

Dlaczego jednostronna euroizacja ma sens w przypadku Polski i (niektórych) innych krajów kandydujących

1. Kluczowe elementy propozycji jednostronnej euroizacji

Propozycję jednostronnej euroizacji po raz pierwszy przedstawiliśmy dwa i pół roku temu. Uwagi ze strony niektórych ekonomistów wskazują, że szczegóły naszej propozycji nie zawsze zostały jasno zrozumiane. Chcielibyśmy zatem rozpocząć od rekapitulacji głównych elementów naszej propozycji.

Proponujemy, by tak szybko, jak to jest praktycznie możliwe, złoty został zastąpiony w Polsce przez euro.¹ Oznacza to, że złotowa gotówka w obiegu i w skarbcach banków zostałyby zastąpione banknotami i monetami euro, zakupionymi za część, w przypadku Polski bardzo wysokich, rezerw walutowych. Równocześnie wszystkie denominowane w złotych depozyty bankowe, umowy prywatne, zobowiązania płacowe i podatkowe zostałyby przeliczone na euro po „parytecie wymiany” wybranym przez rząd polski. Kwestię tego, czy euro stałoby się polską „walutą narodową”, czy może po zniesieniu złotego przestałaby w Polsce istnieć waluta narodowa, jest zagadnieniem prawnym, które pozostawiamy prawnikom. Z ekonomicznego punktu widzenia jest to sprawa drugorzędna. W każdym razie – chcemy to bardzo jasno podkreślić - **nie** proponujemy i nigdy nie proponowaliśmy wprowadzenia „polskiego euro” – tzn. nowej waluty, która byłaby odmienna od waluty emitowanej przez Europejski Bank Centralny (EBC).

Jesteśmy przekonani, że najkorzystniejsze dla Polski byłoby przeprowadzenie jednostronnej euroizacji przy akceptacji Unii Europejskiej. Tak więc przez określenie „jednostronna euroizacja” rozumiemy to, iż euroizacja zostanie wdrożona poprzez zakup niezbędnych euro przy wykorzystaniu rezerw walutowych Polski, zanim Polska stanie się członkiem Unii Gospodarczej i Walutowej (a nawet być może zanim stanie się członkiem Unii Europejskiej). Nie chcemy przez to powiedzieć, że jednostronna euroizacja zostanie wdrożona bez wcześniejszych dyskusji z Unią Europejską i bez próby uzyskania akceptacji Unii Europejskiej. W chwili obecnej Unia Europejska sprzeciwia się jednostronnej euroizacji. Jesteśmy przekonani, że sprzeciw ten nie jest dobrze uzasadniony prawem europejskim ani nawet interesami obecnych państw członkowskich UGiW. Powinno być zatem możliwe przekonanie Unii Europejskiej, że jednostronna euroizacja jest korzystna dla obu stron oraz uzgodnienie warunków, które nie pomijałyby uzasadnionych niepokojów, które mogłyby wyrażać UE czy EBC. Polska winna więc rozpocząć rozmowy bezpośrednio nastawione na przekonanie Unii Europejskiej do zmiany jej stanowiska, równocześnie przygotowując prawne i instytucjonalne fundamenty tej zmiany.² Niepowodzenie tych negocjacji nie oznaczałoby jeszcze, że Polska musiałaby porzucić ideę jednostronnej euroizacji (mogłaby dalej realizować „jednostronną jednostronną euroizację”). W tych okolicznościach lepsze jednak mogłoby jednak przyjęcie rozwiązania izby walutowej. System ten jest bardzo podobny do

¹ Przygotowania techniczne zajęłyby prawdopodobnie około półtora roku do dwóch lat.

² Na przykład ustanawiając Fundusz Płynności Sektora Bankowego, który omawiamy poniżej.

jednostronnej euroizacji, byłby jednak nieco mniej korzystny dla Polski. [Rostowski, 2001a].

Panuje również duże zamieszanie co do implikacji płynących z jednostronnej euroizacji dla zdolności do wypełnienia kryterium inflacyjnego z Maastricht. W krajach szybko rozwijających się, takich jak kraje akcesyjne realizujące transformację gospodarczą, występuje zazwyczaj efekt Harroda-Balassy-Samuelsona (efektem H-B-S), zgodnie z którym ceny dóbr nie będących przedmiotem handlu międzynarodowego rosną szybciej niż ceny dóbr będące przedmiotem handlu międzynarodowego a tempo wzrostu względnych cen dóbr nie będących przedmiotem handlu międzynarodowego jest wyższe niż w krajach, które rozwijają się wolniej³ Oznacza to, że gdyby wzrost cen dóbr będących przedmiotem handlu międzynarodowego był w Polsce taki sam jak w Unii Gospodarczej i Walutowej (co miałyby miejsce w ramach jednostronnej euroizacji), wówczas inflacja ogólna byłaby wyższa – niewykluczone, że na tyle wyższa, by uniemożliwić Polsce spełnienie warunku inflacyjnego z Maastricht. Przy elastycznym kursie walutowym inflację można by obniżyć do wymaganego poziomu (w chwili obecnej 1,5% powyżej średniej stopy inflacji w trzech krajach UGiW o najniższej inflacji) poprzez nominalną aprecjację waluty krajowej. Wywarłoby to presję na obniżenie krajowych cen dóbr będących przedmiotem handlu międzynarodowego (które być może musiałyby *spaść* w ujęciu nominalnym)⁴ oraz zmniejszyłoby inflację krajowych dóbr nie będących przedmiotem handlu międzynarodowego. Ponieważ opcja ta nie byłaby dostępna w ramach jednostronnej euroizacji czy izby walutowej, przeciwnicy tych rozwiązań twierdzą, że każdy z tych systemów uniemożliwiłby spełnienie kryterium inflacyjnego z Maastricht a więc przystąpienie do Unii Gospodarczej i Walutowej jeszcze przez wiele lat (może nawet dwadzieścia) [Gomułka 2001].

Zdecydowanie nie zgadzamy się z tym poglądem. Przede wszystkim w ramach jednostronnej euroizacji wystarczy dostatecznie zmniejszyć popyt krajowy (i nic więcej). Pozwoli to na tyle obniżyć wzrost cen dóbr nie będących przedmiotem handlu międzynarodowego, by średnia inflacja spełniała wartości referencyjne kryterium inflacyjnego z Maastricht. Obecna wartość ta wynosi 1,5% powyżej średniej stopy inflacji w trzech krajach UGiW o najniższej inflacji. W przypadku Polski dobra nie będące przedmiotem handlu międzynarodowego, których ceny są wyznaczone rynkowo, obejmują około 30-40% koszyka wskaźnika cen towarów i usług konsumpcyjnych (CPI). Gdyby inflacja trzech krajów UGiW o najniższej inflacji wynosiła 1,5% (zob. przypis 4), wówczas wartość referencyjna wynosiłaby 3%. Aby łączny wzrost cen zarówno dóbr będących przedmiotem handlu międzynarodowego, jak i dóbr nie będących przedmiotem

³ Jest to wynikiem szybszego wzrostu wydajności pracy w ich sektorze dóbr będących przedmiotem handlu międzynarodowego niż w: (1) ich sektorze dóbr nie będących przedmiotem handlu międzynarodowego oraz (2) sektorze dóbr będących przedmiotem handlu międzynarodowego w wolno rozwijających się krajach, takich jak kraje UE.

⁴ Musiałyby na pewno wzrosnąć mniej niż w trzech krajach członkowskich UGiW o najniższej inflacji. Z uwagi na to, że cel Europejskiego Banku Centralnego w zakresie średniej inflacji w UGiW wynosi 2%, w krajach o najniższej inflacji będzie to prawdopodobnie 1,5%. Nawet w UGiW inflacja dóbr będących przedmiotem handlu międzynarodowego będzie niższa niż inflacja średnia, co praktycznie nie pozostawia miejsca na stabilne ceny dóbr będących przedmiotem handlu międzynarodowego w Polsce. Kluczowe pytanie jest następujące: jak duża recesja dóbr będących przedmiotem handlu międzynarodowego musiałaby wystąpić w Polsce, by spowodowała umiarkowany spadek krajowych cen nominalnych w przypadku dóbr będących przedmiotem handlu międzynarodowego?

handlu międzynarodowego był w Polsce taki sam jak w UGiW, potrzeba by maksymalny poziom inflacji dóbr nie będących przedmiotem handlu międzynarodowego wynosił w Polsce 5,25-6,5%. Nie wydaje się to aż tak niewyobrażalnie niskim poziomem, by nie dało się go osiągnąć. Gdyby inflacja dóbr będących przedmiotem handlu międzynarodowego w UGiW (i w Polsce) była niższa, wówczas dopuszczalny poziom inflacji dóbr nie będących przedmiotem handlu międzynarodowego w Polsce byłby nawet wyższy.

Jak już zostało omówione, w wypadku płynnego kursu walutowego przejściowe zacieśnienie polityki pieniężnej doprowadzi do nominalnej aprecjacji waluty i presji na obniżenie inflacji zarówno dóbr będących przedmiotem handlu międzynarodowego, jak i dóbr nie będących przedmiotem handlu międzynarodowego. W przypadku sektora dóbr będących przedmiotem handlu międzynarodowego może to wymagać *obniżki* krajowych cen nominalnych i znacznego wzrostu bezrobocia w działalności produkcyjnej. W przypadku jednostronnej euroizacji więcej kosztów przejściowego zmniejszenia inflacji poniżej poziomu wymaganego przez kryterium inflacyjne z Maastricht ponosiłby sektor dóbr nie będących przedmiotem handlu międzynarodowego (usługi i budownictwo). Można by to osiągnąć przez tymczasowy „pakt socjalny” ograniczający płace w sektorze dóbr nie będących przedmiotem handlu międzynarodowego i ograniczający wzrost cen urzędowych lub przez tymczasowe zacieśnienie polityki fiskalnej, czy też przez kombinację wszystkich trzech czynników. Warto podkreślić, że w obu przypadkach (kursu płynnego oraz jednostronnej euroizacji) ograniczenia będą miały stosunkowo krótkoterminowy charakter (rok lub dwa lata), ponieważ wartości referencyjne kryterium inflacyjnego z Maastricht będą musiały być spełnione przez krócej niż rok. Wydaje się nam zatem, że problem ten został sztucznie wyolbrzymiony.

Co więcej, zalecamy, by po przystąpieniu do Unii Europejskiej Polska (i inni nowi członkowie) orędownali za skorygowaniem kryterium inflacyjnego z Maastricht. Samo kryterium wymaga jedynie „trwałej i dającej się utrzymać zbieżności stóp inflacji”, a wymagany stopień zbieżności określa wartość referencyjna. Jednakże samą wartość referencyjną może zmieniać Rada Europejska⁵ i nie wymaga to zmiany Traktatu. Biorąc pod uwagę to, że większość nowych członków będzie znajdować się pod wpływem działania efektu H-B-S a niektóre będą miały izby walutowe⁶, istnieć będzie silne lobby za taką korektą kryterium inflacyjnego z Maastricht, by odnosiło się jedynie do inflacji dóbr będących przedmiotem handlu międzynarodowego. Będzie to tym bardziej przekonujące, że kryterium inflacyjne z Maastricht wymaga „trwałej zbieżności”. Z uwagi jednak na efekt H-B-S szybko rozwijające się gospodarczo kraje, takie jak Irlandia, zdołały spełnić kryterium inflacyjne z Maastricht jedynie przez krótki czas przed wejściem do UGiW, po czym znacznie je przekroczyły. Podobnie jak w przypadku szybko rozwijających się gospodarczo członków UgiW, w krajach, które dokonały jednostronnej euroizacji inflacja przekraczająca obecne wartości referencyjne może być jedynie skutkiem działania efektu H-B-S. Ceny ich towarów będących przedmiotem handlu międzynarodowego będą bowiem takie same, co w Unii Gospodarczej i

⁵ Głosami wszystkich, a więc także nowo przyjętych, krajów będących w tym momencie członkami UGiW

⁶ Co najmniej Estonia i ewentualnie Bułgaria (której przyjęcia oczekuje się po roku 2008).

Walutowej.⁷ Co więcej, o kraju, który dokonał euroizacji, utrzymuje pod kontrolą finanse publiczne i szybko się rozwija (dowodząc w ten sposób, że zachowuje konkurencyjność w sektorze dóbr będących przedmiotem handlu międzynarodowego), można powiedzieć, że osiągnął zgodność z duchem kryterium inflacyjnego z Maastricht, nawet jeśli w danym momencie nie może osiągnąć jego wartości referencyjnej. Zatem nie tylko jest prawdopodobne, że po roku 2004 uformuje się znaczne lobby na rzecz zmiany kryterium inflacyjnego z Maastricht, ale istnieją także poważne obiektywne powody modyfikacji tego kryterium w odniesieniu do krajów, które dokonały jednostronnej euroizacji.

Jednostronna euroizacja ma oczywiście sens tylko w przypadku tych krajów akcesyjnych w okresie transformacji, które potrafią utrzymać zasadniczą dyscyplinę fiskalną. Jest to (i słusznie!) wymogiem uczestnictwa w UGiW. Jednostronna euroizacja zmniejszy koszty obsługi długu publicznego. Przyjmujemy założenie, że ulga ta zostanie spożytkowana raczej do zmniejszenia deficytu fiskalnego niż zwiększenia wydatków publicznych przy utrzymywaniu tego deficytu na jego obecnym nieakceptowalnie wysokim poziomie. Euroizację jednostronną traktujemy jako lepszą (mniej bolesną) ścieżkę do UGiW niż ścieżka tradycyjna. Nie traktujemy jej jako sposobu uniknięcia potrzeby przyłączenia się do UGiW ze wszystkimi jej ograniczeniami. Obecne problemy fiskalne Polski stawiają znak zapytania zarówno nad jej zdolnością do osiągnięcia członkostwa w UGiW (a nawet UE), jak i sensem jednostronnej euroizacji. Jednostronna euroizacja może pomóc Polsce w uporządkowaniu jej sytuacji fiskalnej. Nie może jednak, i nie powinna być, substytutem dyscypliny fiskalnej czy szybkiego osiągnięcia członkostwa w UGiW.

Wreszcie, nasza propozycja jednostronnej euroizacji jest odpowiedzią na coraz ostrzejsze tzw. „problemy sukcesu”, przed którymi stoją zaawansowane w transformacji gospodarki zbliżając się do uzyskania członkostwa w Unii Europejskiej. Przeprowadzone z powodzeniem reformy rynkowe w transformujących się krajach akcesyjnych i perspektywa przystąpienia do Unii Europejskiej prowadzą do oczekiwań szybkiego wzrostu. To z kolei oznacza, że mieszkańcy kraju chcą oszczędzać mniej, tak by „wygładzić” zmiany poziomu konsumpcji, podczas gdy środki finansowe niezbędne do wypełnienia luki między oszczędnościami a inwestycjami skłonni są zapewnić inwestorzy zagraniczni. Wynikiem tego są wysokie nadwyżki na rachunku obrotów kapitałowych i towarzyszący im wysoki deficyt na rachunku obrotów bieżących. Powoduje to, że kraje akcesyjne realizujące przekształcenia gospodarcze są bardzo podatne na „zastopowanie” napływu kapitału (nie jest wcale konieczne odwrócenie kierunku jego przepływu). W przypadku Polski deficyt obrotów bieżących wynosił w ciągu ostatnich trzech lat około 5 – 8% PKB. Poziom taki na ogół uważa się za znajdujący się w „strefie zagrożenia”, w której – ze względu na obawy inwestorów, że jest on nie do utrzymania - może dojść do „zastopowania” napływu środków dewizowych.

Nie można liczyć na utrzymanie tych zjawisk pod kontrolą, ani przy pomocy polityki pieniężnej, ani fiskalnej. Przy kursie płynnym restrykcyjna polityka pieniężna spowoduje aprecjację waluty krajowej, co jeszcze bardziej powiększy deficyt rachunku

⁷ Mogłyby one mieć wyższą inflację popytową w sektorze dóbr nie będących przedmiotem handlu międzynarodowego, gdyby wystąpił u nich duży wzrost deficytu budżetowego. Naruszyłyby jednak przez to kryterium deficytu z Maastricht i z tego powodu nie mogłyby wejść do UGiW.

obrotów bieżących. Ekspansywna polityka pieniężna doprowadzi do szybszego wzrostu inflacji i uniemożliwi osiągnięcie kryteriów z Maastricht. Przy kursie sztywnym w ogóle nie dysponujemy instrumentem polityki pieniężnej. Polityka fiskalna (którą można stosować albo z płynnym albo sztywnym kursem walutowym) może również okazać się nieskutecznym narzędziem poprawy salda na rachunku obrotów bieżących, ponieważ jej zacieśnienie może spowodować, że kredytodawcy zagraniczni chętniej będą kredytować kredytobiorców sektora prywatnego (wiemy, że w dzisiejszych czasach inwestorzy patrzą na ogólne zadłużenie rezydentów kraju, zarówno publicznych jak i prywatnych). Z kolei rozluźnienie polityki fiskalnej zwiększyłoby zagregowany popyt i tym samym prowadziło by do zwiększenia deficytu rachunku obrotów bieżących.

Z uwagi na problemy z obniżaniem wysokiego deficytu na rachunku obrotów bieżących wiele krajów akcesyjnych w fazie transformacji naraża się na ryzyko ostrej deprecjacji swojej waluty, zwanej zazwyczaj kryzysem walutowym. W krajach o bardzo wysokich poziomach „euroizacji pasywów” [Calvo, 1998] kryzysy takie doprowadzają do wzrostu realnego obciążenia długiem i do depresji (której niedawnym przykładem jest Indonezja). W Polsce nie występuje wysoki poziom euroizacji pasywów, nawet jednak w Polsce konieczność zabezpieczenia się przed inflacyjnym efektem ostrej deprecjacji poprzez wyższe stopy procentowe spowodowałyby skutki w wysokim stopniu recesyjne. Dlatego też proponujemy, by te kraje akcesyjne w okresie transformacji, które dysponują dostatecznie dużymi rezerwami, uniknęły tego ryzyka poprzez jednostronną wymianę wszystkich swoich krajowych monet i banknotów na euro oraz redenominację wszystkich swoich denominowanych w walucie krajowej depozytów bankowych na euro tak szybko, jak to tylko będzie praktycznie możliwe (przygotowania techniczne zajęłyby prawdopodobnie rok do dwóch lat).

W pozostałej części pracy nie będziemy już powtarzać naszych argumentów za jednostronną euroizacją *in extenso*. Zainteresowanych odsyłamy do naszych wcześniejszych prac [Bratkowski i Rostowski, 2001 oraz Rostowski [2001b]. Zajmiemy się natomiast jedynie kwestiami, które zostały podniesione przez Wójcika [2000]. Wybraliśmy tę pracę, ponieważ jak dotąd stanowi ona najbardziej kompleksowy i gruntowny atak na propozycję jednostronnej euroizacji, a także dlatego, że zawiera cały szereg wymagających sprostowania błędów rzeczowych i analitycznych. Części od 2 do 5 zajmują się zagadnieniami *polityki* pieniężnej, fiskalnej i kursowej (w tym także problemami związanymi z pytaniem, czy transformujące się kraje akcesyjne już teraz stanowią optymalny obszar walutowy z krajami UGiW). Części 6 do 8 poświęcone są fiskalnym oraz finansowym kosztom i korzyściom jednostronnej euroizacji.

2. Efektywność polityki pieniężnej i fiskalnej przy braku jednostronnej euroizacji w okresie dochodzenia do Unii Europejskiej i członkostwa w UGiW

Wójcik twierdzi, że polityka fiskalna *może* odgrywać efektywną rolę przy ograniczaniu deficytu na rachunku bieżącym: “ restrykcyjna polityka fiskalna niekoniecznie musi, poprzez to, że czyni kraj bardziej atrakcyjnym dla inwestorów zagranicznych, spowodować napływ kapitału...takie posunięcie może doprowadzić do niższych stóp procentowych...co powinno zmniejszyć presję na wzrost kursu. Chodzi o to, który z tych dwóch efektów będzie wówczas dominował.” No właśnie . Równoważący efekt, który opisujemy wyżej może zniwelować skutki restrykcyjnej polityki fiskalnej na rachunek

obrotów bieżących. I tak przejście w latach dziewięćdziesiątych w Stanach Zjednoczonych do nadwyżki fiskalnej nie przeszkodziło w narastaniu deficytu obrotów bieżących. Podejrzewamy, że do obniżenia deficytu obrotów bieżących w Polsce do około 5% PKB, co jest podobno bezpiecznym poziomem, potrzebne byłoby znaczne zacieśnienie fiskalne. Jesteśmy przekonani, że takie zacieśnienie (powiedzmy w wysokości 4 punktów procentowych PKB) nie da się zrealizować z przyczyn politycznych (w ciągu ostatnich lat deficyt fiskalny obniżył się jedynie nieznacznie – 3,3% do 2% PKB a w tym roku prawdopodobnie wzrośnie do 4,5% PKB). Nie znaczy to, że jesteśmy przeciwnikami restrykcyjnej polityki fiskalnej. Chcielibyśmy tylko, by była ona realizowana jako cel samoistny służący uwolnieniu zasobów na rozwój sektora prywatnego, a nie w celu osiągnięcia wątpliwej poprawy na rachunku obrotów bieżących. Jednak z rozwiązaniem problemu poprawy rachunku obrotów bieżących nie można zwlekać.

Wójcik nie kwestionuje naszego poglądu, że trudno jest poprawiać sytuację na rachunku obrotów bieżących przy pomocy polityki pieniężnej. W istocie niedawne wydarzenia w Polsce wskazują, że zarówno on jak i my byliśmy zbyt pesymistyczni. Bardzo wysokie realne stopy procentowe (przekraczające 13 procent, jeśli deflować je CPI i 16 procent, jeśli deflować je PPI) wystarczająco ograniczyły zagregowany popyt, tak iż rachunek obrotów bieżących uległ zmniejszeniu do około 5,5% procent PKB pomimo dużej nominalnej – i naprawdę dużej realnej – aprecjacji złotego w stosunku do euro w zeszłym roku. Koszt tego był jednak dość znaczny: realny wzrost PKB zmniejszył się z ponad 6% w 1997 roku do około 2%-3% procent w 2001 roku.⁸ Tak więc tradycyjna ścieżka przystępowania do UE i UGiW albo naraża szybko rozwijające się kraje akcesyjne na wysokie ryzyko kryzysu walutowego, albo zmusza je do rozwijania się dużo wolniej niż rozwijałyby się przy jednostronnej euroizacji. Ponieważ zbieżność realna jest jednym z celów transformujących się krajów akcesyjnych przy przystępowaniu do Unii Europejskiej, ścieżka ortodoksyjna oddala osiągnięcie ostatecznego celu, co jest ze wszech miar niepożądane. Takie jest właśnie sedno naszej argumentacji.

3. Zagadnienia optymalnego obszaru walutowego

Wójcik sporo czasu poświęca na podkreślenie zagrożeń, dla wzrostu gospodarczego Polski po euroizacji stanowiąc będą szoki asymetryczne. Twierdzi, że można by ich uniknąć poprzez właściwie dobraną kombinację polityki kursowej i pieniężnej, których to instrumentów oczywiście nie będzie po jednostronnej euroizacji. Szoki asymetryczne stanowią zagrożenie, jeśli dany kraj i unia walutowa, do której kraj ten chce się przyłączyć, nie są częścią optymalnego obszaru walutowego (OOW). Wójcik zmuszony jest przyznać, że badania formalne *nie* wykazują, że kraje akcesyjne realizujące przekształcenia gospodarcze *nie* są częścią OOW, do którego należałyby też kraje UGiW. Pozostaje mu zatem jedynie twierdzić, że *gdyby* kraje te nie stanowiły części OOW, *wówczas* szoki asymetryczne *odgrywałyby istotną rolę*, a ponadto jest *mniej prawdopodobne*, że Polska jest częścią OOW, niż w przypadku innych krajów akcesyjnych realizujących przekształcenia gospodarcze.

⁸ Z uwagi na wielkość realnej aprecjacji złotego, nawet ten niższy deficyt obrotów bieżących może nie stanowić adekwatnej ochrony przed kryzysem walutowym.

Uważamy, że wiele transformujących się krajów akcesyjnych (Polski nie wyłączając) spełnia warunki OOW prawie *w tym samym stopniu, co obecni członkowie UGiW*. Ponieważ kraje akcesyjne zaakceptowawszy *acquis communautaire*, są zobowiązane do przystąpienia w którymś momencie do UGiW, to co jest dobre dla obecnych członków UGiW, powinno być dostatecznie dobre dla nich. Nawet jeśli niektóre kraje akcesyjne w nieco mniejszym stopniu spełniają warunki OOW, niż obecni członkowie UGiW, to naraża je to jedynie na trochę wyższe ryzyko szoków idiosynkratycznych niż te, na które wystawieni są obecni członkowie UGiW. Przy podejmowaniu decyzji co do jednostronnej euroizacji to nieco wyższe ryzyko należy zestawić z opisanymi powyżej bardzo wysokimi kosztami wynikającymi z utrzymania waluty krajowej w okresie przed przystąpieniem do Unii.

Głównym argumentem za tym, że naszym zdaniem wiele krajów akcesyjnych w okresie transformacji zbliża się do spełnienia wymogów OOW w podobnym stopniu, co wielu obecnych członków UGiW, jest bardzo wysoki poziom integracji handlowej z krajami UGiW. Dobrą orientację co do stopnia, w jakim idiosynkratyczne szoki dla gospodarki kraju będą prawdopodobnie amortyzowane jego obrotami handlowymi z resztą obszaru walutowego, daje procentowy udział w PKB obrotów handlowych z innymi członkami obszaru walutowego. Udział obrotów handlowych z innymi krajami obszaru walutowego w obrotach handlowych ogółem zapewnia natomiast dobrą orientację co do stopnia ekspozycji danego kraju na wahania wspólnej waluty w stosunku do walut „krajów trzecich”. I tak tabela 1 pokazuje, że w 1999 roku:

1. obroty handlu zagranicznego Polski z krajami UGiW miały większy udział w PKB Polski niż miało to miejsce w przypadku średniej ważonej członków UGiW w roku poprzedzającym wprowadzenie euro;
2. obroty handlu zagranicznego Polski z krajami UGiW miały większy udział w PKB kraju niż miało to miejsce w przypadku sześciu z obecnych dwunastu członków UGiW (w tym czterech największych: Niemiec, Francji, Włoch i Hiszpanii);
3. obroty handlu zagranicznego ogółem Polski z krajami UGiW miały większy udział w obrotach handlu zagranicznego kraju ogółem niż miało to miejsce w przypadku wszystkich, poza dwoma, członkami UGiW.

Ponieważ Polska jest największym krajem akcesyjnym, obroty handlowe z UGiW prawie *każdego* innego kraju akcesyjnego mają jeszcze wyższy udział w PKB tego kraju niż w Polsce, zaś w pięciu z tych krajów udział handlu z UGiW w PKB jest wyższy niż w *jakimkolwiek* kraju UGiW poza Beneluksem. Z drugiej strony większość krajów akcesyjnych jest nieco bardziej niż Polska eksponowanych na handel z krajami spoza UGiW. Niemniej jednak przynajmniej siedem krajów akcesyjnych kieruje większą część swojego handlu do krajów UGiW niż trzy kraje UGiW. Gdyby zatem te wskaźniki były jedynymi kryteriami spełnienia wymogów OOW, to moglibyśmy już teraz dojść do wniosku, że spełnia je Polska i wiele innych krajów akcesyjnych.

Twierdzi się [np. Fidrmuc i Schardax, 2000], że większy udział handlu wewnątrzbranżowego (WB) w ramach obszaru walutowego prowadzić będzie do bardziej synchronicznych cykli biznesowych, ponieważ szoki popytowe i podażowe charakterystyczne dla danego sektora będą wówczas z większym prawdopodobieństwem symetryczne w poszczególnych krajach. Dlatego właśnie mierzymy wewnątrzbranżowe

obroty handlowe z UGiW w stosunku do PKB dla członków UGiW i krajów akcesyjnych (tabela 2) i stwierdzamy, że przypadku Polski udział w PKB obrotów handlowych WB z UGiW jest dużo wyższy niż w przypadku Grecji a mniej więcej taki sam, jak w przypadku Finlandii i Włoch. Czechy, Estonia, Węgry, Słowacja i Słowenia osiągają nawet wyższy udział, natomiast Bułgaria ma mniej więcej taki sam. Tak więc nawet na gruncie tego dość restrykcyjnego kryterium siedem transformujących się krajów akcesyjnych, w tym Polska, osiąga dostatecznie wysoki wynik, by spełnić wymogi OOW równie dobrze, co przynajmniej trzech innych członków UGiW.

Tabela 1
Stopień integracji handlowej transformujących się krajów akcesyjnych z UGiW w
porównaniu z poszczególnymi krajami UGiW

| | obroty handlowe z UgiW/PKB | wewnątrzbranżowe obroty handlowe z UGiW/PKB (szacunek)* | obroty handlowe z UgiW/obroty handlowe ogółem |
|-------------------|----------------------------|---|---|
| Belgia Luksemburg | 81,4 | 59 | 56,8 |
| Węgry | 73,2 | 43 | 68,7 |
| Czechy | 65,1 | 43 | 61,7 |
| Estonia | 62,0 | 24 | 45,1 |
| Słowenia | 61,8 | 37 | 67,1 |
| Słowacja | 58,9 | 29 | 56,8 |
| Holandia | 48,8 | 38 | 47,9 |
| Irlandia | 44,2 | 22 | 33,2 |
| Bułgaria | 39,3 | 13 | 54,2 |
| Portugalia | 38,5 | 19 | 67,1 |
| Austria | 37,6 | 26 | 63,2 |
| Rumunia | 34,7 | 10 | 66,4 |
| Łotwa | 30,9 | 7 | 46,8 |
| Polska | 27,6 | 12 | 58,5 |
| Litwa | 26,5 | 6 | 36,0 |
| Hiszpania | 25,5 | 17 | 58,3 |
| Francja | 21,7 | 18 | 51,9 |
| Niemcy | 20,8 | 17 | 43,8 |
| Finlandia | 20,7 | 10 | 34,0 |
| Włochy | 19,5 | 12 | 49,3 |
| Grecja | 17,4 | 5 | 53,4 |

Źródło: Eurostat. Prezentowane dane za rok 1999 dla krajów akcesyjnych i za rok 1998 dla krajów UGiW.
 * Udział w PKB obrotów wewnątrzbranżowych (WB) z krajami UGiW szacuje się biorąc udziały z 1997 obrotów handlowych WB z UE podane w Fidrmuc i Schardax [2000] i stosując je do kolumn 2 i 4.

Należy jednak pamiętać, że również i handel wewnątrzbranżowy przyczynia się do zbieżności cykliw biznesowych w obszarze walutowym. Chociaż nie musi chronić kraju przed asymetrią szoków charakterystycznych dla danej branży występujących w innych krajach obszaru, niemniej jednak zmniejsza asymetrię szoków zagregowanych. Tak więc wzrost zagregowanego popytu w UGIW, bez względu na jego charakter, przenosić się będzie na kraje akcesyjne poprzez wzrost popytu na ich eksport. Ponadto, asymetryczny wzrost zagregowanych kosztów (na przykład w wyniku wzrostu cen energii, które mają większy wpływ na kraje w okresie transformacji niż na UGiW) będzie częściowo amortyzowany mniejszym spadkiem produkcji, i co za tym idzie popytu, w Unii Gospodarczej i Walutowej.

Nie dziwi zatem, że badania pokazują, iż cykle biznesowe są bardziej skorelowane między zaawansowanymi w procesie transformacji krajami akcesyjnymi i Niemcami niż między istotnymi członkami UGiW. Boone i Maurel [1999], przy pomocy

pozbawionych trendu danych o bezrobociu pokazują, że między 55% (Polska) a 86% (Węgry) cykliów zaawansowanych w transformacji krajów akcesyjnych da się wyjaśnić przez cykle niemieckie, podczas gdy w ten sposób można wyjaśnić jedynie 43% cykliów hiszpańskich i 18% cykliów włoskich. Fidrmuc i Schardax [2000] stwierdzają, że produkcja przemysłowa Polski jest równie ściśle skorelowana z niemiecką co austriacka, a bardziej jeszcze niż szwajcarska lub włoska. Produkcja przemysłowa Węgier i Słowenii bardziej jest skorelowana z niemiecką niż włoska, chociaż produkcje Republiki Czeskiej i Słowackiej są daleko mniej skorelowane.

Należy jednak odnotować, że w przypadku małych krajów synchroniczność cykliów biznesowych nie jest warunkiem koniecznym przystąpienia do większego obszaru walutowego. I tak, jeśli szoki są głównie generowane popytem, to mały kraj, którego autonomiczny zagregowany popyt jest *ex ante* ujemnie skorelowany z popytem dużego obszaru walutowego, może skorzystać na przystąpieniu do tego obszaru. Spadek popytu krajowego będzie amortyzowany wzrostem popytu w reszcie obszaru, co zmniejszy ogólną zmienność PKB. Przyłączenie się do obszaru walutowego zwiększy obroty handlowe z tym obszarem i dlatego może zwiększyć efekt wygładzania bardziej niż zredukuje go wyeliminowanie kursu walutowego.⁹ *Ex post* zatem zaowocuje to większą korelacją wahań.

4. Inflacja i niedopasowanie kursu walutowego po zamianie waluty

Wójcik martwi się niedopasowaniem kursu walutowego w wyniku inercji inflacyjnej po zamianie waluty krajowej na euro. Naszym rozwiązaniem jest przeprowadzenie zwykłej dewaluacji „na wejściu”, w momencie euroizacji [Rostowski 2001]. Wójcik twierdzi, iż uczyni to inflację „trudniejszą do opanowania”. Oczywiście trudność ta wystąpi, jeśli efekty „transmisyjne” dewaluacji będą duże.¹⁰ Jeśli jednak rzeczywiście będą, to każda dewaluacja w niewielkim stopniu wpłynie na realny kurs walutowy - możliwość dokonywania dewaluacji nie będzie wiele warta. Można więc z niej zrezygnować i przystąpić do euroizacji. Jest też mało prawdopodobne, by znaczny „efekt transmisyjny” i wysoka inercja inflacyjna wystąpiły równocześnie.¹¹

Nasze zalecenie wynika także z faktu, że w gospodarkach transformujących się jest wysokie tempo wzrostu wydajności pracy. Z jednej strony stanowi to źródło problemu, ponieważ to właśnie szybki oczekiwany wzrost PKB powoduje, że rezydenci chcą być dużymi kredytobiorcami netto a cudzoziemcy dużymi kredytodawcami netto w tym kraju. Z drugiej jednak strony szybki wzrost wydajności pracy oznacza, że problem niekonkurencyjności produkcji krańcowej wynikający z błędu w początkowym wyborze kursu przejścia może być szybko naprawiony.¹² Oczywiście wskazuje to, że akcesyjne kraje w okresie transformacji z wolnym wzrostem wydajności pracy, takie jak Czechy, mogą po przyjęciu jednostronnej euroizacji mieć mniej do zyskania a więcej do stracenia.

⁹ „Efekt wygładzania kursu walutowego” jest spowodowany spadkiem wartości waluty w kraju, w którym popyt spada, w stosunku do kraju, w którym popyt rośnie.

¹⁰ Przeprowadzona „z góry” dewaluacja będzie oczywiście miała pewien efekt inflacyjny, nie oczekujemy jednak, by był on bardzo duży.

¹¹ W pierwszym przypadku inflacja zależy głównie od kursu walutowego, w drugim od wartości inflacji w przeszłości. Nie może zależeć od obu!

¹² Jesteśmy wdzięczni Eduardo Borensztajnowi za tę uwagę.

Nie przekonuje również inny argument za obroną elastyczności kursu walutowego wysunięty przez niektórych polskich przeciwników jednostronnej euroizacji. Twierdzą oni mianowicie, że stopa wzrostu wydajności pracy jest nieistotna, ponieważ związki zawodowe wymuszą wzrost płac realnych o więcej niż zyski na wydajności, tak że jednostkowe koszty pracy zwiększą się bez względu na wzrost wydajności. Związki zawodowe, które są na tyle silne i inteligentne, że potrafią przejąć więcej niż pełną kwotę wzrostu wydajności, prawdopodobnie będą równie silne i inteligentne, by narzucić podwyżki płac, które zrekompensują ich członkom jakkolwiek deprecjacją realną.

Nie widzimy na koniec żadnego powodu, dla którego wiarygodność systemu kursowego miałyby być drastycznie naruszona, co sugeruje Wójcik, tylko dlatego, że euroizacja ma charakter *jednostronny*. Chociaż w pełni liczymy się z tym, że euroizacja będzie trochę mniej wiarygodna niż pełne członkostwo w UGiW, to oczekujemy, że będzie ona nieco *bardziej* wiarygodna niż mechanizm izby walutowej, taki jaki istnieje w Estonii czy Bułgarii. A izby walutowe okazały się bardzo wiarygodne, daleko bardziej wiarygodne niż „złagodzone” kursy sztywne z pasmem w rodzaju ERM. Oczekujemy, że jednostronna euroizacja okaże się bardziej wiarygodna niż tradycyjna izba walutowa w kraju nieakcesyjnym z następujących dwóch powodów.

1. Chociaż waluta krajowa mogłaby zostać przywrócona w celu umożliwienia deprecjacji, to przygotowania techniczne byłyby długie i skomplikowane, a ponadto niemożliwe do utrzymania w tajemnicy, spekulanci zatem otrzymaliby dostatecznie wyraźne wczesne ostrzeżenie. Już samo to zmniejszyłoby korzyści dla rządu liczącego się z takim posunięciem. Zmniejszałoby zatem oczekiwanie takiego zdarzenia przez spekulantów. Natomiast w izbach walutowych waluta krajowa już istnieje, wystarczy więc zmienić przepisy konstytucyjne określające mechanizm działania izby walutowej. Tak więc przy euroizacji obrona przed spekulacją przy pomocy efektu „zatrutej pigułki” jest jeszcze silniejsza niż w (już bardzo mocnym) przypadku izby walutowej.
2. Oczekiwało by, że jednostronna euroizacja trwać będzie jedynie stosunkowo krótko (powiedzmy pięć lat), zanim dany kraj akcesyjny nie wejdzie do UGiW jako pełnoprawny członek.¹³ Ponadto, przywracanie waluty krajowej byłoby czymś absurdalnym dla kraju, którego strategicznym celem jest przystąpienie do UE oraz UGiW (w ciągu, odpowiednio, 4 i 6 lat).

Ogólnie rzecz biorąc, wiarygodność systemu jednostronnej euroizacji znalazłaby swoje odzwierciedlenie w stopach procentowych, które występowałyby w tym systemie. Do tej absolutnie kluczowej sprawy wracamy w części 6.

5. Ewolucja realnego kursu walutowego przed euroizacją jednostronną i po niej

Wcale nie uważamy, by występowanie lub niewystępowanie efektu Harroda-Balassy-Samuelsona było sprawą kluczową dla naszej argumentacji na rzecz jednostronnej euroizacji. Jest to raczej argument przeciwko adekwatności obecnej wartości

¹³ Ten czynnik zwiększa wiarygodność jednostronnej euroizacji w porównaniu z izbą walutową w krajach nieakcesyjnych; nie czyni oczywiście euroizacji bardziej wiarygodną niż izba walutowa w kraju, który ma wkrótce przystąpić do UE i UGiW.

referencyjnej inflacyjnego kryterium z Maastricht dla transformujących się krajów akcesyjnych. Jeśli efekt H-B-S jest silny, to spełnienie kryterium inflacyjnego może wymagać dość silnej aprecjacji nominalnej przez rok czy dwa. Niekoniecznie musi to uderzać w konkurencyjność sektora dóbr będących przedmiotem handlu międzynarodowego w danym kraju akcesyjnym. Piszemy „niekoniecznie”, ponieważ jak tylko dany kraj przystąpi do UGiW, to powróci wszelkie zróżnicowanie inflacji spowodowane efektem H-B-S. [Bratkowski i Rostowski 2001].

W rzeczywistości, jeśli, co sugeruje Wójcik, efekt H-B-S nie przejawia się silnie w transformujących się krajach akcesyjnych, usuwa to pewną trudność, przed którą stoi jednostronna euroizacja: w jaki sposób przejściowo spełnić kryterium inflacyjne, bez możliwości wywołania aprecjacji nominalnej? Kwestią tą zajęliśmy się szczegółowo w części 1.

Wójcik przytacza twierdzenie Gotz-Kozerkiewicz [2000], że kwestia pokrycia kosztów (*cost recovery*) wymaga tego, by zostały uwolnione pozostałe ceny urzędowe i że może to spowodować aprecjację realnego kursu walutowego poza poziom równowagi. Po pierwsze w gospodarce o szybkim wzroście wydajności pracy (zob. powyżej) nie powinno to stanowić żadnego problemu. Po drugie, większość pozostających jeszcze cen urzędowych dotyczy raczej usług nie będących przedmiotem handlu międzynarodowego niż towarów, więc ich zniesienie nie będzie miało znacznych skutków dla konkurencyjności, uderzając głównie w gospodarstwa domowe. Patrząc wreszcie z punktu widzenia istniejącego deficytu budżetowego, wyeliminowanie cen urzędowych usuwa potrzebę dotacji do dostawców tych usług, zmniejsza obciążenie podatkowe innych firm, zwiększając w ten sposób ich konkurencyjność.¹⁴

6. Czy w przypadku jednostronnej euroizacji spadną stopy procentowe?

Jednym z najbardziej zaskakujących twierdzeń w pracy Wójcika jest to, że jednostronna euroizacja nie musi doprowadzić do obniżenia średnio i długoterminowych stóp w Polsce. Twierdzenie to opiera się na trzech argumentach:

1. Zniesienie waluty krajowej, choć prowadzi do zniesienia ryzyka walutowego dla kredytobiorców w Polsce, może zwiększyć ich ryzyko kredytowe. Mogłoby tak się zdarzyć, bo nie będzie już można stosować dewaluacji jako narzędzia zwiększania konkurencyjności producentów polskich. Stopy procentowe od kredytów dla polskich przedsiębiorstw mogłyby zatem per saldo wzrosnąć, podobnie jak stopy od kredytów dla rządu polskiego (którego przychody podatkowe zależą od rentowności polskich przedsiębiorstw).
2. Brak możliwości drukowania euro przez Narodowy Bank Polski oznacza, że nie może on działać w sposób nieograniczony jako pożyczkodawca ostatniej instancji dla systemu bankowego. Mogłoby to doprowadzić do wzrostu premii od kredytów zagranicznych dla polskich banków albo do potrzeby zwiększenia przez te banki ich

¹⁴ Jeżeli podatki nałożone w celu finansowania regulowanych cen urzędowych są opłacane przez konsumentów, to następnie ich wyeliminowanie nie zmienia niczego. Negatywny wpływ na realny kurs walutowy wystąpi tylko wówczas, jeśli konsumenci płacić będą podatki w celu finansowania cen regulowanych, podczas gdy firmy zapłacą wyższe uwolnione ceny.

marż odsetkowych¹⁵, co pociągnęłoby za sobą wzrost stóp procentowych dla kredytobiorców.

3. Gdyby rząd polski zaczął zaciągać kredyty w sposób nierozważny, wzrosłyby stopy procentowe od jego obligacji.

Argument (1) ilustrowany jest przypadkiem Argentyny. Wójcik wykazuje, że realne stopy procentowe są podobne w Argentynie i Polsce, dając do zrozumienia, że polskie stopy procentowe nie muszą spaść po euroizacji, bo w Argentynie istnieje mechanizm izby walutowej „sztywno” związanej z dolarem, który wykazuje wiele podobieństw do jednostronnej euroizacji. Wójcik przyznaje, że “Przypadek Argentyny jest, do pewnego stopnia, splotem okoliczności wyjątkowych,” a w przypisie stwierdza dodatkowo: “...jednym z najważniejszych czynników jest znaczna aprecjacja dolara amerykańskiego... i równoczesna drastyczna dewaluacja [waluty] głównego partnera handlowego kraju, Brazylii”. Wójcik nie pisze jednak, *jak bardzo* wyjątkowa jest sytuacja Argentyny. Obroty handlowe ze Stanami Zjednoczonymi stanowią jedynie 16% obrotów jej handlu międzynarodowego ogółem i 2,7% jej PKB¹⁶. Kontrastuje to z odpowiednio 58,7% oraz 27,6% w przypadku obrotów handlowych Polski z krajami UGiW. Tak naprawdę to Argentyna jest (w skali całego świata) jednym z krajów, które *najmniej* spełniają konwencjonalne kryteria OOW, jeśli chodzi o ustanawianie unii walutowej ze Stanami Zjednoczonymi¹⁷. To właśnie naraziło ten kraj na problemy, które opisał Wójcik. Widzieliśmy jednak (tabela 1), że Polska i wiele innych transformujących się krajów akcesyjnych spełnia wymogi OOW przynajmniej w równie wysokim stopniu, co około połowa istniejących członków UGiW. A zatem przykład Argentyny, choć polemicznie nośny, jest w praktyce nieistotny, chyba że ktoś chce twierdzić, jak wielu ekonomistów amerykańskich, że i obecnej Unii Europejskiej daleko do stania się OOW.

Do argumentu (2) odnieśliśmy się już obszernie w Bratkowski i Rostowski [2000], gdzie poczyniliśmy następujące uwagi:

1. Czysta działalność pożyczkodawcy ostatniej instancji zmierza do zapobieżenia niepłynności banków *wypłacalnych*. W 1999 roku w Polsce 53% aktywów bankowych znajdowało się w bankach z ponad 50% własnością zagraniczną [EBRD 2000].¹⁸ Właściciele zagraniczni winni znać kondycję finansową tych banków dostatecznie dobrze, by zapewnić im płynność w sytuacji, gdy będą niepłynne, lecz wypłacalne. Sytuacja jest podobna w całym szeregu innych obecnych lub potencjalnych transformujących się krajów akcesyjnych (choć nie wszystkich):

Tabela 2
Zagraniczna własność banków według aktywów

| | | | |
|-----------|------|--------|------|
| Albania | 20,0 | Węgry | 56,6 |
| Bułgaria | 12,4 | Litwa | 59,8 |
| Chorwacja | 83,2 | Polska | 70,0 |

¹⁵ Tak by zrekompensować wyższe stopy rezerw obowiązkowych, które – jak sugeruje Wójcik - byłyby potrzebne do poprawy płynności tych banków.

¹⁶ Argentyna ma nawet o 60% większe obroty z Unią Europejską niż ze Stanami Zjednoczonymi!

¹⁷ Są inne, niekonwencjonalne, kryteria niehandlowe, które Argentyna może spełniać lepiej, zob. Mundell [1973].

¹⁸ Wójcik odnotowuje, że 56% kapitału w polskich bankach było w 1999 roku własnością zagraniczną, sugeruje jednak - błędnie – że w wielu przypadkach cudzoziemcy nie mają pakietu kontrolnego.

| | | | |
|---------|------|----------|------|
| Czechy | 70,0 | Rumunia | 52,6 |
| Estonia | 97,0 | Słowacja | 50,0 |

Źródła: IMF World Economic and Financial Surveys and EBRD Investment Profiles (2001).

2. Jeśli chodzi o pozostałe banki kontrolowane przez kapitał polski, to zaproponowaliśmy utworzenie Funduszu Płynności Sektora Bankowego, w którym umieszczono by rezerwy walutowe Narodowego Banku Polskiego (NBP) pozostające po euroizacji. Wójcik jest świadom tej propozycji, znacznie jednak niedoszacowuje prawdopodobną wielkość FPSB porównując dostępne rezerwy walutowe z M1 i M2. Otrzymuje odpowiednio wskaźniki 56% i 20%. W istocie pozostające rezerwy *powinno się* porównywać z depozytami a vista i depozytami banków ogółem. M1 i M2 obejmują krajową gotówkę w obiegu wewnątrz kraju, która zostanie zamieniona na banknoty i monety euro, tak więc nie będą musiały być utrzymywane żadne rezerwy na gotówkową część M1 i M2. Po uwzględnieniu skromnej 10% wstępnej dewaluacji złotego w momencie konwersji, prawidłowe podejście zapewnia „pokrycie” przez FPSB 100% depozytów a vista i 25% depozytów ogółem. Co więcej, w przypadku kryzysu FPSB musiałby zapewnić płynność jedynie bankom kontrolowanym przez polski kapitał. Nawet przy dzisiejszym udziale własności zagranicznej w bankach polskich, ograniczając problem do banków kontrolowanych przez polski kapitał uzyskujemy ponad dwukrotne – do około 270% - „pokrycie” przez FPSB depozytów a vista i prawie 70% depozytów ogółem.¹⁹²⁰ Winniśmy na koniec odnotować, że względu na zakup polskich banków przez kapitał zagraniczny, szybko rośnie udział depozytów ulokowanych w bankach z przewagą kapitału zagranicznego. Kiedy udział ten dojdzie do 100% FPSB w ogóle nie będzie potrzebny.
3. Jeśli chodzi kryzysy wypłacalności (w odróżnieniu od płynności), to wymagają one rekapitalizacji a nie wspomagania przez pożyczkodawcę ostatniej instancji. Są zatem uzależnione od *wypłacalności* rządu kraju (w charakterze „pożyczkobiorcy ostatniej instancji”) a nie od *płynności* banku centralnego. Polska i wiele innych (choć nie wszystkich) transformujących się krajów akcesyjnych to kredytobiorcy o dobrym standingu.

Argument (3) jest prawdziwy w sposób oczywisty. Euroizacja nie może zrekompensować braku rozwagi fiskalnej, wyleczyć kryzysów bankowych ani zwykłej grypy. Przeciwnicy euroizacji ciągle nam przypominają, że nie jest ona panaceum i musimy się z tym pokornie zgodzić. Nie twierdziliśmy też - my ani nikt inny - że euroizacja będzie z konieczności katalizatorem reform strukturalnych.

Historia odpowiedzialności polityki fiskalnej w różnych transformujących się krajach akcesyjnych wyglądała różnie. W ciągu ostatnich pięciu lat Polska potrafiła zapewnić sobie stały spadek o około 2 – 3 punktów procentowych PKB rocznie relacji długu publicznego do PKB z, i tak już umiarkowanego, poziomu około 55%. Nawet

¹⁹ Nawiasem mówiąc, rozwiewa to niepokój Wójcika, że brak narodowego pożyczkodawcy ostatniej instancji da bankom zagranicznym przewagę konkurencyjną

²⁰ Istnienie programu funduszu gwarancyjnego bardziej jeszcze zmniejsza niebezpieczeństwo niepłynności wypłacalnych banków polskich (niezależnie od narodowości ich właścicieli) – jak również zmniejsza prawdopodobną potrzebę rekapitalizacji banków niewypłacalnych.

obecny ostry wzrost deficytu budżetowego nie zagrozi pozycji zadłużenia publicznego pod warunkiem, że będzie miał jedynie przejściowy charakter. Obecnie trzeba w Polsce podjąć środki konsolidacji fiskalnej. Znaczny jednak spadek stóp procentowych, którego oczekujemy w wyniku euroizacji, pomógłby poprawić pozycję fiskalną jeszcze bardziej. Również i Węgry zmniejszają swoją relację długu publicznego do PKB pomimo wyższego deficytu fiskalnego. Czechy natomiast przyjęły ryzykowną politykę fiskalną pociągającą za sobą szybko rosnące i duże deficyty, chociaż zaczynały od niskiego poziomu długu publicznego do PKB.

7. Szacunkowe określenie obniżenia stóp procentowych w wyniku euroizacji

Jakiego spadku stóp procentowych możemy oczekiwać w Polsce w wyniku euroizacji? Pomimo jego sugestii, że stopy mogą właściwie wzrosnąć, w swoim artykule Wójcik szacuje spadek stóp procentowych (trzymiesięcznych rynku pieniężnego) na 5-6 punktów procentowych. Dokonuje on tego obliczając to, co nazywa „średnią premią za ryzyko od tych stóp”, poprzez odjęcie oficjalnej stopy deprecjacji centralnego parytetu złotego od trzymiesięcznych stóp rynku pieniężnego.²¹ By uzyskać oczekiwany spadek polskich stóp procentowych Wójcik odejmuje następnie średnią premię od euroobligacji rządu polskiego denominowanych w dolarach w stosunku do porównywalnych obligacji skarbowych rządu amerykańskiego (1,4 punktu procentowego), co przyjmuje jako przybliżenie „premię za ryzyko kredytowe” od kredytów dla polskich kredytobiorców o wysokiej jakości.

Podjęcie to niestety obarczone jest poważnym błędem. By uzyskać „całkowite ryzyko walutowe” uwzględnione *implicite* w polskich stopach procentowych, powinno się porównać rzeczywiste krótkoterminowe złote stopy procentowe w danym okresie ze stopami, które *by występowały w przypadku euroizacji*. Różnica składa się z dwóch części: (1) oczekiwanej „premię za deprecjację”, która rekompensowałaby oczekiwaną deprecjację złotego wobec euro w całym okresie trwania kredytu oraz (2) „premię za czyste ryzyko walutowe”, która stanowi jedynie rekompensatę za *zmiennosć* kursu walutowego złotego. Wójcik szacuje jedynie tę ostatnią „premię za czyste ryzyko walutowe” (właśnie ją szacuje na 5 – 6 punktów procentowych), kompletnie ignorując „premię za deprecjację”, która *oczywiście też zniknęłaby po euroizacji*. Kiedy weźmiemy pod uwagę premię za „całe ryzyko walutowe” (tzn. dodamy z powrotem „oczekiwaną deprecjację” w wysokości 7,1% rocznie, którą odejmuje Wójcik), otrzymujemy spadek krótkoterminowych stóp procentowych w wysokości 12-13%.

Innym sposobem uchwycenia tego problemu jest odnotowanie, że Wójcik zakłada, że między majem 1997 a październikiem 2000 oczekiwana stopa deprecjacji złotego została wyznaczona przez oficjalną stopę deprecjacji „centralnego parytetu” pasma wahań złotego.²² W istocie, w tym okresie złoty ulegał deprecjacji w stosunku do euro (czyli waluty, która nas interesuje) o średnio 2,3% rocznie a nie o wynoszącą wtedy 7.1% stopę oficjalnej deprecjacji, którą posługuje się Wójcik²³. Co więcej, od czasu

²¹ Średnie nominalne 3-miesięczne stopy złote wynosiły 14% w okresie maj 1997 – październik 2000, o którym pisze Wójcik. Średnia stopa dewaluacji centralnego parytetu złotego wynosiła 7,1% rocznie.

²² "dla systemu płynnego...zachowany był w istocie kurs kroczący obowiązujący przed upłynięciem...".

²³ Kurs ten był oparty na koszyku walut, w którym euro stanowiło 60%.

upłynięcia złoty uległ nominalnej aprecjacji o 15%.²⁴ Tak więc dla okresu od maja 1997 do maja 2001 mamy nieznaczną, średnią aprecjację nominalną w stosunku do euro w wysokości około 1% rocznie. Czy mamy zakładać, że oczekiwania okazały się aż tak błędne? A gdybyśmy przyjęli prostsze założenie, że oczekiwania były prawidłowe a to, co się w rzeczywistości wydarzyło, było zgodne z oczekiwaniami rynku? W tym przypadku nie ma żadnej „premi deprecyjnej” ale przeciwnie: „aprecyjna zniżka”. Daje to czystą „premię za czyste ryzyko walutowe” *à la Wójcik* w wysokości 13-14% między majem 1997 a majem 2001, zamiast 5-6%.²⁵

Posługując się dowolnym z powyższych „spekulatywnych” szacunków spadku krótkoterminowych stóp procentowych po to, by dostosować przeprowadzony przez samego Wójcika szacunek wpływu niższych stóp procentowych po euroizacji na fiskalną pozycję Polski, otrzymujemy roczny spadek wydatków fiskalnych rządu 2,6-2,8% PKB. Jak wskazuje Wójcik, całej tej poprawy nie osiągnięto by od razu, ponieważ jakieś 20% polskiego długu rządowego występuje w postaci obligacji o stałej stopie procentowej z ponad pięcioletnimi terminami do wykupu. Oczywiście rząd polski uzyskałby ten sam (lub nawet nieco większy) spadek stóp procentowych wchodząc do UGiW drogą tradycyjną. Różnica polega na tym, że euroizacja zapewnia te zalety już teraz, a nie za pięć czy siedem lat.

Szacunkowe określenie efektu euroizacji (*poprzez* oddziaływanie na stopy procentowe) na stopę wzrostu gospodarczego jest jeszcze bardziej niepewne niż szacunek, który przeprowadziliśmy powyżej. Jeśli jednak przyjmiemy, że:

- (1) stosunkowo niskie stopy wzrostu gospodarczego, które osiągnęła Polska w tym i w zeszłym roku (średnio około 3,5% rocznie) są wynikiem bardzo wyśrubowanych stóp procentowych potrzebnych do zmniejszenia niebezpiecznie wysokiego deficytu na rachunku obrotów bieżących,
- (2) potencjalne tempo wzrostu Polski pozostaje na poziomie około 6% rocznie (tak jak w późnych latach dziewięćdziesiątych),

wówczas euroizacja winna umożliwić krajowi wypełnienie tej „luki wzrostu”. Jeżeliby euroizację wprowadzono w styczniu 2003, wówczas do 2006 roku Polska miałaby PKB, który byłby o 10% wyższy niż bez tej zmiany, a zysk skumulowany w ciągu czterech lat euroizacji wyniósłby 25% tegorocznego PKB.

8. Koszt euroizacji w postaci utraconej renty z emisji.

Wójcik oblicza zarówno „dynamiczny” jak i „statyczny” koszt euroizacji w zakresie renty z emisji. Definiuje „dynamiczny koszt renty z emisji” jako stratę rocznej renty z

²⁴ Podczas gdy średnie stopy procentowe pozostały niezmiennione.

²⁵ W rozmowie Stanisław Gomułka wskazał, że można oczekiwać, iż krótkoterminowe nominalne stopy procentowe w Polsce w najbliższej przyszłości spadną, wobec tego zyskiem z jednostronnej euroizacji będzie różnica między przyszłymi niższymi stopami złotowymi a jeszcze niższymi stopami euro w Polsce. Zgadamy się, że z uwagi na niski wzrost, niską inflację i spadek deficytu na rachunku bieżącym stopy krótkoterminowe będą w dalszy ciągu spadać. Niemniej widzimy, że główna presja na wysoki wzrost stóp procentowych ma swoje źródło w niebezpiecznie wysokim deficycie obrotów bieżących, który występuje w Polsce w okresach szybkiego wzrostu gospodarczego. Wraz z powrotem szybkiego wzrostu gospodarczego deficyt na rachunku obrotów bieżących ponownie będzie się zwiększał do niebezpiecznych proporcji a stopy procentowe ponownie trzeba będzie podnieść do bardzo wysokich poziomów (choćby mogły one rzeczywiście być nieco niższe niż w czasie ostatniego szczytu w 2000 roku).

emisji trafiającej do rządu *via* bank centralny. Jest ona równa rocznemu przyrostowi bazy monetarnej (M0), który by się pojawił przy braku euroizacji. Wójcik twierdzi, że średni wzrost M0 wynosił w każdym roku okresu 1995-99 do 1,5% PKB. Przyznaje, że trzeba odjąć od tego koszt sterylizacyjnych interwencji walutowych, który wynosił w okresie 1997-98 0,8-0,9% PKB. Twierdzi jednak, że w przyszłości nie trzeba będzie odejmować tej wielkości, ponieważ NBP zaprzestał interwencji na rynku walutowym. Sugeruje w ten sposób, że ponoszony przez Polskę „dynamiczny koszt renty menniczej” będzie rzędu 1,5% PKB rocznie.

Nasze podejście jest prostsze. Obliczamy $\Delta M0/GDP$ dla kwietnia 1998 (kiedy Narodowy Bank Polski zaprzestał interwencji na rynku operacji walutowych) i dla grudnia 2000 (najświeższe dostępne dane). Uzyskujemy średnio wielkość 0,43% PKB. Przyjmujemy, że kwota ta musi być odjęta od redukcji wydatków fiskalnych w wysokości 2,6-2,8% PKB, którą otrzymaliśmy w ostatniej części w wyniku pomniejszenia płatności odsetkowych od długu rządowego. Niemniej jednak daje nam to nadal możliwą w wyniku euroizacji poprawę netto salda fiskalnego o *ceteris paribus* 2.2-2.4% PKB.

Wójcik twierdzi również, że w przypadku euroizacji zostanie poniesiony „statyczny koszt renty emisyjnej” „... związany z wycofywaniem waluty krajowej z obiegu i jej wymiany na nowo przyjętą walutę zagraniczną, przy wykorzystaniu rezerw walutowych.” W przypadku Polski Wójcik szacuje ten koszt na 8,8% rocznego PKB. Jest to bardzo wysoki koszt.²⁶ W rzeczywistości jednak żaden koszt tego rodzaju nie wchodzi w rachubę w przypadku krajów, które później przystąpią do UGiW, tak jak to szczegółowo jest opisane w Rostowski [2001]. Powód tego jest taki, że po przystąpieniu do UGiW narodowy bank centralny będzie zobowiązany do przekazania do EBC całego dochodu z aktywów, które odpowiadają jego zobowiązaniom monetarnym (czy też „pokrywają” te zobowiązania). Przychody ze wszystkich narodowych banków centralnych, które są członkami Europejskiego Systemu Banków Centralnych zostaną następnie rozdzielone między narodowe banki centralne na podstawie ich udziału w kapitale EBC.²⁷ Udział każdego narodowego banku centralnego w kapitale EBC zależeć będzie w równych proporcjach od liczby ludności i PKB danego kraju i jest *zupełnie niezależny od zobowiązań monetarnych narodowych banków centralnych*.²⁸ Kraj akcesyjny, który wcześniej zeuroizował się jednostronnie i który wykupił wszystkie swoje zobowiązania monetarne w zamian za banknoty i monety euro²⁹, przystąpi następnie do UGiW *bez żadnych zobowiązań monetarnych*. W wyniku tego nie będzie musiał transferować *jakiegokolwiek* dochodu do EBC, otrzyma jednak taki sam dochód ze swojego udziału w kapitale EBC jak ten, którym by dysponował, gdyby nie został wcześniej zeuroizowany. Ten system redystrybucji przychodów z renty emisji jest

²⁶ Wójcik posługuje się relacją M0 do PKB w 1999 roku. Nawet to jest błędne, ponieważ na euro trzeba wymienić jedynie banknoty złotowe i monety. Pozostała część M0 (depozyty banków komercyjnych w banku centralnym) musi być jedynie redenominowana w euro, a nie wymieniona na nie. W 1999 roku ta ostatnia część M0 wynosiła 14,7 miliardów złotych, czyli 2,4% PKB.

²⁷ Po potrąceniu kosztów EBC.

²⁸ Po wygaśnięciu okresu przejściowego. Okres ten ma się zakończyć, zanim jakikolwiek kraj akcesyjny przystąpi do UGiW bez względu na to, czy odbędzie się to ścieżką tradycyjną, czy po okresie jednostronnej euroizacji.

²⁹ Które kupuje za swoje rezerwy walutowe.

równoważny konieczności przetransferowania przez narodowe banki centralne do EBC aktywów odpowiadających ich bazie monetarnej. Jeszcze prościej to ujmując, jest to równoważne konieczności kupienia w EBC przez narodowe banki centralne euro użytych do zastąpienia ich bazy monetarnej.³⁰ Kraj euroizujący się jednostronnie jedynie realizuje tę transakcję przed przystąpieniem do UGiW, czy raczej w momencie przystąpienia. Dlatego nie istnieje dla tych krajów żaden „statyczny koszt renty emisji”.

9. Podsumowanie

Rozsądne, szacunkowe określenie ponoszonego przez Polskę „dynamicznego kosztu renty emisji” płynącego z euroizacji to około jedna trzecia tego, co sugerował Wójcik, i około jedna piąta, do jednej szóstej, spadku wydatków fiskalnych, którego się spodziewamy po euroizacji. Co więcej, nie będzie żadnego „statycznego kosztu renty emisji” dla krajów kandydatów euroizujących się jednostronnie. Spadek krótkoterminowych stóp procentowych w Polsce winien być znacznie wyższy niż wyliczył to Wójcik (gdyby jednostronna euroizacja miała już miejsce w latach 1997 - 2000, to zostałyby osiągnięta redukcja 12-14 punktów procentowych). W wyniku tego oszczędności w wydatkach rządowych winny również być dużo wyższe (2,6-2,8% PKB za okres 1997-2000). Szacunkowe określenie wynikającego z euroizacji „efektu wzrostu” jest bardzo trudne, ale może być on większy niż dwa punkty procentowe wzrostu gospodarczego rocznie.

Sugestia, że krótkoterminowe stopy procentowe mogą w wyniku euroizacji nie spaść, jest słabo uzasadniona. Przykład Argentyny nie jest tutaj stosowny, ponieważ kraj ten wyraźnie nie tworzy optymalnego obszaru walutowego ze Stanami Zjednoczonymi, z którymi jej waluta jest związana sztywnym kursem. Większość zaś transformujących się krajów akcesyjnych, w tym Polska, należy do OOW z krajami UGiW w takim samym stopniu, jak cały szereg obecnych krajów UGiW. Według niektórych kryteriów należą one do tego obszaru w większym stopniu niż większość obecnych członków UGiW. Brak po euroizacji nieograniczonej funkcji pożyczkodawcy ostatecznej instancji nie powinien w sposób istotny zwiększać ryzyka dla systemu bankowego w tych krajach, w których jest już znaczny udział zagranicznej własności banków (jak w Polsce i w całym szeregu innych transformujących się krajów akcesyjnych). W przypadku banków będących własnością krajową istnieje możliwość ustanowienia funduszu płynności sektora bankowego.³¹ Pokazaliśmy, że dokonane przez Wójcika wyliczenia wielkości obu tych zabezpieczeń są niedoszacowane.

Jakiegokolwiek początkowego niedopasowania kursu walutowego w czasie konwersji winno się uniknąć poprzez dewaluację „kursu przejścia”. Tak czy owak błąd w wyborze kursu przejścia zostanie z czasem wyeliminowany, jeśli w krajach akcesyjnych występował będzie szybszy wzrost wydajności niż w obecnej strefie euro. Zgodnie z tym, co twierdzi Wójcik, polityka pieniężna i fiskalna *może* być skutecznym sposobem ograniczania niebezpiecznie wysokiego deficytu na rachunku obrotów bieżących. Pytanie tylko, czy *rzeczywiście będzie* to sposób efektywny. Jesteśmy przekonani, że pokazaliśmy, iż nie możemy na to liczyć. Dlatego bez euroizacji transformujące się kraje akcesyjne narażają się na poważne ryzyko „zastopowania” napływu kapitału oraz kryzysów walutowych.

³⁰ Ponieważ unia walutowa powstaje po tej transakcji, bazę można zakupić w EBC za jakiegokolwiek aktywa o dobrej jakości, w tym aktywa krajowe. Nie muszą być używane do tego rezerwy walutowe.

³¹ Jak również programów gwarancji bankowych (ubezpieczeń depozytów).

BIBLIOGRAFIA

- Boone, L. i M. Maurel [1999] *An Optimal Currency Area Perspective of the EU Enlargement to the CEECs*, Discussion Paper 2118, Centre for Economic Policy Research, Londyn.
- Bratkowski, A. and J. Rostowski [2001] "The EU Attitude to Unilateral Euroization: Misunderstandings, Real Concerns and ill-designed Admission Criteria" in *A Liberating Economic Journey: Post-communist Transition, Essays in Honour of Ljubo Sirc*. A. Brzeski i J. Winiecki (red.), CRCE Londyn, str. 379.
- Calvo, G. [1999] *On Dollarization* dostępny na internecie pod: <http://www.bsos.umd.edu/econ/ciecpn5.pdf>
- EBRD [2000] *Transition Report* European Bank for Reconstruction and Development, Londyn.
- EBRD [2001] *Investment Profiles* European Bank for Reconstruction and Development, Londyn.
- Fidmuc, J. and F. Schardax [2000] "More 'Pre-Ins' Ante Portas? Euro Area Enlargement, Optimum Currency Area, and Nominal Convergence", *Transition*, 2000:2, str. 28-47, Oesterreichisches Nationalbank, Wiedeń.
- Gomułka, S. (2001) "Polska droga do euro: przegląd opcji", *maszynopis powielany*
- Gotz-Kozerkiewicz, D. [2000] Exchange Rate Policy in Transition Economies: Controversial View on the REER Developments, *maszynopis powielany*.
- IMF [2000, 2001] *World Economic Outlook*, International Monetary Fund, Waszyngton, D.C.
- Mundell, R. [1973] "Uncommon Arguments for Common Currencies" in *The Economics of Common Currencies* eds. H.G. Johnson i A.K. Swoboda, Allen and Unwin, str. 114-32.
- Rostowski, J. [2001a] "Do euro na skróty, przez *currency board* i dwu walutowość", *Polityka*, wrzesień.
- Rostowski, J. [2001b] "The Eastern Enlargement of the EU and the Case for Unilateral Euroization" w *Financial Vulnerability and Exchange Rate Regimes. Emerging Markets Experience* pod redakcją M. Blejer and M. Skreb, MIT Press, Cambridge, Mass.
- Wójcik, C. [2000] "A Critical Review of Unilateral Euroization Proposals: the Case of Poland", *Transition*, 2000:2, str. 48-76, Oesterreichisches Nationalbank, Wiedeń.