

O sposobie integracji Polski z obszarem euro

Niektóre dyskusyjne punkty *Strategii polityki pieniężnej po 2003 roku*

Karol Lutkowski

Zawarta w nowej *Strategii polityki pieniężnej po 2003 roku* sugestia odcięcia się od wszelkich zamiarów usztywniania kursu złotego w okresie między chwilą obecną a momentem wprowadzenia polskiego pieniądza do pasma ERM2 zasługuje na uznanie i poparcie jako zasadniczo słuszne wskazanie na bliską przyszłość. Odsunęłoby to jedno z poważnych źródeł potencjalnej destabilizacji polskiej gospodarki. Można tylko mieć nadzieję, że propozycja ta nie zostanie zignorowana przez RPP następnej kadencji. Jak sądzę, należy także pozytywnie ocenić bardziej elastyczne niż dotąd podejście do kwestii przyszłego terminu przystąpienia Polski do EMU. Pozwala to uznać, że tej daty definitywnie się nie przesądza, chociaż nadal wyraźnie preferuje się termin możliwie wczesny (2007 r.). Optymalny moment dokonania tego kroku pozostaje jednak *de facto* sprawą otwartą.

W dyskusjach ekonomistów problem ten formułuje się najczęściej w postaci pytania: czy do unii walutowej należy dążyć prędko, czy raczej powoli. Najczęściej słyszy się wtedy jedną z dwu przeciwstawnych odpowiedzi: albo się twierdzi, że trzeba się śpieszyć, albo się odpowiada, że „o ile do UE trzeba jak najszybciej, o tyle do EMU jak najwolniej”. Dążenie do wejścia tam jest natomiast, jak wiadomo, traktatowym zobowiązaniem krajów akcesyjnych najnowszej „generacji”, w odróżnieniu od wcześniejszych sygnatariuszy Traktatu z Maastricht, którzy zapewnili sobie możliwość bezterminowego odsunięcia tego kroku.

W istocie jednak moment zastąpienia pieniędzy narodowych tych krajów wspólną walutą jest w gruncie rzeczy sprawą wtórną, zależną od natury i momentu zaistnienia odpowiednich do tego warunków¹. Powinno chodzić przede wszystkim o to, by wyzbycie się autonomii w zakresie polityki pieniężnej i kursowej nie tylko nie było sprzeczne z szybkim i zrównoważonym wzrostem gospodarki narodowej, ale raczej otwierało dostęp do dodatkowych źródeł wzrostu. Wchodząc do strefy euro, nasza gospodarka zostanie bowiem objęta polityką pieniężną sprawowaną na szczeblu ponadnarodowym, prowadzoną pod kątem potrzeb obszaru unii jako całości, tak jak będzie te potrzeby widział EBC, a nie narodowy bank centralny. Takie wskaźniki, jak tempo inflacji, stopa procentowa, relacje poziomów cen w handlu zagranicznym, nie będą już zatem kształtowane pod kątem potrzeb lokalnych.

¹ Mowa tu, oczywiście, o warunkach natury ekonomicznej. Powinno być jasne, że w praktyce względy racjonalności ekonomicznej nie zawsze są rozstrzygające. Nie da się zaprzeczyć, że wszelkie opóźnianie wejścia do EMU niesie także ryzyko zaprzepaszczenia pewnych szans i oddalenia się, zamiast przybliżenia, od ścieżki konwergencji. Jest to możliwe pomimo funkcjonującego wewnątrz UE mechanizmu wielostronnego nadzoru i „partnerskich presji” (*peer pressures*). Suwerenna polityka pieniężna także może okazać się niebezpieczna, gdyby stała się narzędziem w ręku sił politycznych nieprzywających wystarczającej wagi do stabilizacji pieniądza. Wobec niebezpieczeństwa takiej sytuacji, naturalnie każda alternatywa – także pośpieszne wejście do ERM2 (gdyby strona przyjmująca się na to godziła) – byłaby pewnie lepszym rozwiązaniem. Jednak problem wyboru optymalnego tempa i ścieżki dojścia Polski do strefy euro, rozpatrywany na płaszczyźnie teoretycznej, wymaga najpierw rozważenia ekonomicznych skutków każdego wariantu strategii pod tym względem, a wtedy sprawa przestaje być jednoznaczna.

Wylania się jednak pytanie, o jakie warunki przy takim postawieniu sprawy jeszcze chodzi, bo może się wydawać, że Traktat z Maastricht odpowiada na to pytanie w stopniu wystarczającym. Otóż, istnieją podstawy, by twierdzić, że samo spełnienie nominalnych kryteriów konwergencji, takich jak zapisane w aneksie do wspomnianego traktatu, nie wystarcza do tego, aby funkcjonowanie krajowej gospodarki w ramach systemu wspólnego pieniądza było bezpieczne i na tyle wydajne, także w dalekiej przyszłości, by przezwyciężyć niedogodności takiego systemu (nie mówiąc już o kosztach dostosowania się do nowych warunków, które trzeba będzie ponieść w krótkim okresie).

Wiele zależy od tego, czy oprócz konwergencji nominalnej, już wystarczająco trudnej (bo zakłada ona budżet zrównoważony przynajmniej w przekroju cyklu, umiarkowany dług publiczny, niską inflację, niską stopę procentową oraz w miarę stabilny kurs), w gospodarce krajowej nastąpi też możliwie prędko wystarczająca „konwergencja realna”. Zdefiniowałbym ją jako stan, w którym długookresowy trend wzrostowy PKB pozostaje zgodny z potencjałem wytwórczym kraju, zatrudnienie jest wysokie, a bilans handlowy i płatniczy wykazują salda dające się utrzymać bez wywoływania deflacji, znacznego spadku rezerw i nadmiernego wzrostu zadłużenia. To z kolei będzie zależało głównie od zdolności konkurencyjnej gospodarki. Ten stan można w naszych warunkach osiągnąć tylko drogą głębokiej restrukturyzacji wielu ważnych dziedzin. Wiadomo, że może to nastąpić jedynie poprzez zwiększenie dynamizmu technicznego gospodarki dzięki rozwojowi nauki i techniki, podniesieniu poziomu kwalifikacji zawodowych i oświaty, jak też poprzez uelastycznienie mechanizmów rynkowych, włącznie z rynkiem pracy. Te czynniki warunkują bowiem zdolność kraju do absorbowania inwestycji z zewnątrz i czerpania tym samym głównych korzyści z przynależności do wielkiego obszaru wspólnego pieniądza.

Nie trzeba się rozwodzić nad tym, jak duże znaczenie z tego punktu widzenia miałyby też dokonanie w okresie przygotowawczym istotnego postępu w rozwiązaniu – z jednej strony – problemu nierentownych zakładów przemysłu ciężkiego i wydobywczego, a z drugiej strony – np. stworzenie sprzyjających warunków (prawno-fiskalno-kredytowych) do bardziej dynamicznego rozwoju sektora „small business” i drobnej działalności produkcyjno-usługowej z ułatwieniami ich wejścia w eksport (np. poprzez rozwój factoringu i systemu ubezpieczeń eksportowych). Fundamentalne znaczenie w tym względzie miałyby też stworzenie mocniejszych podstaw organizacyjno-finansowych dla maksymalnie efektywnego i pełnego wykorzystania funduszy pomocowych teraz i w przyszłości.

Do zasadniczych warunków konwergencji „realnej”, tak samo jak i nominalnej (jako kłamra spinająca

oba te procesy) należy, naturalnie, także uzdrowienie sektora finansów publicznych, w którym jak na razie pętla niedoborów w perspektywie stale się zacieśniają (paradoksalnie – także przez chęć absorbowania unijnych środków pomocowych). Bez ustawienia mechanizmów regulujących te obszary w taki sposób, by stało się widoczne, że – jeśli już nie od razu, to przynajmniej w przewidywalnej przyszłości – blokady poprawy sytuacji zostaną usunięte, gospodarka musi popaść w poważne kłopoty. Wejście do systemu wspólnego pieniądza, a tym samym wyzbycie się instrumentów mogących dać choćby chwilową ulgę i zysk na czasie (którymi są: instrument kursu walutowego oraz własna polityka regulowania stóp procentowych i masy kredytu) jest w takiej sytuacji chyba krokiem nadto ryzykownym. To prawda jednak, że inflacja – choć dalej ściśle kontrolowana – może od tego stać się przejściowo znowu nieco wyższa niż jest w tej chwili, a także wyższa niż dopuszcza kryterium inflacyjne Traktatu z Maastricht. Czasowo trzeba by się było z tym pogodzić, o ile tylko jest to nieodłączny skutek uruchomienia cenowych bodźców do realokacji zasobów (w warunkach kiedy ceny są sztywne w dół, a groźba powstania nowej inflacyjnej spirali już nie występuje)².

Kiedy zatem stawiamy sobie pytanie: w jakim tempie do euro?, prędko czy powoli, powinniśmy przedtem odpowiedzieć sobie na inne pytanie, a mianowicie: w jakim horyzoncie czasowym dają się zrealizować wspomniane wyżej zadania restrukturyzacji gospodarki, nazwane w tym kontekście procesem realnej konwergencji. Ponieważ są to zadania trudne – kosztowne i czasochłonne, musi wyłonić się pytanie, czy aby na pewno trzeba za wszelką cenę się śpieszyć. Nie może bowiem chodzić tylko o to, by niezależnie od kosztów spełnić w jak najkrótszym (tzn. dwuletnim) okresie nominalne kryteria Traktatu z Maastricht i zaraz potem zastąpić złotego wspólną walutą europejską bez względu na to, co potem nastąpi. Należałoby zadbać także o to, żeby nie tylko przy samym wejściu do EMU, ale w miarę możliwości w całej dalszej przyszłości pozostawać w zgodzie z kryteriami zbieżności (tak jak tego wymagają obowiązujące tam zasady) i by nie powstawały przy tym napięcia i hamulce wzrostowe dla polskiej gospodarki. W innym wypadku istniałoby zagrożenie ponownego pojawienia się deficytu budżetowego o wielkości naruszającej akceptowane w Unii limity. Na skutek tego z normalnego toru wyskoczyłaby też ewolucja pozostałych wskaźników zbieżności. Utrzymanie głównych wskaźników nominalnej konwergencji w ryzach także w perspektywie długofalowej zależy więc od uzyskania pewnego stopnia właśnie konwergencji realnej,

² Co przypomina nam jeszcze raz o innym aspekcie restrukturyzacji systemowej, a mianowicie: o koniecznej deindeksacji gospodarki. Indeksacja jest bowiem jednak potencjalną „sprężyną” spirali inflacyjnej, a dawno już straciła swą społeczną rację istnienia, którą we wcześniejszej fazie naszej transformacji był szybki wzrost kosztów utrzymania, przed czym miała chronić.

która musi oznaczać coś więcej niż np. prostą zbieżność faz cyklu koniunkturalnego, na czym skupia się *gros* literatury na ten temat. Konieczne jest też coś więcej niż uniknięcie wzrostu wskaźnika kursu realnego (innego przedmiotu jednostronnie skoncentrowanej uwagi). Niebezpieczeństwo jest tym poważniejsze, że EMU ma w samej swej konstrukcji wyraźne przechylenie deflacyjne, uwarunkowane zwłaszcza postanowieniami Paktu dot. Stabilizacji i Wzrostu z 1997 r., który do twardej polityki pieniężnej EBC dołożył jeszcze wyjątkowo mocne skrepowania w zakresie polityki budżetowej.

Można ostatnio spotkać się u nas z opinią, że skoro inflacja jest już przez dłuższy czas słaba – tak jak to jest obecnie w Polsce – to konwergencja nominalna daje się traktować tak, jak gdyby była tym samym, co konwergencja realna. Te dwa procesy byłyby więc jakoby tożsame. Twierdzi się zatem, że nie ma podstaw do żądania priorytetu dla konwergencji realnej przed nominalną. Wydaje się, że właśnie takie rozumowanie jest źródłem założenia, iż mechanizm kursu zupełnie swobodnie pływającego (w postaci wolnej od świadomych interwencji) pozostaje optymalnym rozwiązaniem także w okresie przedakcesyjnym i może być przyjęty za podstawę wyjścia do bezwzruszowego wprowadzenia naszego pieniądza do pasma ERM2 – jak to przewiduje nowa strategia polityki pieniężnej na najbliższe lata³.

Jednak argumentacja ta chyba nie wytrzymuje krytyki. Bo czy na pewno wolno uznać tę stabilność cen i kursu, jaką ostatnio obserwujemy w Polsce, za oznakę osiągniętej już konwergencji nominalnej i realnej, jeżeli towarzyszy temu blisko 19-procentowe bezrobocie i takie osłabienie wzrostu PKB, jakie daje się w Polsce obserwować już od trzech lat? Czy powrót do stanu wysokiego zatrudnienia i tempa wzrostu zgodnego z możliwościami naszej gospodarki – tj. powrót do sytuacji, którą chciałoby się uznać za normalną nie przyniósłby przypadkiem zwiększonej presji na ceny i nie ujawniłby znacznego przeszacowania kursu? Obawy te sprowadzają się ostatecznie do wątpliwości, czy na pewno wolno wierzyć, że obserwowana ostatnio tendencja do poprawy polskiego bilansu obrotów bieżących okaże się na tyle trwała, iż po wejściu Polski do UE kurs złotego, po bezwzruszowym wprowadzeniu do pasma ERM2, nie stanie się hamulcem wzrostu gospodarki. I że nie ucierpi przy tym pozycja konkurencyjna Polski także w dalszej przyszłości?

Przecież, cokolwiek by mówiły umowne wskaźniki „realnej” adekwatności kursu, żaden kurs nie może

być uznany za prawidłowy, jeśli już tak długo współistnieje z tak wysokim bezrobociem, jakie teraz obserwuje się w Polsce. Co więcej, nie ma nawet podstawy, by zakładać, że kurs pozostanie na poziomie zbliżonym do obecnego, bo – jak wszystko to wskazuje – wejście Polski do UE raczej wzmocze przyływy kapitału i przez to dodatkowo zwiększy presję w górę na złotego. Czy istnieje zatem jakkolwiek podstawa, by oczekiwać, że swobodnie „pływający” kurs naszej waluty znajdzie się (po wejściu Polski do Unii Europejskiej) na poziomie zachęcającym do zamrożenia go na zastanej wysokości? Trzeba liczyć się z tym, że niełatwo będzie wynegocjować wtedy jakąś zasadniczą jego zmianę, nie mówiąc już o tym, iż każde większe przesunięcie kursu, nawet gdyby było dopuszczone, może poważnie destabilizować gospodarkę. Chodzi przecież o to, by za progiem jednej, a potem drugiej unii – tj. po wejściu do UE, a potem do EMU – polska gospodarka nie popadła w chroniczną stagnację i by uzyskana chwilowo równowaga finansowa – zewnętrzna i wewnętrzna – nie rozchwiała się znowu.

Trzymając się dalej kursu „pływającego”, który będzie poddany takim wzmożonym naciskom z przyczyn tkwiących w bilansie przepływów finansowych, Polska stanie ostatecznie wobec dylematu dającego się zawrzeć w pytaniu: czy wejść do europejskiego pasma kursowego z zawyżonym kursem i ryzykować załamanie wewnątrz tego mechanizmu, czy też wcześniej odpowiednio zdevaluować krajową walutę. Zarówno jedna, jak i druga opcja są niebezpieczne. To drugie rozwiązanie może być równoznaczne z wywołaniem wstrząsu inflacyjnego. Po takiej redukcji zewnętrznej wartości złotego nastąpiłaby prawdopodobnie faza ostro restrykcyjnej polityki pieniężnej i być może dotkliwa recesja na samym progu integracji. Z drugiej jednak strony wejście do owego tunelu z balastem trwałego przeszacowania waluty mogłoby mieć jeszcze groźniejsze skutki, bo zawyżony kurs stanowiłby poważną barierę wzrostu. Tej kwestii raczej nie da się załatwić jednorazową, nawet zdecydowaną zmianą kursu. „Skokowa” dewaluacja pewnie by tylko zdestabilizowała sytuację. Dewaluacja mogłaby stworzyć chwilowe wrażenie poprawy, ale wywołałaby niemal na pewno reakcję inflacyjną. Potem, przy znowu zwiększonej inflacji, koniunktura wewnętrzna prawdopodobnie znowu by się załamała. Nie sądzę jednak w żadnym wypadku, by rozwiązaniem była „ucieczka do przodu”, tj. szybkie wejście do ERM2, a po dwóch latach do EMU, by uprzedzić te zwiększone naciski. Zasadnicze rozwiązanie tej kwestii musi polegać na czymś innym. Takim prawdziwym rozwiązaniem mogłaby być tylko proeksportowa restrukturyzacja, która podniosłaby „kurs równowagi” naszej gospodarki do poziomu

³ Słowa pochwały pod adresem RPP, wyrażone na początku niniejszego opracowania za oparcie się pokusie opowiedzenia się za usztywnieniem kursu, nie powinny być rozumiane jako aproba dla „czystego” *floatingu*. Przeciwnie, dalszy wywód dobitnie podkreśla związane z tym niebezpieczeństwa i proponuje pewien typ sterowania kursem bez twierdzenia z góry, że musi się to udać (wskazuje się jedynie, że negatywne skutki ewentualnego fiaska takich interwencji dają się w dużym stopniu neutralizować).

⁴ Przeszacowanie kursu nie wyraża się bowiem jego absolutną wysokością, lecz odchyleniem kursu rynkowego w górę od tego punktu odniesienia, jakim jest hipotetyczny kurs równowagi bilansu płatniczego w jego podstawowym zrębie.

obecnego kursu rynkowego i tym samym zlikwidowała zawyżenie kursu⁴. Zawyżenie kursu niszczy bowiem potencjał rozwojowy dotkniętego tym kraju na tyle gruntownie, że kiedy kurs raptem spadnie, nie ma z tego powodu szczególnych pożytków dla konkurencyjności. Występują za to wszystkie negatywne strony takiego wahnięcia – potencjalny impuls inflacyjny i kryzysogenne zwiększenie ciężaru zagranicznego zadłużenia w sektorze publicznym oraz prywatnym.

Pochopne wejście do strefy euro głównie po to, by uchronić się od aprecjacji w warunkach otwartości na strumienie kapitałowe, ignoruje niebezpieczeństwa mające źródło w niedostatku konkurencyjności produkcji i handlu. Może to jednak zamienić jedno niebezpieczeństwo na inne, nowe, być może jeszcze większe niż to dawne. Bo przecież nie wyeliminowano by w ten sposób różnych innych rodzajów ryzyka finansowego. Zamiast spekulacji kursowej pojawiłaby się pewnie spekulacja na papierach wartościowych z podobnym, destabilizującym rezultatem. Gospodarka niezrestrukturyzowana, a przez to mało konkurencyjna, byłaby tym bardziej podatna na krótkofalowe napływy, przyciągane wysokimi stopami długoterminowymi i spekulacyjnymi wzrostami notowań papierów wartościowych, że w strefie wspólnej waluty nie byłoby jednego ważnego ryzyka, a mianowicie ryzyka kursowego.

Decyzja o wejściu do tunelu ERM2 z zamiarem wstąpienia do EMU dwa lata później – bo pozostawanie w nim dłużej niż to absolutnie konieczne zdecydowanie nie warto – powinna być podjęta w Polsce – jak jestem przekonany – na podstawie oceny sytuacji w świetle wypracowanego wcześniej zestawu kryteriów, podobnego poniekąd do zestawu kryteriów min. G. Browna (które w Wielkiej Brytanii mają być podstawą decyzji, czy ostatecznie wejść, czy nie wejść do obszaru euro). Kryteria te uzupełniałyby kryteria Traktatu z Maastricht. Byłyby próbą oceny procesu konwergencji „realnej” w celu upewnienia się co do trwałości osiągniętej już w pewnym stopniu konwergencji nominalnej – oceną wyłącznie na potrzeby wewnętrzne. Nad składem tego zestawu kryteriów można by dyskutować osobno. Z pewnością musiałyby one uwzględniać specyfikę polskiej sytuacji. Wydaje się jednak, że przyjęte do tego celu wskaźniki powinny dotyczyć w szczególności takich spraw, jak: ogólna ocena procesów restrukturyzacji, perspektywy w zakresie zatrudnienia, wyniki reformy oświaty, saldo bilansu obrotów bieżących, prognoza dynamiki długu oraz przewidywana inflacja⁵.

Główny problem daje się wyrazić pytaniem, czy i w jaki sposób polityka monetarna okresu przejściowego, od chwili obecnej do wejścia do ERM2, mogłaby się przyczynić do zapewnienia polskiej gospodarce jednego z niezbędnych warunków szybkiego wzrostu: kon-

kurencyjnego kursu. I jak tego dokonać przy wejściu tam bez wzmagania inflacji, która pewnie zablokowałaby nam postęp w kierunku unii walutowej albo zmusiłaby do wejścia z kursem przekreślającym szanse rozwoju naszego kraju wewnątrz unii? W szczególności – jak osiągnąć cel, o który by chodziło (konkurencyjność cenowa), wobec prawdopodobnego, dalszego wzmagania się strumieni, pchających kurs w kierunku przeciwnym niż pożądanym.

Względnie stabilny nominalny kurs złotego, od co najmniej dwu lat utrzymujący się na wysokim poziomie (jeśli pominąć skutki oscylacji w tym czasie głównych walut na rynkach międzynarodowych), może ludzić, że rynek sprawił to, o co ekspertom NBP chodziło przy „upłynnieniu” złotego w kwietniu 2000 r. Mianowicie – że odnalazł „właściwy”, „obiektywnie uzasadniony” kurs naszego pieniądza. Może się też здаwać, że skoro bilans obrotów bieżących jest w lepszym stanie niż przed rokiem czy dwoma laty (a w każdym razie nie tak złym, jak wtedy) i kurs pozostaje stabilny, to z tym kursem możemy wejść najpierw do UE, a potem – tak prędko jak się da – do unii walutowej i w ten sposób wyrwać się z kleszczy wspomnianego dylematu bez korekt kursowych i zmian przyjętej kiedyś strategii. Można by sobie gratulować, gdyby tak rzeczywiście było. Niestety, wiele wskazuje na to, że będzie zupełnie inaczej. Panujące bezrobocie i stagnacja podsuwają raczej realistyczne przypuszczenie, że obecny kurs żadną miarą nie może być wehikułem, na którym można by bezpiecznie „wjechać” do unii walutowej.

Co więcej, nawet ten (ewidentnie zawyżony) poziom kursu może nie dać się w przyszłości utrzymać. W nadchodzących latach będzie on pewnie poddany dalszej presji aprecjacyjnej, choćby ze względu na prawdopodobne „convergence play” zagranicznych inwestorów (co naturalnie nie wyklucza nagłych, kryzysowych odbić kursu w przeciwnym kierunku – tzn. raptownie w dół – w razie utraty wiary w przyszłość gospodarki). Presja zwykłowa może nawet rozrywać „pułap” tunelu kursowego ERM2, jeśli złoty wejdzie do niego po kursie zbliżonym do obecnego, chociaż kurs optymalny z punktu widzenia bieżącego zatrudnienia i perspektyw wzrostu na przyszłość będzie zapewne leżał nawet poniżej dzisiejszego kursu.

Skokowa dewaluacja w potrzebnym zakresie byłaby najpewniej destabilizująca, natomiast zamrożenie obecnego kursu (a tym bardziej dopuszczenie do jego dalszego wzrostu) działałoby depresyjnie, źle wróząc funkcjonowaniu gospodarki w strefie euro. Zachodzi więc potrzeba rozważenia jeszcze innej strategii. Należałoby przede wszystkim zgodzić się, że po wejściu do UE Polska może nie wejść do ERM2 tak prędko, jak zakłada to *Strategia polityki pieniężnej po 2003 roku*. Prawdopodobnie ten krok jeszcze później, kiedy zafiksowanie kursu centralnego nie będzie nastroczać tak poważnych jak dziś, długofalowych obaw niedotrzy-

⁵ W przeciwieństwie do tego kryterium z Maastricht dotyczą tylko zaszczości.

mywania kroku unijnym partnerom pod względem konkurencyjności. Czas tego opóźnienia (może to trwać od dwóch do kilku lat) musiałby być, naturalnie, intensywnie wykorzystany do konwergencji poprzez restrukturyzację. Miałaby ona wtedy szansę być prowadzona w okolicznościach bardziej jej sprzyjających.

Trzeba też podkreślić: nie chodzi o to, żeby kurs znalazł się przedtem na niższym poziomie, obojętne w jaki sposób. Ważne jest, by ten bardziej adekwatny poziom kursu zaistniał bez wzbudzania presji inflacyjnej, która by go wkrótce znowu „zdezaktualizowała” poprzez aprecjację. Właśnie dlatego nie może on być skokowo osiągnięty drogą jednorazowej dewaluacji i dlatego „powolny pośpiech” do euro może okazać się (paradoksalnie) najkrótszą drogą do tego celu.

Nie należy jednak czekać, aż warunki te powstaną samoczynnie, np. przez poprawę światowej koniunktury. Można próbować przybliżyć się do takiej sprzyjającej sytuacji poprzez odpowiednie działanie już teraz. Akcja w tym kierunku mogłaby polegać na próbie korekty kursu interwencjami rynkowymi, dokonywanymi w sposób ostrożny i rozciągnięty w czasie, z neutralizowaniem płynących stąd (jako efekt uboczny) impulsów inflacyjnych posunięciami w innej dziedzinie polityki gospodarczej, np. w polityce budżetowej drogą kompresji niektórych wydatków. Same interwencje kursowe mogłyby mieć formę niesterylizowanych zakupów dewiz, co miałyby również taki efekt, że zwiększałyby płynność systemu bankowego (rzecz prawdopodobnie celowa, choćby tylko z powodu konieczności zwiększonych pożyczek publicznych dla mobilizacji środków w celu absorpcji funduszy unijnych, ale chyba celowa także z innych racji); obniżałyby też krótkoterminowe stopy rynkowe.

Sceptycyzm co do możliwości długotrwałego utrzymania kursu pod kontrolą przy użyciu rynkowych interwencji (w ramach jakiejś „*target range*”, choćby nawet o miękkich brzegach) wydaje się uzasadniony. Nie znaczy to jednak, że krótkookresowe próby takiego działania muszą być bezskuteczne – jest to kwestia empirii. Można, jak sądzę, próbować to sprawdzić bez nadmiernego ryzyka. Gdyby kurs choćby przez pewien czas „pozwoił” sterować, mogłoby to być wsparciem wspomnianej, zasadniczej linii działania (przez restrukturyzację). Sądzę, że NBP mógłby próbować – jeśli tego jeszcze nie czyni – łagodnie popychać kurs w kierunku takiego docelowego, nieformalnego przedziału wartości kursu o niezobowiązujących, lecz tylko indykatorywnych krańcach. NBP mógłby przy tym dopuścić do pewnego zwiększenia złotych rezerw systemu bankowego, ale powinien uważnie obserwować rynkowe stopy procentowe od wieloletnich obligacji. Stopy te są stosunkowo wiarygodnym „barometrem” inflacyjnych oczekiwań w dłuższych okresach. Ich zachowanie może lepiej informować o stanie zagrożenia od tej strony niż formalne wskaźniki „płynności” banków. Wo-

bec znacznego spadku inflacji istnieje chyba niebagatelna szansa oddziaływania tą drogą na kurs, zwłaszcza na naszym krajowym, wciąż jeszcze dość płytkim rynku dewizowym. Być może uda się przy tym także bezinflacyjnie „rozprężyć” nieco wewnętrzną sytuację monetarną gospodarki i to skuteczniej niż poprzez obniżki urzędowych stóp, osiągając w ten sposób dwa cele jednocześnie (bo gdyby system bankowy był rzeczywiście przepełniony płynnością, co się czasem sugeruje, to i obniżki stóp urzędowych byłyby niebezpieczne, a przecież za takie w tym momencie nie uchodzą). Gdyby rzeczywiście się okazało, że stopy biegną w górę – czego nie da się wykluczyć – to operacje takie musiałby być przerwane, a ich „płynnościowy” efekt należałoby zneutralizować sprzedażą bonów na otwartym rynku.

Mogłoby to dać doraźną ulgę, pozwoliłoby zyskać na czasie i złapać „głębszy oddech” tym eksporterom, którzy mają jeszcze realne szanse dostosowania się do wymogów konkurencji. Te operacje musiałby jednak być ostrożne, co w tym wypadku znaczy: rozciągnięte w czasie. Może musiałby je wspierać także osobne działania ograniczające efekt inflacyjny kumulujący się w ich rezultacie. Ryzyko związane z takim (eksperymentalnym) sterowaniem ewolucją kursu nie wydaje się nadmierne. Nie byłby to jakiś skok na oślep w nieznaną wodę (czym może być zbytnia obniżka stóp urzędowych), lecz – rozwijając dalej tę metaforę – byłoby to raczej ostrożne stąpienie w głąb, z ciągłym badaniem dna i stale dostępną możliwością odwrotu. W razie konieczności przerwania akcji trzeba by naturalnie pogodzić się z werdyktem rynku. Należałoby wówczas żyć z kursem, jaki by zaistniał, i tym konsekwentniej dalej realizować program zmian strukturalnych w finansach publicznych oraz w sektorze realnym. Znaczyłyby to bowiem, wbrew rozpowszechnionemu przekonaniu, że oczekiwania inflacyjne są podskórnie nadal żywe i znów mogą się uaktywnić. W razie takiego obrotu spraw bezpieczniej byłoby zachować złotego dłużej, będąc już Unii Europejskiej, i to do momentu, kiedy będzie można uznać, że jego stabilność już wystarczająco okrzepła.

Tymczasem dopóki nie ma sygnałów ostrzegawczych w postaci biegnących w górę stóp, można próbować osiągnąć dwa cele jednocześnie, a mianowicie doraźny i długofalowy. Następowaloby tym samym kontrolowane „rozluźnienie” wewnętrznej sytuacji monetarnej z jednoczesnym łagodnym popychaniem kursu w pożądanym kierunku. Wspierając te działania odpowiednią polityką informacyjną, kształtującą oczekiwania rynkowe – można by jednocześnie próbować skierować średniookresową ewolucję kursu na poziom (typu „*target range*”) bardziej zgodny z pożądanym kursem docelowym, który – gdyby został osiągnięty – mógłby dać podstawę do wyznaczenia punktowego kursu centralnego przy wchodzeniu do ERM2.

Stopy długoterminowe musiałyby być jednak uważnie monitorowane. Ich wzrost byłby sygnałem ostrzegawczym, oznaczającym rozbudzenie się „uśpio-nych” oczekiwań inflacyjnych. W takiej sytuacji mogła- by zachodzić potrzeba zastosowania jednak operacji sterylizujących napływ dewiz, co uzasadniałoby wspomnianą, z góry dopuszczoną zwłokę. Należałoby jednak zdecydowanie unikać wyznaczania wahanom kursu jakiegokolwiek pasma o „twardych” brzegach, przy których NBP miałby obowiązek interweniować. Granice tego typu powinny być najpierw danymi we- wnętrznymi, chociaż niekoniecznie tajnymi. Nastę-

nie mogłyby zostać podane do wiadomości publicznej jako (tylko) indykatywne. Takie podejście pozwoliło- by dalej realizować, sprawdzoną już u nas jako dość skuteczna, strategię **bezpośredniego celu inflacyjnego** aż do momentu wprowadzenia złotego do europej- skiego pasma. Gdyby kurs udało się tym sposobem stosunkowo prędko obniżyć (np. o około 10 – 12%), ale – co ważne – bez zauważalnego uruchamiania me- chanizmów inflacji na następujący potem okres, to moment określenia kursu względem euro i wprowa- dzenia go do mechanizmu ERM2 można by, natural- nie, przybliżyć.