

Sprawozdanie z seminarium Narodowego Banku Polskiego oraz Narodowego Banku Szwajcarii pt. „Monetary Policy in the Changing World Monetary Order” (Polityka pieniężna w zmieniającym się światowym porządku monetarnym), 28–29 maja 2008 r., Kraków

Report on the seminar “Monetary Policy in the Changing World Monetary Order”, 28-29 May 2008 organized in Cracow by the National Bank of Poland and the Swiss National Bank

*Adam Jasiński**

W dniach 28-29 maja 2008 r. w Krakowie odbyło się seminarium współorganizowane po raz piąty przez Narodowy Bank Polski i Narodowy Bank Szwajcarii. Z tytułowane ono było tym razem „Monetary Policy in the Changing World Monetary Order”. Przeprowadzone zostało w ramach programu Technical Cooperation for Transition, polegającego na świadczeniu przez NBP wszechstronnej pomocy eksperckiej bankom centralnym krajów przechodzących transformację gospodarczą. Uczestniczyły w nim 22 osoby z 14 krajów (Albanii, Armenii, Białorusi, Czarnogóry, Gruzji, Kazachstanu, Kirgistanu, Macedonii, Mołdawii, Rosji, Serbii, Tadżykistanu, Turcji, Ukrainy) oraz przedstawiciele NBP, Narodowego Banku Szwajcarii (SNB) i Europejskiego Banku Centralnego (EBC).

Seminarium zostało podzielone na trzy bloki tematyczne, w ramach których referaty wygłosili przedstawiciele NBP, SNB i EBC. Pierwszy blok dotyczył substytucji walut krajowych przez waluty obce, następnym znaczenia kursu walutowego w projektowaniu i realizacji polityki pieniężnej, a ostatni rosnącego znaczenia euro w krajach silnie związanych gospodarczo ze strefą

tej waluty i prognoz rozwoju sytuacji w tym zakresie. Po każdej sesji przedstawiciele banków centralnych krajów przechodzących transformację prezentowali własne doświadczenia i uczestniczyli w dyskusji.

Jako pierwszy o zmianach monetarnych na świecie w ostatnich latach wypowiedział się były wiceprezes NBP Krzysztof Rybiński. Jego prezentacja miała na celu wykazanie, że mamy do czynienia z procesami o charakterze globalnym, wymagającymi skoordynowanych, długofalowych działań. W ciągu ostatnich 25–30 lat nastąpił znaczny wzrost rynków finansowych na świecie w odniesieniu do globalnego PKB. Dotyczy to również międzynarodowych przepływów finansowych. W ostatnich miesiącach obserwuje się kryzys na światowych rynkach instrumentów pochodnych, utratę płynności instytucji finansowych i spadek zaufania do nich, a przede wszystkim niespotykany w ostatnich latach wzrost inflacji (obecnie 2/3 ludności świata żyje w krajach o dwucyfrowej stopie inflacji). Wskazano na wątpliwości co do skuteczności działań banków centralnych na rzecz poprawy płynności banków komercyjnych, w szczególności na rynkach dolarowych. Inicjatywy podjęte

* Narodowy Bank Polski, Departament Zagraniczny; e-mail: adamk.jasinski@mail.nbp.pl

przez banki centralne mogą świadczyć o akceptacji niedostatecznej jakości aktywów sektora finansowego i stanowić argument za ściślejszą koordynacją działań władz monetarnych w skali globalnej.

Dalsza część prezentacji została poświęcona rosnącej roli Chin i Indii w gospodarce światowej (m.in. przez ich zwiększający się udział w globalnym PKB, wzrost wartości rezerw dewizowych, kapitalizacji giełd papierów wartościowych, liczbę emisji akcji (IPO), napływ bezpośrednich inwestycji zagranicznych i rozbudowę infrastruktury). Wskazano też na bardzo szybki wzrost liczby studentów i nakładów na badania i rozwój w Chinach na początku XXI w., zarówno w wartościach bezwzględnych, jak i w odniesieniu do PKB. Udział Chin w światowym PKB wzrósł w latach 2000–2006 z 11% do 15%, w eksporcie z 3,9% do 8,1% (a jeszcze silniej w eksporcie sprzętu komputerowego i telekomunikacyjnego). W konkluzji pojawiło się stwierdzenie o niedocenianiu roli Chin i Indii w gospodarce światowej przez świat zachodni. Przejawem tego ma być nieobecność tych krajów w pracach grupy G-7 i nieadekwatna reprezentacja w instytucjach finansowych z Bretton Woods, również po przeprowadzeniu ich planowanej reformy.

Zaproponowano także zmianę roli Banku Rozrachunków Międzynarodowych (BIS) przez nadanie mu uprawnień decyzyjnych w zakresie przeciwdziałania globalnej inflacji i działania na rzecz światowej stabilności finansowej. Brak skuteczności poszczególnych banków centralnych zmusza do poprawy koordynacji ich działań i rozważenia nadania BIS charakteru globalnego banku centralnego.

1. Sesja I: Substytucja walut krajowych przez waluty obce

Paweł Wyczański (NBP) przedstawił problematykę eliminacji substytucji walutowej na przykładzie polskich doświadczeń. Przed transformacją gospodarczą rozpoczętą na przełomie lat 80. i 90. waluty obce odgrywały w Polsce trojaką rolę: środka przetrzymania wartości (w formie gotówkowej lub depozytów), środka płatniczego i miernika wartości. Wysoka dolaryzacja polskiej gospodarki była skutkiem utrzymywania się takich zjawisk, jak permanentna, ukryta inflacja (w rezultacie której większe transakcje wyceniano i rozliczano w walutach obcych), tak zwany „eksport wewnętrzny” i występowanie dużych różnic między oficjalnymi i czarnorynkowymi kursami walutowymi, które rosły szybciej niż ceny.

U podstaw wprowadzenia reform na początku lat 90. leżały potrzeby eliminacji nierównowagi w gospodarce i przeciwdziałania procesom inflacyjnym, liberalizacji importu, zapewnienia podmiotom prywatnym swobodnego dostępu do walut obcych i ujednoczenia kursów walutowych. Uwolniono większość cen, wstrzymano subsydiowanie gospodarki, zlikwidowano reglamentację wielu dóbr oraz „eksport wewnętrzny”.

to politykę dodatniej realnej stopy procentowej, również w odniesieniu do depozytów w walutach obcych. Kurs złotego został związany z dolarem amerykańskim, a następnie koszykiem pięciu walut; z czasem ustanowiono mechanizm pełzającej dewaluacji. W rezultacie poprawiła się dostępność dóbr, a dobra wyższego rzędu relatywnie staniały. Wzrosła opłacalność depozytów złotych w porównaniu z walutami obcymi, co zwiększyło zaufanie do pieniądza krajowego i ułatwiło przeprowadzenie w 1995 r. denominacji złotego.

Na tle innych krajów przechodzących proces transformacji Polska stosunkowo szybko obniżyła stopę inflacji i zliberalizowała rynek walutowy. Względnie łagodny przebieg tych procesów spowodował umiarkowany spadek wartości oszczędności w walucie krajowej. W mniejszym stopniu niż w innych krajach regionu dała o sobie znać zmienność polityki gospodarczej oraz słabość sektora finansowego. Relatywnie szybko, także dzięki prywatyzacji instytucji finansowych, poszerzył się zakres form inwestowania w walucie krajowej. W rezultacie stopień dolaryzacji gospodarki polskiej, niezależnie od metodologii jej oceny, stał się jednym z najniższych w Europie Środkowej. W latach 1995–2007 udział depozytów walutowych gospodarstw domowych w ich depozytach ogółem w Polsce spadł z 33,2% do 10,9%, a w latach 2000–2007 udział depozytów walutowych w aktywach gospodarstw domowych obniżył się z 12,2% do 4,7%.

Eliminacja substytucji walutowej powinna być traktowana jako element liberalizacji gospodarczej. Liberalizacja rynku walutowego sprzyja prowadzeniu skutecznej polityki pieniężnej i utrzymaniu płynności na rynkach finansowych. Jednocześnie redukcja substytucji walutowej nie oznaczała likwidacji substytucji aktywów, o czym świadczy utrzymanie części depozytów w walutach obcych oraz skłonność uczestników rynku do zadłużania się w walutach o niższych stopach procentowych niż w przypadku złotego.

Michał Brzoza-Brzezina (NBP) zaprezentował wyniki badań nad zjawiskiem substytucji kredytów w walucie krajowej kredytami w walutach obcych w krajach Europy Środkowej; badania te przeprowadził w NBP wspólnie z Tomaszem Chmielewskim i Joanną Niedźwiedzińską. Nawiązując do referatu P. Wyczańskiego, M. Brzoza-Brzezina zaznaczył, że właściwa dla okresu transformacji dolaryzacja początkowo odnosiła się przede wszystkim do pasywów w bilansach banków i świadczyła o braku zaufania do waluty krajowej. Jednak obecnie dolaryzacja dotyczy także aktywów, co stanowi o sukcesie transformacji: szybko rosnąca gospodarka sprzyja aprecjacji waluty krajowej i relatywnie wysokim stopom procentowym, co z kolei zwiększa atrakcyjność zadłużania się w walutach obcych. Dolaryzacja aktywów powinna być brana pod uwagę przy prowadzeniu polityki pieniężnej, gdyż łatwość substytucji pomiędzy kredytami w walucie krajowej i obcej może ograniczać jej skuteczność.

Przeprowadzone badanie dotyczyło 3 krajów: Polski, Republiki Czeskiej i Węgier. Analiza rynku kredytowego jest utrudniona z powodu możliwej nierównowagi tego rynku. Zaprezentowany model koncentruje się na stronie popytowej, nie uwzględnia potencjalnej nierównowagi na rynku kredytowym i wykorzystuje dochód i koszty kredytu jako zmienne niezależne. W badaniu uwzględniono ponadto cenę substytutu, czyli kredytu walutowego. Koszt kredytu w walucie obcej uzależniono od nominalnej stopy procentowej kredytu w walucie obcej, oczekiwanej inflacji w kraju oraz oczekiwanych zmian nominalnego kursu walutowego. W obliczeniach skorzystano z kwartalnych danych dla lat 1997–2007. Autorzy rozważyli dwa podejścia ekonometryczne: najpierw stosując panelowy model korekty błędem (ECM), a następnie – w związku z wątpliwościami związanymi z brakiem istotności składnika korekty błędem (ECT) w niektórych specyfikacjach – model autoregresyjny z rozkładem opóźnień (ADL).

Rezultaty symulacji wskazują, że podwyższenie krajowej stopy procentowej o 1 pkt proc. prowadzi (przynajmniej w przypadku Węgier i Polski) do jednoznacznego wystąpienia substytucji, a stosunek nowych kredytów w walucie obcej do zlikwidowanych kredytów w walucie krajowej wynosi, odpowiednio, 31–39% i 15–19%. W przypadku Republiki Czeskiej wskaźnik ten ukształtował się na poziomie 5–6%. Wyniki wskazują ponadto na deprecjację jako czynnik ograniczający zadłużenie w walucie obcej. Wysoki stopień substytucji kredytów krajowych kredytami walutowymi może utrudniać bankom centralnym zapewnienie stabilności monetarnej i finansowej.

2. Sesja II: Rola kursu walutowego w prowadzeniu polityki pieniężnej

Tommaso Mancini (SNB) przedstawił główne założenia szwajcarskiej polityki pieniężnej i modele uwzględniające kurs walutowy stosowane w SNB. Bank centralny zgodnie z prawem szwajcarskim jest zobligowany do zapewnienia stabilności cen i – o ile nie jest to sprzeczne z głównym celem – wspierania rozwoju gospodarczego kraju. Postanowienia te implikują utrzymanie stopy inflacji poniżej 2%, przyjętej w 2000 r. jako cel polityki pieniężnej.

Punktem wyjścia do bieżącego prowadzenia polityki pieniężnej jest warunkowe prognozowanie inflacji, zakresem podejmowanych działań – przedział trzymiesięcznej stopy LIBOR dla franka szwajcarskiego o rozpiętości 100 punktów bazowych, a stosowanym narzędziem – operacje otwartego rynku. Do 2008 r. SNB zdołał utrzymać inflację poniżej wartości progowej, jednak prognozy inflacji opublikowane w grudniu 2007 r. i w marcu 2008 r. wskazują, że w 2008 r. spełnienie celu inflacyjnego może okazać się niemożliwe przez kilka miesięcy.

Zaprezentowano również założenia sześciu modeli: modelu autoregresji wektorowej VAR (dla bezwarunkowej prognozy inflacji), strukturalnego modelu autoregresji wektorowej SVAR, modelu wektorowej korekty błędem SVEC (obydwa dla prognozy bezwarunkowej i warunkowej inflacji), dwóch strukturalnych modeli ekonometrycznych (SEM) o różnym stopniu agregacji i dynamicznego stochastycznego modelu równowagi ogólnej DSGE.

Jan Przystupa (NBP) przedstawił kwestię wykorzystania kursu walutowego w modelach polityki pieniężnej stosowanych w NBP. W modelach opisujących zachowanie kursu walutowego w długim i średnim okresie dominują dwie koncepcje kursu: parytetu siły nabywczej (PPP) i niezabezpieczonego parytetu stóp procentowych (UIP). Podstawowe wersje tych koncepcji występują wyłącznie w konstrukcjach teoretycznych i nie są potwierdzone przez dane empiryczne. Z kolei rozszerzone wersje PPP (relacje cen krajowych i zagranicznych uzupełnione trendem aproksymowanym przez zmienne ze sfery realnej (np. jednostkowe koszty pracy) lub z rynku kapitałowego (np. długoterminowe stopy procentowe) i UIP (dysparytet stóp procentowych uzupełniony o strukturę terminową krajowych stóp procentowych i premię za ryzyko) są z reguły dobrze dopasowane do danych.

Rozszerzona wersja PPP najczęściej sprawdza się w bardzo długim okresie w większości krajów rozwiniętych i w średnim okresie w krajach rozwijających się, podczas intensywnych zmian strukturalnych. W pozostałych krajach, w odniesieniu do średniego okresu, są stosowane różne wersje UIP.

W modelach NBP wykorzystywane są wersje UIP z nominalnym dysparytetem stóp procentowych (modele NSA, DSGE-SOE-PL) lub z realnym dysparytetem (model NECMOD), z wbudowaną premią za ryzyko (wszystkie modele) i strukturą terminową stóp procentowych, aproksymującą oczekiwane zmiany stopy referencyjnej NBP (model NSA).

Równania kursu we wszystkich modelach stosowanych w NBP generują dobre prognozy *ex post*. Jakość prognoz *ex ante* zależy od właściwego, w danym okresie, doboru czynników determinujących premię za ryzyko. Niemniej jednak prognozy kursu wyliczone z równań utrzymanych w koncepcji UIP, są zdecydowanie lepsze od prognoz z modeli błędzenia przypadkowego.

3. Sesja III: Rola euro w polityce i gospodarce wybranych państw

Drugi dzień seminarium rozpoczął się od wystąpienia Adalberta Winklera (EBC i Deutsche Bundesbank) na temat ewolucji międzynarodowej roli euro, czyli stosowania tego pieniądza w transakcjach z udziałem przynajmniej jednego nierezydenta strefy euro.

Ustanowienie wspólnej waluty europejskiej miało na celu: utworzenie jednolitego rynku z jedną walutą, zapewnienie w ramach strefy euro stabilności cen oraz rozwiązanie problemu połączenia wolnego handlu i przepływów kapitałowych, niezmienności kursów walutowych i niezależności polityki pieniężnej. Traktat z Maastricht nie określił natomiast żadnych pożądaných skutków wprowadzenia euro poza krajami tworzącymi unię walutową. EBC nie prowadzi więc żadnych specjalnych działań na rzecz zwiększenia międzynarodowej roli euro, ograniczając się do jej monitorowania.

Udział emitowanych papierów dłużnych denominowanych w euro poza strefą euro zwiększył się w ostatniej dekadzie, w dużej mierze dzięki emisjom podmiotów prywatnych, w szczególności instytucji finansowych. Blisko połowa emisji miała miejsce w krajach członkowskich UE nienależących do unii walutowej, ponad 1/5 przypada na Stany Zjednoczone. Wśród głównych powodów wyboru euro wskazuje się na niski poziom stóp procentowych w strefie euro oraz możliwość korzystania z szerokiego instrumentarium ograniczającego ryzyko. Zróżnicowana jest rola euro jako waluty inwestycyjnej: udział tego pieniądza w obligacjach nabywanych za granicą wynosi w przypadku państw UE spoza unii walutowej 40-50%, w przypadku Japonii około 20% i jedynie około 9% w USA. Zastosowanie euro w rozliczeniach na rynku walutowym utrzymuje się na względnie stałym poziomie, podobnie jak w rozliczeniach eksportu dóbr ze strefy euro. W przypadku importu dóbr do unii monetarnej mamy do czynienia ze spadkiem udziału euro (co jednak ma źródło w sytuacji cenowej na rynkach nośników energii), natomiast rośnie znaczenie euro w rozliczeniach w międzynarodowym handlu usługami.

Istnieją trzy podstawowe motywy wykorzystywania euro przez władze monetarne państw spoza strefy euro. Pieniądz ten służy jako kotwica kursu walutowego, jako waluta rezerwowa oraz jako waluta interwencyjna. W relacji do euro kształtowany jest kurs walutowy w wielu krajach świata: należących do systemu ERM II, stosujących system *currency board* (Bułgaria, Bośnia i Hercegowina), wykorzystujących system pełzającego dostosowania do euro (*crawling peg*) lub kurs płynny kierowany (Czechy, Rumunia, Chorwacja, Serbia, Macedonia), wreszcie kurs oparty na koszyku walut (przede wszystkim Rosja z czterdziestopięcioprocentowym udziałem euro). Euroizacja nastąpiła w małych krajach Europy Południowej, Czarnogórze i Kosowie. Udział euro jako waluty rezerwowej wzrósł w skali globalnej w obecnej dekadzie o około 3 pkt proc. Okazuje się on jeszcze większy (około 8 pkt proc.) po uwzględnieniu zmian kursów najważniejszych walut świata, choć dane te obciążone są potencjalnym błędem wynikającym z niepełnej informacji o składzie rezerw poszczególnych państw oraz z rosnącego zaangażowania rezerw w ramach państwowych funduszy majątkowych (*sovereign wealth funds*).

Zauważalne jest zwiększenie prywatnego wykorzystania euro, zarówno w postaci depozytów, jak i gotówki. Procesy te miały najsilniejszy charakter w nowych krajach członkowskich UE i krajach aspirujących do członkostwa. O ile jednak pod względem wartości wyemitowanego pieniądza gotówkowego euro może być porównywalne z dolarem amerykańskim, o tyle wartość dolarów w obrocie poza USA jest od 4 do 6 razy wyższa niż wartość euro w obrocie poza obszarem unii walutowej.

Kolejna część prezentacji została poświęcona zmianom międzynarodowej roli euro i dolara w XXI w. oraz zależności tych zmian od wahań kursu wymiany obu walut. Nie istnieje teoria potwierdzająca związek zmian kursów głównych walut i zmian ich międzynarodowej roli. Większe znaczenie przypisuje się czynnikom podażowym (jak wewnętrzna stabilność monetarna, wielkość i otwartość rynków finansowych oraz ich płynność) i popytowym (w zależności od wykorzystania oficjalnego albo prywatnego). Słabnący kurs dolara może się przyczynić do spadku znaczenia problemu niestabilności finansowej w polityce pieniężnej USA, a także skutkować wzrostem kosztów podmiotów utrzymujących aktywa w dolarach. Równocześnie autor przytoczył dowód na stabilizującą rolę banków centralnych – częstsze kupowanie walut słabych i sprzedaż silnych. Słabość dolara może się także przyczynić do wzrostu inflacji w krajach stosujących go w charakterze kotwicy walutowej poprzez wzrost cen w imporcie z krajów strefy euro bądź stosujących euro jako kotwicę walutową oraz drogą zwiększenie atrakcyjności eksportu do tych krajów, a co za tym idzie z powodu relatywnego wzrostu popytu na rynkach wewnętrznych. Ocenia się, że głównym nurtem prowadzonej obecnie debaty nie jest międzynarodowa rola euro i dolara, lecz zasadność wiązania z nimi kursów walutowych, za którą zdają się przemawiać czynniki strukturalne i cykliczne.

Michel Peytrignet (SNB) zaprezentował zagadnienie współzależności kursu franka szwajcarskiego, wprowadzenia euro i polityki pieniężnej Szwajcarii.

Po upadku systemu kursowego z Bretton Woods w 1973 r. Narodowy Bank Szwajcarii odzyskał możliwość prowadzenia samodzielnej polityki pieniężnej. W latach 1975–1999 realizowano strategię kontroli podaży pieniądza (*monetary targeting*), a po wprowadzeniu euro w 1999 r. strategię będącą odmianą strategii bezpośredniego celu inflacyjnego. Wybór nowej strategii wymagał odpowiedzi na pytania o determinanty realnego i nominalnego kursu franka w długim okresie, a także o determinanty nominalnego kursu franka w krótkim okresie w odniesieniu do ECU/euro i dolara. Trend aprecjacji realnego kursu franka wobec ECU/euro uległ odwróceniu w połowie lat 90., w przypadku dolara nastąpiła natomiast stabilizacja trendu. Jako potencjalne determinanty zmian kursu franka wymieniono po stronie podażowej efekt Balassy-Samuelsona, a po stronie

popytowej relacje *terms of trade*, konsumpcji publicznej, dochodu *per capita* i aktywów zagranicznych netto.

Analiza zmian produktywności pracy w latach 1970–2005 wskazuje na jej ponaddwukrotny wzrost w sektorze dóbr będących przedmiotem handlu zagranicznego i zdecydowanie niższe tempo tych zmian dla pozostałych dóbr. W porównaniu z krajami strefy euro odnotowano wolniejsze tempo wzrostu produktywności pracy, szczególnie w przypadku dóbr będących przedmiotem handlu zagranicznego. W odniesieniu do Stanów Zjednoczonych od połowy lat 70. produktywność pracy rosła natomiast szybciej w Szwajcarii (w obu sektorach) i dopiero od połowy lat 90. wystąpiło spowolnienie tempa wzrostu. Z tego względu efekt Balassy-Samuelsona jest uzasadnieniem przedstawionych zmian pozycji kursu franka.

Determinanty popytowe zmieniały się w następującej sposób. Relatywne *terms of trade* w odniesieniu do strefy euro i USA poprawiały się dla Szwajcarii do połowy lat 90. (przyczyniając się do aprecjacji franka), następnie proces ten uległ zatrzymaniu. Konsumpcja rządowa od połowy lat 80. do połowy lat 90. rosła w odniesieniu do PKB szybciej w Szwajcarii niż w strefie euro i USA, również przyczyniając się do aprecjacji franka. Szwajcarski PKB *per capita* zmniejszał się relatywnie przez cały okres obserwacji, co stanowiło przesłankę deprecjacji franka. Odwrotna sytuacja miała miejsce w przypadku relacji aktywów zagranicznych netto. Przewaga Szwajcarii rosła przez cały badany okres. W ostatnich latach tendencja się wzmocniła i jest silnym uzasadnieniem aprecjacji franka. Zmiany dwóch determinant popytowych wskazują zatem na zmianę trendu realnego kursu franka, podczas gdy dwie pozostałe zachowały swój długookresowy trend i miały przeciwny wpływ na realny kurs franka.

W dalszej części analizy wskazano na dwie determinanty nominalnego kursu franka: realny kurs franka i relację polityki pieniężnej w badanych obszarach walutowych. Zarówno w przypadku lat 1973–1995, jak i 1996–2007 średnia roczna stopa inflacji była wyraźnie niższa w Szwajcarii niż w strefie euro i Stanach Zjednoczonych. W długim okresie realny kurs franka i jego zmiany zależą od czynników realnych, a zatem różnica między stopami inflacji w Szwajcarii i poza nią powoduje nominalną aprecjację franka. Jeżeli jednak czynniki realne wywołują realną aprecjację kursu franka, przy niższej stopie inflacji w Szwajcarii niż za granicą, to nominalna aprecjacja franka będzie większa niż realna. Taka sytuacja miała miejsce w latach 90. Przedstawiona analiza wyjaśnia jednak przede wszystkim zależności długoterminowe. W krótkim okresie zarówno nominalny, jak i realny kurs walutowy zależą od oczekiwań związanych z obecną i przyszłą polityką pieniężną, akceptowanym poziomem ryzyka, a także od pojawiających się informacji i ewentualnych szoków. Może to wyjaśniać wahania kursu. Analiza empiryczna w krót-

kim okresie nie pozwala jednoznacznie oddzielić efektów nominalnych i realnych.

Kolejna część prezentacji została poświęcona dwięcioletniemu doświadczeniu Szwajcarii jako kraju znajdującego się w sąsiedztwie strefy euro. Pod koniec lat 90. główne obawy Szwajcarii związane z wprowadzeniem euro wiązały się z możliwością utraty niezależności w polityce pieniężnej, dużą obecnością euro w obrocie gotówkowym w kraju i aprecjacją kursu franka. Wszystkie te przypuszczenia nie znalazły potwierdzenia. Wysokość, zróżnicowanie i tempo zmian szwajcarskich stóp procentowych pozostały niezależne od stóp w strefie euro. Utrzymało się stabilne zapotrzebowanie na gotówkę w walucie krajowej. Wahania kursu franka względem ECU/euro nawet się zmniejszyły. Wprowadzenie euro doprowadziło ponadto do stabilizacji nominalnego kursu CHF/EUR, wobec występującej wcześniej dużej zmienności kursu franka i niektórych walut zastąpionych przez euro.

Zaskoczeniem dla władz monetarnych okazała się realna deprecjacja franka względem euro od 2003 r. Ponieważ nominalnie kurs zmienił się nieznacznie, zdecydowała o tym wyższa inflacja w strefie euro niż w Szwajcarii. Sformułowano dwie hipotezy wyjaśniające to zjawisko. W pierwszej przyjęto trwały charakter zmiany roli franka wśród walut europejskich względem dolara USA. Uzasadniają ją: dysproporcja korzyści wynikająca z istnienia jednolitego rynku, osłabienie presji kosztowej w Szwajcarii w wyniku liberalizacji rynkowej oraz częściowe przejęcie międzynarodowej roli franka przez euro. Druga hipoteza zakładała natomiast wystąpienie chwilowego entuzjazmu na rynkach finansowych, wywołanego ich wyjątkowo stabilną sytuacją oraz gotowością inwestorów do podejmowania zwiększonego ryzyka. Okres deprecjacji franka zbiegł się w czasie z silnymi wzrostami na światowych rynkach kapitałowych. Istnieje prawdopodobieństwo, że w związku z kryzysem obserwowanym od 2007 r. tendencja ta się odwróci.

Ostatni fragment prezentacji dotyczył roli kursu walutowego w strategii polityki pieniężnej Szwajcarii. SNB nie wyznaczał kursu franka, wychodząc z założenia, że nie jest możliwa realizacja dwóch celów polityki pieniężnej, a określenie pożądanego kursu waluty jest sprzeczne z założeniem systemu płynnego kursu walutowego. Jednak w warunkach małej, otwartej gospodarki o rozbudowanym sektorze finansowym kurs walutowy nie może być ignorowany. W latach 1975–1999, stosując strategię kontroli podaży pieniądza, wyznaczano roczne i wieloletnie cele monetarne. Zagadnienie kursu walutowego z reguły pomijano, jednak pojawiające się fluktuacje kursu o znacznych rozmiarach skutkowały problemami w sektorze realnym. W tych warunkach wyzwaniem stało się zrealizowanie celu monetarnego i jednocześnie zapewnienie stabilności cen, co przy częstym występowaniu takich sytuacji powodowało ryzyko utraty wiarygodności. Wprowadzenie w 2000 r. strategii bezpośredniego celu inflacyjnego

zwiększyło zdolność SNB do akomodacji niewielkich szoków kursu walutowego. Zmiany kursu bezpośrednio oddziałują na prognozę inflacji, a ich wpływ na inflację może być oceniany. Kurs walutowy został włączony do modeli prognostycznych. Reasumując, ewolucja kursu franka stwarza problemy dla polityki pieniężnej, jednak obecnie skala wyzwania stojącego przed SNB jest znacznie mniejsza niż w przypadku realizacji strategii kontroli podaży pieniądza. Ocenia się, że korzyści wynikające z utrzymania autonomicznej polityki pieniężnej znacznie przewyższyły związane z tym koszty.

Paweł Samecki (NBP) przedstawił aktualny stan dyskusji na temat przyjęcia w Polsce euro i prawdopodobny harmonogram prac w tym zakresie. Traktat o Unii Europejskiej i Traktat Akcesyjny zobligowały Polskę do przyjęcia wspólnej waluty europejskiej, jednak nie wskazując daty, kiedy ma to nastąpić.

Badania opinii publicznej, prowadzone regularnie od momentu wstąpienia Polski do Unii Europejskiej, wskazują na wzrost akceptacji Polaków dla zastąpienia złotego przez euro, chociaż bezpośrednio po akcesji odnotowano jej przejściowy spadek. Od 2006 r. blisko połowa ankietyowanych opowiada się za przyjęciem euro, podczas gdy przeciwnego zdania jest nieco ponad 1/3 respondentów. Pytani okazują większą wstrzeźliwość w kwestii pożądanego terminu wstąpienia Polski do unii walutowej. Udział zwolenników możliwie szybkiego przyjęcia euro kształtuje się na poziomie około 20%, natomiast blisko 1/3 ankietyowanych opowiada się za maksymalnym odsunięciem tego momentu. W ciągu ostatnich czterech lat nie nastąpiła istotna zmiana stanowiska Polaków w tej kwestii.

Przy założeniu spełnienia warunków optymalnego obszaru walutowego w długim okresie korzyści z przyjęcia wspólnej waluty powinny przekroczyć koszty wynikające z utraty możliwości prowadzenia samodzielnej polityki pieniężnej. Prawdopodobieństwo takiej sytuacji rośnie w miarę nasilania się integracji gospodarczej państw uczestniczących w unii walutowej w sferze handlu, przepływów kapitałowych, synchronizacji cykli koniunkturalnych i zdolności przeciwdziałania szokom asymetrycznym. NBP przeprowadził wstępne badania mające ustalić, w jakim stopniu Polska spełnia warunki przynależności do strefy euro widzianej jako optymalny obszar walutowy. Ich rezultaty wskazują na istnienie dwóch rodzajów cykli w polskiej gospodarce i strefie euro (6–7-letni i 3-letni). W latach 1995–2007 synchronizacja tych cykli względem strefy euro była umiarkowana i stabilna, a przy tym wyższa niż synchronizacja cykli innych krajów Europy Środkowej ze strefą euro. Ewentualna akcesja Polski do strefy euro powinna się przyczynić do wzrostu jej handlu z pozostałymi krajami strefy, a tym samym do zwiększenia synchronizacji cykli koniunkturalnych. Udział krajów UE w eksporcie Polski przekracza 75%, a krajów strefy euro przewyższa 50% (dane za I kwartał 2008 r.). Spośród dziewięciu po-

zostałych krajów przyjętych do UE w 2004 r. udział ten jest zauważalnie wyższy jedynie w przypadku Republiki Czeskiej i Słowacji.

Głównych korzyści z przystąpienia Polski do strefy euro upatruje się bezpośrednio w eliminacji kosztów wymiany walut oraz ryzyka kursowego. W długim okresie oczekuje się wzrostu inwestycji, wzrostu dostępności kapitału i obniżenia się kosztów jego pozyskania, integracji rynków finansowych, rozwoju handlu i konkurencji, ograniczenia ryzyka wystąpienia kryzysu finansowego i łatwiejszego porównywania cen w skali międzynarodowej. Podstawowy koszt przyjęcia euro wiąże się z brakiem możliwości dalszego prowadzenia samodzielnej polityki pieniężnej, co skutkuje koniecznością znalezienia alternatywnych środków absorbowania szoków asymetrycznych, przede wszystkim w ramach polityki fiskalnej i na rynku pracy. W okresie uczestnictwa w mechanizmie ERM II przejściową trudność będzie również stanowić utrata możliwości wykorzystywania stabilizacyjnej roli płynnego kursu walutowego.

Ostatnim rozważanym zagadnieniem były uwarunkowania terminu wstąpienia Polski do strefy euro. Oprócz niepewności co do zdolności spełnienia przez Polskę kryteriów konwergencji, w szczególności kryteriów inflacyjnego i w pewnym stopniu fiskalnego, wskazano na konieczność wprowadzenia zmian legislacyjnych (m.in. w Konstytucji i ustawie o NBP). Osiągnięcie konsensusu wszystkich zaangażowanych organów państwowych, spełnienie kryteriów konwergencji oraz stabilizacja na światowych rynkach finansowych są warunkami wejścia Polski do ERM II – najwcześniej w 2009 r. To z kolei pozwala uznać rok 2012 za najwcześniejszą możliwą datę przyjęcia euro.

4. Omówienie wybranych prezentacji uczestników seminarium

Większość uczestników seminarium przedstawiła prezentacje na temat swoich krajów, przyporządkowane trzem sesjom tematycznym. Poniżej omawiam niektóre z nich.

Karine Avagyan, reprezentująca Centralny Bank Armenii, omówiła zjawisko dedolaryzacji gospodarki tego kraju oraz metody estymacji tego zjawiska. Armenia w ostatnich latach dynamicznie się rozwija (średni wzrost PKB przekracza 10% rocznie), osiągnęła sukces w obniżaniu inflacji (do 0,9% w 2006 r., potem nastąpiło jednak odwrócenie tendencji) i wykazuje dyscyplinę finansów publicznych (w latach 2006–2007 deficyt nie przekraczał 1% PKB). Równocześnie notuje się przyrost podaży pieniądza (*broad money*) w tempie 18–40% rocznie i spadek udziału depozytów walutowych w podaży pieniądza (blisko 50% w 2004 r.; niecałe 20% w 2007 r.) i depozytach ogółem.

Zastosowane zostały dwie metody estymacji dedolaryzacji armeńskiej gospodarki. Pierwsza zakłada es-

tymację udziału walut obcych w ogólnej podaży pieniądza, druga – badanie zmian udziału poszczególnych składników podaży pieniądza: gotówki i depozytów.

W pierwszej metodzie zastosowano równanie obrazujące popyt na pieniądź do 2005 r. i prognozę wielkości podaży pieniądza w latach 2005–2007. Dedolaryzacja jest równa różnicy pomiędzy rzeczywistością a prognozowaną wielkością podaży pieniądza. Rezultaty wskazują na przyrost masy pieniądza o 385 mld dram w badanym okresie, z czego 63% przypada na dedolaryzację. Druga metoda bada dedolaryzację w sektorach finansowym (depozyty walutowe) i realnym (gotówka w obiegu). Depozyty przelicza się według stałego kursu natychmiastowego (*fixed spot rate*), uzyskując całkowitą wartość depozytów (przeliczonych depozytów walutowych powiększonych o wartość depozytów w walucie krajowej) i dwunastomiesięczną stopę wzrostu wartości wszystkich depozytów po przeliczeniu. W przypadku braku substytucji walutowej uzyskana stopa powinna się równać stopie przyrostu obu rodzajów depozytów. Obliczenia wskazują na wzrost depozytów w walucie krajowej o 188 mld dram, z czego 103 mld przypadają na dedolaryzację. Podobnie w przypadku walut obcych w obrocie gotówkowym przelicza się oszacowaną przez Centralny Bank Armenii ilość pieniądza według stałego kursu natychmiastowego. Uzyskujemy ogólną wartość gotówki w obiegu (walut obcych po przeliczeniu powiększoną o wartość gotówki w walucie krajowej) i dwunastomiesięczną stopę przyrostu wartości gotówki w obiegu po przeliczeniu. W przypadku braku substytucji walutowej uzyskana stopa powinna się równać stopie przyrostu wartości gotówki w walutach obcych i w dramach. Rezultaty badania przepływu gotówki wskazują na wystąpienie dedolaryzacji, natomiast analiza wartości gotówki w obiegu nie daje podstaw do takiego stwierdzenia.

Porównanie rezultatów uzyskanych obydwoma sposobami daje jednoznaczny dowód na dedolaryzację po uwzględnieniu całości podaży pieniądza w gospodarce. Estymacja tego procesu jest dużo wiarygodniejsza dla sektora finansowego, chociaż wystąpił on także w obiegu gotówkowym.

Problematykę bieżącej i przyszłej polityki pieniężnej w Rosji przedstawiła Ałła Czumaczenko (Bank Rosji). W ostatnich latach nastąpiły istotne zmiany otoczenia, w jakim prowadzona jest rosyjska polityka pieniężna. Obejmują one m.in. silny wzrost cen surowców energetycznych oraz żywności, konkurencję euro i dolara USA o pozycję dominującej waluty światowej, dynamiczny rozwój krajów Trzeciego Świata, zmiany w międzynarodowym podziale pracy i rosnące ryzyko kryzysów w niektórych regionach świata. W rezultacie niektórych z tych zjawisk rosną PKB i saldo bilansu płatniczego Rosji, napływ kapitału zagranicznego, a także import. Rosyjski rynek finansowy stopniowo się liberalizuje i integruje z rynkiem światowym. Ponieważ

budżet państwa absorbuje większość wpływów z eksportu, głównym czynnikiem wpływającym na kształtowanie rosyjskiej polityki pieniężnej i kursowej stał się napływ kapitału zagranicznego. Rosnąca wartość rezerw dewizowych Rosji (niespełna 30 mld USD w 2000 r.; ponad 500 mld USD obecnie) stawia ją w roli aktywnego uczestnika globalizacji finansowej.

Skład rezerw dewizowych Rosji zmienia się w ostatnim okresie, przy czym zauważalna jest tendencja do zwiększania udziału euro i redukcji udziału dolara USA (odpowiednio 42,4% i 47,0% udziału w rezerwach dewizowych Rosji na koniec 2007 r.). Jednocześnie rosnąca rola euro w niewielkim stopniu znajduje odzwierciedlenie na rynku walutowym Rosji, na którym transakcje rubel/euro mają marginalne znaczenie, a zmiana struktury walutowej rezerw odbywa się przeważnie za pomocą operacji dolar/euro. Od lutego 2005 r. Bank Rosji ustala kurs rubla na podstawie koszyka dwóch walut. Udział euro zwiększył się od tamtej pory z 10% do 45%.

Wiosną 2007 r. została zatrzymana, a następnie odwrócona tendencja do obniżania się stopy inflacji. Wszystkie główne składowe wskaźnika inflacji rosną, jednak jedynie wzrost cen żywności daje się wytłumaczyć globalnym wzrostem cen i importem inflacji (pomimo podjętych przez rząd działań w celu złagodzenia tego zjawiska). Znacznie wzrosły także indeks cen producenta, ceny w sektorze wydobywczym i artykułów przemysłowych. Czynnikiem wyjaśniającym te procesy jest gwałtownie rosnący popyt wewnętrzny, stymulowany wzrostem zatrudnienia oraz płac i innych dochodów gospodarstw domowych.

Prowadząc politykę płynnego kierowanego kursu rubla, Bank Rosji dąży do utrzymania stabilnej wartości dwuwalutowego koszyka walutowego. Biorąc pod uwagę strukturę handlu zagranicznego i napływającego kapitału. Bank Rosji interweniuje głównie w dolarowym segmencie rynku walutowego, pozostając nabywcą netto walut obcych. Wartość pieniądza wprowadzanego w ten sposób na rynek przekracza możliwości nieinflacyjnego absorbowania go przez gospodarkę. Administrowane przez rząd fundusze akumulują większość wpływów eksportowych, jednak bank centralny stoi przed zadaniem sterylizowania pieniądza pojawiającego się na rynku na skutek interwencji walutowych. Bank Rosji stosuje liczne instrumenty polityki pieniężnej, wśród nich depozyty, bony pieniężne i rezerwy obowiązkowe.

Po 2000 r. głównym źródłem przyrostu podaży pieniądza w gospodarce był napływ aktywów zagranicznych, a w ostatnim okresie pojawił się dodatkowy czynnik w postaci silnej aktywności kredytowej banków komercyjnych. Na skutek ograniczonej możliwości prowadzenia samodzielnej polityki pieniężnej podaż pieniądza mierzona agregatem M2 zawsze przekraczała górną wartość zakładanego przedziału. Niekiedy powodem tego było również zbyt ostrożne szacowanie popytu na pieniądź, choć miały też miejsce przypadki za-

wyżonych szacunków. Po kilkuletnim okresie zaufania ludności do dolara USA obserwuje się wzrost zainteresowania oszczędzaniem w rublach, wywołany aprecjacją tej ostatniej waluty wobec dolara. Utrzymanie się tej tendencji będzie zależne od relacji rubel/euro, a dalsza aprecjacja euro względem rubla może implikować wybór waluty europejskiej jako preferowanej waluty oszczędności. Z kolei obserwowana w ostatnich miesiącach niestabilność na światowych rynkach finansowych spowodowała wzrost zapotrzebowania banków komercyjnych w Rosji na rezerwy w związku z trudnościami z refinansowaniem ich zadłużenia zagranicznego. Bank centralny zareagował na tę sytuację czasowym obniżeniem stopy rezerw obowiązkowych oraz wprowadzeniem dodatkowych instrumentów refinansowania o stałej stopie procentowej.

Od 2001 r. Bank Rosji wykorzystuje niektóre elementy strategii bezpośredniego celu inflacyjnego i rozważa możliwość wprowadzenia jej w pełnej postaci. Za takim posunięciem przemawiają silny mandat banku centralnego do obniżenia inflacji i jego względna niezależność w doborze instrumentarium polityki pieniężnej. Obecnie jednak posunięcie takie uniemożliwiają obowiązujący reżim polityki kursowej, duży udział cen regulowanych administracyjnie w indeksie CPI oraz słaby mechanizm transmisji impulsów polityki pieniężnej. Dodatkowymi utrudnieniami we wprowadzaniu tej strategii są: brak podstawowej stopy procentowej banku centralnego, występowanie segmentacji rynków finansowych, niedostateczna wiarygodność i przejrzystość sektora finansowego, ograniczone doświadczenie w modelowaniu makroekonomicznym, wreszcie brak niezbędnego wsparcia politycznego.

Uwarunkowania wprowadzenia strategii bezpośredniego celu inflacyjnego na Ukrainie przedstawił Artiom Andriuszczuk z Narodowego Banku Ukrainy (NBU).

Po okresie hiperinflacji (1991–1995) i kryzysu finansowego (1998–1999) wprowadzono w 2000 r. *de facto* sztywny kurs hrywny wobec dolara. W tym czasie po raz pierwszy od rozpoczęcia transformacji gospodarczej zanotowano realny wzrost PKB. Głównymi wyzwaniem stojącymi przed NBU są wysoka i niestabilna stopa inflacji (na początku 2008 r. wskaźnik CPI przekroczył 25%, a PPI 30%), wysokie oczekiwania inflacyjne, dynamiczny wzrost wartości udzielanych kredytów (przekroczyły one 60% PKB w 2007 r.), wysoki poziom dolaryzacji gospodarki oraz szybko malejący stosunek wartości depozytów do wartości kredytów.

Istnieje sprzeczność pomiędzy wyznaczonymi celami polityki pieniężnej (stopą inflacji, kursem walutowym i bazą monetarną). Nie określono jednocześnie celów średniookresowych. Dotychczas cele polityki pieniężnej nie były zazwyczaj osiąganymi, lecz jedynie korygowane (bez istotnych zmian w prowadzonej polityce), co negatywnie wpływało na zaufanie do banku centralnego. W celu zwiększenia skuteczności polityki

pieniężnej NBU rozważa wprowadzenie strategii bezpośredniego celu inflacyjnego.

Przemawia za tym perspektywa obniżenia inflacji, możliwość prowadzenia stabilnej, niezależnej polityki pieniężnej, zwiększenie zdolności gospodarki do funkcjonowania w warunkach kryzysowych i przyspieszenie jej integracji z gospodarką światową. Dotychczasowe przygotowania do ewentualnego wprowadzenia tej strategii objęły m.in. opracowanie modelu kwartalnej projekcji inflacji, pomiar inflacji bazowej (od początku 2008 r.) oraz opracowanie kwartalnej prognozy makroekonomicznej. Nadal konieczne jest określenie realistycznego harmonogramu obniżania inflacji i średniookresowego celu inflacyjnego, a także powołanie organu odpowiedzialnego za realizację strategii. Działania te wymagają zwiększenia stopnia niezależności NBU i poprawy koordynacji polityki pieniężnej i fiskalnej. Za wskazane uznaje się również stopniowe przejście do płynnego kursu walutowego (a tym samym zmniejszenie prawdopodobieństwa realizacji celu polityki kursowej). Dodatkową trudność w realistycznym prognozowaniu stanowi znaczna w ostatnim okresie zmienność cen ropy naftowej, gazu ziemnego i żywności.

Czarnogóra była jedynym krajem reprezentowanym na seminarium, który zdecydował się na wprowadzenie euro. Mirjana Đuranovic (Centralny Bank Czarnogóry), wśród czynników, które skłoniły władze Czarnogóry do rezygnacji z odrębnej waluty, wskazała przede wszystkim na hiperinflację, skutkującą spadkiem PKB i poziomem życia oraz utratą zaufania ludności do waluty krajowej. Dodatkowo do wyboru euro przyczyniły się silne związki Czarnogóry z Europą Zachodnią (handel, przepływ siły roboczej) oraz długotrwałe wykorzystywanie walut obcych w obiegu. Do korzyści z wprowadzenia euro zaliczono stabilizację cen, dyscyplinę budżetową, zwiększenie atrakcyjności inwestycyjnej kraju oraz likwidację kosztów wymiany walut. Potencjalne zagrożenie wiązało się z niską konkurencyjnością gospodarki, znaczną nadwyżką importu nad eksportem i ryzykiem odpływu gotówki za granicę w krótkim okresie. W 1999 r. marka niemiecka została dopuszczona do legalnego obrotu gotówkowego, a od 2001 r. stała się jedyną walutą w obiegu (rok później markę zastąpiło euro). Wprowadzenie euro umożliwiło szybkie obniżenie stopy inflacji (w 2002 r. przekraczała ona 20%, a dwa lata później zrównała się z poziomem notowanym w strefie euro). Zwiększyło się również tempo wzrostu PKB, napływu zagranicznych inwestycji bezpośrednich, przyrostu depozytów i aktywów ogółem. Obniżyła się wysokość stóp procentowych. Wprowadzenie euro okazało się dużym sukcesem Czarnogóry i stymulatorem jej rozwoju. Równocześnie istnieje silna świadomość faktu, że był to czynnik jednorazowy, który powinien wspomagać, a nie zastępować podejmowanie zdecydowanych reform gospodarczych.