenie ma określenie właściwej strategii zarządzania długiem, gdy w najbliższej przyszłości możliwości jego ograniczenia będą niewielkie. Strategia przyjęta na Węgrzech zakłada obecnie wzrost emisji papierów skarbowych w walutach obcych w celu zapobieżenia napięciom na krajowym rynku finansowym. Emisje zagraniczne pozwalają, co prawda, zniwelować niekorzystny efekt wypierania, powodując napływ zagranicznych oszczędności, jednakże z drugiej strony może się to przyczynić do pogłębienia deficytu na rachunku obrotów bieżących i w rezultacie do wystąpienia problemu określanego mianem „bliźniaczych deficytów”. Przypadek ten dotyczył w ostatnich latach gospodarki węgierskiej [11].

Istotne znaczenie ma także zwiększenie okresu zapadalności emitowanych instrumentów, aby umożliwić wydłużenie terminu wymagalności również papierom

korporacyjnym, dla których papiery skarbowe stanowią benchmark, jeśli chodzi o rentowność i ryzyko.

Problem deficytu budżetowego ma w krajach Europy Środkowo-Wschodniej również inne konsekwencje. Banki centralne, obawiając się wzrostu inflacji w wyniku rosnącego deficytu, skłaniają się do podwyżek stóp procentowych. Tego rodzaju polityka pieniężna ujemnie wpływa na możliwości finansowania przedsiębiorstw. Ponadto często powoduje silną presję na bank centralny, by zmienił swoje restrykcyjne nastawienie. W takich przypadkach niewykluczone są naciski polityczne na zmianę ustawodawstwa, która spowodowałaby zmniejszenie niezależności banku centralnego w systemie władzy, a to może mieć wpływ na stabilność polityki pieniężnej [10, s. 15].

5. Poziom długookresowych stóp procentowych

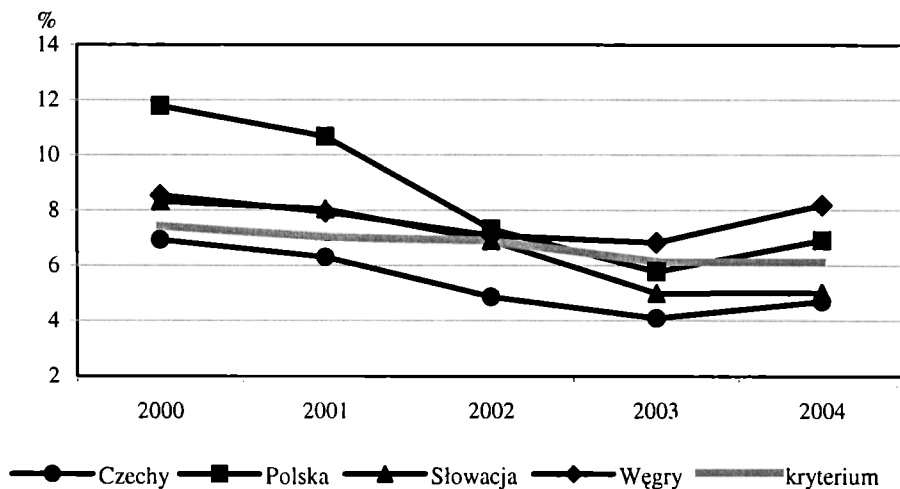
Kryterium zbieżności stóp procentowych określone w art. 121 Traktatu z Maastricht mówi, że w ciągu jednego roku przed oceną państwo członkowskie powinno mieć nominalną długoterminową stopę procentową nie przekraczającą więcej niż o 2 punkty procentowe średniej stopy procentowej policzonej dla trzech państw członkowskich o najbardziej stabilnych cenach².

Spełnienie powyższego kryterium jest niezmiernie istotne z punktu widzenia funkcjonowania rynku finansowego danego kraju. Różnice między poziomami stóp procentowych w krajach o swobodzie przepływu kapitału wynikają z premii za ryzyko właściwej danemu krajowi (np. ryzyko niewypłacalności czy też ryzyko kursowe) oraz oczekiwania co do zmiany kursu walutowego. Wzrost prawdopodobieństwa deprecjacji waluty oznacza spadek oczekiwanego przychodu inwestorów zagranicznych z tytułu inwestycji w krajowe papiery wartościowe. Wysoki dysparytet stóp procentowych może zatem oznaczać, że inwestorzy spodziewają się w przyszłości deprecjacji. Może to świadczyć również o oczekiwaniach wzrostu krajowej inflacji.

Efekt wysokich stóp można również wytłumaczyć, odwołując się do teorii krzywej dochodowości opartej na oczekiwaniach. Wyższe długoterminowe stopy procentowe mogą świadczyć o oczekiwaniu wyższych krótkoterminowych stóp w przyszłości. To z kolei może być interpretowane jako przekonanie rynku finansowego, że inflacja w przyszłości wzrośnie i że bank centralny będzie zmuszony do podnoszenia stóp procentowych. Wysoki zatem poziom długookresowych stóp procentowych może wskazywać, że osiągnięty stopień zbieżności w zakresie inflacji nie jest postrzegany jako trwały i że rynki finansowe spodziewają się jej wzrostu w przyszłości.

² Stopy procentowe oblicza się na podstawie długoterminowych obligacji państwowych lub porównywalnych papierów wartościowych, z uwzględnieniem różnic w definicjach krajowych.

W latach 2001-2002 długoterminowe stopy procentowe wykazywały ogólny trend spadkowy we wszystkich analizowanych państwach, zbiegając się z kryterium (rys. 5). Sytuacja ta odzwierciedlała głównie niską presję inflacyjną oraz – z wyjątkiem Czech – rosnącą wiarygodność polityki pieniężnej. Jednakże w 2003 r. trend ten się odwrócił – długoterminowe stopy procentowe zaczęły odbiegać od poziomu stóp procentowych w strefie euro. Najbardziej wyraźny odwrót od trendu konwergencyjnego długoterminowych stóp procentowych zanotowały Węgry



Rys. 5. Poziom długookresowych stóp procentowych w krajach Europy Środkowo-Wschodniej w latach 2000-2004

Źródło: [2].

w czerwcu 2003 r. Przyczyniła się do tego rosnąca presja inflacyjna oraz niepewność wynikająca z polityki budżetowej. Również w Polsce w połowie 2003 r. długoterminowe stopy procentowe ustabilizowały się powyżej poziomu odpowiadającego kryterium. Wskutek tego po okresie dużego spadku oprocentowanie obligacji długoterminowych zaczęło rosnąć, a różnice w stosunku do strefy euro zwiększyły się w krajach doświadczających problemów budżetowych i presji inflacyjnych, co podkreśla potrzebę dalszych wysiłków w celu wzmocnienia trwałości konwergencji.

6. Podsumowanie

Spełnienie monetarnych kryteriów konwergencji oznacza wyeliminowanie zaburzeń w danej gospodarce i warunek uczestnictwa w unii gospodarczej i walutowej. Analizowane kraje cechuje niski stopień spełnienia tych kryteriów. Wysokie realne stopy procentowe – do których występowania poza określoną polityką pie-

niężą banku centralnego przyczynia się sytuacja finansów publicznych – hamują inwestycje prywatne, a w efekcie rozwój gospodarczy. W ten sposób kraje ponoszą koszty niskiej dyscypliny fiskalnej w postaci zmniejszonych inwestycji i niższego wzrostu w długim okresie. Na tej podstawie można sformułować wniosek, że przez kształtowanie wielkości deficytu budżetowego państwo może wywierać silny wpływ na koszty i możliwości pozyskiwania kapitału przez podmioty gospodarcze.

Doświadczenia wielu krajów świata pokazały, że występujące w sposób trwały duże deficyty budżetowe znacznie ograniczają możliwość zastosowania polityki budżetowej jako instrumentu stabilizowania gospodarki. Polityka budżetowa nie jest wówczas w stanie zapewnić gospodarce pożądanego działania, koniecznego w okresie osłabienia koniunktury, polegającego na obniżeniu podatków w celu pobudzenia aktywności gospodarczej oraz zwiększeniu wydatków budżetowych na cele socjalne w celu pobudzenia popytu. Wskutek tego możliwości działania automatycznych stabilizatorów koniunktury, jakimi są zmiany dochodów i wydatków budżetowych, są wtedy bardzo ograniczone. Spełnienie kryteriów monetarnych nie może zatem być traktowane jedynie jako warunek udziału w strefie euro, ale powinno być uznane za podstawę trwałego wzrostu gospodarczego w poszczególnych krajach.

Literatura

1. Begg D., Fischer S., Dornbusch R., *Ekonomia*, t. 2, PWE, Warszawa 1995.
2. EBC, *Raport o konwergencji. Wprowadzenie i streszczenie*, Europejski Bank Centralny, 2004.
3. EUROSTAT, 2005, epp.eurostat.cec.int (30.06.2005).
4. Gros D., Thygesen N., *European Monetary Integration*, Longman, 1998.
5. Keynes J.M., *Ogólna teoria zatrudnienia, procentu i pieniądza*, PWN, Warszawa 1985.
6. NBH, *Debt Management Outlook 2004*, National Bank of Hungary, 2005.
7. NBP, *Raport na temat korzyści i kosztów przystąpienia Polski do strefy euro*, Narodowy Bank Polski, Warszawa 2004.
8. NBP, *Sytuacja finansowa banków w 2004 r. Synteza*, Narodowy Bank Polski, Warszawa, maj 2005.
9. OECD, 2005, www.oecd.org (30.06.2005).
10. Oręziak L., *Finanse Unii Europejskiej*, PWN, Warszawa 2004.
11. *Ungarn steht 2005 ein schwieriger Balanceakt bevor*, „Budapester Zeitung” z 10 stycznia 2005.

MONETARY CONVERGENCE AS A CONDITION OF ECONOMIC GROWTH IN THE NEW EU MEMBER STATES

Summary

The fulfilment of the monetary convergence criteria: price stability and long-term interest rates, is a key requirement for the new EU members to join the Euro area. Last years, the increasing budget

deficits characterize the economic development of Poland, Czech republic, Hungary and Slovakia. In this context the paper analyses the impact of the budget deficits on the interest rates and financial market situation. It leads to the conclusion that the governments financing the deficits on the money and capital markets determine the cost of capital for business and the possibilities for its gaining. Finally, the public debt can crowd out the investments and diminish the economic growth. For these reasons the convergence criteria cannot be dealing only as the formal conditions but the base of a macroeconomic stabilization.