

# Niepewność skutków a decyzja o przystąpieniu do strefy euro

## Uncertainty about its Effects and the Decision to Join the Euro Zone

*Adam Koronowski\**

pierwsza wersja: 30 czerwca 2008 r., ostateczna wersja: 8 września 2008 r., akceptacja: 7 października 2008 r.

### Streszczenie

Artykuł poświęcony jest analizie możliwości sporządzenia bilansu korzyści i kosztów wynikających z przyjęcia euro. W tym celu przeprowadzono krytyczny przegląd omawianych w literaturze kosztów i korzyści ze wspólnego pieniądza, a następnie oceniono przydatność teorii optymalnego obszaru walutowego. W obu przypadkach wnioski wskazują na niemożność oceny skutków przystąpienia do unii monetarnej za pomocą dostępnej teorii. Również analiza doświadczeń strefy euro nie pozwala na sformułowanie jednoznacznych wniosków.

Powyższe spostrzeżenia mogą być przydatne do formułowania strategii przystępowania Polski do strefy euro. Strategia ta wskazuje nie tylko sposób spełnienia formalnych kryteriów wprowadzenia wspólnej waluty. Należy ją również rozumieć jako sposób racjonalnego działania w warunkach niepewności, które sprawi, że wspólna waluta – gdy już zostanie przyjęta – nie stanie się źródłem napięć i kosztów dla polskiej gospodarki.

**Słowa kluczowe:** unia monetarna, kurs walutowy, cykl koniunkturalny

### Abstract

This paper starts with a critical review of possible costs and gains from joining the euro zone as presented in the literature. Then it assesses the applicability, coherence and reasonability of the theory of optimum currency areas. This analysis leads to a negative conclusion concerning the theoretical guidance in the process of making the decision to join the euro zone. Moreover, empirical observation does not provide clear solutions, either.

These remarks constitute a context to present a suggested strategy for Poland to join the monetary union. This strategy is not only to meet the Maastricht criteria but it is intended to promote a rational decision under uncertainty so that the euro – when introduced in Poland – is not a source of economic tension and costs.

**Keywords:** monetary union, exchange rate, business cycle

**JEL:** F31, F 33, E32

\* Wyższa Szkoła Finansów i Zarządzania w Siedlcach; e-mail: Adam.Koronowski@sfiz.siedlce.pl

## 1. Wprowadzenie

Polska jest traktatowo zobowiązana do przyjęcia euro po spełnieniu kryteriów z Maastricht. W praktyce decyzja o przystąpieniu do strefy euro może być dowolnie odwołana poprzez niepodjęcie formalnej deklaracji o włączeniu złotego do systemu ERM II, podobnie jak to dzieje się w Szwecji. Niezależnie od formalnych wymogów ostatecznym warunkiem decyzji o wprowadzeniu euro jest wiara w jej pozytywne skutki.

Różnice poglądów na korzyści i koszty z tytułu przyjęcia euro najlepiej wyrażają hasła „im szybciej, tym lepiej” oraz „kiedy to będzie korzystne”. To drugie podejście, balansujące na granicy truizmu, sugeruje, że warunek ten będzie spełniony dopiero w przeszłości. Nie wiadomo wszakże, na jakiej podstawie wnioskuje się, że obecnie nie jest on spełniony, oraz jak w przyszłości stwierdzi się zmianę tego stanu.

Przekonanie, że korzyści z posługiwania się wspólnym pieniądzem są w zasięgu ręki, prowadzi do zalecenia możliwie szybkiego wejścia do strefy euro, a zatem przede wszystkim usilnego dążenia do spełnienia kryteriów z Maastricht, choćby nawet rodziło to konflikt pomiędzy szybką konwergencją nominalną a realną, tzn. niesło pewien koszt w krótkim okresie.

Czy taka odmienność opinii wynika stąd, że nie potrafimy sporządzić bilansu kosztów i korzyści z przyjęcia wspólnego pieniądza? W niniejszym artykule przedstawiam argumenty, że opracowanie takiego bilansu i podjęcie na jego podstawie świadomej, uzasadnionej decyzji jest niemożliwe, a konsekwencje błędu mogą być poważne. Na koniec chciałbym wskazać, że nawet w tych okolicznościach można zastosować strategię minimalizującą ryzyko błędnej decyzji.

Zasadniczą część artykułu stanowi analiza dwóch dziedzin, w których możemy – na próżno, jak twierdzą – poszukiwać odpowiedzi na pytanie o bilans kosztów i korzyści. Pierwsza dziedzina to określenie źródeł kosztów i korzyści oraz teoria optymalnych obszarów walutowych (dwie kolejne części artykułu). Druga dziedzina to doświadczenie – blisko dziesięcioletnie – strefy euro, będące przedmiotem dalszej części artykułu. W tym przypadku napotykamy poważne trudności z interpretacją zjawisk obserwowanych w krajach strefy euro. Częściowo wynika to zapewne właśnie z braku satysfakcjonującej teorii ujmującej zagadnienia integracji monetarnej. Wydaje się, że elementy nowej teorii dopiero się pojawiają. W każdym razie obserwacje empiryczne skłaniają raczej do sceptycyzmu w odniesieniu do korzyści ze wspólnej waluty.

Artykuł stanowi wyraz pewnego pesymizmu poznawczego w odniesieniu do badanego zagadnienia. Jednocześnie jednak świadomość przedstawionych ograniczeń w uzyskaniu *a priori* odpowiedzi na pytanie o bilans kosztów i korzyści z przyjęcia euro może być punktem zwrotnym, w którym spór między środowiskami, re-

prezentującymi różne, ale równie słabo umotywowane poglądy, zostanie zastąpiony racjonalnym działaniem w warunkach niepewności. Pewne propozycje w tej kwestii przedstawione są w ostatniej części artykułu.

## 2. Źródła korzyści i kosztów z tytułu przyjęcia wspólnego pieniądza

Kosztom stosowania kursu sztywnego jest utrata autonomicznej polityki pieniężnej, tzn. możliwości niezależnego ustalania przez krajowy bank centralny stóp procentowych dostosowanych do wewnętrznych potrzeb gospodarki (stabilność cen, odpowiedni poziom aktywności gospodarczej), w sposób nieskrępowany wymogiem utrzymania kursu sztywnego. W przypadku unii monetarnej oznacza to po prostu, że narodowe banki centralne nie podejmują indywidualnych decyzji o poziomie stopy procentowej. Koszt rezygnacji z własnej polityki pieniężnej i zmiennego kursu walutowego jest potencjalnie wysoki. Wewnętrzne potrzeby gospodarki kształtują się bowiem odmiennie w poszczególnych krajach unii, być może pod wpływem pewnych wstrząsów, i brakuje alternatywnych narzędzi polityki gospodarczej lub mechanizmów przywracających równowagę makroekonomiczną. Takim narzędziem może być antycykliczna polityka fiskalna. W praktyce jednak polityka fiskalna okazywała się raczej źródłem wstrząsów (np. doprowadzając do kryzysu ERM na początku lat 90.) i z tego względu w Unii Europejskiej została poddana ograniczeniom zapisanym w Traktacie z Maastricht oraz w Pakcie Stabilności i Wzrostu. Mechanizmem ekonomicznym, który zastępując kurs walutowy pozwalałby na zmianę pozycji konkurencyjnej kraju (cen relatywnych) i odpowiednio oddziaływałby na bilans obrotów bieżących i stan aktywności gospodarczej, mogłaby być zmienność cen. Niestety w rzeczywistości ceny pozostają sztywne w dół, co odzwierciedla sztywność płac. Wobec braku alternatywnych narzędzi lub mechanizmów utrzymywania równowagi makroekonomicznej wyzbycie się własnej polityki pieniężnej może być kosztowne w sytuacji, gdy gospodarka krajowa odbiega od stanu równowagi, a wspólna polityka pieniężna odpowiada odmiennym, dominującym w unii potrzebom gospodarczym innych krajów. Należy przy tym mieć świadomość, że polityka pieniężna nie zawsze może skutecznie i właściwie reagować na wstrząsy, zwłaszcza podażowe, których doświadcza gospodarka.

Korzyści ze wspólnej waluty nie są tak jednorodne jak koszty, nawet w teorii. Najważniejszą zapewne korzyścią z wprowadzenia wspólnego pieniądza upatruje się w eliminacji ryzyka kursowego. Nie ulega wątpliwości, że ryzyko kursowe utrudnia kalkulację ekonomiczną w odniesieniu do działalności na skalę międzynarodową, co z kolei może prowadzić do rezygnacji z podejmowania pewnych przedsięwzięć i ograniczenia

aktywności gospodarczej o zasięgu międzynarodowym. Eliminacja ryzyka kursowego wymaga poniesienia dodatkowych kosztów zawarcia transakcji, co wywołuje takie same skutki. Z tego względu wydaje się, że wprowadzenie wspólnej waluty i likwidacja ryzyka kursowego powinny być źródłem istotnych korzyści.

Powyższa argumentacja ma jednak istotną wadę: nie dopuszcza sytuacji, w której eliminacja ryzyka kursowego prowadzi do ujawnienia się niepewności towarzyszącej działalności gospodarczej – wynikającej z pewnych zdarzeń losowych, czyli wstrząsów – w postaci ryzyka innego niż ryzyko kursowe. Jeśli gospodarka doświadcza pewnego wstrząsu, np. negatywnie wpływającego na jej możliwości eksportowe i bilans płatniczy, to najprostszym rozwiązaniem jest wykorzystanie mechanizmu cenowego na poziomie międzynarodowym, tzn. zmiana kursu walutowego, zwłaszcza wobec sztywności cen wyrażonych w walucie krajowej. Oczywiście działanie tego mechanizmu jest źródłem ryzyka kursowego. Kiedy jednak mechanizm ten jest zablokowany, wstrząs, którego doznaje gospodarka, wywołuje inne skutki, np. względnie trwałe spadki eksportu, narastanie deficytu handlowego i ostatecznie spowolnienie wzrostu. To, co stanowi domniemaną korzyść z wprowadzenia wspólnej waluty, jest jednocześnie źródłem kosztu wynikającego z rezygnacji z możliwości zmiany kursu walutowego i swobodnego kształtowania własnej polityki pieniężnej. Istnienie takiego kosztu jest powszechnie uznawane za skutek wprowadzenia wspólnej waluty, jednak nie uważa się go za inny niż ryzyko kursowe. Przejaw niepewności towarzyszącej działalności gospodarczej. Bezpośrednie powiązanie korzyści z eliminacji ryzyka kursowego z ekonomicznym kosztem przyjęcia wspólnej waluty prowadzi nas do paradoksalnej obserwacji: tam, gdzie ów koszt byłby niewielki, a więc w przypadku niskiej niepewności, także ryzyko kursowe byłoby niskie, a więc korzyść ze wspólnej waluty okazałaby się znikoma.

Ryzyko kursowe może, co prawda, negatywnie wpływać na aktywność gospodarczą, ale istnienie mechanizmu cenowego (na poziomie kursu walutowego) wydaje się ograniczać koszt wstrząsów. W przypadku braku tego mechanizmu nie znika niepewność towarzysząca działalności gospodarczej i ograniczająca ją; samo dostosowanie do wstrząsu przybiera charakter zmiany realnej (spadku aktywności gospodarczej), a nie tylko nominalnej. Dla dopełnienia obrazu ryzyka kursowego zauważmy, że niekiedy zmienność kursu może nie tyle stanowić reakcję na pewne wstrząsy (zmiany o charakterze fundamentalnym), ile być wynikiem niezależnych procesów dokonujących się na rynku walutowym pod wpływem takich zjawisk, jak spekulacja na kontynuację trendu (*momentum trading*). Zmiana kursu przestaje być wówczas instrumentem amortyzacji wstrząsu, a sama staje się wstrząsem. Na rozwiniętych, przejrzystych rynkach niebezpieczeństwo takich sytuacji jest jednak niewielkie.

Wzrost aktywności gospodarczej w wyniku eliminacji ryzyka kursowego, w szczególności wzrost obrotów handlu międzynarodowego, jest przedmiotem badań empirycznych. Frankel i Rose (2000) twierdzą, na podstawie swoich badań z wykorzystaniem modeli gravitacyjnych, że w wyniku posiadania wspólnej waluty wartość wzajemnego handlu potraja się, a każdy procent wzrostu handlu odpowiada 1/3 procenta wzrostu PKB *per capita* w ciągu dwudziestu lat. Wyniki tych badań zostały jednak przyjęte bardzo sceptycznie. Efekt kreacji handlu w wyniku posiadania wspólnej waluty zazwyczaj jest oceniany znacznie niżej. Dla kontrastu można przytoczyć wyniki badań zawartych w pracy Ghosh et al. (1996), według których wzrost handlu jest o blisko 3 pkt proc. wyższy w systemie kursu płynnego niż w systemie kursu sztywnego.

W ramach analizy porównawczej systemu kursu sztywnego i płynnego Reinhart, Rogoff (2002) oraz Rogoff et al. (2004) wskazują, że kurs płynny (przy klasyfikacji reżimów *de facto*, a nie wg oficjalnej deklaracji) w krajach o dojrzałej gospodarce i rozwiniętych rynkach przynosi korzyści w postaci niższej inflacji i szybszego wzrostu. Z kolei Edwards i Yeyati (2003) potwierdzają, że kursy płynne stanowią efektywny mechanizm eliminacji negatywnych wstrząsów. Takie obserwacje zmuszają do ostrożnego podejścia do kwestii korzyści z rezygnacji z płynnego kursu walutowego i autonomicznej polityki pieniężnej, a tym bardziej rezygnacji z własnego pieniądza.

W stosunku do krajów, dla których przystąpienie do strefy euro oznacza obniżkę stóp procentowych (w stosunku do poziomów historycznych, a w domyśle w stosunku do poziomów poza strefą euro), przytacza się argument o korzyściach wynikających z tańszego kredytu, a zatem z wyższego poziomu inwestycji i szybszego wzrostu gospodarczego. W krajach o wysokim długu publicznym zwraca się też uwagę na obniżkę kosztu obsługi długu i wzrost wiarygodności rządu jako pożyczkobiorcy. Sam spadek stopy procentowej tłumaczy się eliminacją ryzyka kursowego i wzrostem wiarygodności polityki pieniężnej tych krajów po jej przyjęciu przez Europejski Bank Centralny.

W odniesieniu do spadku stopy wraz z eliminacją ryzyka kursowego należy stwierdzić, że koszt kapitału ze źródeł krajowych i zagranicznych (na mocy parytetu stóp procentowych) jest zawsze wyrażony krajową stopą procentową odzwierciedlającą cele polityki pieniężnej. Obniżka krajowej stopy procentowej spowoduje spadek kosztu kapitału zarówno ze źródeł krajowych, jak też zagranicznych – poprzez spadek kursu bieżącego krajowej waluty przy niezmiennych oczekiwaniach kursowych. Z kolei spadek premii za ryzyko, przy danych stopach krajowej i zagranicznej oraz oczekiwaniach kursowych, prowadziłyby do umocnienia waluty krajowej, tak że nie zmieniałby się koszt kapitału (stopa zwrotu) ze źródeł krajowych i zagranicznych. Krótko mówiąc,

twierdzenie, że eliminacja premii za ryzyko zmniejsza koszt kapitału, jest pewnym mitem. Koszt kapitału (wyrażony w walucie krajowej) zawsze zależy od krajowej stopy procentowej w systemie kursu płynnego, autonomicznie kształtowanej przez krajowy bank centralny<sup>1</sup>. Poziom tej stopy może i powinien uwzględniać potrzeby gospodarki krajowej, przede wszystkim stabilność cen. Prawdą jest natomiast, że koszt kapitału może się zmniejszyć, w szczególności może spaść, gdy autonomiczne decyzje narodowego banku centralnego w zakresie kształtowania stóp procentowych zostaną zastąpione decyzjami wspólnego banku centralnego po przyjęciu wspólnej waluty. W porównaniu z obniżeniem stopy przez narodowy bank centralny w warunkach wspólnej waluty nie spowodowałyby to presji na deprecjację waluty krajowej. Wzrost popytu towarzyszący spadkowi stopy procentowej nie zostanie w części przesunięty na rynek krajowy. Nie oznacza to jednak, że nie pojawi się presja inflacyjna w kraju, a wzrost deficytu obrotów bieżących spowodowany wyższymi wydatkami nie napotka ograniczeń. Do zagadnień tych powrócimy w kolejnych częściach artykułu.

Przypisywanie efektu spadku stopy procentowej wzrostowi wiarygodności i upatrywanie w tym wyłącznie korzyści jest poważnym nadużyciem. Należy raczej przyjąć, że wyższa krajowa stopa procentowa odzwierciedla politykę narodowego banku centralnego ukierunkowaną na utrzymanie stabilnego poziomu cen. Jej wyższy poziom niż za granicą bynajmniej nie musi oznaczać niższej wiarygodności; raczej jest warunkiem wiarygodności. Niższa stopa nie powstrzymałaby presji inflacyjnej, a w ramach unii – jak już wspominałem – może stać się źródłem wzrostu cen i pogorszenia bilansu obrotów bieżących, a w konsekwencji poważnych kosztów realnych.

Wśród korzyści ze wspólnej waluty wymienia się także wyeliminowanie kosztów transakcyjnych z tytułu wymiany walut. Koszty te (będące jednocześnie przychodami instytucji finansowych dokonujących wymiany) można potraktować albo jako „podatek” nałożony na podmioty prowadzące działalność handlową (i zapewne produkcyjną) w skali międzynarodowej, albo jako koszt zasobów wykorzystywanych w gospodarce w celu wykonania czynności potencjalnie zbędnych. W żadnym z tych przypadków ów koszt nie jest wysoki, a inne możliwości poprawy sytuacji w tym zakresie w Unii Europejskiej wydają się ogromne.

Jako korzyść ze wspólnego pieniądza wskazuje się także większą łatwość porównywania cen w skali międzynarodowej dzięki wyrażeniu ich w tych samych jednostkach, czyli tzw. przejrzystość cen. Jestem przekonany, że porównania te w przypadku odrębnych walut

są dostatecznie łatwe, aby zostały zawsze sprawnie dokonane, gdy ma to znaczenie, zwłaszcza w działalności gospodarczej. Poważniejszym źródłem błędnych decyzji na pewno jest brak dostatecznej informacji (przejrzystości rynku). W potocznej opinii jednorazowe przeliczenie cen krajowych na wspólną walutę stało się przyczyną ich podnoszenia poprzez zaokrąglenie w górę, czyli tzw. efektu cappuccino.

Powyższa lista najczęściej wymienianych potencjalnych korzyści ze wspólnej waluty nie jest pełna. Należy do niej dodać wiele innych efektów pośrednich uruchomionych przez proces integracji walutowej, jak wzrost znaczenia roli euro na świecie, transgraniczną integrację rynków finansowych, większą dyscyplinę fiskalną, reformy strukturalne, które trzeba było podjąć, by wejść do strefy euro.

Można też argumentować (np. Dornbusch 2001), że pieniądź bardziej powszechny (unijny) lepiej spełnia swoje funkcje od pieniądza mniej powszechnego (narodowego). O tak rozumianej wyższości pieniądza unijnego świadczyłyby właśnie przytoczone powyżej argumenty. Jeśli uznajemy, że dość słabo przemawiają one za korzyściami ze wspólnej waluty, to i „korzyści krańcowe” z umiędzynarodowienia pieniądza byłyby niewielkie.

Ostatnie wspomniane zagadnienie: reformy strukturalne poprzedzające wprowadzenie wspólnej waluty, jest istotne nie tylko z powodu korzyści w postaci efektywniejszej, lepiej zarządzanej gospodarki. Reformy strukturalne, zwłaszcza w obrębie rynku pracy, mogą bezpośrednio służyć usprawnieniu mechanizmu reakcji na gospodarczą nierównowagę wewnętrzną i zewnętrzną. Elastyczność krajowych cen, warunkowana elastycznością płac, stanowi mechanizm przywracania równowagi alternatywny wobec zmiennego kursu walutowego i odrębnej polityki pieniężnej. Strukturalne i instytucjonalne cechy gospodarki w dużym stopniu mogą i powinny więc decydować o skali podstawowego kosztu przyjęcia wspólnego pieniądza, czyli utraty autonomii polityki pieniężnej. Brak elastyczności cen (w dół) stanowi podstawowe założenie teorii optymalnego obszaru walutowego, omawianego w kolejnej części artykułu. Wydaje się, że założenie to dobrze odzwierciedla specyfikę współczesnej gospodarki. Mimo to warto zabiegać, aby w ramach unii monetarnej choć trochę straciło na aktualności.

Skala kosztów i korzyści z posiadania wspólnej waluty jest trudna do określenia w teorii i jeszcze trudniejsza do oszacowania za pomocą badań empirycznych. W przypadku korzyści sama ich lista jest wysoce kontrowersyjna. Z kolei koszty zależą od podatności gospodarki na wstrząsy i ich charakteru oraz od sprawności mechanizmów dostosowawczych alternatywnych wobec autonomicznej polityki pieniężnej i zmiennego kursu walutowego.

<sup>1</sup> Inna jest sytuacja w systemie zarządu walutą, gdzie co prawda istnieje odrębna waluta, ale krajowe stopy procentowe nie są ustalane przez bank centralny, lecz odzwierciedlają zagraniczne stopy i właśnie premię za ryzyko. Podobna jest sytuacja w systemie kursu sztywnego (brak autonomii polityki pieniężnej).

### 3. Słabości teorii optymalnego obszaru walutowego

Teoria optymalnego obszaru walutowego (dalej zwana teorią oow) stawia sobie za cel rozstrzygnięcie, kiedy korzyści ze wspólnej waluty przewyższają koszty. Jeśli korzyści przeważają, rozważany obszar jest z definicji optymalnym obszarem walutowym<sup>2</sup>. W świetle stwierdzenia zamykającego poprzednią część artykułu realizacja tego celu nie jest łatwym zadaniem. W konsekwencji teoria oow nie dostarcza ostatecznych rozstrzygnięć w konkretnych przypadkach (Visser 1995; Wyplosz 2006a). Formułowanie praktycznych wniosków dodatkowo komplikują sprzeczne opinie w kwestii tzw. endogeniczności kryteriów oow, tzn. wyższego stopnia spełnienia kryteriów w wyniku posługiwania się wspólną walutą (Lutkowski 2004; Wyplosz 2006a).

Teoria oow byłaby zbędna, gdyby przewaga korzyści nad kosztami z tytułu wprowadzenia wspólnej waluty była powszechna i oczywista. Ponieważ tak nie jest, teoria formułuje warunki, tzw. kryteria oow. Ich spełnienie sprawia, że koszty wspólnej waluty powinny być niskie, a zatem korzyści powinny przeważać. Takie ujęcie wynika z cichego założenia, że istnieją jakieś określone korzyści z posiadania wspólnej waluty, a zatem wystarczy podać okoliczności, kiedy koszty są niskie. Podejście takie jest błędne. W poprzedniej części zauważyliśmy, że tam gdzie koszt jest mały, także korzyść prawdopodobnie byłaby niewielka.

W stosunku do teorii oow można zgłosić również inne zastrzeżenia. Przywołajmy w tym celu kolejne kryteria oow.

Pierwsze kryterium, wskazane jeszcze przez Mundella, dotyczy międzynarodowej mobilności czynników produkcji. Zgodnie z tym kryterium, jeśli pewien kraj doświadcza negatywnego wstrząsu asymetrycznego, który powoduje spadek aktywności gospodarczej i uwalnianie czynników produkcji, to czynniki te mogą być wykorzystane w innych krajach, gdzie – z powodu asymetrycznego charakteru wstrząsu – sytuacja gospodarcza jest lepsza. W unii monetarnej możliwe jest zatem pełne wykorzystanie czynników produkcji. Wystarczy chwila namysłu, aby uświadomić sobie, jak nawiwne jest stosowanie tego kryterium wobec europejskiej unii monetarnej. Nie chodzi nawet o poważne prawne i pozaprawne, kulturowe i językowe ograniczenia mobilności siły roboczej w Unii Europejskiej. Podstawowe znaczenie dla oddalenia argumentacji Mundella w odniesieniu do Europy ma fakt, że każdy kraj europejski ma własne interesy polityczne, społeczne, ekonomiczne itd.

Żaden z krajów europejskich na pewno nie uznałby masywnej emigracji w wyniku recesji za dobry mechanizm dostosowawczy działający w odpowiedzi na negatywny wstrząs asymetryczny. Spróbujmy sobie wyobrazić np. konsekwencje takiego „dostosowania” dla stabilności systemów emerytalnych.

Kolejne kryterium oow, podane przez McKinnona, wskazuje na znaczenie otwartości gospodarki. Jeśli gospodarka jest wysoce otwarta, to zmiana kursu walutowego wiąże się ze zmianą szerokiego zakresu krajowych cen, które są wyznaczone na rynku światowym (towary i usługi uczestniczące w wymianie). Ta zmiana cen stosunkowo szybko przenosi się na płace i pozostałe ceny. Kurs walutowy okazuje się nieefektywnym narzędziem zmiany cen relatywnych.

Na gruncie czysto teoretycznym trudno odmówić takiemu rozumowaniu poprawności i pewnej siły przekonywania. W praktyce powyższa argumentacja raczej nie znajduje mocnego potwierdzenia. Wcześniej zostały wspomniane badania Edwardsa i Yeyatiego, wskazujące na trwałe zmiany cen relatywnych wraz ze zmianą kursu. Zauważmy, że trudno oczekiwać, iż eksporterzy odpowiedzą na dewaluację krajowej waluty podniesieniem cen wyrażonych w tej walucie w sytuacji, gdy dewaluacja mogłaby im przywrócić utraconą międzynarodową konkurencyjność. Utratę międzynarodowej konkurencyjności omówiono na przykładzie grupy krajów strefy euro w kolejnej części artykułu. Również pracownicy w warunkach wysokiego bezrobocia zgłaszałyby raczej umiarkowane żądania wzrostu płac. Wydaje się więc, że nawet w krajach o wysoce otwartej gospodarce, a takie są kraje Unii Europejskiej, kurs walutowy mógłby pozostawać efektywnym narzędziem zmiany cen relatywnych.

Następne kryterium oow, wprowadzone przez Kennena, wskazuje na znaczenie dywersyfikacji gospodarki: im bardziej różnorodna struktura gospodarki, tym mniejsze znaczenie dla koniunktury gospodarczej ma asymetryczny wstrząs, którego doświadcza pewien sektor. W zasadzie teoria oow nie przesądza, że wstrząs ma charakter sektorowy. Takie domniemanie jest jednak dość częste (np. MacDonald 2007), a w pełni czytelne właśnie w przypadku kryterium dywersyfikacji gospodarki.

Odnosząc się do tego kryterium, zauważmy przede wszystkim, że wstrząs sektorowy w zasadzie nie powinien być przyczyną reakcji polityki makroekonomicznej, tzn. zmiany polityki pieniężnej lub zmiany kursu walutowego. Reakcją na wstrząs sektorowy – w szczególności prowadzący do utraty przez dany sektor zdolności do konkurencyjności (sprzedaży po cenie pokrywającej koszty) na rynku międzynarodowym – powinna być zmiana struktury gospodarki w wyniku realokacji zasobów. To zagadnienie można przedstawić, odwołując się do teorii handlu międzynarodowego, przede wszystkim teorii Heckschera-Ohlina w wersji obejmującej liczne dobra czy teorii czynników specyficznych. Reakcja polityki makroekonomicznej mogłaby prowadzić do pre-

<sup>2</sup> Właściwie teoria optymalnego obszaru walutowego badała zasadność usztywnienia kursów, a nie wprowadzenia wspólnego pieniądza. Przypadki te są bardzo podobne, jednak posiadanie waluty międzynarodowej może być źródłem dodatkowych korzyści w porównaniu z kursami sztywnymi (np. wzrost znaczenia waluty w gospodarce światowej). Ponieważ jednak teoria oow koncentruje się na warunkach pozwalających zmniejszyć koszty integracji monetarnej, a nie na skali korzyści, pomijam tę historyczną ewolucję interpretacji teorii.

sji inflacyjnej i utrudniać pożądaną realokację zasobów. Możliwe są jednak szczególne przypadki, w których pewien sektor ma zasadnicze znaczenie dla wpływów eksportowych lub wydatków na import (np. ropa naftowa). Wstrząs w postaci gwałtownej zmiany cen może wówczas prowadzić do poważnych makroekonomicznych konsekwencji, poczynając od znacznej zmiany salda obrotów bieżących, przy czym realokacja zasobów w rozsądnym czasie jest niemożliwa lub nie prowadzi do odzyskania równowagi płatniczej i makroekonomicznej. W takim przypadku zmiana kursu rzeczywiście wydaje się właściwym narzędziem (mechanizmem) absorpcji wstrząsu.

Jeśli nawet uznamy, że silne wstrząsy sektorowe mogą mieć konsekwencje makroekonomiczne i wymagać reakcji ze strony polityki makroekonomicznej, to przede wszystkim należałoby uwzględnić możliwość asymetrycznych wstrząsów o charakterze makroekonomicznym, niezwiązanych z jednym sektorem. Teoria oow jednak nie rozpatruje takich wstrząsów. Ich przykładem jest chociażby wzrost wydatków publicznych w Niemczech w konsekwencji zjednoczenia. Wstrząs ten prowadził do zaostrzenia polityki pieniężnej Bundesbanku i wzrostu stóp procentowych w pozostałych krajach europejskich, co jednak było źródłem makroekonomicznych kosztów restrykcyjnej polityki wymuszonej kursem sztywnym. W tych okolicznościach doszło do kryzysu ERM – w świetle tego kraje Europy nie powinny być uważane za optymalny obszar walutowy.

Powyższa opinia mogłaby spotkać się z repliką, że twórcy UGW wyciągnęli wnioski z tego doświadczenia i wykluczyli możliwość poważnych asymetrycznych wstrząsów fiskalnych poprzez ustanowienie fiskalnych kryteriów z Maastricht, procedury nadmiernego deficytu oraz Paktu Stabilności i Wzrostu. Jestem skłonny zgodzić się z taką argumentacją, jednak uważam, że ma ona także odwrotną stronę. Jeśli dopuścimy inne, nefiskalne, makroekonomiczne wstrząsy asymetryczne, to narzucenie polityce fiskalnej reguł ogranicza możliwość jej wykorzystania jako jedynego pozostawionego na szczeblu narodowym narzędzia łagodzenia koniunkturalnych dywergencji w ramach strefy euro<sup>3</sup>.

Czy prawdopodobne są inne, poza fiskalnymi, poważne makroekonomiczne wstrząsy, źródła koniunkturalnych dywergencji w strefie euro? Jak już zauważyłem, teoria oow nie ma tu właściwie nic do powiedzenia. Jej przedmiotem nie jest identyfikacja wszelkich rodzajów wstrząsów, a zatem jest niepełna i z pewnością nie omawia wszystkich warunków harmonijnego funkcjonowania unii monetarnej. W ostatnich latach w literaturze ekonomicznej pojawiają się prace, w których próbuje się wskazać czynniki możliwych dywergencji (np. Blan-

chard 2006b; Wyplosz 2006b czy w bardziej modelowym ujęciu Koronowski 2007). Mówiąc ogólnie, czynników tych upatruje się przede wszystkim w dynamice wydatków konsumpcyjnych i inwestycyjnych w ukształtowanej przez przyjęcie wspólnej waluty, w szczególności odzwierciedlającej międzyokresową optymalizację. Przyjmując ten punkt widzenia, szerzej przedstawiony w następnej części artykułu, nie uzyskujemy jednak narzędzi, które pozwalałyby prognozować skutki utworzenia unii monetarnej lub przystąpienia do niej.

Zauważmy, że małe kraje mają zwykle gospodarkę wysoce otwartą i stosunkowo mało zdyswersyfikowaną – w tym przypadku odpowiednie kryteria prowadzą do sprzecznych wniosków.

W opinii Ingrama kryterium oow jest wysoka integracja finansowa. Visser relacjonuje ten pogląd następująco: „W warunkach silnej integracji finansowej nie jest potrzebny kurs zmienny. Już niewielka zmiana stopy procentowej wystarczyłaby, aby wywołać przywracające równowagę transgraniczne przepływy kapitału”. Visser od razu opatruje to kryterium celnym, krytycznym komentarzem: „Idea Ingrama ma ograniczoną wartość. Jeśli na przykład rozbieżne tendencje w zakresie kosztów powodują trwale, znaczne nierównowagi bilansu obrotów bieżących, to posiadacze kapitału mogą na pewnym etapie odmówić dalszej akumulacji długu deficytowego kraju” (Visser 1994, s. 136, tłum. A.K.).

Kolejne kryterium optymalnego obszaru walutowego, związane z Haberlerem i Flemingiem (por. Visser 1995, s. 137), wskazuje na podobieństwo stóp inflacji. Tak sformułowane kryterium każe zadać pytania; kiedy (a więc po spełnieniu jakich kryteriów) stopy inflacji mogą pozostawać dostatecznie podobne, jeśli nie obserwujemy istotnych dywergencji koniunkturalnych. Nie poszukując odpowiedzi na te pytania, autorzy owego kryterium wydają się mówić: nieważne, jakie cechy powinien mieć optymalny obszar walutowy, ważne, aby funkcjonował tak, jak tego oczekujemy od optymalnego obszaru walutowego. W tym znaczeniu jest to kryterium empiryczne, zakładające możliwość przeprowadzenia testu.

Teoria oow jest niekompletna, ponieważ poza obszarem badania pozostawiła makroekonomiczne źródła potencjalnych dywergencji. Jest też chybiona w przypadku kryterium integracji finansowej oraz wewnętrznie sprzeczna w przypadku kryteriów dywersyfikacji i otwartości gospodarki w odniesieniu do małego kraju. Poza jej zakresem znalazła się kontrowersyjna kwestia charakteru i skali korzyści z posiadania wspólnej waluty; niewłaściwie ujęty jest związek korzyści i kosztów. Zarówno koszty, jak i korzyści pozostają niemierzalne. Wyniki badań empirycznych poświęconych ocenie skutków stosowania wspólnej waluty lub kursu sztywnego są sporne, różnorodne, a nawet wzajemnie sprzeczne. Z całą pewnością teoria oow nie pozwala na formułowanie rozstrzygających wniosków na użytek polityki gospodarczej.

<sup>3</sup> Nie jest przedmiotem tego artykułu omawianie reguł fiskalnych EUGiW, a w szczególności krytyki Paktu Stabilności i Wzrostu. Warto jednak odnotować, że zadaniem wielu krytyków Paktu prowadzi on w praktyce do procyklicznej polityki fiskalnej (Buti et al. 2002; De Grauwe 2003; von Hagen 2003).

Teoria oow nie stanowiła też paradygmatu wykorzystywanego w dyskusji nad utworzeniem strefy euro. Zdaniem Wyplosza (2006a) decydenci unijni w okresie prac nad powołaniem UGW niechętnie eksponowali koszty, jakie może przynieść wspólna waluta, zwłaszcza wobec faktu, że kraje Unii Europejskiej nie spełniały wszystkich kryteriów oow (np. nieskrępowanej mobilności czynników produkcji, znacznej roli redystrybucji dochodu poprzez budżet centralny). Przyjęto raczej, że wspólna waluta pozwala rozwiązać problem niedostatecznej wiarygodności kursu sztywnego. Dokładnie doświadczył on kraje europejskie wraz z kryzysem ERM na początku lat 90. Sama idea kursu sztywnego pomiędzy walutami europejskimi nie została poddana głębszej refleksji.

Zauważmy, że pomimo silnej integracji (także finansowej), wysokiego poziomu handlu wzajemnego, w szczególności handlu wewnątrzgałęziowego, odzwierciedlającego zarówno podobieństwo struktur gospodarczych, jak też ich wysoką dywersyfikację, gwałtowna korekta poziomów kursów walut europejskich okazała się na początku lat 90. nieunikniona i jako kryzys ERM stanowiła rozwiązanie nabrzmiałego problemu odmiennej sytuacji gospodarczej poszczególnych krajów.

Niezależnie od motywów, którymi kierowali się twórcy UGW, przyjęli oni rozsądną, pragmatyczną postawę, nie próbując zgłębiać możliwych mechanizmów dywergencji ani eksponować istniejących kryteriów teorii oow. Sformułowali odrębne nominalne kryteria z Maastricht (dotyczące kursu, inflacji i stopy procentowej) zgodnie z duchem kryterium Haberlera i Fleminga. W ten sposób można by empirycznie sprawdzić, czy kraje europejskie zainteresowane utworzeniem unii monetarnej mogą bez poważnych napięć (kosztów) posługiwać się wspólnym pieniądzem. W kolejnej części artykułu zobaczymy, czy takie rozwiązanie spełniło zakładane w nim nadzieje.

#### 4. Dywergencje koniunkturalne w Unii Gospodarczej i Walutowej

W okresie przygotowań do wprowadzenia euro nastąpiła wyraźna zbieżność stóp inflacji. Małe zróżnicowanie inflacji udało się utrzymać także w strefie euro. Na początku lat 90. różnica między najwyższą a najniższą inflacją wynosiła prawie 20 pkt proc., a w latach 1997–1999 spadła poniżej 2 pkt proc. W 2006 r. różnica ta wynosiła 2,7 pkt proc. (European Commission 2006, s. 35). Podobnie kształtowały się tendencje w zakresie odchylenia standardowego. W tym znaczeniu UGW sprzyjała nominalnej konwergencji.

Na ten korzystny obraz negatywnie rzutuje jednak to, że w kilku krajach strefy euro inflacja przez cały okres 1999–2006 pozostawała powyżej średniej (Grecja, Hiszpania, Irlandia, Portugalia, Włochy), w części utrzy-

mywała się poniżej średniej (Austria, Francja, Niemcy) i tylko cztery pozostałe kraje odnotowały roczne stopy inflacji zarówno powyżej, jak i poniżej średniej (European Commission 2007). Oznacza to, że skumulowane różnice między zmianami poziomów cen przyjmują znaczne wartości. Nawet takie ujęcie nie pokazuje jednak skali problemu. Ponieważ w gospodarkach wysoce otwartych wskaźniki inflacji bazujące na cenach konsumpcyjnych (np. HICP) w dużym stopniu odzwierciedlają (przy kursie sztywnym) poziom cen za granicą, nie obrazują one właściwie tendencji kształtowania się cen krajowych towarów i usług. Dla międzynarodowej konkurencyjności gospodarki znaczenie mają właśnie poziom tych cen (i kształtujących je kosztów, przede wszystkim płacowych) w stosunku do cen za granicą. Odpowiednio zmiany kursu realnego (cen relatywnych) powinny być deflowane np. wskaźnikiem kosztów jednostkowych (*unit labour cost*, ULC). Właściwy obraz cenowego aspektu zmian konkurencyjności poszczególnych gospodarek można też uzyskać, porównując zmiany cen eksportu i importu (*terms of trade*).

Kilka krajów unii, w szczególności Włochy, Portugalia, Hiszpania, Grecja i Irlandia, od 1999 r. odnotowały znaczny wzrost kursu realnego deflowanego jednostkowymi kosztami pracy (co wskazuje na spadek konkurencyjności). Na przeciwnym biegunie znajdują się przede wszystkim Niemcy, które doświadczyły spadku kursu realnego. Zmiany te odzwierciedlają z jednej strony tendencje w zakresie kształtowania się płac nominalnych, z drugiej zaś strony zmiany wydajności pracy. Kraje z pierwszej grupy cechował wysoki wzrost płac i niski wzrost wydajności pracy.

Konkurencyjność gospodarki – mierzona zmianą cen eksportu – w latach 1999–2006 spadła w przypadku Włoch o 27%, Hiszpanii o 12%, Grecji o 10%, a konkurencyjność gospodarki Niemiec wzrosła o 6,5% (Wyplosz 2006b).

Wyrazem poważnego osłabienia pozycji konkurencyjnej kraju jest wysoki deficyt obrotów bieżących. Deficyt pierwotnie może wszakże pojawić się lub wzrosnąć również wskutek zwiększenia krajowych wydatków, co z kolei może wynikać z wpływu niższej, unijnej stopy procentowej na decyzje konsumpcyjne (zgodnie z międzyokresową optymalizacją) i inwestycyjne. Wzrost wydatków, który dotyczy zarówno dóbr krajowych, jak i importowanych, prowadząc do wzrostu poziomu cen i płac (kosztów), osłabia pozycję konkurencyjną kraju i niejako utrwała deficyt. Wobec niemożności nieograniczonego finansowania deficytu napływem kapitału oraz braku efektywnego mechanizmu pozwalającego odzyskać konkurencyjność (np. dzięki szybszemu niż u partnerów handlowych wzrostowi wydajności lub dzięki elastyczności płac<sup>4</sup>) jedyną możliwością ograniczenia

<sup>4</sup> Niewątpliwie uzyskanie środkami polityki gospodarczej znacznego przyspieszenia owego tempa – tak aby było ono wyższe, niż w krajach, które dotychczas zyskiwały przewagę konkurencyjną – jest w najlepszym przypadku bardzo trudne (porównaj (Wyplosz, 2006)). Problem elastyczności płac jest szeroko omówiony w: European Commission (2007a).

skali deficytu jest spadek wydatków krajowych, tzn. spowolnienie wzrostu, stagnacja lub nawet recesja<sup>5</sup>. Ograniczenie napływu kapitału oraz załamanie się koniunktury gospodarczej mogą prowadzić do poważnego kryzysu finansowego. Stagnacja gospodarcza w wyniku utraty konkurencyjności może też niekorzystnie wpłynąć na finanse publiczne, prowadząc do stopniowej utraty wiarygodności i ostatecznie do powstania przeświadczenia, że kryzys finansów publicznych i opuszczenie unii są nieuniknione<sup>6</sup>.

Wyplosz w opracowaniu o znamienym tytule *Diverging tendencies of competitiveness* ujmując to tak: „Przewartościowanie waluty w sposób nieunikniony prowadzi do powolnego wzrostu i rosnącego deficytu obrotów bieżących. (...) Jeśli ten trend trwa, to łatwo wyobrazić sobie dwa scenariusze z nocnych koszmarów. Pierwszy scenariusz skupia się na deficycie obrotów bieżących. Deficyt jest możliwy tylko dopóty, dopóki trwa napływ kapitału. (...) Kiedy napływ ustaje, a ostatecznie musi ustać, sytuacja dojrzeje do poważnego kryzysu finansowego, który stawia pod znakiem zapytania uczestnictwo w strefie euro. Drugi scenariusz skupia się na powolnym wroście i rosnącym bezrobociu. Stanowi to receptę na powszechne niezadowolenie. Nawet jeśli przyczyną tej sytuacji jest krajowa, proste rozwiązanie – dewaluacja – jest niemożliwe ze względu na udział w strefie euro. Uczestnictwo w unii prawdopodobnie zogniskuje niezadowolenie i będzie wystawione na próbę” (Wyplosz 2006b, tłum. A.K.).

Przedstawione zagrożenia dostrzega także Blanchard (2006a; 2006b). Wyraził on m.in. pogląd o występowaniu w UGW tymczasowych załamań gospodarczych (*rotating slumps*). Znakomitym przykładem zasygnalizowanych tendencji, przywołanym przez Blancharda (2006b, s. 21), jest Portugalia. Nominalna konwergencja znalazła wyraz w spadku stóp procentowych, z 6% realnie w 1992 r. do 0% w 2001 r. Towarzyszyły temu wzrost wydatków konsumpcyjnych i ożywienie gospodarcze; bezrobocie spadło z 7,2% w 1995 r. do 4% w 2001 r. W tym czasie jednocześnie nastąpiła aprecjacja kursu realnego deflowanego jednostkowymi kosztami pracy o 15%. Deficyt obrotów bieżących wzrósł z 0% PKB w 1955 r. do 10% PKB w 2000 r. W późniejszych latach deficyt utrzymał się na niebezpiecznie wysokim poziomie (w 2006 r. powyżej 9% PKB), pomimo poważnego spowolnienia w gospodarce i wzrostu stopy bezrobocia ponownie powyżej 7%. Wyczerpujące omówienie przypadku Portugalii można znaleźć w pracy Bessone Basto (2007).

Zjawisko utraty konkurencyjności przez niektóre kraje unii monetarnej w wyniku odmiennych wzorców konsumpcyjnych nie tylko stało się przedmiotem ba-

dań i niepokoju niezależnych ekonomistów, lecz także dość wcześnie zostało odnotowane w oficjalnych dokumentach Komisji. Wyrazem tego mogą być następujące stwierdzenia: „Jeśli poziomy cen odbiegają od równowagi w wyniku przegrzania, zmiany relatywnej konkurencyjności, mogą uderzyć we wzrost w strefie euro” (European Commission 2001, s. 72, tłum. A.K.). „W czterech największych krajach strefy euro odmienne tendencje w kształtowaniu się prywatnej konsumpcji stały się istotnym źródłem niedawnych rozbieżności cyklu” (European Commission 2005, s. 23, tłum. A.K.).

Warto odnotować pewne szczególne cechy procesów zachodzących w Portugalii i Irlandii. W pierwszym kraju nastąpił, co prawda, wzrost płac i ogólny wzrost poziomu cen, co znalazło wyraz we wroście kursu realnego (zwłaszcza deflowanego jednostkowymi kosztami pracy), lecz jednocześnie nie nastąpił istotny wzrost cen eksportu. Wyplosz (2006b) tłumaczy to spadkiem marży zysku w sektorze eksportowym.

W Irlandii również nie nastąpił znaczny wzrost cen w eksporcie pomimo wzrostu kursu realnego. W tym przypadku nie zwiększyły się jednak płace jednostkowe w przemyśle (*unit wages in manufacturing*), chociaż odnotowano wzrost jednostkowych kosztów pracy. Oznacza to, że w przemyśle – a zatem w sektorze o największym znaczeniu dla eksportu – wzrost wydajności pracy pokrywał wzrost płac, podczas gdy w innych sektorach (np. usług) wzrost wydajności nie pokrywał wzrostu kosztów płacowych (Wyplosz 2006b). Sytuacja taka dokładnie odpowiada modelowi Balassy-Samuelsona. Niestety nawet Irlandia, w ostatnich miesiącach pogrążająca się w recesji, przestała być pozytywnym wzorcem. Interpretacja tych procesów jest trudna. Pewien wpływ na pogorszenie sytuacji Irlandii, zwłaszcza w porównaniu z innymi krajami strefy euro, miało umocnienie się euro (European Commission 2007b). Jest też bardzo prawdopodobne, że w Irlandii mamy do czynienia z cyklem odzwierciedlającym międzyokresowe wybory, wzrost zadłużenia i w konsekwencji spadek wydatków w gospodarce, w której realne stopy procentowe były szczególnie niskie, co stanowiło wypadkową stóp EBC i stosunkowo wysokiej inflacji. Efekt przegrzania gospodarki może mieć negatywne skutki, nawet jeśli nie przekłada się bezpośrednio na pogorszenie międzynarodowej konkurencyjności, na czym wcześniej była skupiona uwaga.

Dywergencje koniunkturalne w UGW omówione w tej części artykułu dotyczą procesów typowych dla gospodarek o stosunkowo wysokiej inflacji, przede wszystkim dla krajów południa z Europy – Portugalii, Hiszpanii, Włoch, Grecji. Trzeba jednak odnotować również kilkuletnią stagnację gospodarki niemieckiej. Niekiedy wyjaśnia się ją przyjęciem nadwartościowego kursu marki. W tym kontekście można uznać, że Niemcy – poprawiwszy konkurencyjność – mają perspektywy przyspieszenia wzrostu. Zauważmy wszakże, że poprawa konkurencyjności gospodarki niemieckiej jest tyl-

<sup>5</sup> W ujęciu modelowym efekt ten jest przedstawiony w: Koronowski (2007).

<sup>6</sup> Warto w tym kontekście odnotować zbieżność tych obserwacji ze znanym z literatury charakterystycznym cyklem towarzyszącym wykorzystaniu kursu sztywnego do stabilizacji cen (zob. np. Kiguel, Liviatan 1992).



ko drugą stroną utraty konkurencyjności przez grupę innych krajów.

Banalal et al. (2006) wskazują, że zróżnicowanie stóp wzrostu pomiędzy krajami strefy euro nie odbiega od różnic stóp wzrostu krajami w państwach federacyjnych (stany USA, landy niemieckie). Nie może to niestety skłaniać do zlekceważenia realnych dywergencji obserwowanych w strefie euro. Argument na poparcie tej opinii jest taki sam jak w przypadku kryterium międzynarodowej mobilności czynników w teorii oow. Kraje europejskie mają swoje niezbywalne, indywidualne interesy. Ujmując problem trywialnie: szybszy wzrost pewnego regionu w porównaniu z innym regionem kraju stanowi najwyżej problem regionalny (i jego rozwiązaniem mogą być migracja czy transfery budżetowe), natomiast trwała stagnacja czy recesja w pewnym kraju są poważnym problemem państwowym lub narodowym i oczywiście nawet szybszy rozwój innego kraju unii nie stanowi tu pociechy. Paradoksalnie – w ramach wielonarodowej unii konwergencja powinna być silniejsza niż w przypadku pojedynczych, względnie jednorodnych państw.

Powyżej wspominałem o braku wiarygodnych wyników empirycznych badań nad wpływem kursu sztywnego i unii monetarnej na wzrost handlu. Prosta obserwacja tendencji w tej dziedzinie w strefie euro raczej pogłębia sceptycyzm co do rzekomych znacznych korzyści z tego tytułu. Według Komisji Europejskiej „warto odnotować, że pomimo aprecjacji euro wzrost eksportu do krajów spoza strefy był szybszy w niż wewnątrz strefy w przypadku więcej niż połowy państw członkowskich” (European Commission 2007b, s. 20, tłum. A.K.).

W podsumowaniu tej części artykułu możemy stwierdzić, że makroekonomiczna konwergencja, którą udało się osiągnąć w fazie przygotowań do utworzenia UGW, okazała się nie dość trwała, czego skutkiem są wysokie koszty makroekonomiczne dla niektórych krajów strefy euro. Fakty te mają podstawowe znaczenie dla zrozumienia, że wspólny europejski pieniądz nie zawsze i nie wszystkim wprowadzającym go krajom zapewnia korzyści. Przeciwnie – niekiedy wydaje się przyczyną poważnych trudności i kosztów.

Sam proces nominalnej konwergencji w drodze do strefy euro, zwłaszcza spadek stóp procentowych, może działać jak swoisty wstrząs, który – w wyniku opóźnień właściwych reakcji gospodarki na zmiany stopy procentowej – ujawnia się już w strefie euro jako presja inflacyjna w krajach, które odnotowały najwyższy spadek stopy. Wzrost inflacji oznacza ponadto dalszy spadek realnej stopy procentowej. W konsekwencji znacznych dywergencji inflacji i odmiennych tendencji w zakresie kształtowania się kosztów przebieg cyklu staje się mniej zsynchronizowany. Z tego powodu samo osiągnięcie konwergencji nominalnej nie wydaje się dostatecznym testem gotowości do posługiwania się wspólnym pieniądzem. Równie ważne jest utrzymanie osiągniętej kon-

wergencji w stopniu wykluczającym powstawanie napięć w gospodarce krajów unii. Do tej tezy nawiązuję w ostatniej części artykułu.

## 5. Wybór strategii przystępowania do strefy euro

Wniosków o zasadności przystąpienia kraju do unii monetarnej nie da się bezpiecznie sformułować wyłącznie na podstawie teorii. Wskazania teorii oow nie są dostateczne i rozstrzygające. Inne elementy dopiero tworzonej, szerszej niż oow teorii integracji monetarnej unaczyniają, że formułowana *a priori* odpowiedź o skutki przyjęcia wspólnej waluty jest pozbawiona podstaw, pozostaje propagandowym wyrazem nadziei lub obaw związanych z euro.

Pragmatyczna postawa twórców UGW, którzy zamiast poszukiwania „kamienia filozoficznego” przyjęli kryteria z Maastricht, będące empirycznym testem przystosowania kraju do unii, niestety też nie uchroniła strefy euro przed poważnymi i kosztownymi dywergencjami.

Jak zatem przekonać się, że przyjęcie euro byłoby korzystne?

Przede wszystkim należy spełnić kryteria z Maastricht, co stanowi pewien użyteczny test. Test ten, jak zauważyliśmy, nie zapewnia sukcesu w strefie euro.

Spełnienie kryteriów z Maastricht jest dużym wyzwaniem, co sprawia, że strategia przystępowania do strefy euro jest niekiedy utożsamiana ze strategią spełnienia tych kryteriów. Niestety, nawet tak wąsko rozumiana strategia nie jest przedmiotem ożywionej debaty. W zasadzie sprowadza się ona do, słusznego skądinąd, napominania rządu, by obniżył deficyt finansów publicznych. Przypadek Litwy i innych krajów bałtyckich powinien przypomnieć, że jednoczesne osiągnięcie wymaganej stabilności kursu i cen może być bardzo trudne. W Polsce w zasadzie nie poświęca się tej sprawie uwagi. Na razie refleksja nad tym zagadnieniem sprowadza się do konstatacji, że od strony czysto formalnej strategia bezpośredniego celu inflacyjnego jest niespójna z kursem sztywnym (uczestnictwem w ERM II), oraz ewentualnie do prób rozwiązania tej sprzeczności poprzez terminologiczne zabiegi typu „elastycznego bezpośredniego celu inflacyjnego”.

Sposób, w jaki owa sprzeczność byłaby ewentualnie usuwana, może przesądzać o znaczeniu kryteriów z Maastricht jako empirycznego testu rzeczywistej gotowości do przyjęcia euro. Kryteria te wymuszają bowiem tylko niedoskonałą i stosunkowo krótkotrwałą symulację funkcjonowania w unii monetarnej. Kryteria kursowe i inflacyjne mogą być spełnione dzięki wykorzystaniu narzędzi, których stosowanie oczywiście nie będzie możliwe w warunkach unii monetarnej lub w ogóle jest posunięciem jednorazowym. Tymi narzędziami są

przede wszystkim interwencji walutowe, a także np. możliwość zastosowania administracyjnych ograniczeń akcji kredytowej. Jedynie w przypadku znacznych interwencji Komisja Europejska mogłaby uznać, że wystąpiły „poważne napięcia”, a kryterium kursowe nie zostało spełnione. Należy odnotować, że kryterium kursowe nie jest naruszone w przypadku rewaluacji kursu w ERM II. W takim przypadku test zostałby jednak osłabiony, nowy poziom kursu nie stałby się przedmiotem weryfikacji, a stopa inflacji zostałaby przejściowo obniżona. Należy również pamiętać, że wciąż istnieje pewne pole do manipulacji podatkami w sposób oddziałujący – jednorazowo – na stopę inflacji.

Im bardziej niedoskonała byłaby symulacja funkcjonowania w warunkach unii monetarnej, a więc im bardziej strategia polegałaby jedynie na usilnym dążeniu do możliwie szybkiego, formalnego spełnienia kryteriów, tym mniej wiarygodne i znaczące byłyby wyciągane na tej podstawie wnioski o zdolności kraju do pozbawionej napięć funkcjonowania w unii monetarnej.

Uzyskanie potwierdzenia, że przyjęcie euro byłoby korzystne, wymaga bardziej gruntownego sprawdzianu niż tylko spełnienie kryteriów z Maastricht. W interesie kraju dążącego do przyjęcia euro jest uzyskanie rzetelnego potwierdzenia, że pozostawanie w warunkach możliwie bliskich wspólnej walucie nie powoduje niepożądanych skutków dla konkurencyjności gospodarki krajowej lub niepokojąco szybkiego narastania zadłużenia gospodarstw domowych i podmiotów gospodarczych, co mogłoby być zapowiedzią cyklicznego odwrócenia trendu ze szkodą dla realnej sfery gospodarki. Oznacza to nie tylko konieczność utrzymania pod kontrolą inflacji i zmienności kursu zgodnie z kryteriami z Maastricht, ale przede wszystkim baczna obserwację takich wielkości, jak *terms of trade*, jednostkowe koszty pracy, ewolucja rentowności przedsiębiorstw, zwłaszcza o dużym udziale eksportu w sprzedaży, rozwój akcji kredytowej. Zebranie dostatecznych obserwacji w tym zakresie, któ-

re uwzględniałyby dynamikę i źródła procesów inflacyjnych przy dostosowywaniu stóp NBP do stóp Europejskiego Banku Centralnego przez NBP, w warunkach stabilnego kursu, może wymagać okresu dłuższego niż dwa lata wymaganego uczestnictwa w ERM II. Warto także pamiętać, że wejście do ERM II nie jest w praktyce postrzegane jako eksperyment, z którego można się wycofać lub który można wydłużyć bez uszczerbku wiarygodności. Przeciwnie, jest to interpretowane jako wyraz determinacji w dążeniu do przyjęcia euro w możliwie najkrótszym czasie. Dlatego sędzę, że przed przystąpieniem do tego mechanizmu celowe byłoby jednostronne, próbne, a więc raczej niepoparte formalnym zobowiązaniem, utrzymanie kursu w wąskim paśmie przy stopach NBP równych (a początkowo przynajmniej możliwie bliskim) stopom EBC. Powodzenie w ustabilizowaniu kursu i utrzymaniu dostatecznie niskiej inflacji przed przystąpieniem do ERM II stanowiłoby także źródło wiarygodności będącej główną przesłanką sukcesu w ERM II. Takie działanie powinno być następstwem względnie samoistnego ustabilizowania się kursu płynnego i osiągnięcia odpowiednio niskiej stopy inflacji. Jak uczy przypadek Irlandii, nawet „dobra” inflacja wynikająca z efektu Balassy-Samuelsona powinna wzmacniać ostrożność, nawet nie tyle ze względu na trudność z jednoczesnym spełnieniem kryteriów z Maastricht, ile z powodu możliwego efektu „przegrzania” (a następnie przykrego „ostygnięcia”) gospodarki.

Istotą proponowanego tu testu byłoby nie tylko dążenie do spełnienia kryteriów nominalnych, ale także szersza obserwacja gospodarki, obejmująca zarówno wskaźniki nominalne, jak też zjawiska lub symptomy procesów realnych. Integracja monetarna jest wskazana nie wówczas, gdy uda się spełnić – być może krótkotrwale – kryteria nominalne, ale wówczas, gdy zbieżności kategorii nominalnych nie towarzyszy nasilanie się nierównowagi mającej aspekty nominalne, finansowe, jak też realne.

## Bibliografia

- Banalal N., Del Hoyo J.L.D., Pierluigi B., Vidalis N. (2006), *Output Growth Differentials across the Euro Area Countries; Some Stylized Facts*, "Occasional Paper", No. 45, ECB, Frankfurt.
- Bessone Basto R. (2007), *The Portuguese Experience with the Euro – Relevance for New EU Member Countries*, "Bank i Kredyt", nr 11/12, s. 5–16.
- Blanchard O. (2006a), *Is There a Viable European Social and Economic Model*, "Working Paper", No. 06–21, MIT, Department of Economics, Massachusetts.
- Blanchard O. (2006b), *A macroeconomic survey of Europe*, MIT, <http://econ-www.mit.edu/files/1770>.
- Buti M., Eijffinger S., Franco D. (2002), *Revisiting the Stability and Growth Pact: Grand Design or Internal Adjustment*, mimeo, CEPII, <http://www.cepii.fr/anglaisgraph/communications/pdf/2002/211102/franco.pdf>.
- Dornbusch R. (2001), *Fewer monies, better monies*, "American Economic Review", Vol. 91, s. 238–242.
- Edwards S., Yeyati E. (2003), *Flexible Exchange Rates as Shock Absorbers*, "Working Paper", No. 9867, NBER, Cambridge.
- European Commission (2001), *Policy adjustment in the euro-area countries: the risk of overheating*, in *The EU Economy: 2001 Review*, Directorate General for Economic and Financial Affairs, Brussels.
- European Commission (2005), *Growth differences in the euro area*, in *Quarterly Report on the Euro Area, II 2005*, Directorate General for Economic and Financial Affairs, Brussels.
- European Commission (2006), *Annual Report on the Euro Area*, Brussels.
- European Commission (2007a), *Annual Report on the Euro Area*, Brussels.
- European Commission (2007b), *Quarterly Report on the Euro Area, II quarter*, Brussels.
- Frankel J., Rose A. (2000), *Estimating the Effect of s of Currency Union on Trade and Output*, "Working Paper", No.7857, NBER, Cambridge.
- Ghosh A. (1986), *Does the Exchange Rate Regime Matter for Inflation and Growth?*, "Economic Issues", No. 2, IMF, Washington, D.C.
- De Grauwe P. (2003), *The Stability and Growth Pact in Need of Reform*, mimeo, Catholic University of Leuven, International Economics Working Group, Leuven.
- von Hagen J. (2003), *Fiscal Discipline and Growth in Euroland – Experiences with the Stability and Growth Pact*, Rheinische Friedrich-Wilhelms-Universität Bonn, Center for European Integration Studies, Bonn.
- Kiguel M.A., Liviatan N. (1992), *The Business Cycle Associated with Exchange Rate Based Stabilizations*, "World Bank Economic Review", Vol. 6, No. 2, s. 279–305.
- Koronowski A. (2007), *Dywegencje koniunkturalne w unii monetarnej*, „Ekonomista”, nr 5, s.76–95.
- Lutkowski K. (2004), *Od złotego do euro: źródła obaw i nadziei*, Twigger, Warszawa.
- MacDonald R. (2007), *Exchange Rate Economics, Theories and Evidence*, Routledge, London, New York.
- Reinhart C.M., Rogoff K. (2002), *The Modern History of Exchange Rate Arrangements. A Reinterpretation*, "Working Paper", No. 8963, NBER, Cambridge.
- Rogoff K., Husain A.M., Mody A., Brooks R., Oomes N. (2004), *Evolution and Performance of Exchange Rate Regimes*, "Occasional Paper", No. 229, IMF, Washington, D.C.
- Wyplosz Ch. (2006a), *European monetary union, the dark side of a major success*, "Economic Policy", Vol. 21, No. 46, s. 207–261.
- Wyplosz Ch. (2006b), *Diverging tendencies of competitiveness*, Briefing notes to the Committee for Economic and Monetary Affairs of the European Parliament, <http://www.europarl.europa.eu/comparl/econ/emu/20061010/wyplosz.pdf>.
- Visser H. (1995), *A guide to international monetary economics*, Edward Elgar, Cambridge.