

Dorota Żuchowska*

Akademia Kultury Społecznej i Medialnej w Toruniu

<https://orcid.org/0000-0002-4392-9544>

POLITYKA KURSOWA W ERM II – WNIOSKI DLA POLSKI Z DOŚWIADCZEŃ KRAJÓW EUROPY ŚRODKOWO-WSCHODNIEJ

Streszczenie

Polityka kursowa, czyli posługiwanie się kursem walutowym przez władze monetarne w celu osiągnięcia z góry ustalonych celów gospodarczych, może ona wiązać się z określonymi ograniczeniami, w zależności od wyboru przez władze monetarne systemu kursowego. Celem artykułu jest ocena – poprzez pryzmat uwarunkowań teoretycznych – doświadczeń w zakresie polityki kursowej Słowenii, Słowacji i krajów bałtyckich w okresie pobytu systemie ERMII i jej konsekwencji dla spełnienia przez te gospodarki kryteriów zbieżności gospodarczej wymaganych przy włączeniu do strefy euro, szczególnie kryterium inflacyjnego. Analiza koncentruje się także na identyfikacji potencjalnych zagrożeń, związanych z stabilizacją kursu w ERM II oraz wynikającymi z niej ograniczeniami autonomii polityki pieniężnej.

Słowa kluczowe: *polityka kursowa, integracja ze strefą euro, europejski mechanizm kursowy (EMR II)*

* Dorota Żuchowska – dr nauk ekonomicznych, profesor Akademii Kultury Społecznej i Medialnej w Toruniu na Wydziale Nauk Społecznych i Komunikacji Multimedialnej, absolwentka Wydziału Nauk Ekonomicznych Uniwersytetu Mikołaja Kopernika w Toruniu, wyróżniona w III edycji konkursu o Nagrodę Prezesa Narodowego Banku Polskiego na najlepszą pracę doktorską z zakresu nauk ekonomicznych.

EXCHANGE RATE POLICY IN ERM II – CONCLUSIONS FOR POLAND FROM THE EXPERIENCE OF CENTRAL AND EASTERN EUROPEAN COUNTRIES

Abstract

Exchange rate policy is the use of the exchange rate by monetary authorities to achieve predetermined economic goals. It may be subject to certain restrictions, depending on the exchange rate system chosen by the monetary authorities. The aim of the article is to assess – through the prism of theoretical conditions – the experience in the field of exchange rate policy of Slovenia, Slovakia and the Baltic countries during the period of stay in the ERMII system and its consequences for these economies' fulfillment of the economic convergence criteria required for joining the euro zone, especially the inflation criterion. The analysis also focuses on identifying potential threats related to the stabilization of the exchange rate in ERM II and the resulting restrictions on the autonomy of monetary policy.

Keywords: *Exchange Rate Policy, European Monetary Integration, European Exchange Rate Mechanism (ERM II)*

~ • ~

Wstęp

Pośród gospodarek Europy Środkowo-Wschodniej (tzw. EU-8), które na początku lat 90-tych rozpoczęły proces transformacji gospodarczej, a w 2004 roku zostały członkami Unii Europejskiej, dotychczas pięć – określanych mianem „małych otwartych gospodarek” – spełniło kryteria z Maastricht i zostało przyjętych do strefy euro: Słowenia (1 stycznia 2007 roku), Słowacja (1 stycznia 2009 roku), Estonia (1 stycznia 2011 roku), Łotwa (1 stycznia 2014 roku) i Litwa (1 stycznia 2015 roku). Poza obszarem wspólnej waluty pozostają trzy największe kraje z tej grupy, tj. Czechy, Węgry i Polska, które mają status państw członkowskich z derogacją¹. Oznacza to, że, co prawda, nie mają wyznaczonego konkretnego terminu przystąpienia do strefy euro, ale wypełnienie kryteriów konwergencji gospodarczej jest ich obowiązkiem traktatowym². Jednym z wymogów – obok spełnienia kryteriów konwergencji monetarnej, fiskalnej oraz konwergencji prawnej – jest

¹ Więcej na temat derogacji traktatowej czytaj w: W. Orłowski i in., *Jak żyć z euro? Doświadczenia krajów Europy Środkowo-Wschodniej*, Warszawa 2018, s. 18.

² Objęte są one cykliczną oceną, publikowaną w *Raportach o konwergencji* sporządzanych co dwa lata przez EBC i Komisję Europejską (ostatni w czerwcu 2022 roku). Raport taki może też zostać dodatkowo przygotowany na wniosek państwa członkowskiego UE, które chciałoby wejść do strefy euro.

utrzymanie kursu waluty krajowej w wyznaczonym przedziale wahań przez co najmniej dwa lata bez poważnych napięć w ramach systemu ERMII. Pozornie jest to warunek stosunkowo prosty do spełnienia, jednak wybór spośród różnych ścieżek stabilizacji kursu waluty - od systemu kursu stałego z szerokim dopuszczalnym pasmem wahań (max. $\pm 15\%$), poprzez rozwiązania mniej elastyczne, system konwencjonalnego systemu kursu stałego (odchylenia max. $\pm 1\%$), aż do sztywnego systemu izby walutowej (*currency board*) - znacząco implikuje sposób prowadzenia polityki pieniężnej i realizację pozostałych kryteriów konwergencji nominalnej.

Celem artykułu jest ocena – poprzez pryzmat uwarunkowań teoretycznych – doświadczeń w zakresie polityki kursowej Słowenii, Słowacji i krajów bałtyckich w okresie pobytu w tzw. „przedpokoju” strefy euro i jej konsekwencji dla spełnienia przez te gospodarki kryteriów zbieżności gospodarczej, szczególnie kryterium inflacyjnego. Analiza koncentruje się także na identyfikacji potencjalnych zagrożeń, związanych z stabilizacją kursu w ERM II oraz wynikającymi z niej ograniczeniami autonomii polityki pieniężnej. W opracowaniu wykorzystano metodę analizy opisowej i analizy porównawczej. Dylematy członkostwa w ERMII nie stanowią nowego problemu badawczego³, ale warto ponownie podjąć ten temat w kontekście podwyższonej w ostatnich latach skali wahań kursu złotego, który – podobnie jak korona czeska i forint węgierski – obecnie kształtuje się swobodnie w warunkach systemu kursu płynnego. Zmienność kursu waluty w warunkach niestabilności zewnętrznej może stanowić poważne wyzwanie dla władz monetarnych w przypadku decyzji o formalnym przystąpieniu do ERMII. Wnioski z przeprowadzonego badania posłużyć mogą jako argumenty w dyskusji dotyczącej optymalnej strategii polityki kursowej w aktualnej sytuacji makroekonomicznej Polski, zwłaszcza z punktu widzenia dylematu wyboru pomiędzy dotychczasowym systemem kursu płynnego a ścieżką integracji z unią monetarną w warunkach systemu kursu stałego.

1. Polityka kursowa – uwarunkowania i instrumenty

Polityka kursu walutowego (*exchange rate policy*) definiowana jest jako posługiwanie się kursem walutowym przez władze monetarne danego państwa z zamiarem osiągnięcia góry ustalonych celów gospodarczych. Obejmuje ona

³ Na temat dylematów uczestnictwa Polski w mechanizmie ERMII można przeczytać m. in. w: J. Borowski, M. Brzoza-Brzezina, P. Szpunar, *Exchange rate regimes and Poland's participation in ERMII*, „Bank i Kredyt”, styczeń 2003, s. 18-27; J. Bilski, *Polska w ERMII – korzyści i zagrożenia*, „Acta Universitatis Lodziensis. Folia Oeconomica” 209, 2007, s. 37-46; G. Tchorek *Polish Exchange Rate Policy Dilemmas in ERMII*, „Studia Europejskie”, 2/2017, s. 43-64; M. Redo, *Benefits of membership of Exchange Rate Mechanism – ERMII – alternatives to Poland's adoption of euro*, „Central European Review of Economics and Management”, Vol.1, No. 1, 27-40, March 2017.

wybór systemu kursu walutowego oraz wyznaczanie konkretnego kursu, według którego będą dokonywane transakcje wymiany walut⁴. Do celów polityki kursowej można zaliczyć wspieranie stabilizacji gospodarczej, uruchamianie procesów wyrównawczych zapewniających osiągnięcie równowagi bilansu płatniczego, stworzenie mechanizmów absorpcji zewnętrznych „szoków monetarnych” oraz ochronę przed destabilizującymi przepływami kapitałów krótkoterminowych.

Władze monetarne, w zależności od wyboru systemu kursowego i konkretnej sytuacji gospodarczej danego kraju, mogą wykorzystywać szereg instrumentów polityki kursowej takich jak: ograniczenia walutowe i regulacje w zakresie wymienialności, modyfikacje parytetu, interwencje banku centralnego na rynku walutowym⁵.

Charakter prowadzonej przez państwo polityki kursowej uzależniony jest wielu od czynników wewnętrznych i zewnętrznych⁶. Do czynników wewnętrznych zaliczamy założenia polityki monetarnej i budżetowej, które określają zakres swobody w polityce kursowej, zdeterminowanej stanem gospodarki (np. poziomem inflacji, czy stóp procentowych). Natomiast wśród czynników zewnętrznych należy wymienić przede wszystkim: stan stosunków finansowych z zagranicą określony poprzez bilans płatniczy oraz poziom i zmiany zadłużenia zagranicznego, a także przynależność do międzynarodowych organizacji gospodarczych i finansowych (ustalających m.in. wspólne zasady dla swoich członków).

Decyzja o uczestnictwie waluty w mechanizmie ERMII jest zatem bardzo istotną determinantą prowadzonej przez dane państwo polityki kursowej. Ograniczenia, związane ze stosowaniem systemu kursu stałego, przedstawia m.in. koncepcja tzw. niespójnego czworokąta rozwiązań systemowych, uznana za adekwatną do sytuacji państw transformowanych⁷. Oznacza ona w małej otwar-

⁴ E. Pentecost, *Exchange Rate Policy in Transition to Accession: A Review of the Options*, Łódź 2004, s. 3.

⁵ O ile celowość podejmowania interwencji walutowych wpisanych w założenia określonych systemów kursowych jest bezdyskusyjna, to pewne wątpliwości budzi ich wykorzystanie przez władze monetarne krajów deklarujących stosowanie systemu kursu płynnego niezależnego oraz fakt, że najczęściej ich banki centralne oficjalnie nie podają danych na temat skali i częstotliwości działań interwencyjnych.

⁶ Więcej na temat polityki kursu walutowego czytaj w: D. Żuchowska, *Polityka kursu walutowego a inflacja w krajach Europy Środkowo-Wschodniej*, Warszawa 2012, s. 41-69; red. J. Bilski, *Wpływ kursu walutowego na handel zagraniczny*, Warszawa 2012, s. 17-23.

⁷ Zależność pomiędzy polityką pieniężną a polityką kursu walutowego przedstawia również szerzej znana koncepcja J. A. Frankela, tzw. niespójnej triady celów lub niemożliwej trójcy (impossible trinity) (J. A. Frankel, *No Single Currency Regime is Right for all Countries or at al. Times*, „Essays in International Finance”, No. 215, Princeton University, New Jersey 1999). W polskiej literaturze określana jest ona jako trójkąt niespójnych rozwiązań systemowych lub magiczny trójkąt. Rozszerzenie tej koncepcji o swobodę wymiany handlowej określono mianem czworokąta niespójnych rozwiązań systemowych, zob. szerzej: Z. Polański, *Polityka kursu walutowego w Polsce w latach 90. Stabilizacja, konkurencyjność, przepływy kapitałowe*, „Ekonomista” 1999, nr 1-2, s. 148-150.

tej gospodarce niemożność współistnienia czterech rozwiązań: pełnej swobody wymiany handlowej, pełnej swobody przepływów kapitałowych, systemu stałych kursów walutowych oraz autonomicznej polityki pieniężnej. Liberalizacja przepływów kapitałowych wymusza zatem wybór pomiędzy zachowaniem kontroli nad kursem walutowym jako instrumentem polityki pieniężnej a zachowaniem kontroli podaży pieniądza⁸. Warto zatem przeanalizować dopuszczalne w ERMII warianty systemów kursowych, z perspektywy dylematów generowanych przez czworokąt niespójnych rozwiązań systemowych.

2. Warianty polityki kursowej w mechanizmie ERM II

Kursowe kryterium konwergencji zostało sformułowane w art. 121 ust. 1 *Traktatu ustanawiającego Wspólnotę Europejską* (Traktatu z Maastricht) i nakazuje: „poszanowanie zwykłych marginesów wahań kursów przewidzianych mechanizmem wymiany walut Europejskiego Systemu Walutowego przez co najmniej dwa lata, bez dewaluacji w stosunku do waluty innego Państwa Członkowskiego”, a art. 3 *Protokołu w sprawie kryteriów konwergencji określonych w art. 121* wyjaśnia, że ww. kryterium oznacza, że „Państwo Członkowskie stosowało normalne granice wahań, przewidziane w mechanizmie kursów walut Europejskiego Systemu Walutowego, bez poważnych napięć przynajmniej przez dwa lata przed badaniem. W szczególności Państwo Członkowskie nie zdewaluowało dwustronnie centralnego kursu swojej waluty wobec żadnej innej waluty Państwa Członkowskiego z własnej inicjatywy przez ten sam okres”. Ponadto w *uchwale Rady Europejskiej z 16 czerwca 1997 r. o ustanowieniu Europejskiego Mechanizmu Kursowego w trzecim etapie EGW* podkreślono, że od krajów objętych derogacją oczekuje się włączenia walut do europejskiego mechanizmu kursowego⁹.

Europejski Mechanizm Kursowy II zaczął funkcjonować od 1 stycznia 1999 roku, zastępując istniejący wcześniej Europejski System Walutowy oraz działający w jego ramach ERM. Jest on wielostronnym¹⁰ systemem stałych, ale dostosowanych kursów walutowych, z góry ustalonym kursem centralnym i standardowym pasmem wahań +/-15%. ERMII nie został utworzony jedynie do weryfikacji stabilności kursu waluty kraju aspirującego do strefy euro, jego zadaniem jest dyscyplinowanie polityki gospodarczej (monetarnej, fiskalnej, strukturalnej)

⁸ B. Polszakiewicz, *Niespójny czworokąt rozwiązań systemowych w polskiej polityce stabilizacyjnej*, w: „Własność i kontrola w teorii i praktyce”, cz. 1, red. B. Polszakiewicz, J. Boehlke, Toruń 2007, s. 295.

⁹ *Resolution of the European Council on the establishment of an exchange-rate mechanism in the third stage of economic and monetary union*, Amsterdam, 16 czerwca 1997 r.

¹⁰ ERM II opiera się na wielostronnej umowie pomiędzy danym krajem członkowskim UE, państwami członkowskimi strefy euro, Europejskim Bankiem Centralnym oraz innymi państwami uczestniczącymi w tym mechanizmie.

w celu osiągnięcia trwałej konwergencji¹¹. Polityka gospodarcza powinna być spójna z realizacją celu kursowego. Interwencje na krańcach pasma są z zasady automatycznie nieograniczone, chyba, że stałyby w sprzeczności z nadrzędnym celem stabilności cenowej w danym państwie członkowskim lub w strefie euro¹². W ramach procedury wejścia do systemu ERMII ustalany jest parytet centralny (dopuszczalna jest początkowa dewaluacja lub rewaluacja) oraz punkty obowiązkowych interwencji kursowych.

Możliwe jest oficjalne uzgodnienie pasma wahań węższego niż standardowe na prośbę państwa kandydującego do strefy euro. Zakłada się, że szerokość pasma wahań nie wywiera negatywnego wpływu na ocenę kryterium stabilności kursu walutowego. Do systemów kursowych¹³, jakie mogą być stosowane przez państwo członkowskie podczas uczestnictwa w ERMII, należą:

- system kursu stałego w paśmie dopuszczalnych odchyłeń (*pegged exchange rate with horizontal bands*) – dopuszczalne pasmo wahań od kursu centralnego dla członków mechanizmu kursowego wynosi +/- 15% wokół parytetu centralnego (może ono być mniejsze niż zakładane standardowo, ale większe niż +/- 1%);
- system konwencjonalnego kursu stałego centralnego (*conventional peg*) – kurs rynkowy może wahać się w ściśle określonych wąskich granicach pasma dopuszczalnych odchyłeń do +/- 1% kursu centralnego;
- system izby walutowej (*currency board*) – istnieje obowiązek wymiany krajowej waluty na euro, zgodnie ze sztywnym kursem. Nowa emisja pieniądza krajowego następuje tylko w przypadku pokrycia aktywami zagranicznymi. W tym przypadku autonomia polityki pieniężnej jest bardzo ograniczona, gdyż bank centralny nie może pełnić swoich tradycyjnych funkcji.

Wybrane przez władze monetarne rozwiązanie kursowe stanowi weryfikator zdolności danego kraju do prowadzenia optymalnej polityki makroekonomicznej, w sytuacji podporządkowania polityki pieniężnej utrzymaniu określonego poziomu rynkowego kursu waluty. Ponadto polityka monetarna w kraju, który zdecydował się na wejście do systemu ERMII, w dużym stopniu kształtuje się pod wpływem polityki EBC oraz sytuacji gospodarczej krajów strefy euro. Stopień autonomii polityki monetarnej państwa kandydującego jest tym mniejszy, im węższe jest pasmo dopuszczalnych wahań i im bliżej granicy tego przedziału jest

¹¹ Zob. W. Michalczyk, *Uwarunkowania i miejsce Polski w drodze do mechanizmu ERMII*, „Zeszyty Naukowe Wyższej Szkoły Bankowej we Wrocławiu”, 2015/7, s. 154-155.

¹² *Stanowisko Rady Prezesów EBC dotyczące zagadnień kursowych w krajach przystępujących*, EBC 13 grudnia 2003 r., cytowane za: Ministerstwo Finansów, *Integracja Polski ze strefą euro: uwarunkowania członkostwa i strategia zarządzania procesem*, Warszawa 2005, wskazuje także, że istnieje możliwość skorzystania ze wsparcia tego rodzaju interwencji poprzez finansowanie na bardzo krótki okres (*Very Short-Term Financing Facility*).

¹³ Nazewnictwo zgodne z aktualną klasyfikacją systemów kursowych Międzynarodowego Funduszu Walutowego (z 2009 roku).

kurs rynkowy w momencie wystąpienia impulsu monetarnego. Utrzymanie przez dłuższy czas poziomu kursu w ramach dopuszczalnego pasma wahań wiąże się także z wystawieniem waluty na ryzyko ataku spekulacyjnego.

System ten wyklucza możliwość wykorzystania kanału kursu walutowego jako automatycznego stabilizatora gospodarki (co ma miejsce w warunkach systemu kursu płynnego). Podczas stabilizacji kursu waluty w ramach ERMII może wystąpić presja aprecyjna związana z tzw. efektem Ballasy-Samuelsona¹⁴. Szybszy wzrost wydajności pracy w krajach „doganiających”, pociąga za sobą wzrost płac i powoduje ukształtowanie inflacji na poziomie wyższym niż w krajach charakteryzujących się wolniejszym tempem wzrostu wydajności¹⁵. Może się więc okazać, że w określonych warunkach, spełnienie kryterium stabilności cen wiąże się z dopuszczeniem do aprecjacji waluty powyżej kursu równowagi, a nawet z decyzją władz monetarnych o rewaluacji kursu centralnego. Istnieje więc ryzyko wystąpienia trudności w jednoczesnym wypełnieniu kryterium kursowego i kryterium inflacyjnego, wynikające z wpisanej w ich założenia niespójności, co było podnoszone przez ekonomistów już na etapie rozszerzania UE o gospodarki postsocjalistyczne¹⁶.

Kryterium stabilności kursowej jest więc rozpatrywane w powiązaniu z wypełnieniem innych kryteriów konwergencji nominalnej. W okresie referencyjnym oceniany jest stopień odchylenia kursu danej waluty od kursu parytetowego, przy jednoczesnym uwzględnieniu czynników, które mogą spowodować aprecjację. W ocenie sytuacji kursowej brane są również pod uwagę miary integracji, takie jak: integracja handlu zagranicznego (eksportu i importu) i integracja finansowa¹⁷ oraz informacje, czy w dwuletnim okresie referencyjnym badany kraj otrzymał wsparcie płynnościowe od banku centralnego lub wsparcie bilansu płatniczego – dwustronne bądź wielostronne z udziałem MFW lub UE¹⁸. Okres uczestnictwa w ERMII ma więc za zadanie zbadanie trwałości spełnienia pozostałych kryteriów zbieżności gospodarczej oraz wspomaganie jej pogłębiania¹⁹.

¹⁴ M. Jurek, *Międzynarodowy system walutowy i systemy kursowe w warunkach integracji finansowej*, Poznań 2011, s. 219.

¹⁵ *Perspektywy wejścia Polski do strefy euro*, „Zeszyt BRE Bank – CASE”, nr 85/2006, s. 16.

¹⁶ Zob. np. dyskusja: S. Deroose, J. Baras, *The Masstrich Criteria on Price and Exchange Rate Stability and ERMII*, in: S. Schadler (ed.), *Euroadoption in Central and Eastern Europe: Opportunities and Challenges*, International Monetary Fund 2005, s. 128-141; G. Szapary, *Comments on „The Masstricht Criteria on Price and Exchange Rate Stability and ERMII”*, in S. Schadler (ed.), dz. cyt., s. 142-143.

¹⁷ *Convergence Report*, EBC, June 2022, s. 13.

¹⁸ Uwzględniana jest pomoc faktycznie udzielona, jak i udostępniona osłonowo, w tym dostęp do finansowania zapobiegawczego, np. w formie elastycznej linii kredytowej z MFW.

¹⁹ Szerzej o konwergencji nominalnej w warunkach ERMII pisze G. Tchorek, *Polish Exchange Rate Policy Dilemmas in ERM II*, „Studia Europejskie” 2/2017, s. 46-48.

3. Ścieżki stabilizacji kursu walut w ramach ERMII w badanych krajach

Analiza empiryczna koncentruje się na doświadczeniach 5 gospodarek Europy Środkowo-Wschodniej, które rozpoczynały transformację gospodarczą na początku lat dziewięćdziesiątych, zostały uznane przez Unię Europejską za „funkcjonujące gospodarki rynkowe” i spełniły kryteria związane z przyjęciem w jej struktury w 2004 roku, a następnie przyjęły ścieżkę stabilizacji waluty wymaganą w procesie integracji walutowej (ERMII). W tabeli 1. przedstawiona została charakterystyka procesów integracji walutowej w badanych krajach. Należy zwrócić uwagę, że gospodarki te przed wejściem do ERMII stosowały różne systemy kursowe, na etapie wejścia do mechanizmu kursowego także dokonały wyboru innych rozwiązań w zakresie polityki kursowej. Słowenia i Słowacja zastosowały system kursu stałego ze standardowym pasmem wahań $\pm 15\%$ wokół parytetu centralnego i po wymaganym okresie pobytu w „waiting room” zostały członkami strefy euro. Natomiast dla krajów bałtyckich, które za zgodą UE pozostały przy stosowanych wcześniej sztywnych reżimach kursowych, pobyt w ERMII okazał się dotkliwym i długotrwałym procesem (od 6,5 roku do ponad 10 lat). Estonia i Litwa kontynuowały politykę kursową wynikającą z ograniczeń izby walutowej, zaś Łotwa stosowała restrykcyjny reżim kursu stałego z wąskimi marżami wahań $\pm 1\%$. W krajach bałtyckich ujawniły się negatywne konsekwencje stosowania sztywnych systemów kursowych, związane m.in. z brakiem autonomii polityki pieniężnej, które nie pozwoliły tym gospodarkom spełnienie kryteriów konwergencji po dwuletnim pobycie w ERM II oraz naraziły na zmaganie z poważnymi konsekwencjami kryzysu globalnego 2008-2009 i utrzymywaniem w tym okresie niezmiennego poziomu kursu. Ostateczne przyjęcie tych gospodarek do strefy euro związane było z dużą determinacją władz monetarnych w realizacji strategii wyjścia z „pułapki sztywnego reżimu kursowego”²⁰.

²⁰ W. Orłowski i in., dz. cyt., s. 44-45; D. Żuchowska, *Accession to the Eurozone as Lithuania's Exit Strategy From the Currency Board System*, „Equilibrium. Quarterly Journal of Economics and Economic Policy”, 10(3)/2015, s. 27-4.

Tabela 1. Porównanie procesów integracji walutowej w analizowanych krajach EŚW

Charakterystyka/ kraj	Słowenia	Słowacja	Estonia	Łotwa	Litwa
System kursowy przed wejściem do ERMII (de jure)	System kursu płynnego kierowanego	System kursu płynnego kierowanego	System izby walutowej	System kursu stałego z marżami wahań +/-1%	System izby walutowej
Waluta odniesienia	-	-	EUR	EUR (do 31.12.2004 SDR)	EUR
Data przystąpienia do ERMII	28.06.2004	28.11.2005	28.06.2004	2.05.2005	28.06.2004
Reżim kursowy w ERMII	System kursu stałego z marżami wahań +/-15%	System kursu stałego z marżami wahań +/-15%	System izby walutowej	System kursu stałego z marżami wahań +/-1%	System izby walutowej
Poziom kursu w momencie wejścia do ERMII	239,64 SIT/EUR	38,455 SKK/EUR	15,6466 EKK/EUR	3,4528 LTL/EUR	0,7028 LVL/EUR
Zmiany parytetu centralnego wewnątrz ERMII	Nie	Tak, dwukrotna rewaluacja	Nie	Nie	Nie
Kurs konwersji na euro	239,64 SIT/EUR	30,126 SKK/EUR	15,6466 EKK/EUR	3,4528 LTL/EUR	0,7028 LVL/EUR
Data przystąpienia do strefy euro	1.01.2007	1.01.2009	1.01.2011	1.01.2014	1.01.2015
Łączny czas pobytu w ERMII	2,5 roku – „waiting room”	ponad 3 lata „waiting room”	6,5 roku pobyt dłuższy niż planowany	8,5 roku pobyt dłuższy niż planowany	10,5 roku pobyt dłuższy niż planowany

Źródło: Opracowanie własne

3.1. Integracja walutowa Słowenii i Słowacji

Słowenia wskazywana jest jako przykład kraju, który prowadził skuteczną politykę pieniężną, nakierowaną na tłumienie inflacji w warunkach systemu kursu płynnego. Jednak szczegółowa analiza empiryczna polityki kursowej pokazuje, że *de facto* w tej gospodarce od początku transformacji aż do 2004 roku wykorzystywane były różne elastyczne odmiany systemu kursu stałego²¹. W okresie przed

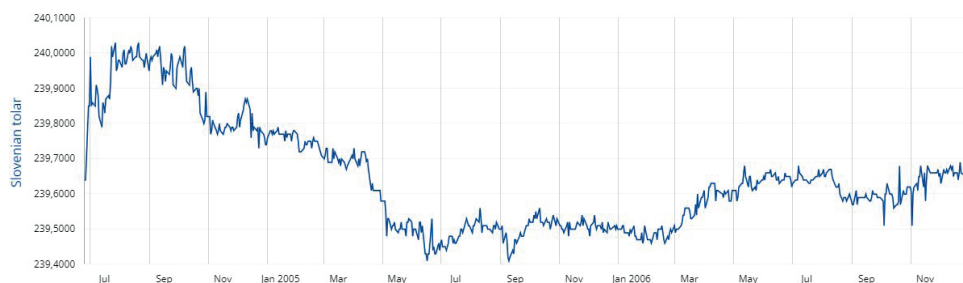
²¹ Np. od 2001 roku system kursowy w Słowenii *de facto* ewoluował w kierunku aktywnego pełzającego systemu kursowego (*active crawling exchange rate system*). Więcej na temat słoweńskiej polityki kursowej w latach 1991-2004 czytaj w: D. Żuchowska, *Polityka kursowa a inflacja w krajach Europy Środkowo-Wschodniej*, Warszawa 2012, s. 257-262.

przystąpieniem do mechanizmu ERMII stosowane były następujące instrumenty polityki kursowej:

- porozumienie o współpracy z bankami komercyjnymi prowadzącymi operacje na rynku walutowym i bankiem centralnym, pozwalające mu na bezpośrednie wpływanie na kształtowanie się kursu tolara w relacjach pomiędzy bankami a ich klientami (tzw. klub bankowy)²².
- swapy walutowe,
- operacje sterylizacyjne banku centralnego.

W momencie wejścia do mechanizmu ERMII poziom inflacji wynosił poniżej 4%, a kurs centralny tolara ustalono na poziomie bardzo zbliżonym do kursu rynkowego z 28 czerwca 2004 roku tj. 239,64 tolarów za euro. Przyjęto dopuszczalne pasmo wahań od kursu parytetowego na standardowym poziomie $\pm 15\%$. Kurs tolara za pomocą interwencji walutowych i swapu walutowego był utrzymywany w bardzo wąskim paśmie wahań w stosunku do kursu centralnego. Po początkowej deprecjacji do kwietnia 2005 roku kurs tolara pozostawał po słabszej stronie pasma wahań, a od czerwca 2005 roku w wąskim paśmie wahań po silniejszej stronie do kursu centralnego (zob. Wykres 1.). W raporcie o konwergencji z 2006 roku oceniono, że Słowenia spełniła kryterium stabilności cenowej z maksymalnymi odchyleniami 0,2% w dół i 0,1% w górę od kursu centralnego. W okresie referencyjnym nie została dokonana dewaluacja tolara wobec euro. W konsekwencji realny kurs tolara – zarówno dwustronny wobec euro, jak i w ujęciu efektywnym – był w kwietniu 2006 r. bliski historycznych średnich obliczonych za okresy od stycznia 1996 r. i od wprowadzenia euro²³.

Wykres. 1. Nominalny kurs tolara do euro w ERMII



Źródło: www.data.ecb.europa.eu [dostęp: 31.10.2023]

²² Na mocy tego porozumienia Bank Słowenii mógł sygnalizować brankom komercyjnym preferowane w najbliższych dniach poziomy kursu walutowego. Więcej na ten temat czytają w: W. Przybylska-Kapuścińska, *Polityka pieniężna nowych państw członkowskich Unii Europejskiej. Od transformacji, przez inflację do integracji*, Wydawnictwo Wolters Kluwer Polska 2007, s. 299.

²³ EBC, *Raport o konwergencji*, Maj 2006, s. 38-39; 48.

Proces ograniczenia inflacji był wspierany przez politykę pieniężną i utrzymywanie stóp procentowych powyżej poziomu stóp w strefie euro, a także przez działania regulacyjne władz takie jak: porozumienie władz ze związkami zawodowymi w celu stabilizacji cen regulowanych i płac, dążenie do opóźnienia wzrostu płac w sektorze publicznym w stosunku do sektora prywatnego, obniżenie akcyzy na paliwa w celu łagodzenia proinflacyjnego wpływu rosnących cen ropy naftowej i kontrolę wzrostu pozostałych cen regulowanych²⁴. Słowenia w okresie referencyjnym od kwietnia 2005 roku do marca 2006 roku spełniła kryterium stabilności cen, osiągając wskaźnik inflacji o 0,3 pkt. proc. niższy od wartości referencyjnej oraz uzyskała pozytywne oceny w zakresie pozostałych kryteriów zbieżności (zob. tabela 2.), tym samym 1 stycznia 2007 roku jako pierwsza gospodarka EŚW została 13. krajem członkowskim strefy euro.

Tabela 2. Stopień wypełnienia kryteriów konwergencji przez Słowenię

Kryterium	Data raportu o konwergencji (okres referencyjny)	Wartość referencyjna	Słowenia
Stopa inflacji (HICP) (%)	X 2004 (X 2003 - VIII 2004)	2,4	4,1*
	V 2006 (IV 2005- III 2006)	2,6	2,3
Długoterminowe stopy procentowe (%)	X 2004 (X 2003 - VIII 2004)	6,4	5,2
	V 2006 (IV 2005- III 2006)	5,9	3,8
Sytuacja budżetowa (% PKB): deficyt (-), nadwyżka (+)	X 2004 (2003 rok)	-3,0	-2,0
	V 2006 (2005 rok)	-3,0	-1,8
Dług publiczny (% PKB)	X 2004 (2003 rok)	60,0	29,4
	V 2006 (2005 rok)	60,0	29,1
Stabilność kursu	X 2004 (X 2002 - IX 2004)	min. dwa lata w ERMII; bez poważnych napięć	3 miesiące w ERMII *
	V 2006 (V 2004-IV 2006)	min. dwa lata w ERM II; bez poważnych napięć	22 miesiące w ERMII, bez poważnych napięć

* kryterium niespełnione

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: EBC, Raport o konwergencji, 2004, 2006 (V)

²⁴ Analiza sytuacji gospodarczej w krajach Europy Środkowo-Wschodniej, NBP, styczeń 2011, s. 58.

Decyzje podejmowane przez władze monetarne Słowenii były zgodne z logiką niespójnego czworokąta rozwiązań systemowych – w warunkach stopniowej liberalizacji przepływów kapitałowych możliwe było utrzymanie wysokiego stopnia stabilności kursu walutowego oraz spełnienie kryterium inflacyjnego, wymagało to jednak znacznej kontroli cen i płac. Wykres 2. obrazuje poakcesyjny wzrost cen w gospodarce słoweńskiej (nawet do poziomu 5,8% w grudniu 2007 roku), co świadczy o dużej skali działań regulacyjnych w okresie referencyjnym.

Wykres. 2. Inflacja (HIPC) w Słowenii i strefie euro od stycznia 2004 r. do kwietnia 2010 r. (r/r)



Źródło: <https://ec.europa.eu/eurostat/cache/dashboard/prices/> [dostęp: 31.10.2023].

Natomiast Słowacja, po okresie wykorzystywania systemu kursu stałego jako kotwicy antyinflacyjnej na początkowym etapie transformacji systemowej, następnie stopniowej liberalizacji przepływów kapitałowych i zwiększania elastyczności systemu kursowego, od 1998 roku stosowała system kierowanego kursu płynnego z możliwością interwencji na rynkach walutowych (walutę odniesienia stanowiła marka niemiecka, a następnie euro). W warunkach systemu kursu płynnego, a od 2005 roku realizacji strategii bezpośredniego celu inflacyjnego, mimo znacznych wahań stopy inflacji, udało się ograniczyć jej poziom poniżej 4% r/r. Okres ten charakteryzował się także nominalną i realną aprecjacją kursu korony słowackiej, co stanowiło istotny czynnik antyinflacyjny²⁵. 28 listopada 2005 roku Słowacja

²⁵ Poza początkową deprecjacją kursu korony o 18% po zmianie reżimu kursowego na płynny, która wygenerowała silny impuls inflacyjny dla gospodarki słowackiej.

przystąpiła do systemu ERM II, przyjmując system kursu stałego z początkowym kursem centralnym na poziomie 38,4550 SKK/EUR i standardowym pasmem wahań $\pm 15\%$ wokół kursu parytetowego. Narodowy Bank Słowacji przyjął jednak dodatkowo założenie o istnieniu asymetrycznego pasma wahań, które wymagało od władz monetarnych interwencji na rynku walutowym w przypadku deprecjacji o 2,25%²⁶. W okresie referencyjnym kurs korony charakteryzował się stosunkowo dużą zmiennością wobec euro (zob. wykres 3). Od kwietnia do lipca 2006 roku wystąpiła presja na deprecjację waluty i wartość rynkowa słowackiej waluty kształtowała się nieco poniżej kursu centralnego. Po tym okresie istotnym problemem dla gospodarki słowackiej okazała się presja na wzmocnienie waluty²⁷. Władze słowackie dwukrotnie podejmowały decyzję o rewaluacji waluty: 16 marca 2007 roku było to umocnienie kursu centralnego o 8,5% do poziomu 35,4424 SKK/EUR oraz – w wyniku nasilających się tendencji aprecjacyjnych – w maju 2008 roku nastąpiła zmiana kursu parytetowego aż o 17,65% do poziomu 30,126 SKK/EUR. Znacząca skala wzmocnienia waluty słowackiej w stosunku do euro świadczy o wystąpieniu omawianego wcześniej efektu Ballasy-Samuelsona.

Wykres. 3. Nominalny kurs korony słowackiej do euro w ERMII



Źródło: www.data.ecb.europa.eu [dostęp: 31.10.2023].

Zarówno presja aprecjacyjna, jak i decyzje o rewaluacji waluty, miały istotny wpływ na proces dezinflacji w gospodarce słowackiej. Wskaźnik inflacji podczas pobytu Słowacji w ERMII charakteryzował się dużą zmiennością (zob. wykres 4.), natomiast w okresie referencyjnym od kwietnia 2007 roku do marca 2008 roku stopa inflacji była niższa o 1 pkt. proc. od wartości referencyjnej i wyniosła 2,2%. Spełnienie kryterium inflacyjnego, podobnie jak dla **Słowenii**, było uwarunko-

²⁶ W. Przybylska-Kapuścińska, dz. cyt., s.301.

²⁷ W. Orłowski i in., dz. cyt., s. 7, 20.

wane kontrolą na rynku krajowym cen energii, które nie w pełni odzwierciedlały wzrosty cen globalnych. W raporcie o konwergencji z maja 2008 roku podkreślono, że trwałość konwergencji w zakresie inflacji budzi poważne obawy, ale ostatecznie stwierdzono że to kryterium zostało spełnione przez Słowację²⁸.

Wykres. 4. Inflacja (HIPC) na Słowacji i strefie euro od stycznia 2005 r. do grudnia 2010 r. (zmiany roczne)



Źródło: <https://ec.europa.eu/eurostat/cache/dashboard/prices/> [dostęp: 31.10.2023].

W tym samym raporcie Komisja Europejska oceniła, że Słowacja uzyskała pozytywne oceny w zakresie pozostałych kryteriów zbieżności (zob. tabela 3) i od 1 stycznia 2009 roku dołączyła do unii monetarnej.

Tabela 3. Stopień wypełnienia kryteriów konwergencji przez Słowację

Kryterium	Data raportu o konwergencji (okres referencyjny)	Wartość referencyjna	Słowacja
Stopa inflacji (HICP) (%)	XII 2006 (XI 2005- X 2006)	2,8	4,3*
	V 2008 (IV 2007-III 2008)	3,2	2,2
Długoterminowe stopy procentowe (%)	XII 2006 (XI 2005- X 2006)	6,2	4,3
	V 2008 (IV 2007-III 2008)	6,5	4,5

²⁸ EBC, *Raport o konwergencji*, grudzień 2006, s. 57.

Sytuacja budżetowa (% PKB): deficyt (-), nadwyżka (+)	XII 2006 (2005 rok)	-3,0	-3,1*
	V 2008 (2007 rok)	-3,0	-2,2
Dług publiczny (% PKB)	XII 2006 (2005 rok)	60,0	34,5
	V 2008 (2007 rok)	60,0	29,4
Stabilność kursu	XII 2006 (XI 2005 - X 2006)	min. dwa lata w ERMII; bez poważnych napięć	11 miesięcy w ERMII *
	V 2008 (IV 2007 – III 2008)	min. dwa lata w ERMII; bez poważnych napięć	29 miesięcy w ERMII

*** kryterium niespełnione**

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: Convergence Report 2006 (XII), 2008.

Należy jednak podkreślić, że zarówno analiza kształtowania się kursu korony w systemie ERMII jak i fakt, że kurs wymiany na euro w momencie wejścia do unii monetarnej był aż o 22% silniejszy niż ustalony początkowo w ERMII, falsyfikuje stwierdzenie, że kurs rynkowy pozostawał blisko kursu centralnego bez poważnych napięć w okresie referencyjnym. Podstawowym celem słowackiej polityki kursowej było dążenie do spełnienia kryterium inflacyjnego, co odbyło się kosztem wygenerowania impulsów osłabiających konkurencyjność gospodarki słowackiej tuż przed wybuchem światowego kryzysu finansowego. Ponadto niemożność wykorzystania kursu walutowego jako automatycznego stabilizatora koniunktury w warunkach silnych zawirowań na światowych rynkach skutkowałą głębokimi spadkami PKB – w I kwartale 2009 roku dynamika PKB wyniosła -5,7% r/r, w II kwartale 2009 roku wskaźnik ten ukształtował się na poziomie -5,5% r/r, w III i IV odpowiednio -4,9 % r/r i 2,6% r/r. Warto zaznaczyć, że jeszcze pod koniec 2008 roku stabilność finansowa Słowacji związana z członkostwem w strefie euro oraz prognozowany silny napływ BIZ były postrzegane jako czynniki, który pomogą utrzymać relatywnie wysoką dynamikę PKB (1,6% r/r w IV kwartale). Co prawda po przyjęciu wspólnej waluty Słowacja uniknęła znacznych zmian kursowych, jakie miały w tym czasie miejsce w gospodarkach z systemami kursu płynnego, ale jednocześnie poniosła koszty w postaci utraty konkurencyjności eksportu i recesji gospodarczej²⁹. W warunkach silnej współ-

²⁹ D. Zbierchowska, *Konsekwencje stosowania określonych systemów kursowych w warunkach kryzysu finansowego na przykładzie krajów Europy Środkowo-Wschodniej*, „Equilibrium”, nr 1/2010, s. 44-45.

nej waluty dostosowania do szoku i zwiększenie konkurencyjności gospodarki musiały nastąpić poprzez wzrost wydajności pracy wymuszony przejściowym wzrostem bezrobocia³⁰.

3.2. Konsekwencje polityki sztywnego kursu walutowego w krajach bałtyckich

O ile w gospodarce słoweńskiej i słowackiej w procesie integracji ze strefą euro mieliśmy do czynienia z dylematami dotyczącymi zmian w polityce kursowej, to gospodarki bałtyckie po formalnym wejściu do mechanizmu kursowego utrzymały stosowane wcześniej sztywne reżimy kursowe. Litwa i Estonia wykorzystywały nadal system izby walutowej, natomiast Łotwa prowadziła politykę kursową opartą o system konwencjonalnego kursu stałego z dopuszczalnym pasmem wahań +/- 1% od kursu centralnego.

Zarówno w Estonii, jak i na Litwie szybkie przyjęcie euro traktowano jako strategię wyjścia z systemu izby walutowej³¹, dlatego te kraje przystąpiły do ERMII już 28 czerwca 2004 roku, ustalając kurs na poziomie 15,6466 EKK/EUR oraz 3,4528 LTL/EUR. Restrykcyjna polityka kursowa gwarantowała spełnienie pierwszego z kryteriów monetarnych – stabilności kursu walutowego już po dwóch latach pobytu w systemie ERMII, czyli w czerwcu 2006 roku³². Niestety, po wcześniejszych latach dobrej koniunktury gospodarczej tzw. „tygrysów nadbałtyckich”, wykorzystaniu systemu izby walutowej jako komunikatu dla otoczenia zewnętrznego o restrykcyjnym przestrzeganiu reguł, zwiększeniu dyscypliny polityki makroekonomicznej i podniesieniu jej wiarygodności (tzw. *disciplining effect*), importowi z zewnątrz wiarygodnej polityki pieniężnej (tzw. *credibility effect*), skutecznej walce z inflacją oraz dążeniu do „zakotwiczenia” inflacji na poziomie inflacji występującej w strefie waluty odniesienia, po wejściu do UE ujawniły się w tych gospodarkach negatywne konsekwencje, wynikające nie tylko z określonej sytuacji makroekonomicznej, ale z samej istoty tego sztywnego rozwiązania kursowego. Jednym z powodów reakcji inflacji w systemie *currency board* – obok zagrożenia przenoszenia tendencji inflacyjnych z zewnątrz – jest wzrost podaży pieniądza na skutek napływu kapitału zagranicznego oraz wypracowanie dodatniego salda bilansu płatniczego. Jako główne źródło zagrożeń w systemie izby walutowej postrzegane jest wy-

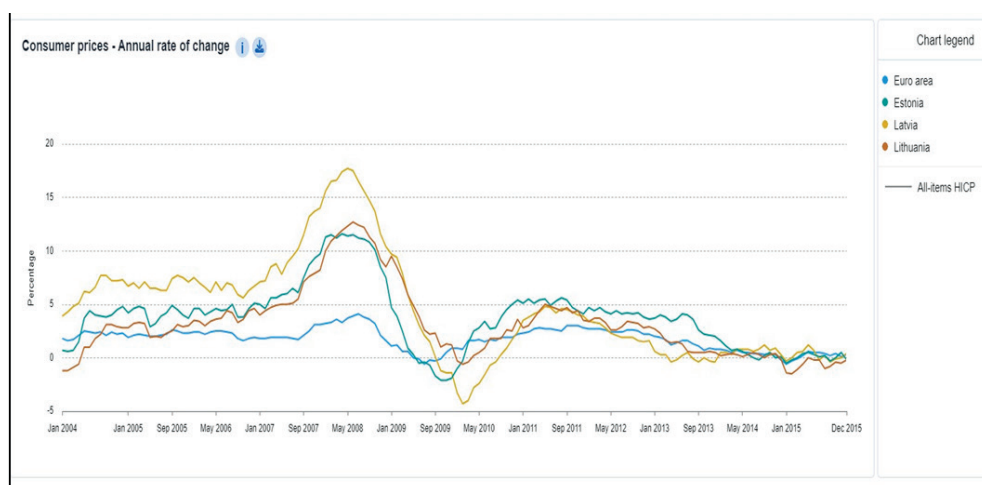
³⁰ W. Orłowski i in., dz. cyt., s. 26-27.

³¹ Więcej na ten temat czytaj w: A. Gulde, J. Kahkonen, P. Keller, *Pros and Cons of Currency Board Arrangements in the Lead-up to EU - Accession and Participation in the Euro Zone*, „IMF Policy Discussion Paper” 2010, PDP/00/1; Z. Brioxiova, M. H. Morgan, A. Vörgötter, *On The Road to Euro: How Synchronized Is Estonia with the Euro zone?*, „The European Journal of Comparative Economics” 7(1)/2010, s. 222.

³² Zgodnie z planami krajowymi Estonia miała spełnić wszystkie kryteria zbieżności gospodarczej w połowie 2006 roku, a Litwa 1 stycznia 2007 roku.

rzeczenie się przez władze monetarne możliwości prowadzenia autonomicznej polityki pieniężnej, czyli zastosowania instrumentów przeciwdziałania procyklicznym zmianom realnych stóp procentowych, które mogą prowadzić do szybkiego kumulowania się zjawiska nierównowagi w gospodarce. Natomiast duża sztywność cen i płac w przypadku ewentualnych negatywnych wstrząsów zewnętrznych może wiązać się ze spadkiem konkurencyjności gospodarki i zahamować wzrost gospodarczy³³. W systemie *currency board* automatyczna regulacja podaży pieniądza poprzez dopasowania na poziomie stopy procentowej, powoduje jednocześnie znaczną fluktuację stopy procentowej. Jest ona szczególnie gwałtowna w sytuacji spadku zaufania inwestorów zagranicznych i ucieczki kapitału.

Wykres. 5. Inflacja (HICP) na Litwie, na Łotwie, w Estonii i strefie euro od stycznia 2004 r.



do grudnia 2015 r. (r/r)

Źródło: <https://ec.europa.eu/eurostat/cache/dashboard/prices/> [dostęp: 31.10.2023].

W Estonii, która ostatecznie najszybciej spośród gospodarek bałtyckich – po długotrwałym i dotkliwym ponad sześcioletnim pobycie w ERMII – uporała się z wypełnieniem kryteriów zbieżności ze strefą euro, poważne problemy z inflacją pojawiły się już od maja 2004 roku (zob. wykres 5). Uniemożliwiały one Estonii w kolejnych latach spełnienie kryterium inflacyjnego, w sytuacji, kiedy osiągnięto wszystkie pozostałe kryteria konwergencji (zob. tabela 4). O ile, w 2006 roku tej gospodarce zabrakło niespełna 2 pkt proc. do wartości referencyjnej, to w kolejnym *Raporcie o konwergencji* w z maja 2008 roku zaznaczono, że stopa inflacji

³³ A. Sławiński A., *Ryzyko utraty kontroli nad wysokością realnej stopy procentowej w systemie izby walutowej*, w: „Własność i kontrola w teorii i praktyce”, red. B. Polszakiewicz, J. Boehlke, cz. I, UMK, Toruń 2007, s. 289.

HICP w okresie od kwietnia 2007 roku do marca 2008 roku była o ponad 5 pkt. proc. wyższa od wartości referencyjnej i wyniosła 8,3%³⁴. Natomiast w okresie od stycznia 2008 roku do października 2008 roku wskaźnik HICP r/r. w Estonii przekraczał poziom 10%, było to spowodowane wzrostem podaży pieniądza na skutek napływu kapitału zagranicznego oraz wzmożoną akcją kredytową w walutach obcych (warunkowanej brakiem ryzyka kursowego przy sztywnym powiązaniu korony estońskiej z euro oraz utrzymującymi się cały czas niższymi stopami procentowymi w strefie euro). Kredyty dla sektora prywatnego stanowiły w 2006 roku już 86% PKB wobec 63,1% PKB w 2004 roku. Skutkowało to wzrostem zadłużenia zagranicznego banków estońskich. Przy niepokojąco niskim poziomie aktywów rezerwowych (na koniec 2006 roku w Estonii stan oficjalnych rezerw walutowych wynosił zaledwie 45% krótkookresowego zadłużenia zagranicznego, stanowiącego poziom bezpieczeństwa) oraz wysokim poziomem deficytu na rachunku obrotów bieżących, stanowiło to poważne symptomy zagrożenia dla równowagi gospodarczej kraju. Władze monetarne Estonii w tym okresie, kiedy tempo wzrostu gospodarczego przekraczało potencjalne, nie miały możliwości podniesienia stóp procentowych, by zmniejszyć ryzyko wzrostu inflacji. Natomiast po wybuchu światowego kryzysu finansowego w 2008 roku i spadku PKB, z którym mieliśmy do czynienia w Estonii, władze monetarne tego kraju były pozbawione możliwości obniżenia stóp procentowych, by zmniejszyć ryzyko wystąpienia recesji. Dlatego załamanie gospodarcze występujące w Estonii w okresie od III kwartału 2008 roku do I kwartału 2010 roku w znacznym stopniu zostało spotęgowane przez ograniczenia polityki monetarnej związane stosowaniem systemu izby walutowej. Gospodarka estońska doświadczyła najgłębszego kryzysu gospodarczego od początku lat dziewięćdziesiątych. Spadek wolumenu PKB sięgnął ponad 15% w I, II i III kwartale 2009 roku.

Jedną z istotnych konsekwencji kryzysu światowego – jak się okazało paradoksalnie pozytywną dla Estonii – był spadek stóp inflacji. W Estonii, w wyniku globalnego osłabienia koniunktury, zatrzymania akcji kredytowej, pogorszenia się sytuacji na rynku pracy spowodowanej spadkiem globalnego popytu oraz zahamowania napływu kapitału zagranicznego nastąpił znaczny spadek popytu wewnętrznego³⁵, a od IV kwartału 2008 roku zaobserwowano proces gwałtownej dezinflacji, momentami przechodzącej w deflację. Spadek ogólnego poziomu cen w Estonii utrzymywał się nieprzerwanie w okresie od maja 2009 roku do lutego 2010 roku (zob. wykres 5), co umożliwiło tej gospodarce spełnienie kry-

³⁴ ECB, *Raport o konwergencji*, maj 2008, s. 43.

³⁵ *Analiza sytuacji gospodarczej w krajach Europy Środkowo-Wschodniej*, NBP, styczeń 2011, s. 60.

terium stabilności cenowej. Natomiast sytuacja finansów publicznych w Estonii była wysoce stabilna i pomimo znaczącego spadku aktywności gospodarczej w okresie światowego kryzysu kraj ten miał najniższy poziom długu krajowego sektora instytucji rządowych i samorządowych w całej UE (zob. tabela 4). Dyscyplina finansów publicznych umożliwiła Estonii wypełnienie w 2010 roku pozostałych kryteriów konwergencji gospodarczej i wejście do strefy euro od 1 stycznia 2011 roku.

Tabela 4. Stopień wypełnienia kryteriów konwergencji przez Estonię, Łotwę i Litwę

Kryterium	Data raportu o konwergencji (okres referencyjny)	Wartość referencyjna	Estonia	Łotwa	Litwa
Stopa inflacji (HICP) (%)	V 2006 (IV 2005- III 2006)	2,6	n.d.	n.d.	*
	XII 2006 (XI 2005- X 2006)	2,8	4,3*	6,7*	n.d.
	V 2008 (IV 2007-III 2008)	3,2	8,3*	12,3*	7,4*
	V 2010 (IV 2009-III 2010)	1,0	-0,7	0,1	2,0*
	V 2012 (IV 2011-III 2012)	3,1		4,1*	4,2*
	VI 2013 (V 2012-IV 2013)	2,7		1,3	n.d.
	VI 2014 (III 2013-II 2014)	1,7	-	-	0,6
Długoterminowe stopy procentowe (%)	V 2006 (IV 2005- III 2006)	5,9	n.d.	n.d.	3,7
	XII 2006 (XI 2005- X 2006)	6,2	brak stopy długoterminowej	3,9	n.d.
	V 2008 (IV 2007-III 2008)	6,5	brak stopy długoterminowej	5,4	4,6
	V 2010 (IV 2009-III 2010)	6,0	brak stopy długoterminowej	12,7*	12,1*
	V 2012 (IV 2011-III 2012)	5,8	-	5,8	5,2
	VI 2013 (V 2012-IV 2013)	5,5	-	3,8	n.d.
	VI 2014 (III 2013-II 2014)	6,2	-	-	3,6

Sytuacja budżetowa (% PKB): deficyt (-), nadwyżka (+)	V 2006 (2005 rok)	- 3,0	n.d.	n.d.	?
	XII 2006 (2005 rok)	-3,0	2,3	0,1	n.d.
	V 2008 (2007 rok)	-3,0	2,8	0,0	-1,2
	V 2010 (2009 rok)	-3,0	-1,7	-9,0*	-8,9*
	V 2012 (2011 rok)	-3,0	-	-3,5*	-5,5*
	VI 2013 (2012 rok)	-3,0	-	-1,2	n.d.
	VI 2014 (2013 rok)	-3,0	-	-	2,1
Dług publiczny (% PKB)	V 2006 (2005 rok)	60,0	n.d.	n.d.	?
	XII 2006 (2005 rok)	60,0	4,5	12,1	n.d.
	V 2008 (2007 rok)	60,0	3,4	9,7	17,3
	V 2010 (2009 rok)	60,0	7,2	36,1	29,3
	V 2012 (2011 rok)	60,0	-	42,6	38,5
	VI 2013 (2012 rok)	60,0	-	40,7	n.d.
	VI 2014 (2013 rok)	60,0	-	-	39,4
Stabilność kursu	V 2006 (V 2004-IV 2006)	min. dwa lata w ERM II; bez poważnych napięć	n.d.	n.d.	22 miesiące w ERMII
	XII 2006 (XI 2005 - X 2006)	jw.	28 miesięcy w ERMII	18 miesięcy w ERMII	n.d.
	V 2008 (IV 2007 – III 2008)	jw.	45 miesięcy w ERMII	35 miesięcy w ERM II	45 miesięcy w ERMII
	V 2010 (IV 2009-III 2010)	jw.	69 miesięcy w ERMII	59 miesięcy w ERMII	69 miesięcy w ERMII
	V 2012 (IV 2011-III 2012)	jw.	-	83 miesiące w ERMII	93 miesiące w ERMII
	VI 2013 (V 2012-IV 2013)	Jw.	-	96 miesięcy w ERMII	n.d.
	VI 2014 (V 2013-IV 2014)	jw.	-	-	117 miesięcy w ERMII

* kryterium niespełnione

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: EBC, *Raport o konwergencji* 2006 (V, XII), 2008, 2010, 2012, 2014.

W gospodarce litewskiej, podobnie jak w Estonii, po okresie niekwestionowanych sukcesów w ograniczaniu inflacji (w latach 1999-2004 średnioroczny wskaźnik inflacji na Litwie był najniższy w grupie gospodarek EŚW), ujawniły się poważne problemy wynikające ze stosowania systemu izby walutowej. Związane jest to ze zjawiskiem *time inconsistency*, czyli z tym, że rozwiązania, które są optymalne w określonym czasie, w pewnym momencie same stają się źródłem poważnych trudności w gospodarce³⁶. Od maja 2004 roku po wejściu do UE zaczęły pojawiać się w tym kraju problemy z rosnącą inflacją. W marcu 2006 roku Litwa jako pierwsza z gospodarek bałtyckich złożyła wniosek do Komisji Europejskiej o ocenę stopnia spełnienia kryteriów konwergencji, ale z powodu przekroczenia tylko jednego kryterium inflacyjnego (zob. tabela 4) uzyskała wówczas negatywną opinię. W okresie referencyjnym 12-miesięczna średnia stopa inflacji HICP była zaledwie o 0,1 pkt. proc. wyższa od wartości referencyjnej, która wyniosła 2,6 %, jednak, oceniając poziom inflacji w tym okresie, wzięto pod uwagę prognozy wzrostu tego wskaźnika oraz uwarunkowania w zakresie kształtowania podaży pieniądza przez bank centralny w systemie izby walutowej oraz ograniczoną możliwość reagowania na krótkookresowe wahania stopy inflacji³⁷. Wskazywano wówczas następujące czynniki wzrostu inflacji: harmonizacja podatku akcyzowego do poziomu UE, dynamiczny wzrost produkcji stymulowany silnym tempem wzrostu kredytów i niskimi stopami procentowymi oraz pojawiające się ograniczenia rynku pracy, które niosą ze sobą ryzyko zwiększenia jednostkowych kosztów pracy i – co za tym idzie – cen krajowych, a także trudny do oszacowania wpływ procesu doganiania przez Litwę bardziej rozwiniętych gospodarek³⁸. Jak pokazała sytuacja w zakresie inflacji w 2007 roku, przewidywania KE okazały się trafne³⁹, wskaźnik HICP nadal gwałtownie wzrastał, osiągając w czerwcu 2008 roku rekordowy poziom 11,6% (zob. wykres 5). Jednocześnie gospodarka litewska wykazywała coraz wyraźniejsze oznaki przegrzania i zaczęły uwidaczniać się znaczne stany nierównowagi. Realne tempo wzrostu gospodarczego w latach 2004-2006 utrzymywało się na poziomie powyżej 7%, a w 2007 roku osiągnęło poziom 9,8%. Stymulowane ono było głównie wysokim popytem wewnętrznym. Podczas gdy gospodarka gwałtownie przyśpieszała, po wejściu do UE nastąpił

³⁶ Przypadek Litwy pokazał, że kraj ten niepotrzebnie podjął ryzyko tak długiego stosowania mechanizmu izby walutowej już po tym, jak nastąpiło pokonanie inflacji. Por. A. Sławiński, *Znaczenie czynników ryzyka towarzyszących wchodzeniu Polski do ERM2 i do strefy euro*, „Ekonomista”, nr 1/2008, s. 33-49.

³⁷ Czytaj więcej: EBC, *Raport o konwergencji*, maj 2006; K. Baran, *Kryterium inflacyjne w rozszerzonej Europie – podsumowanie dyskusji na temat Litwy*, „Bank i Kredyt”, nr 6/2007, s. 42.

³⁸ EBC, *Raport o konwergencji*, maj 2006, s. 20.

³⁹ J. Wolkonowski, *Litwa w strefie euro. Proces wejścia i skutki inflacyjne wprowadzenia nowej waluty*, „International Business and Global Economy”, 36/2017, s. 173-174, <http://dx.doi.org/10.4467/23539496IB.17.012.7460>.

odpływ zasobów ludzkich, przez co bezrobocie spadło do rekordowo niskich poziomów – a w efekcie jednostkowe koszty pracy znacznie wzrosły. Boom popytu wewnętrznego zakończył się gwałtownie w 2008 roku, do czego przyczyniło się także osłabienie popytu zewnętrznego w wyniku wybuchu światowego kryzysu finansowego. Podobnie jak w innych krajach EŚW, z powodu kryzysu zaufania nastąpił gwałtowny odpływ kapitału zagranicznego z Litwy. W związku z tym, iż w systemie *currency board* nie ma możliwości prowadzenia autonomicznej polityki pieniężnej, władze monetarne nie mogły aktywnie przeciwdziałać pogarszającej się sytuacji gospodarczej kraju⁴⁰. W 2009 roku odnotowano spadek PKB na rekordowo wysokim poziomie 14,8% r/r. Pogorszenie koniunktury gospodarczej w okresie światowego kryzysu spowodowało w gospodarce litewskiej proces gwałtownej dezinflacji, która przerodziła się nawet w okresową deflację. W drugiej połowie 2008 roku pojawiła się tendencja spadkowa inflacji (zob. wykres 5). W 2009 roku inflacja HICP mocno spadła, osiągając w lutym 2010 roku poziom zaledwie -0,6% (r/r). Pozwoliło to Litwie na odzyskanie konkurencyjności cenowej gospodarki. Jak zaznaczono w *Raporcie o konwergencji* z maja 2010 roku, taką sytuację w dziedzinie inflacji należy analizować na tle silnej redukcji wydatków wewnętrznych oraz obniżenia dynamiki cen kształtowanych na rynkach globalnych⁴¹. Powrót fazy wzrostu PKB wiązał się z nasileniem procesów inflacyjnych od września 2010 roku. Miesięczna stopa inflacji (r/r) systematycznie wzrastała, osiągając w maju 2011 roku poziom 5%, a następnie utrzymując się do listopada 2011 roku na poziomie powyżej 4%, związane to było także z podwyżkami światowych cen żywności i energii⁴². W 2012 roku wskaźnik inflacji oscylował w granicach 2,4-3,6%. W następstwie korzystnych zmian światowych cen surowców oraz spadku cen żywności i cen administrowanych w 2013 roku utrzymywał się trend spadkowy inflacji z poziomu 2,6% w styczniu do zaledwie 0,5% w grudniu. W 2014 roku wskaźnik cen konsumpcyjnych oscylował wokół zera. Dynamika inflacji utrzymywała się na bardzo niskim poziomie, przejściowo odnotowano również deflację. Natomiast w okresie referencyjnym – od maja 2013 r. do kwietnia 2014 r. – średnia 12-miesięczna stopa inflacji HICP na Litwie wynosiła 0,6%, czyli była wyraźnie niższa od wartości referencyjnej 1,7% przyjętej dla kryterium stabilności cen⁴³. Litwa po 10 latach pobytu w mechanizmie kursowym ERMII wypełniła więc kryterium inflacyjne oraz pozostałe kryteria zbieżności gospodarczej (zob. tabela 4).

⁴⁰ C. Purfield, C. B. Rosenberg, *Adjustment Under a Currency Peg: Estonia, Latvia and Lithuania During the Global Financial Crisis 2008-09*, IMF Working Paper, 10(213)/2010, <http://dx.doi.org/10.5089/9781455205448.001>.

⁴¹ EBC, *Raport o konwergencji*, maj 2010, s. 46.

⁴² EBC, *Raport o konwergencji*, maj 2012, s. 83.

⁴³ EBC, *Raport o konwergencji*, maj 2014, s. 83-84.

Przypadek Litwy jest także interesujący ze względu na interpretację przez Komisję Europejską kryterium stabilności cen. Przy wyliczaniu wartości referencyjnej aż do 2010 roku nie uwzględniano krajów z ujemną dynamiką cen konsumpcyjnych (np. w 2004 roku Litwa została wykluczona z grupy państw referencyjnych w 2004 roku ze wskaźnikiem HICP na poziomie -0,2%), natomiast w *Raporcie o konwergencji* z maja 2010 roku zrezygnowano z tej interpretacji i stwierdzono, że „po wystąpieniu wspólnego szoku ujemne stopy inflacji są adekwatną ekonomicznie podstawą do obliczenia wartości referencyjnej, a wykluczenie wszystkich państw z ujemną stopą inflacji sztucznie by ją zawyżyło”⁴⁴. Interpretacja tego kryterium przez KE okazała się więc dynamiczna i dostosowana do bieżących okoliczności ekonomicznych⁴⁵.

Gospodarka łotewska w 2004 roku – z tempem wzrostu PKB na poziomie 8,67% była najszybciej rozwijającą się gospodarką spośród krajów Unii Europejskiej. W związku z planowaną integracją ze strefą euro dokonano istotnej zmiany w polityce kursowej – walutę odniesienia z SDR zmieniono na euro, a kurs łata po bezpośrednim przeliczeniu w dniu 30.12.2004 roku ustalono na poziomie 1 euro = 0,702804 łata⁴⁶. Konieczność szybkiego przyjęcia wspólnej waluty, przede wszystkim ze względu na niewielki rozmiar tego kraju oraz duży stopień otwartości gospodarki, była wielokrotnie podkreślana zarówno przez rząd, jak i bank centralny Łotwy. Do mechanizmu ERMII Łotwa przystąpiła 2.05.2005 roku, zobowiązując się do utrzymania dotychczasowego pasma wahań +/- 1% w stosunku do ustalonego parytetu oraz podejmowania interwencji w przypadku przekroczenia tego progu⁴⁷. Łotwa w okresie poakcesyjnym zmagiała się z nasileniem tendencji inflacyjnych, które należy rozpatrywać przede wszystkim przez pryzmat bardzo silnego wzrostu PKB i coraz liczniejszych oznak przegrzania gospodarki⁴⁸. Przed wybuchem kryzysu gospodarka ta miała problemy ze spełnieniem tylko kryterium inflacyjnego (zob. tabela 4), na co wpływały takie czynniki jak: gwałtowny wzrost popytu krajowego, wysoki wzrost płac oraz podwyżki podatków pośrednich i cen kontrolowanych związane z przystąpieniem do UE, a także wzrost cen żywności i ropy naftowej. Prawie 9 pkt proc. różnicy wskaźnika HICP od wartości referencyjnej w okre-

⁴⁴ EBC, *Raport o konwergencji*, maj 2010.

⁴⁵ Więcej na temat interpretacji kryterium inflacyjnego w: M. Wajda-Lichy, *Perspektywy rewizji oceny kryteriów konwergencji w świetle kryzysu finansowego 2007-2009*, „Studia Ekonomiczne”, 2012, nr 123, s. 234-235.

⁴⁶ Modyfikację waluty odniesienia zastosowano w momencie umocnienia się euro w stosunku do innych walut, co było z jednej strony pozytywnym bodźcem dla eksporterów, ale z drugiej działało w kierunku podwyżek towarów eksportowanych z krajów UE. Zob. Bank of Latvia, *Annual Report 2004*, <http://www.bank.lv/> [dostęp: 31.10.2023].

⁴⁷ Bank of Latvia, *Annual Report 2009*, <http://www.bank.lv/> [dostęp: 31.10.2023].

⁴⁸ EBC, *Raport o konwergencji*, maj 2008, s. 45.

ślonej w *Raporcie o konwergencji* z 2008 roku było symptomem poważnych problemów gospodarki łotewskiej, w której ujawniły się wskazane w teorii zagrożenia związane z prowadzeniem polityki sztywnego kursu walutowego⁴⁹. Brak ryzyka kursowego spowodował wzrost akcji kredytowej w euro (w 2006 roku dynamika kredytów wyniosła ponad 70%), wzrost popytu wewnętrznego i presję inflacyjną. Narzędzia polityki pieniężnej okazały się nieskuteczne, w związku z importem stóp procentowych ze strefy euro oraz utrzymującą się wysoką inflacją wystąpiło zjawisko ujemnej stopy procentowej i znaczny spadek konkurencyjności gospodarki łotewskiej. W konsekwencji kryzysu finansowego odpływ kapitału zagranicznego z gospodarek EŚW doprowadził do destabilizacji sektora finansowego na Łotwie, gwałtownie ograniczono także akcję kredytową, zwłaszcza kredytów denominowanych w walutach obcych⁵⁰. Realna stała się groźba skokowej dewaluacji łata, co miałoby bardzo dotkliwe konsekwencje i doprowadziło do dramatycznego wzrostu ciężaru obsługi łotewskiego długu. Została ona odsunięta dzięki pomocy finansowej z MFW (w grudniu 2008 roku kredyt w wysokości 1,7 mld EUR)⁵¹, warunkiem udzielenia wsparcia były jednak radykalne cięcia w wydatkach budżetowych, co miało wpływ na pogłębianie się recesji w tym kraju i doprowadziło do upadku rządu w lutym 2009 roku, który był kolejnym czynnikiem wpływającym na osłabienie zaufania do łotewskiej gospodarki. Sytuacja pogorszyła się jeszcze bardziej w marcu, kiedy to MFW zamroził wypłatę pierwszej transzy kredytu z powodu niewprowadzenia przez władze Łotwy wymaganych reform redukujących deficyt budżetowy. Presja dewaluacyjna pojawiła się ponownie w czerwcu 2009 roku w wyniku nieudanej próby pozyskania środków poprzez emisję obligacji skarbowych, co spowodowało panikę na rynkach finansowych⁵². Została ona zażegnana poprzez spełnienie warunków UE i MFW (obniżenie wydatków budżetowych o 10%), co pozwoliło na uzyskanie kolejnej transzy kredytu. Spekulacje na temat dewaluacji powróciły w październiku 2009 roku i uciły dopiero w 2010 roku, kiedy to na rynkach finansowych można było zaobserwować wzrost zaufania do gospodarki łotewskiej. Łotwie

⁴⁹ W. Patena, *Łotwa w pułapce sztywnego kursu walutowego*, „*Ekonomista*”, nr 1/2008, s. 111-119; L. Nyberg, *The Baltic region in the shadow of the financial crisis*, „*BIS Review*”, No. 105/2009.

⁵⁰ Zob. szerzej: C. Purfield, C. B. Rosenberg, *Adjustment under a Currency Peg: Estonia, Latvia and Lithuania during the Global Financial Crisis 2008-09*, „*IMF Working Paper*”, WP/10/2013.

⁵¹ Do programu przyłączyły się również Unia Europejska (3,1 mld EUR), Bank Światowy (0,4 mld EUR) oraz kraje skandynawskie, Polska, Czechy i Estonia (łącznie 2,3 mld EUR). W sumie do 2011 roku Łotwa miała otrzymać 7,5 mld EUR pomocy w celu ustabilizowania swojej gospodarki.

⁵² Według szacunków Komisji Europejskiej, na obronę kursu łata w tylko I połowie 2009 roku Bank Łotwy stracił ok. 25% swoich rezerw walutowych.

udało się uniknąć dewaluacji łata, ale konieczne było przeprowadzenie tzw. „wewnętrznej dewaluacji”, czyli wyraźne obniżenie kosztów pracy, co miało wpływ na poprawę konkurencyjności gospodarki⁵³. W II poł. 2009 i w 2010 roku nastąpił spadek realnego efektywnego kursu walutowego.

Łotwa najszybciej i najdotkliwiej, spośród wszystkich państw Europy Środkowo-Wschodniej, odczuła skutki światowego kryzysu finansowego. Już w 2008 roku w tym kraju odnotowano największy w regionie spadek PKB, a w 2009 roku Łotwa doświadczyła najgłębszego spadku PKB na świecie (od -17,8% r/r w I kwartale, -18,1% r/r w II kwartale, aż po -19,1% r/r w III kwartale i -16,8% r/r w IV kwartale). Po kolejnych spadkach w I i II kwartale 2010 roku, od III kwartału gospodarka łotewska weszła na ścieżkę wzrostu PKB, wykazując jednak średniorocznie spadek PKB o 0,3%. Dopiero 2011 rok charakteryzował się wzrostem gospodarczym na poziomie 0,9%. Trzeba zaznaczyć, że w znacznym stopniu do takiej głębokiej i długotrwałej recesji przyczynił się stosowany na Łotwie system kursowy, który w warunkach kryzysu uniemożliwiał prowadzenie antycyklicznej polityki pieniężnej i łagodzenie jego skutków z wykorzystaniem narzędzi monetarnych.

O ile w 2007 i 2008 roku gospodarka łotewska charakteryzowała się najwyższą dynamiką inflacji w Europie Środkowo-Wschodniej, to już w 2009 roku wskaźnik inflacji ukształtował się średniorocznie na poziomie 3,53%. Sytuację w dziedzinie inflacji w 2009 roku należy analizować na tle silnej redukcji wydatków wewnętrznych oraz spadku dynamiki wynagrodzeń. Trend spadkowy inflacji, zapoczątkowany w połowie 2008 roku utrzymywał się w kolejnych miesiącach, a od października 2009 roku do września 2010 roku w gospodarce łotewskiej odnotowano deflację (zob. wykres 5). Dynamika cen konsumpcyjnych poziom minimalny osiągnęła w lutym 2009 roku (-4,14%). Była ona jednocześnie najniższa w regionie. W Raporcie z maja 2010 roku wykazano, że w okresie referencyjnym, obejmującym światowy kryzys gospodarczy, Łotwa spełniła kryterium stabilności cen, którego nie udało się jej osiągnąć w czasie wysokiego wzrostu gospodarczego. Jednocześnie jednak gospodarka łotewska charakteryzowała się nadmiernym deficytem budżetowym (9% PKB, czyli znacznie powyżej wartości referencyjnej dla tego kryterium, wynoszącej 3% PKB). Podkreślono, że osiągnięcie poziomu inflacji niższego od wartości referencyjnej było głównie wynikiem czynników przejściowych, w tym procesu poważnych dostosowań w gospodarce, a dalsze utrzymanie niskiej stopy inflacji będzie stanowić poważne wyzwanie z uwagi na ograniczone pole manewru w polityce pieniężnej⁵⁴. Przewidywania analityków

⁵³ Porównania korzyści i kosztów z przeprowadzenia wewnętrznej dewaluacji na Łotwie dokonali M. Weisbrot, R. Ray, *Latvia's Internal Devaluation: A Success Story?*, Washington 2011.

⁵⁴ EBC, *Raport o konwergencji*, maj 2010, s. 44-45.

okazały się słuszne, bo wraz z wejściem gospodarki łotewskiej w fazę wzrostu, od II poł. 2010 roku dynamika cen konsumpcyjnych wyraźnie przyspieszyła i w marcu 2011 roku przekroczyła poziom 4%, utrzymując się w przedziale 4-5% do końca tego roku. Natomiast w kolejnym okresie referencyjnym od maja 2012 r. do kwietnia 2013 r. wskaźnik HICP wyniósł 1,3 % i był wyraźnie niższy od wartości referencyjnej 2,7%. Spełnione zostały też kryteria fiskalne (jeszcze w 2012 r. Łotwa była objęta decyzją Rady UE w sprawie istnienia nadmiernego deficytu)⁵⁵.

Doświadczenia łotewskie ostatnich lat pokazują więc, że w miarę upływu czasu system stałego kursu walutowego (utrzymywany w tym kraju w niezmienionej od 1994 roku, rygorystycznej formie) stawał się coraz bardziej ryzykowny dla gospodarki. Mimo skutecznego procesu ograniczania inflacji w latach 1994-1999, długookresowa stabilizacja cen w tym kraju nie była możliwa w warunkach całkowitej liberalizacji przepływów kapitałowych oraz ograniczonej autonomii polityki monetarnej ograniczeń wynikających z logiki niespójnego czworokąta rozwiązań systemowych. Z powodu braku ryzyka kursowego wystąpił problem z napływem kapitału zagranicznego, także o charakterze spekulacyjnym oraz z dynamicznym wzrostem akcji kredytowej w walutach obcych. Przyczyniło się to z kolei do realnej aprecjacji waluty. Łotwie - dzięki pomocy finansowej z zagranicy - udało się wprawdzie uniknąć skokowej dewaluacji w warunkach kryzysu finansowego, ale gospodarka poniosła dotkliwe konsekwencje obrony założonego poziomu kursu w postaci bardzo głębokiej recesji gospodarczej, znacznej redukcji wydatków wewnętrznych i kosztów pracy. Na Łotwie zdecydowanie ujawniły się zagrożenia związane z małą odpornością na zjawiska kryzysowe gospodarki prowadzącej politykę kontroli kursu walutowego.

We wszystkich gospodarkach bałtyckich w okresie pobytu w ERMII ujawniły się więc negatywne konsekwencje stosowania sztywnych systemów kursowych. Litwa, Łotwa i Estonia poniosły dotkliwe skutki obrony założonego poziomu kursu w postaci bardzo głębokiej recesji gospodarczej, znacznej redukcji wydatków wewnętrznych i kosztów pracy. Ujawniły się też zagrożenia związane z małą odpornością tych gospodarek na zjawiska kryzysowe, jednocześnie kraje te znalazły się w „pułapce” tak restrykcyjnej polityki kontroli kursu walutowego – okres dobrej koniunktury po wejściu w struktury UE charakteryzował się wysoką dynamiką inflacji, brakowało jednocześnie narzędzi autonomicznej polityki pieniężnej, wspierającej wypełnienie kryterium stabilności cen. Pokazało to po raz kolejny nieadekwatność kryteriów konwergencji do sytuacji gospodarek posocjalistycznych aspirujących do strefy euro.

⁵⁵ EBC, *Raport o konwergencji*, czerwiec 2013, s. 51.

4. Wnioski dla Polski

Znaczne podobieństwo analizowanych gospodarek, które spełniły kryteria zbieżności ze strefą euro, do pozostałych trzech krajów z grupy EU-8 tj. Polski, Czech i Węgier pozwala na odnoszenie wniosków z ich doświadczeń do krajów z derogacją. W dyskusji nad wprowadzeniem euro w Polsce prezentowane były dotychczas różne scenariusze integracji ze strefą euro, m.in. propozycje szybkiego wejścia do ERMII bez spełnienia pozostałych kryteriów konwergencji, a nawet przyjęcie bardziej restrykcyjnego rozwiązania kursowego niż wymagane z pasmem odchylen $\pm 15\%$ od parytetu centralnego⁵⁶.

Po pierwsze, największym wyzwaniem dla gospodarki Polski, która obecnie w warunkach systemu kursu płynnego wykorzystuje kanał kursu walutowego jako automatyczny stabilizator gospodarki, może okazać się wymagana w ERMII stabilizacja kursu złotego wobec euro. Zwłaszcza w okresach niestabilności zewnętrznej był to istotny czynnik wpływający na sytuację makroekonomiczną kraju. Na przykład wybuchu kryzysu globalnego w 2008 duża skala deprecjacji waluty wobec dolara oraz euro pozwoliła gospodarce polskiej – w przeciwieństwie do gospodarek bałtyckich, które brak możliwości dostosowania poprzez kanał kursu walutowego okupiły największymi spadkami PKB w regionie – na odzyskanie konkurencyjności i uniknięcie poważnej recesji. Skala wahań kursu złotego w analizowanym okresie po wejściu do UE wynosiła od 3,2053 (minimum w dniu 28.02.2008) do 4,9525 (maksimum w dniu 7.03.2022) – zob. wykres 6.

Po drugie, utrzymanie przez dłuższy czas kursu złotego w dopuszczalnym przedziale odchylen może wiązać się z ryzykiem ataków spekulacyjnych. Taka sytuacja nie wystąpiła, co prawda, w analizowanych powyżej gospodarkach, ale z napływem kapitału o charakterze spekulacyjnym i atakiem spekulacyjnym zmagął się węgierski forint w okresie uczestnictwa w tzw. widmie ERMII⁵⁷. Natomiast

⁵⁶ A. Spoleńska, P. Tokarski, *Raport: Euro od/nowa. Scenariusze dla Polski*, Fundacja Instytut Reform, wrzesień 2023; M. Redo, *Benefits of membership of Exchange Rate Mechanism – ERMII – alternatives to Poland's adoption of euro*, „Central European Review of Economics and Management, Vol.1, No. 1, 27-40, March 2017; J. Bilski, *Polska w ERMII – korzyści i zagrożenia*, „Acta Universitatis Lodzensis. Folia Oeconomica” 209, 2007, s. 37-46; P. Pukin-Sowul, *Perspektywy przystąpienia Polski do strefy euro w kontekście teorii optymalnych obszarów walutowych*, „Zeszyty Naukowe. Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie”, 1(991)/2021, s. 105-121, <https://doi.org/10.15678/ZNUEK.2021.0991.0107>.

⁵⁷ Od stycznia 2003 roku, w okresie stosowania systemu kursu stałego z dopuszczalnym pasmem wahań $\pm 15\%$ i odniesieniem forinta do euro nastąpiły znaczne perturbacje na węgierskim rynku walutowym, liczne kosztowne interwencje banku centralnego, zakończone ostatecznie decyzją o dewaluacji waluty w czerwcu 2003 r. Więcej na ten temat czytaj w: Z. Érsek, *Defending the strong side of the band – the Hungarian experience* w: „Foreign exchange market intervention in emerging markets: motives, techniques and implications”, „BIS Paper”, 24/2005, s. 173.



Source: ECB

EUROPEAN CENTRAL BANK | EUROSISTEM

<https://data.ecb.europa.eu>**Wykres. 6.** Nominalny kurs złotego do euro po wejściu do Unii EuropejskiejŹródło: www.data.ecb.europa.eu [dostęp: 31.10.2023].

polski rynek waluty charakteryzuje się dużo większą intensywnością przepływów walutowych. Według danych Banku Rozrachunków Międzynarodowych (BIZ) średnie dzienne obroty netto na krajowym rynku walutowym w kwietniu 2022 r. wyniosły 13 019 mln USD (wzrost w porównaniu z kwietniem 2019 r. o 47% według kursów bieżących), w tym 9 618 mln USD stanowiły transakcje z udziałem złotego⁵⁸.

Po trzecie, o ile przyłączenie do strefy euro oznacza całkowitą utratę możliwości prowadzenia niezależnej polityki pieniężnej przez NBP, to wejście na ścieżkę integracji ze strefą euro w systemie ERM II oznacza zmniejszenie stopnia autonomii polityki monetarnej pod wpływem polityki Europejskiego Banku Centralnego oraz aktualnej sytuacji gospodarczej krajów należących do unii monetarnej. Te konsekwencje najbardziej uwidoczniły się w procesie integracji monetarnej krajów bałtyckich, które – mimo początkowych założeń szybkiego spełnienia kryteriów konwergencji i przyjęcia wspólnej waluty – doświadczyły zbyt długiego pobytu w systemie ERMII, postrzeganego nawet jako „pułapka sztywnego kursu walutowego”. Tym bardziej nie wydaje się zasadne postulowanie dla Polski w obecnej sytuacji makroekonomicznej wejścia do systemu ERMII (ostatni *Raport o konwergencji* z maja 2022 roku wskazywał przekroczenie dopuszczalnych kryteriów w zakresie stopy inflacji, niespełnienie kryterium kursu walutowego oraz niespełnienie szeregu warunków prawnych⁵⁹).

⁵⁸ <https://nbp.pl/system-finansowy/obroty-na-ryнку-walutowymi-rynku-pozagieldowych-instrumentow-pochodnych-w-polsce/>, [dostęp: 31.10.2023].

⁵⁹ EBC, *Raport o konwergencji*, maj 2022.

Przedłużający się niepotrzebnie pobyt w korytarzu walutowym mógłby okazać się okresem znacznych perturbacji dla gospodarki polskiej.

Po czwarte, w okresie zmagania z procesami inflacyjnymi w naszym kraju warto wziąć pod uwagę doświadczenia słoweńskie i słowackie, które pokazały, że przy dużej determinacji władz jest możliwe spełnienie kryterium inflacyjnego, z wykorzystaniem cen administrowanych czy działań regulacyjnych w postaci porozumień ze związkami zawodowymi odnośnie opóźnienia wzrostu płac, ale może to skutkować znacznym poakcesyjnym wzrostem cen w gospodarce.

Po piąte, warto wziąć również pod uwagę – po doświadczeniach Słowacji – konsekwencje ewentualnej rewaluacji kursu walutowego (dewaluacja w systemie ERMII nie jest dopuszczana) i jej skutki dla osłabienia konkurencyjności eksportu.

Podsumowanie

Przeprowadzona analiza ścieżek integracji krajów Europy Środkowo-Wschodniej ze strefą euro pokazała, że wybór systemu kursowego w mechanizmie ERMII ma istotne znaczenie dla skuteczności polityki pieniężnej i spełnienia pozostałych kryteriów konwergencji, przede wszystkim kryterium inflacyjnego. W większości badanych gospodarek ujawniły się trudności w jednoczesnej kontroli kursu walutowego i skutecznej walce inflacją. Szczególnie dotkliwych skutków tych ograniczeń doświadczyły kraje bałtyckie w czasie globalnego kryzysu 2008-2010 oraz Słowacja, dla której spełnienie kryteriów konwergencji wiązało się z rewaluacją kursu korony łącznie aż o 22%, czyli działaniem w kierunku osłabienia konkurencyjności gospodarki jeszcze przed wprowadzeniem do obiegu wspólnej waluty. Ponadto, już po wejściu do unii monetarnej w analizowanych gospodarkach można zaobserwować brak trwałości w wypełnieniu kryteriów konwergencji, zwłaszcza w warunkach niestabilności otoczenia zewnętrznego. Te doświadczenia powinny stanowić więc istotne implikacje dla polityki kursowej prowadzonej przez Polskę i pozostałe kraje EŚW objęte derogacją.

References

Bibliografia

- Baran K., *Kryterium inflacyjne w rozszerzonej Europie – podsumowanie dyskusji na temat Litwy*, „Bank i Kredyt”, nr 6/2007.
- Bilski J. red., *Wpływ kursu walutowego na handel zagraniczny*, Warszawa 2012.
- Bilski J., *Polska w ERMII – korzyści i zagrożenia*, „Acta Universitatis Lodzensis. Folia Oeconomica” 209/2007.

- Borowski J., Brzoza-Brzezina M., Szpunar P., *Exchange rate regimes and Poland's participation in ERMII*, „Bank i Kredyt”, 01/2003.
- Brioxiova Z., Morgan M. H., Vörgötter A., *On The Road to Euro: How Synchronized Is Estonia with the Euro zone?*, „The European Journal of Comparative Economics” 7(1)/2010.
- Deroose S., Baras J., *The Masstrich Criteria on Price and Exchange Rate Stability and ERMII*, in: Schadler S. (ed.), *Euroadoption in Central and Eastern Europe: Opportunities and Challenges*, International Monetary Fund 2005.
- Érsek Z., *Defending the strong side of the band – the Hungarian experience w: Foreign exchange market intervention in emerging markets: motives, techniques and implications*, „BIS Paper”, 24/2005.
- Frankel J. A., *No Single Currency Regime is Right for all Countries or at al. Times*, „Essays in International Finance”, No. 215, New Jersey 1999.
- Gulde A., Kahkonen J., Keller P., *Pros and Cons of Currency Board Arrangements in the Lead-up to EU - Accession and Participation in the Euro Zone*, „IMF Policy Discussion Paper” 2010, PDP/00/1.
- Jurek M., *Międzynarodowy system walutowy i systemy kursowe w warunkach integracji finansowej*, Poznań 2011.
- Michalczyk W., *Uwarunkowania i miejsce Polski w drodze do mechanizmu ERMII*, „Zeszyty Naukowe Wyższej Szkoły Bankowej we Wrocławiu”, 2015/7.
- Nyberg L., *The Baltic region in the shadow of the financial crisis*, „BIS Review”, No. 105/2009.
- Orłowski W. i in., *Jak żyć z euro? Doświadczenia krajów Europy Środkowo-Wschodniej*, Warszawa 2018.
- Patena W., *Łotwa w pułapce sztywnego kursu walutowego*, „Ekonomista”, nr 1/2008.
- Pentecost E., *Exchange Rate Policy in Transition to Accession: A Review of the Options*, Łódź 2004.
- Perspektywy wejścia Polski do strefy euro*, „Zeszyt BRE Bank – CASE”, nr 85/2006.
- Polański Z., *Polityka kursu walutowego w Polsce w latach 90. Stabilizacja, konkurencyjność, przepływy kapitałowe*, „Ekonomista”, 1999, nr 1-2.
- Polszakiewicz B., *Niespójny czworokąt rozwiązań systemowych w polskiej polityce stabilizacyjnej*, w: „Własność i kontrola w teorii i praktyce”, cz. 1, red. Polszakiewicz B., Boehlke J., Toruń 2007.
- Przybylska-Kapuścińska W., *Polityka pieniężna nowych państw członkowskich Unii Europejskiej. Od transformacji, przez inflację do integracji*, Polska 2007.
- Pukin-Sowul P., *Perspektywy przystąpienia Polski do strefy euro w kontekście teorii optymalnych obszarów walutowych*, „Zeszyty Naukowe. Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie”, 1(991)/2021, s. 105-121, <https://doi.org/10.15678/ZNUEK.2021.0991.0107>.
- Purfield C., Rosenberg C. B., *Adjustment Under a Currency Peg : Estonia, Latvia and Lithuania During the Global Financial Crisis 2008-09*, IMF Working Paper, 10(213), <http://dx.doi.org/10.5089/9781455205448.001>.
- Redo M., *Benefits of membership of Exchange Rate Mechanism – ERMII – alternatives to Poland's adoption of euro*, „Central European Review of Economics and Management, Vol.1, No. 1, 27-40/2017.
- Resolution of the European Council on the establishment of an exchange-rate mechanism in the third stage of economic and monetary union*, Amsterdam, 16 czerwca 1997r.
- Sławiński A., *Ryzyko utraty kontroli nad wysokością realnej stopy procentowej w systemie izby walutowej*, w: „Własność i kontrola w teorii i praktyce”, cz. 1, red. Polszakiewicz B., Boehlke J., Toruń 2007.
- Sławiński A., *Znaczenie czynników ryzyka towarzyszących wchodzeniu Polski do ERM2 i do strefy euro*, „Ekonomista”, nr 1/2008.
- Spoleńska A., Tokarski P., *Raport: Euro od/nowa. Scenariusze dla Polski*, Fundacja Instytut Reform, wrzesień 2023.

- Stanowisko Rady Prezesów EBC dotyczące zagadnień kursowych w krajach przystępujących, EBC 13 grudnia 2003 r., cytowane za: Ministerstwo Finansów, *Integracja Polski ze strefą euro: uwarunkowania członkostwa i strategia zarządzania procesem*, Warszawa 2005.
- Szapary G., *Comments on „The Masstricht Criteria on Price and Exchange Rate Stability and ERMII”*, in Schadler S. (ed.), *Euroadoption in Central and Eastern Europe: Opportunities and Challenges*, International Monetary Fund 2005.
- Tchorek G., *Polish Exchange Rate Policy Dilemmas in ERM II*, „Studia Europejskie” 2/2017.
- Wajda-Lichy M., *Perspektywy rewizji oceny kryteriów konwergencji w świetle kryzysu finansowego 2007-2009*, „Studia Ekonomiczne”, 2012, nr 123.
- Weisbrot M., Ray R., *Latvia's Internal Devaluation: A Success Story?*, Washington 2011.
- Wolkonowski J., *Litwa w strefie euro. Proces wejścia i skutki inflacyjne wprowadzenia nowej waluty*, „International Business and Global Economy”, 36/2017, <http://dx.doi.org/10.4467/23539496IB.17.012.7460>.
- Zbierchowska D., *Konsekwencje stosowania określonych systemów kursowych w warunkach kryzysu finansowego na przykładzie krajów Europy Środkowo-Wschodniej*, „Equilibrium”, nr 1/2010.
- Żuchowska D., *Accession to the Eurozone as Lithuania's Exit Strategy From the Currency Board System*, „Equilibrium. Quarterly Journal of Economics and Economic Policy”, 10(3)/2015, <https://doi.org/10.12775/EQUIL.2015.023>.
- Żuchowska D., *Polityka kursowa a inflacja w krajach Europy Środkowo-Wschodniej*, CeDeWu, Warszawa 2012.

Raporty:

- Bank of Latvia, *Annual Report 2004*, <http://www.bank.lv/> [dostęp: 31.10.2023].
- Bank of Latvia, *Annual Report 2009*, <http://www.bank.lv/> [dostęp: 31.10.2023].
- EBC, *Raport o konwergencji*, październik 2004.
- EBC, *Raport konwergencji*, maj 2006.
- EBC, *Raport o konwergencji*, grudzień 2006.
- EBC, *Raport o konwergencji*, maj 2008.
- EBC, *Raport o konwergencji*, maj 2010.
- EBC, *Raport o konwergencji*, maj 2012.
- EBC, *Raport o konwergencji*, czerwiec 2013.
- EBC, *Raport o konwergencji*, czerwiec 2014.
- EBC, *Raport o konwergencji*, czerwiec 2022.
- NBP, *Analiza sytuacji gospodarczej w krajach Europy Środkowo-Wschodniej*, styczeń 2011.