

# Krzysztof Błędowski, Marcin Mróz

---

## Wpływ wprowadzenia euro na kraje Europy Środkowej

---

International Journal of Management and Economics 7, 126-140

---

1999

Artykuł został zdigitalizowany i opracowany do udostępnienia w internecie przez Muzeum Historii Polski w ramach prac podejmowanych na rzecz zapewnienia otwartego, powszechnego i trwałego dostępu do polskiego dorobku naukowego i kulturalnego. Artykuł jest umieszczony w kolekcji cyfrowej [bazhum.muzhp.pl](http://bazhum.muzhp.pl), gromadzącej zawartość polskich czasopism humanistycznych i społecznych.

Tekst jest udostępniony do wykorzystania w ramach dozwolonego użytku.

Krzysztof Błędowski

*Włod & Co.*

Marcin Mróz

*Instytut Międzynarodowych Stosunków Gospodarczych*

## WPŁYW WPROWADZENIA EURO NA KRAJE EUROPY ŚRODKOWEJ

### Wstęp

Dwa równoległe procesy zachodzące w Unii Europejskiej, tj. rozszerzenie tego ugrupowania na wschód oraz wprowadzenie wspólnej waluty, mają znaczny wpływ na rynki finansowe i politykę gospodarczą krajów Europy Środkowej. Należy również zauważyć, iż wraz z intensyfikacją procesów integracyjnych rola wspólnej waluty dla Czech, Polski i Węgier będzie systematycznie wzrastała. Można przy tym wyróżnić trzy główne etapy integracji: (i) przed członkostwem w Unii Europejskiej, (ii) po przyjęciu do Unii Europejskiej, ale przed przystąpieniem do unii walutowej, i wreszcie (iii) pełne członkostwo w UE oraz przyjęcie wspólnej waluty. W każdym z tych etapów euro w nieco inny sposób będzie oddziaływać na główne obszary polityki gospodarczej (konkurencyjność, polityka fiskalna, monetarna) oraz rynki (dóbr i usług, czynników produkcji oraz aktywów finansowych).

Należy oczekiwać, iż przed przystąpieniem krajów środkowoeuropejskich do UE wpływ euro na ich gospodarki będzie niewielki. Zarówno przedsiębiorcy krajowi, jak i konsumenci, w niewielkim stopniu odczują obecność nowej waluty. Wynika to z faktu, iż integracja z UE jest procesem samoistnym i przebiega niezależnie od ilości walut, którymi posługują się obywatele państw kandydujących do członkostwa w tej organizacji. Należy się jednak spodziewać, iż na tym etapie największy wpływ euro widoczny będzie na rynkach kaptalowych krajów kandydackich (ze względu na ich znaczną internacjonalizację<sup>1</sup> oraz relatywnie duży udział inwestorów zagranicznych na rynkach finansowych Europy Środkowej). Natomiast zarówno struktura, jak i poziom handlu zagranicznego, w zdecydowanie mniejszym stopniu odczują wpływ wprowadzenia wspólnej waluty.

Znaczenie euro dla środkowoeuropejskich gospodarek kandydackich znacznie wzrośnie, gdy bariery celne zostaną zniesione, zaś kraje te przystąpią do wspól-

nego rynku. Większość obszarów polityki gospodarczej oraz sfery produkcyjnej ulegnie silnemu wpływowi gospodarczemu Unii w wyniku zbliżenia cykli koniunkturalnych obu obszarów gospodarczych. Na tym etapie oczekiwane jest też uzgodnienie daty przystąpienia gospodarek Europy Środkowej do unii walutowej.

Bezdiskusyjnie największy wpływ euro na wszystkie aspekty życia gospodarczego będzie widoczny po przystąpieniu Czech, Polski i Węgier (które umownie nazwijmy grupą K-3) do unii walutowej. Oczekuje się, że cała grupa K-3 przystąpi do Unii Europejskiej nie wcześniej niż w 2004 r. i nie później niż w 2006 r. Unia walutowa jest jeszcze bardziej oddalona w czasie, gdyż uważamy, że kraje kandydackie nie przyjmą wspólnej waluty przed rokiem 2008 (lub nawet później, jeśli kraje K-3 przystąpią do Unii Europejskiej później, niż to jest obecnie oczekiwane).

Czas, w którym kraje kandydackie osiągną kolejne etapy integracji, ma duże znaczenie dla rynków finansowych. Długoterminowy kapitał strategiczny już zaczął napływać do krajów środkowoeuropejskich, niejako dyskontując ich przyszłe członkostwo w strukturach unijnych. Należy też oczekiwać, iż ten rodzaj inwestycji nie będzie zbyt wrażliwy na możliwe zmiany, wynikające z przesunięcia dat przyjęcia nowych członków. Wpływ postępów w procesie integracji powinien być bardziej widoczny na rynkach inwestycji portfelowych, zarówno w papiery dłużne, jak i akcje. Dla rynków tych najważniejsze jest określenie wyraźnej daty członkostwa w poszczególnych strukturach europejskich. Najbardziej prawdopodobny wydaje się scenariusz, w którym konwergencja rynków finansowych rozpocznie się zdecydowanie przed oficjalnie określoną datą wdrożenia kolejnego etapu integracji. Przyjmie ona formę wzrostu cen aktywów finansowych oraz redukcji różnicy w poziomie wskaźnika cena/zysk pomiędzy obydwoma regionami gospodarczymi.

Należy wyraźnie stwierdzić, iż wprowadzenie wspólnej waluty niesie dla Polski, Czech i Węgier zarówno dobre, jak i złe skutki gospodarcze. Utrata praw do seniorażu i suwerennego kształtowania polityki monetarnej – ważnych mechanizmów obronnych przed szokami zewnętrznymi i wewnętrznymi – jest dla krajów kandydujących zdecydowanie niekorzystna. Dlatego też wszelkie wypowiedzi akcentujące potrzebę wczesnego przystąpienia grupy K-3 do unii monetarnej należy traktować przede wszystkim jako taktykę negocjacyjną, nie zaś realną propozycję. Co więcej, dłuższy horyzont czasowy przed przystąpieniem do EMU pozwoli krajom kandydackim lepiej ocenić dotychczasowy sukces wspólnej waluty oraz swoją pozycję gospodarczą, przed podjęciem decyzji o ewentualnym przystąpieniu.

Wszystkie trzy kraje kandydackie z Europy Środkowej deklarują chęć przystąpienia do struktur unijnych tak szybko, jak to jest możliwe. Postawę taką należy interpretować przede wszystkim jako wolę polityczną, bardzo odległą od

gospodarczej gotowości grupy K-3 do przystąpienia zarówno do wspólnego rynku, jak i (później) do unii walutowej.

Niewątpliwie w długim okresie obie strony negocjacji członkowskich pragną zakończyć je sukcesem. Jest bowiem jasne, iż obie strony odniosą korzyści ze swobodnego przepływu dóbr, usług i środków produkcji przez otwarte w ten sposób granice. Duży wspólny rynek leży w interesie zarówno podmiotów gospodarczych, jak i konsumentów, co *de facto* oznacza, iż również w interesie polityków.

Powyższe stwierdzenia nie oznaczają jednakże szybkiej akcesji państw członkowskich. Pomimo poprzednich deklaracji politycznych przed rokiem 2002 nie jest prawdopodobne przystąpienie do Unii Europejskiej żadnego z państw kandydujących. Uważamy, iż zarówno przystąpienia do UE w 2002 r., jak i do unii walutowej w 2005 r. nie jest realne. Natomiast wyznaczenie takich limitów czasowych zdecydowanie zwiększa presję na intensyfikację działań integracyjnych, zarówno wśród podmiotów gospodarczych w krajach członkowskich, jak i kołach politycznych. Należy przy tym zauważyć, iż o ile wśród polityków idea integracji cieszy się nieustająco wysokim wsparciem (nieco tylko mniejszym wśród podmiotów gospodarczych), o tyle społeczne poparcie dla członkostwa w strukturach europejskich wyraźnie maleje. Szacuje się, iż ok. 55-75% respondentów wspiera ideę integracji, przy czym wśród państw środkowoeuropejskich najbardziej entuzjastycznymi zwolennikami członkostwa są Węgry, najmniej – Czesi.

W niniejszym raporcie analizujemy potencjalne kanały oddziaływań wprowadzenia euro na kraje Europy Środkowej. Zdecydowanie podkreślamy przy tym znaczenie czynnika czasu, gdyż jest oczywiste, iż znaczenie to będzie się zwiększało wraz z intensyfikacją integracji gospodarczej. Równie ważne jest rozbitcie podmiotów i struktur, na które wspólna waluta będzie oddziaływać. Tam, gdzie to możliwe, skwantyfikowano wpływ wprowadzenia euro, jednakże głównym celem niniejszej analizy jest raczej przedstawienie szerokiej klasyfikacji jego efektów i trendów, jakie z nich wynikają.

Tabela 1 przedstawia usystematyzowany przegląd efektów wprowadzenia euro w gospodarkach Europy Środkowej wraz z próbą oszacowania relatywnego znaczenia poszczególnych mechanizmów oddziaływania. Zgodnie z wcześniejszymi założeniami podzieliliśmy okres analizy na trzy etapy: przed członkostwem w UE, po przyjęciu do UE, a ła przed EMU, oraz pełne członkostwo w UE i EMU.

Tabela 1. Analiza wpływu euro na kraje Europy Środkowej

Wyszczególnienie	Przed UE 1999-2004	UE 2006-2008	UE i EMU 2010-
<b>Czynniki mikroekonomiczne</b>			
konkurencja	średni	wysoki	wysoki
przejrzystość cen	niski	niski	wysoki
koszty transakcji	średni	średni	wysoki
<b>Czynniki makroekonomiczne</b>			
polityka fiskalna	niski	średni	wysoki
polityka monetarna	niski	wysoki	–
rozszerzenie wspólnego rynku	średni	wysoki	wysoki
<b>Rynek dóbr</b>			
<i>tradeables</i>	średni	wysoki	wysoki
<i>non-tradeables</i>	niski	średni	średni
usługi	niski	wysoki	wysoki
<b>Rynek czynników produkcji</b>			
siła robocza	niski	średni	średni
kapitał	niski	wysoki	wysoki
<b>Rynek aktywów</b>			
waluta	średni	wysoki	–
obligacje	średni	wysoki	wysoki
akcje: publiczne	niski	wysoki	wysoki
akcje: prywatne	niski	wysoki	wysoki
<b>Gospodarka</b>			
konsumpcja	niski	średni	wysoki
inwestycje	średni	wysoki	wysoki
handel zagraniczny	niski	średni	wysoki

Źródło: Wood & Company.

### Wpływ mikroekonomiczny

Głównym czynnikiem, który określa wyższość strefy euro w porównaniu z regionem wielowalutowym, jest dodatkowa wartość, jaką uzyskują zarówno producenci, jak i konsumenci. Wzrost konkurencji między producentami, większa przejrzystość cen dla konsumentów oraz niższe koszty transakcji to główne zalety wspólnej waluty. Mikroekonomiczny wpływ euro na kraje Europy Środ-

kowej jest głównie pośredni. Zwiększona efektywność gospodarowania w strefie euro powinna poprzez *terms of trade* oraz przez przepływ kapitału mieć pozytywny wpływ na dochody podmiotów gospodarczych i konsumentów w grupie K-3. Efekt euro dla Europy Środkowej można więc określić jako bliski temu, jaki strefa dolarowa (50 zjednoczonych stanów posługujących się wspólną walutą) wywiera na gospodarkę Kanady.

**Konkurencja.** Zwiększona konkurencja w strefie euro jest czynnikiem zdecydowanie stymulującym wzrost produktywności podmiotów oraz zmniejszającym wzrost cen dóbr finalnych. Zwiększa to wyzwanie stojące przed producentami z Polski, Czech i Węgier, którzy sprzedają swe wyroby na rynkach krajów należących do EMU i przejściowo może mieć negatywny wpływ na eksport do eurolandu. Należy jednakże oczekiwać, iż większa efektywność gospodarowania w tym regionie gospodarczym przełoży się finalnie na większą zyskowność czynników produkcji (pracy i kapitału), co poprzez funkcję importu przełoży się na większy popyt na dobra zagraniczne, w tym również pochodzące z Europy Środkowej. Ten pozytywny wpływ na gospodarkę ościenną powinien być w miarę szybki i pojawić się, zanim kraje te dołączą do członków wspólnego rynku europejskiego czy też unii walutowej.

**Przejrzystość cen.** W wyniku wprowadzenia wspólnej waluty przejrzystość cen (zdefiniowana jako możliwość uczestników rynku do łatwego porównywania cen wyrobów) zwiększa się w dużym stopniu. O ile jednak efekt ten będzie bardzo silny w samej strefie euro, o tyle jego wpływ na poziom informacji cenowej w gospodarkach środkowoeuropejskich będzie niewielki. Wynika to z faktu, iż konsumenci w tym regionie są w dalszym ciągu zmuszeni do konwersji walut w celach transakcyjnych. Wraz ze zwiększającym się zunifikowaniem cen wewnątrz UE oraz planowanym przyłączeniem walut krajowych do euro przejrzystość informacji cenowej będzie wzrastała, osiągając apogeum wraz z przystąpieniem do unii walutowej krajów kandydujących.

**Koszty transakcyjne.** Niższe koszty transakcyjne należą do bezdyskusyjnych korzyści wynikających z posiadania wspólnej waluty. Profity płyną z eliminacji konieczności wymiany walut, niższych opłat bankowych, redukcji kosztów zabezpieczenia przed ryzykiem kursowym itp. Te pozytywne aspekty integracji walutowej dotyczą nie tylko rezydentów strefy euro, ale również podmiotów, które prowadzą współpracę gospodarczą z tym obszarem. Skala oszczędności jest trudna do oszacowania, (jednakże szacunki UE mówią o dziesiątkach miliardów euro w pierwszych kilku latach od wprowadzenia wspólnej waluty). Fakturowanie transakcji w dolarach (tak popularne np. w Polsce) z biegiem czasu powinno zmniejszyć się na rzecz euro. Największy relatywny zysk z tego tytułu w porównaniu do wartości sprzedaży powinna osiągnąć grupa małych i średnich przedsiębiorstw. Pozytywny wpływ mniejszych kosztów transakcyjnych będzie zdecydowanie bardziej odczuwalny w krajach, których waluty były od początku połączone z euro.

Tabela 2. Dzienny obrót na rynku walutowym

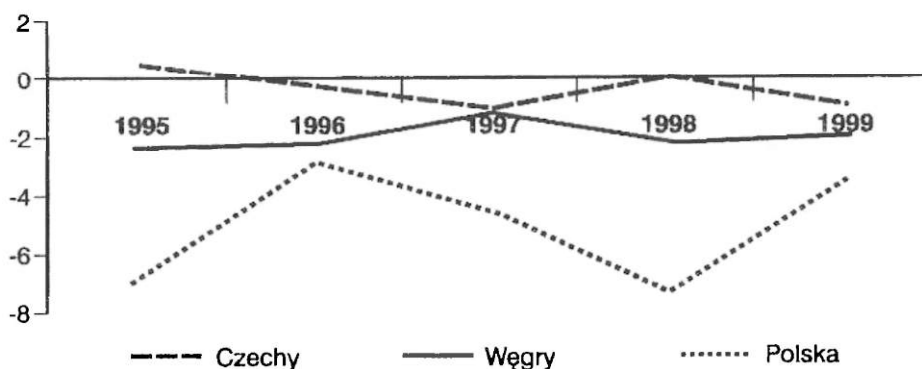
	Czechy	Polska	Węgry
Obrót (mld waluty lokalnej)	100	230	3,8
Obrót (mld USD)	3,0	1,1	1,0

Źródło: Wood & Company.

### Wpływ makroekonomiczny

**Polityka fiskalna.** Bezpośredni wpływ euro na politykę fiskalną krajów kandydujących do członkostwa w UE był jak dotąd niewielki. Finanse publiczne w dominującej części polegają na krajowych źródłach finansowania. Udział inwestorów zagranicznych w tym segmencie rynków finansowych szacuje się na 5%–8% na Węgrzech i około 10% w Polsce. Zintegrowany rynek euroobligacji stwarza jednak nowe możliwości dla krajów Europy Środkowej: większa ilość inwestorów, prawdopodobnie niższe koszty pozyskania kapitału oraz lepsze zestawienie krajowych należności i zobowiązań w ramach bilansu płatniczego.

Oczywiście również w tym zakresie wpływ euro będzie się zwiększał wraz ze zbliżaniem się krajów kandydackich do przyjęcia wspólnej waluty (ze względu na konwergencję) do celów fiskalnych określonych w kryteriach z Maastricht. Wydaje się iż kraje środkowoeuropejskie będą starały się wypełnić te kryteria ze znacznym wyprzedzeniem w stosunku do planowanego terminu, by mieć kartę przetargową w negocjacjach członkowskich. Zacieśnianie polityki fiskalnej wraz ze (wspomnianym wcześniej) wzrostem popytu na aktywa z krajów kandydujących zmniejszy poziom oprocentowania instrumentów dłużnych w tych krajach.



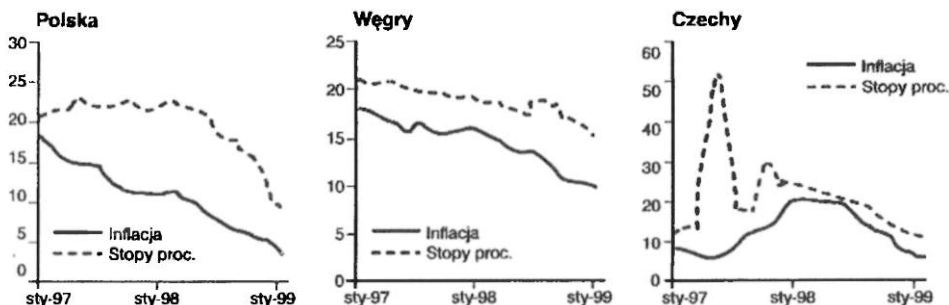
Rys. 1. Bilans budżetowy jako procent PKB.

Źródło: Ministerstwa Finansów Polski, Czech, Węgier. Wood & Company.

**Polityka monetarna.** Jednym z oczekiwanych efektów integracji dla władz monetarnych krajów kandydatów z Europy Środkowej jest zacieśnienie współpracy z Europejskim Bankiem Centralnym. Postęp w tym zakresie możliwy jest wyłącznie przy założeniu, iż kraje te będą utrzymywały podstawowe zasady polityki monetarnej, tj.: (i) niezależność banku centralnego, (ii) swobodny przepływ kapitału przez granice, (iii) dostęp rządu do źródeł finansowania na zasadach rynkowych, (iv) niedopuszczanie do monetyzacji krajowego długu publicznego oraz (v) stabilność cen jako główny cel banku centralnego.

W następstwie wprowadzenia euro kraje grupy K-3 planują związanie swych walut z euro bądź bezpośrednio, bądź pośrednio (w ramach koszyka walutowego). Ponadto banki centralne z pewnością przekonwertują znaczną część swych rezerw walutowych na aktywa denominowane w euro, podczas gdy banki komercyjne zwiększą podaż kredytów nominowanych we wspólnej walucie. Podobnie jak w przypadku polityki fiskalnej, władze monetarne skupiają się przede wszystkim na osiągnięciu kryteriów traktatu z Maastricht (co oznacza w tym przypadku koncentrację na inflacji i poziomie stóp procentowych). Jak do tej pory banki centralne Czech i Polski określiły swe cele średnioterminowe, które są kompatybilne z wymaganiami EMU. Choć przejściowo uwolnione, waluty narodowe będą później związane wyłącznie z euro (w paśmie wahań) i finalnie na stałe połączone z walutą europejską.

Decyzja o przyjęciu wspólnej waluty, czyli zaniechaniu suwerennej polityki pieniężnej jest w takim samym stopniu decyzją polityczną co gospodarczą. Dotychczasowe wypowiedzi zarówno rządów, jak i władz monetarnych, wskazują na pełne poparcie dla wspólnej waluty. Dlatego też, jeśli strefa euro (w swym obecnym kształcie) okaże się sukcesem, należy oczekiwać iż przystąpienie grupy K-3 do tego systemu będzie niemal pewne.

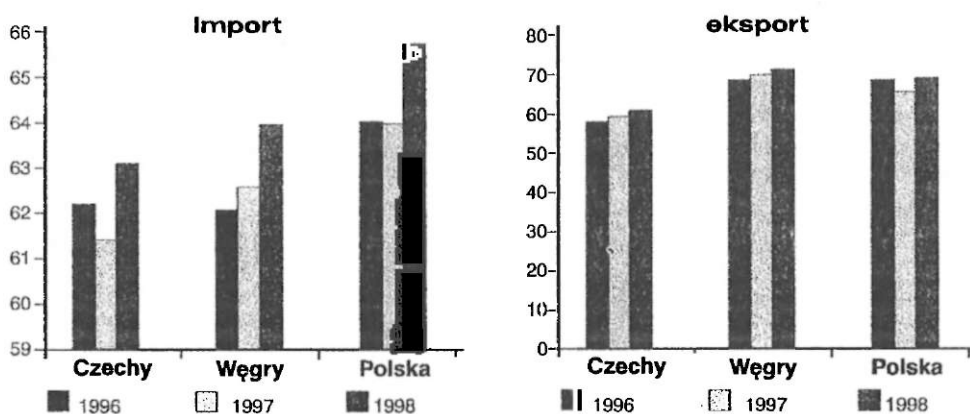


**Rys. 2. Inflacja i stopy procentowe.**

Źródło: Reuters, Wood & Company.



**Wspólny rynek.** Połączenie krajowych rynków dóbr i usług w jeden regionalny organizm gospodarczy stanowi jedną z kluczowych zalet integracji ekonomicznej. Wspólny rynek wzbogacony o zunifikowaną jednostkę płatniczą w znacznym stopniu ułatwia kalkulację profitów płynących z wymiany. Euro w średnim okresie powinno więc przyczynić się do szybszej integracji gospodarczej poprzez przepływy dóbr i kapitału. Dla małych gospodarek otwartych, takich jak Czechy czy Węgry, rynek krajowy jest zbyt mały, by umożliwić w pełni wykorzystanie profitów płynących z korzyści skali. Dla krajów tych, obecnie w dużym stopniu polegających na eksporcie, dostęp do wspólnego rynku stanowi poważny argument przemawiający za szybką integracją.

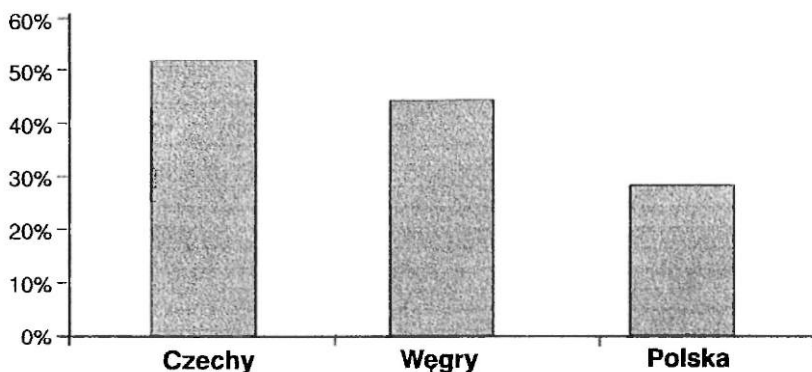


Rys. 3. Procentowy udział w wymianie zagranicznej Polski, Czech i Węgier.

Źródło: „Ceststat Statistical Bulletin” 1998, No 3.

### Rynek dóbr i usług

*Tradeables.* Wprowadzenie euro jest czynnikiem, który w dużym stopniu zintensyfikuje ukierunkowanie handlu zagranicznego państw K-3 w stronę rynków Unii Europejskiej. Udział EU w wymianie handlowej państw Europy Środkowej będzie zwiększał się sukcesywnie, z ponad 60% obecnie do ok. 70%–80% w czasie przystępowania do wspólnego rynku. Jednym z głównych czynników leżących u podstaw tej konwersji jest duży napływ kapitału inwestycyjnego ze strefy euro. Szacuje się, iż od 50% do 80% każdego euro zainwestowanego do tej pory zostało przeznaczone na zakup maszyn i sprzętu produkcyjnego. Dane Austriackiego Instytutu Badań Gospodarczych wskazują, iż wprowadzenie wspólnej europejskiej waluty zwiększa węgierski eksport o 2,7% w stosunku rocznym. Ekstrapolując te dane na pozostałe kraje regionu, można szacować ten efekt na około 2,5% dla Czech i 2–2,4% dla Polski.



Rys. 4. Udział eksportu w produkcji sprzedanej przemysłu.

Źródło: Bloomberg, Wood & Company.

*Non-tradeables.* Wpływ integracji walutowej na dobra niebędące przedmiotem wymiany międzynarodowej będzie relatywnie niewielki, nawet po przystąpieniu państw kandydatów do UE i EMU. Pośrednio oczywiście spadek cen wsadu produkcyjnego będzie postępował wraz z zacieśnianiem więzi integracyjnych z UE, lecz bezpośrednia konkurencja zagraniczna i jej pozytywne efekty dla rynku krajowego będą niewielkie. Z drugiej strony regulacje tego rynku przez prawo unijne może mieć pośredni wpływ na kraje środkowoeuropejskie. Możliwym kanałem transmisyjnym są na przykład środki produkcji, regulacje dotyczące konkurencji czy też subsydiów. Jednakże nawet uwzględniając powyższe czynniki, należy wyraźnie stwierdzić, iż wpływ wspólnej waluty na *non-tradeables* będzie zdecydowanie silniejszy niż na dobra podlegające wymianie międzynarodowej nawet wówczas, gdy gospodarki Europy Środkowej przyjmą wspólną walutę.

*Usługi.* Generalnie skala wpływu na usługi zależeć będzie od poziomu ich „umiędzynarodowienia”. Przykładowo, międzynarodowy transport lotniczy będzie wystawiony na znaczną konkurencję cenową, podczas gdy handel detaliczny będzie zdecydowanie mniej dotknięty tym wpływem. Można więc zaryzykować stwierdzenie, iż usługi będące przedmiotem wymiany międzynarodowej będą dotknięte efektami integracji tak samo jak adekwatne rynki dóbr. Wytwórcy usług lokalnych zaś zostaną praktycznie ominięci przez efekty integracji walutowo-gospodarczej.

### Rynek czynników produkcji

*Praca.* Wspólna waluta ma i będzie miała względnie niewielki wpływ na rynek pracy, zarówno przed, jak i po przyjęciu przez grupę K-3 członkostwa w unii walutowej. Różnice w poziomie wynagrodzeń będą widoczne dla pracobiorcy niezależnie od tego, czy wynagrodzenia są wyrażone w jednej, czy wielu walutach. Restrykcje dotyczące przepływu siły roboczej w znacznym stopniu ograniczą jej przepływ, podczas gdy mobilność tego czynnika produkcji w znacznym

stopniu kształtowana jest przez siłę nabywczą, umiejętności i uwarunkowania kulturowe. Po wprowadzeniu wspólnej waluty jej wpływ na rynek pracy będzie nieco większy, nie niwelując jednakże negatywnego wpływu dotychczasowych czynników.

**Kapitał.** Przed przystąpieniem do unii walutowej wpływ euro na dostępność środków bankowych dla ewentualnych pożyczkobiorców w grupie K-3 będzie niewielki. Podmioty środkowoeuropejskie tradycyjnie pożyczają w walutach obcych, tak więc euro przyniesie tylko zmianę w strukturze walutowej kredytów na korzyść wspólnej waluty europejskiej. Zaciąganie zobowiązań denominowanych w euro postępować będzie równoległe ze wzrostem znaczenia euro jako waluty transakcyjnej w operacjach handlu zagranicznego.

Znaczny wzrost znaczenia eurokredytów oczekiwany jest wraz z przyłączeniem walut krajowych do euro. Powinno mieć to miejsce mniej więcej w tym czasie, co otwarcie krajowych rynków usług bankowych dla instytucji obcych (lata 2000–2002). Poprawa dostępu do kapitału powinna być zdecydowanie bardziej odczuwalna dla małych i średnich przedsiębiorstw oraz indywidualnych konsumentów. Co więcej, konkurowanie o klienta stanowić będzie znaczny stymulator poprawy jakości usług bankowych oraz stworzy presję na spadek kosztu pieniądza.

Dodatkowym aspektem integracji rynków finansowych jest poziom rezerw obowiązkowych, które w krajach Europy Środkowej oscylują wokół 5%. Implikuje to konieczność konwersji do poziomu określonego w UE, aby zniwelować płynące stąd różnice w konkurencyjności.

## Rynek aktywów

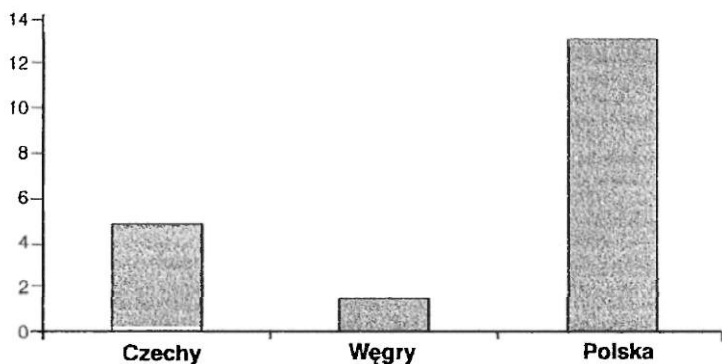
Wpływ wspólnej waluty na rynek aktywów będzie znaczący. Wśród pozytywnych następstw należy wymienić przede wszystkim zwiększony wolumen inwestycji wynikający z wprowadzenia euro. Z drugiej jednakże strony należy oczekiwać, iż swoisty efekt przesunięcia wystąpi również dla przepływów kapitałowych. Oznacza to, iż kapitał może preferować wewnętrzny rynek strefy euro kosztem rynków finansowych państw trzecich. Najmniejszy wpływ będzie miało to zjawisko na inwestycje w publiczne notowane akcje, zaś największy na rynek obligacji.

**Waluta.** Narodowe rynki walutowe w wyniku wprowadzenia wspólnej waluty ulegają coraz większemu ukierunkowaniu na euro. Należy oczekiwać, iż euro uzyska zdecydowanie większą rolę niż miała poprzednio marka niemiecka. Tak więc euro może zastąpić dolara amerykańskiego w niektórych rodzajach kontraktów oraz jako waluta rezerwowa. Ale rynek walutowym grupy K-3 całkowite przeniesienie punktu ciężkości w stronę euro raczej nie grozi. Jest to szczególnie prawdziwe w przypadku Polski, dla której dolar odgrywa wciąż istotną rolę za-

równy z punktu widzenia makro- (dług zagraniczny denominowany w USD), jak i mikroekonomicznego (silna pozycja dolara jako środka akumulacji kapitału, czy też waluty referencyjnej).

Ponadto niższe koszty transakcyjne, większa płynność na rynkach eurowalutowych stanowią zapowiedź korzyści zarówno dla przedsiębiorców, jak i indywidualnych konsumentów. W okresie przed przystąpieniem do struktur europejskich (a szczególnie po przyłączeniu walut krajowych do euro) przedsiębiorcy środkowoeuropejscy będą doświadczali znacznie mniejszego ryzyka związanego ze zmianami kursu euro. Ryzyko zmiany kursów krzyżowych jednakże pozostanie.

**Obligacje.** Przyjmując, iż większy i bardziej płynny rynek zmniejsza koszty operowania na nim, należy oczekiwać, iż koszt emisji euroobligacji będzie niższy dla emitentów z Europy Środkowej. Z drugiej strony krajowe rynki obligacji w tym regionie odniosą korzyści wynikające z większej obecności inwestorów unijnych (pragnących rozszerzyć zakres posiadanych aktywów poza strefę euro). Z biegiem czasu, w miarę jak członkostwo w UE i EMU będzie się zbliżać, oprocentowanie środkowoeuropejskich instrumentów dłużnych będzie systematycznie się upodabniać do poziomu adekwatnych aktywów w strefie euro. Udział kapitału obcego w finansowaniu pożyczkobiorców zacznie wzrastać w porównaniu z inwestorami krajowymi, zmniejszając koszt pozyskania kapitału.



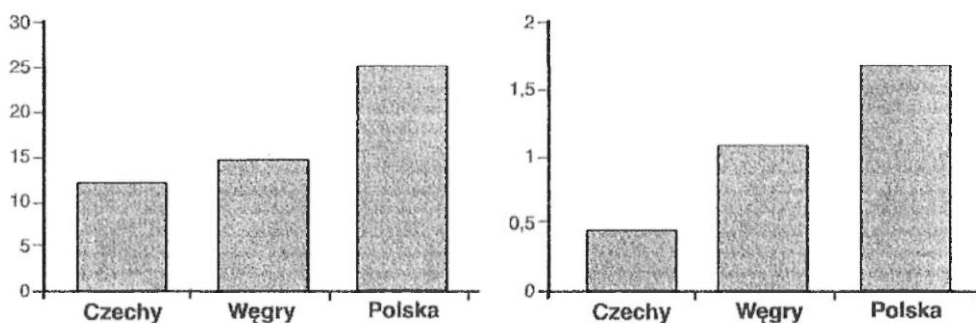
Rys. 5. Kapitalizacja krajowych rynków obligacji z terminem wykupu powyżej 1 roku (mld USD).

Źródło: Wood & Company.

**Akcje publiczne.** Środkowoeuropejskie giełdy papierów wartościowych przed przystąpieniem krajów tego regionu do UE będą tylko w niewielkim stopniu dotknięte wprowadzeniem euro. Chociaż pośrednio zarządzający funduszami inwestycyjnymi będą się starać rozszerzyć swe inwestycje w tym regionie, głównie ze względu na pozytywne efekty konwergencji i finalnego przystąpienia grupy K-3 do UE i EMU, jednakże proces ten będzie w znacznie mniejszym stopniu widoczny i zdecydowanie mniej powiązany z dostosowaniem polityki fiskalnej

i monetarnej niż to miało miejsce w przypadku inwestycji w papiery dłużne. W miarę jak gospodarki Europy Środkowej będą się rozwijać, czynniki decydujące o poziomie ryzyka makroekonomicznego będą tracić znaczenie dla inwestorów zagranicznych. Natomiast na znaczeniu zyskiwać będą czynniki mikroekonomiczne (analiza sektorowa i poszczególnych podmiotów). Powyższe tendencje będą kształtować poziom zaangażowania kapitału obcego w publiczne papiery wartościowe notowane na giełdach środkowoeuropejskich. Udział inwestorów obcych na giełdach Czech, Słowacji i Polski w nadchodzących latach powinien rosnąć, podczas gdy na Węgrzech bardziej prawdopodobny jest jego spadek.

**Akcje niepubliczne (prywatne).** Wpływ euro na rynek akcji nie będących przedmiotem publicznego obrotu będzie w zasadzie podobny do tego, jaki będzie dotyczył instrumentów publicznych. Różnice pomiędzy poszczególnymi krajami Europy Środkowej wynikać raczej będą z czynników strukturalnych, takich jak: relatywna siła uregulowań prawnych, zabezpieczenie praw udziałowców mniejszościowych i dostępność nowych emisji.



Rys. 6. Kapitalizacja rynku akcji: rynek publiczny (L) i prywatny (P) w mld USD.

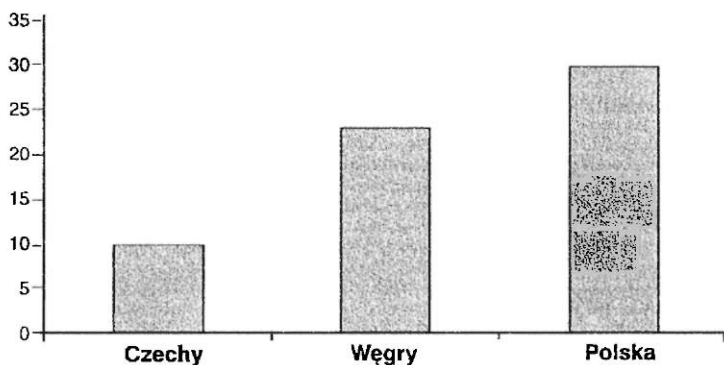
Źródło: Wood & Company.

## Gospodarka

**Konsumpcja.** Wprowadzenie wspólnej waluty będzie miało relatywnie niewielki wpływ na konsumpcję w Polsce, Czechach i na Węgrzech przed przystąpieniem tych krajów do struktur europejskich. Wspólna waluta jednakże ułatwia turystom porównywanie cen dóbr i usług wewnątrz strefy euro, co powinno stymulować rozwój handlu przygranicznego również z krajami Europy Środkowej. Po przystąpieniu do Unii Europejskiej pośrednią korzyścią konsumentów będzie

wzrost dochodu, jednakże dopiero przystąpienie do unii walutowej prawdziwie zwiększy korzyści tej grupy. Przynależność do strefy euro, zwiększając konkurencję cenową oraz przejrzystość i porównywalność cen, zwiększa również siłę nabywczą konsumentów, co w konsekwencji oddziałuje na strukturę ich wydatków.

**Inwestycje.** Znaczący wpływ procesów integracyjnych na poziom inwestycji zagranicznych w Europie Środkowej jest znaczący już teraz. Perspektywa, iż Polska, Czechy i Węgry dołączą do struktur unijnych, zwiększyła napływ inwestycji bezpośrednich, których kumulatywna wartość w regionie osiągnęła ok. 50 miliardów USD. Intensyfikacja procesów integracyjnych powinna przyczynić się do zwiększonego napływu kapitału, którego zasób może przekroczyć 120-150 miliardów dolarów w latach 2005-2007. Aby konkurować z importem z UE, producenci z Polski i pozostałych krajów Europy Środkowej zmuszeni są zmodernizować swą bazę produkcyjną. Napływ inwestycji bezpośrednich powinien jeszcze bardziej wzrosnąć po przystąpieniu do unii walutowej, jednakże inwestycje netto mogą w tym okresie zmniejszać się w wyniku wzrastającej fali eksportu kapitału przez podmioty z Polski, Czech i Węgier.



Rys. 7. Kumulatywny zasób inwestycji bezpośrednich (mld USD).

Źródło: PAIZ, Wood & Company.

### EMU: Bilans korzyści i strat

Uczestnictwo w unii walutowej przynosi krajom członkowskim korzyści, lecz również generuje pewne koszty. Tym ważniejsza dla przyszłych członków jest uważna analiza działania unii walutowej na obecnym jej etapie. Pozwoli to bowiem na bardziej wnikliwą analizę potencjalnych skutków dalszego rozszerzenia strefy euro na kraje Europy Środkowej. Drugim ważnym elementem jest zestawienie potencjalnych korzyści i kosztów charakterystycznych dla krajów tego regionu.

Implementacja wspólnej waluty niesie za sobą rezygnację z ważnego elementu polityki monetarnej, jaką jest możliwość dewaluacji/rewaluacji kursu walutowego w odpowiedzi na zmiany zachodzące w popycie krajowym. W przeszłości banki centralne krajów kandydatów używały często kursu walutowego jako instrumentu polityki gospodarczej. Czyniły to przykładowo władze monetarne Polski i Węgier w połowie lat 90., zaś w momencie pisania niniejszej pracy oba kraje dewaluują swą walutę w ramach mechanizmu *crawling peg*.

Drugą korzyścią z niezależnej polityki monetarnej jest łatwość dostosowania zmiennych nominalnych poprzez kurs walutowy. Przykładowo, tak PKB, jak i produktywność gospodarek środkowoeuropejskich wzrastają szybciej niż odpowiednie wskaźniki dla krajów UE. W tej sytuacji sukcesywna rewaluacja waluty pozwoli na lepszą kontrolę nad bilansem płatniczym i konkurencyjnością tych krajów.

Autonomiczność głównych aspektów polityki ekonomicznej pozwala również na łagodzenie asymetrycznych szoków w gospodarce. Spadek aktywności gospodarczej w danym sektorze czy też regionie może być obecnie złagodzony poprzez działania polityki fiskalnej i/lub monetarnej. Oczywiście wprowadzenie unii walutowej obejmującej znaczny obszar terytorialny i gospodarczy wyeliminuje możliwość takich działań. Z drugiej jednakże strony członkostwo w unii walutowej dyscyplinuje finanse publiczne i gwarantuje prowadzenie odpowiedzialnej polityki monetarnej.

Podsumowując, należy stwierdzić iż środkowoeuropejskie rynki wschodzące powinny konsekwentnie zmierzać do członkostwa w unii walutowej, jednocześnie jednak bacznie zwracając uwagę na procesy zachodzące obecnie w EMU oraz na potencjalny bilans zysków i kosztów akcesji.

---

#### Przypis

- <sup>1</sup> Należy w tym miejscu przypomnieć, iż Czechy, Polska i Węgry, zgodnie ze zobowiązaniami w stosunku do OECD, zobligowane są do liberalizacji przepływów kapitałowych. Ponadto we wszystkich trzech krajach inwestycje w akcje są właściwie w pełni zliberalizowane, zaś inwestycje w papiery dłużne w większości przypadków.

## THE EFFECTS OF INTRODUCING THE EURO INTO CENTRAL EUROPEAN COUNTRIES

### (Summary)

The two simultaneous processes currently occurring in the European Union, i.e., the expansion to the east and the introduction of a common currency, both have a profound influence on the financial markets and economic policies of the Central European countries. It should also be noted that as the processes of integration intensify, so the role of the common currency will systematically grow in the Czech Republic, Poland and Hungary. Three principal stages of integration can be distinguished in connection with this: before European Union membership, after acceptance into the European Union but before joining the currency union, and finally full EU membership along with adoption of the common currency. At each of these stages the Euro will have a somewhat different effect on the main areas of economic policy (competitiveness, fiscal policy and monetary policy) and markets (goods and services, production factors and financial assets).

In this paper the authors analyse the potential effects of introducing the Euro into Central European countries. In the process they lay particular emphasis on the time factor; as time passes and economic integration intensifies, so the role of the Euro will grow. The authors concentrate on presenting a broad classification of the effects of adopting the Euro, and the resultant trends.