

Janusz Jankowiak

Kręta ścieżka do euro : polityka monetarna i kursowa Polski w przededniu wstąpienia do UE

International Journal of Management and Economics 7, 83-94

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, gromadzącej zawartość polskich czasopism humanistycznych i społecznych.

Tekst jest udostępniony do wykorzystania w ramach dozwolonego użytku.

Janusz Jankowiak

Centrum Analiz Społeczno-Ekonomicznych (CASE)

KRĘTA ŚCIEŻKA DO EURO: POLITYKA MONETARNA I KURSOWA POLSKI W PRZEDEDNIU WSTĄPIENIA DO UE

Wstęp

Polityka monetarna i kursowa na drodze do euro to dwa najbardziej dyskusyjne elementy długoletniej strategii gospodarczej Polski. W obu tych dziedzinach wyraźnie nie ma „twardych” sądów. Nic tedy dziwnego, że brakuje również zdecydowania i konsekwencji ze strony rządu i Rady Polityki Pieniężnej. Przykładowo, najlepszy dla upłynnienia kursu jest zawsze okres silnej aprecjacji [Eichengreen, Masson, 1998]. Ten czas w przypadku złotego już, jak się wydaje, minął. Stąd uprawniony byłby wniosek, że upłynnienie kursu jest w naszym wypadku opóźnione.

I na tym dokładnie polega problem: żeby konsekwentnie realizować jakąś długofalową koncepcję, trzeba ją najpierw mieć. U nas polityką monetarną i kursową na drodze do euro rządzi – w mniejszym lub większym stopniu – przypadek.

Istnieje naturalnie oficjalny scenariusz dojścia do euro, zgodnie z którym w kilka lat po przystąpieniu do Unii Europejskiej, po odbyciu odpowiedniego stażu w ramach ERM-II, wejdziemy do EMU. Tyle, że ciągle jeszcze nierozstrzygnięte pozostają tak ważne kwestie okresu przejściowego, jak: koordynacja tempa przyrostu podaży i popytu na pieniądź, tempo i koszty dezinflacji, dysparytet krajowych i zagranicznych stóp procentowych czy problem realnej i nominalnej aprecjacji złotego.

Wszystko to stawia pod znakiem zapytania możliwość osiągnięcia przez Polskę w dającym się przewidzieć czasie wszystkich zapisanych w traktacie z Maastricht nominalnych kryteriów konwergencji. A pozostaje przecież jeszcze cały wielki i dyskusyjny obszar, wyznaczany przez możliwość wypełnienia kryteriów realnych [Andreff, 1999].

Albo więc (wraz z innymi zaawansowanymi w dziele transformacji krajami) przystąpimy do EMU na nieco innych zasadach niż założyciele unii walutowej, albo – jak chce część badaczy – zaaplikujemy sobie wspólny europejski pieniądź

nawet bez członkostwa w EMU, a nawet w Unii Europejskiej, albo też pozostaniemy poza obszarem unii walutowej przez czas znacznie dłuższy, niż jest to jeszcze dziś oficjalnie deklarowane.

To pierwsze rozwiązanie, które nazwać można poszukiwaniem własnej ścieżki do euro, wydaje się najbardziej obiecujące. Trzeba jednak wyraźnie podkreślić, że w każdym wypadku, czy będzie to jakiś wariant „rozwiązania irlandzkiego”, czy też nasza droga do euro wieść będzie przez wprowadzenie w okresie przejściowym *currency board*, zawsze, w każdym przypadku, wymagane będzie współdziałanie i kompromis kraju aspirującego do euro z członkami unii walutowej. Gdyby gotowości do takiej współpracy i zrozumienia dla naszych problemów zabrakło, a my ze względów ekonomicznych lub politycznych nie chcielibyśmy jednak pozostawać poza sferą euro, dobrze byłoby mieć w zanadrzu rozwiązanie awaryjne. W tym duchu, jak się wydaje, wypadałoby rozpatrywać propozycję jednostronnej euryzacji polskiej gospodarki [Kiedy koniec złotego?, 1999].

Trzeba przyznać, że znacznie łatwiej wśród ekonomistów o konsens co do potencjalnego wpływu euro na polską gospodarkę i rynki finansowe, niż o zgodę, jak w ogóle ma przebiegać nasze dojście do euro. Trochę to niepokojące, ale jednak zrozumiałe. Rzecz ma prawo niepokoić, bo – jeśli przyjąć za dobrą monetę oficjalne zapewnienia polityków o dacie gotowości do członkostwa w EMU – czasu nie pozostało już tak wiele, podczas gdy pogłębiona dyskusja ekonomistów ciągle nie dostarcza przekonujących argumentów na rzecz wyboru określonej ścieżki dojścia do EMU [Lutkowski, 1999].

Z drugiej strony wcale nietrudno zrozumieć, dlaczego tak akurat sprawy się mają. Poważne przeszkody piętrzą się przecież na każdej ścieżce do euro. Obojętne, czy wybierzemy sztywny wariant nominalnych i realnych kryteriów konwergencji, czy może którąś z jego uelastycznionych wersji (np. bez kryterium inflacji bądź stabilności kursu), czy radykalny wariant jednostronnej euryzacji, wszędzie czekają nieprzyjemne niespodzianki.

Jeśli chodzi o zaawansowane stadium systemowej transformacji, to zdecydowanie najmniej rozstrzygających argumentów na rzecz bezdyskusyjnych wyborów jest właśnie w dziedzinie polityki kursowej i monetarnej. W największym uproszczeniu problem polega na tym, że jeśli chcemy wejść do EMU w obydwóch tych dziedzinach, zmuszeni jesteśmy podążać bardzo zagmatwaną, okrężną drogą.

I tak w polityce kursowej od kursu usztywnionego chcemy przez kurs płynny dojść znów do uwiązania kursowego. A w polityce monetarnej od celu pośredniego, jakim była na początku transformacji stabilizacja kursu walutowego, działającego jako nominalna kotwica, chcemy szybko przeskoczyć do strategii bezpośredniego celu inflacyjnego (BCI) po to, by na koniec znów wylądować przy celu, stanowiącym *de facto* coś pomiędzy wskaźnikiem podaży pieniądza i BCI, tyle że wyznaczanym już przez Europejski Bank Centralny (EBC).

Tak krążąc, napotykamy na stare i wywołujemy jeszcze nowe problemy. Zawiłość oficjalnej drogi dojścia do EMU skłania do poszukiwania ścieżki na skróty. Czy, na przykład, koniecznie potrzebujemy fazy upłynnionego kursu walutowego przed jego powtórным uwiązaniem w ramach ERM-II? Czy musimy koniecznie wprowadzać do polityki monetarnej BCI skoro po pierwsze – nie jest to konieczne dla zostania członkiem unii walutowej, po drugie – wiadomo, że jest to rozwiązanie przejściowe przed utratą samodzielności ustalania przez nasz bank centralny celu inflacyjnego, po trzecie – BCI stanowi rozwiązanie, którego pomyslna implementacja wymaga wielkiego nakładu pracy (dostosowania instytucjonalne, metodologia, badania)? Podobnym pytaniom, stawianym przez wielu badaczy [Orłowski, 1997; Debelles, 1999], trudno odmówić racji.

Trudno też jednak zaprzeczyć, że pomimo niezłego już rozeznania zagrożeń wciąż brakuje rozstrzygających argumentów na rzecz wyboru określonej ścieżki prowadzącej kraj posttransformacyjny od własnego pieniądza do euro. Być może więc, jak podejrzewają niektórzy [Kopits, 1999; Kolenda, 1998], takich ścieżek jest w ogóle dużo, a nie tylko jedna jedyna najwłaściwsza.

Zostanie tu przedstawiony przegląd podstawowych problemów polityki monetarnej i kursowej okresu przejściowego w Polsce, ze szczególnym uwzględnieniem dwóch ściśle ze sobą sprzężonych zagadnień: wyboru średniookresowego celu polityki pieniężnej oraz przyjęcia określonego reżimu kursowego. W części końcowej sformułowane zostaną wnioski, nie zawsze zgodne z oficjalnym stanowiskiem władz fiskalnych i monetarnych [Strategia, 1999].

Polityka monetarna

Możemy tu sobie, jak sądzę, oszczędzić szczegółowego opisu powstawania efektu Harroda-Balassy-Samuelsona (H-B-S). Obecność zjawiska nominalnej i realnej aprecjacji pieniądza w kraju uboższym i o wyższej dynamice PKB niż w krajach rozwiniętych jest bardzo dokładnie udokumentowana w najnowszej literaturze przedmiotu [Halpern, Wypłosz, 1995; Obstfeld, Rogoff, 1996]. Efekt H-B-S, przez odwołanie się do mechanizmu realnej aprecjacji przekonująco objaśnia zarówno fenomen szybszego wzrostu produktu krajowego w pieniądzu zagranicznym niż w krajowym, jak i utrzymywanie się wyższej inflacji w gospodarkach transformujących się.

Co ważniejsze, efekt H-B-S posłużył też do mocnego uzasadnienia hipotezy o strukturalnym deficycie rachunku bieżącego w krajach postkomunistycznych nadrabiających zaległości wobec Unii Europejskiej [Rostowski, 1999].

Nie ulega przy tym wątpliwości, że z punktu widzenia inwestorów zagranicznych oczekiwany szybki wzrost i realna aprecjacja w krajach kandydujących do unii oznacza wzrost wartości aktywów. Oznacza to wzmożony napływ kapitału, kolejny impuls aprecjacyjny, rosnący import, pogłębienie nierównowagi na ra-

chunku bieżącym, skłonność do zadłużania się krajowych podmiotów za granicą i rosnące ryzyko kryzysu walutowego. Puchnąca „bańka kapitałowo-aprecjacyjna” oznacza poważne kłopoty. Polityka monetarna staje się nieefektywna i kosztowna. Deficyt na rachunku bieżącym przerasta niedobór strukturalny mierzony według procedur MFW [Knight, Scacciavillani, 1998]. Realny kurs walutowy rośnie ponad poziom średniookresowej równowagi.

Ale tak naprawdę tarapaty zaczynają się wówczas, gdy dostrzeżemy sprzeczność między wnioskami wyciąganymi na podstawie klasycznego modelu Mundella-Flemminga a tym, co dzieje się w rzeczywistości z kursem, rezerwami walutowymi i deficytem fiskalnym w pomyślnie rozwijających się gospodarkach transformujących się. Zacieśnieniu polityki fiskalnej towarzyszy tu przecież nie tylko umacnianie się pieniądza krajowego, ale też wzrost rezerw, aprecjacja, przyrost deficytu na rachunku bieżącym i rosnący napływ kapitału.

Stąd poddawanie w wątpliwość skuteczności tradycyjnych rekomendacji dla polityki monetarnej jest jak najbardziej uprawnione. Te rekomendacje nie wykraczają poza poprawne metodologicznie rozwiązania modelowe, z których część trudno naturalnie kwestionować [Grabowski, 1999]. Tyle, że i tak ich przestrzeganie nie gwarantuje osiągnięcia w praktyce efektów, jakie powinny nastąpić, gdyby wnioskować o oczekiwanym przebiegu wydarzeń na podstawie modelu Mundella-Flemminga.

Część autorów wyciąga z tego radykalny wniosek: po liberalizacji przepływów kapitałowych i upłynnieniu (administrowanego) kursu, to właśnie zachowanie suwerennej polityki monetarnej w Polsce osłabia, a nie wzmacnia wzrost gospodarczy [Rostowski, Bratkowski w: *Kiedy koniec złotego?*, 1999]. Inni może już nie są tak radykalni, ale wciąż pozostają kontrowersyjni, zalecając zachowanie przez *emerging markets* daleko idącej wstrzemięźliwości, jeśli idzie o liberalizację przepływów kapitałowych [Buire, 1999; Williamson, Mahar, 1998].

Nawet pozostawiając na boku ważny wątek liberalizacji przepływów kapitałowych [Eichengreen, Mussa, 1998], nie sposób nie wspomnieć, że efekt H-B-S stawia pod znakiem zapytania możliwość osiągnięcia przez politykę pieniężną najważniejszego celu, jakim jest długookresowa stabilizacja cen. A ścisła kontrola przyrostu rezerw walutowych (główne źródło kreacji pieniądza rezerwowego) nie jest wcale taka łatwa, nawet w warunkach coraz bardziej płynnego kursu.

Nasza polityka pieniężna musi normalnieć, to nie podlega dyskusji. Monetyzacja na poziomie 40% PKB (2-3 razy niższa niż w krajach rozwiniętych) zniekształca funkcję popytu na pieniądź. Nadpłynność sektora bankowego powinna ustąpić. Dług rządowy w NBP powinien być sekuryzowany. Wpływy z prywatyzacji nie mogą przechodzić przez rynek, bo skutki tego są porównywalne do zakazanej konstytucyjnie monetyzacji deficytu przez bank centralny. To są sprawy oczywiste. Mniej oczywiste jest natomiast, co tak naprawdę jest celem polityki pieniężnej na drodze do EMU: kurs (nieformalnie), czy inflacja (formalnie)?

Polski bank centralny, po okresie wahań, kiedy to celem operacyjnym bywały nawet stopy procentowe, ogłosił niedawno, że prowadząc politykę monetarną na ścieżce do EMU będzie stosował strategię BCI. NBP ustala średniookresowy możliwości do zaakceptowania poziom inflacji i stosownie do tego dobiera mniej lub bardziej restrykcyjne narzędzia polityki pieniężnej. Teoretyczne uzasadnienie dla wprowadzenia BCI jest bardzo mocne. Również doświadczenia empiryczne wielu krajów w tym zakresie zostały obficie udokumentowane w literaturze przedmiotu [Bernanke i inni, 1999; Debelle, 1997; Leiderman, Svenson, 1995]. Szeroko znane są także ogólne implikacje BCI dla polityki monetarnej [Green, 1996]. A argumenty na rzecz wprowadzenia BCI w krajach transformujących się też już zostały nieraz obszernie wyłożone przez entuzjastów tego rozwiązania [Orłowski, 1998].

Stosunkowo najmniej wiemy natomiast o tym, czy Polska jest już przygotowana do wprowadzenia BCI, który formalnie wprowadziła [Christoffersen i Wescott, 1998]. Po to, by strategia BCI „zagrała”, spełnione muszą zostać trzy wstępne warunki: trzeba rozumieć własną inflację, wiedzieć, co prognozować i jak, ponadto prognozy muszą być wiarygodne.

W naszym przypadku nie wiadomo nawet do końca, jak inflacja reaguje na zmiany w makroekonomicznych fundamentach (płace, bezrobocie, wykorzystanie mocy produkcyjnych). Nie wiemy dokładnie, jak działają na inflację poszczególne instrumenty polityki monetarnej (stopy procentowe, agregaty pieniężne, kurs walutowy). Wiadomo tylko, że w praktyce nie zawsze bywa tak, jak – zgodnie z wiedzą teoretyczną – być powinno.

Nasze kłopoty z inflacją zaczynają się już na etapie precyzyjnych prognoz. Wygląda na to, że strzelanie w Polsce do celu inflacyjnego jest przedsięwzięciem totolotkopodobnym: cel bywa chybotliwy, a kule pan Bóg nosi. Zmiany cen mają u nas wciąż charakter dyskrecjonalny. Na inflację wpływają ruchy cen względnych, podwyżki administracyjne, kolejne reformy podatkowe. Stąd tym pilniejsza potrzeba dysponowania wskaźnikiem inflacji bazowej, czyli „oczyszczonej” z przejściowych zakłóceń. Tymczasem rzecz jest u nas w powijakach [Woźniak, 1999]. Trochę to dziwne. W końcu ustalenie celu inflacyjnego bez solidnej wiedzy na temat inflacji bazowej oznacza jednak spore ryzyko, bo władze monetarne mogą niewłaściwie reagować na ruch cen nieoczyszczonych z sezonowych lub szokowych zakłóceń.

A przecież wypracowanie wiarygodnych sposobów pomiaru inflacji bazowej stanowi ledwie wstęp do zasadniczej problematyki prawidłowego funkcjonowania BCI. Tymczasem wiedza o tym, jak różne wskaźniki inflacji reagują na różne zmienne ekonomiczne w Polsce, pozostawia wiele do życzenia. Co dziś wiemy na ten temat? Otóż zmiany poziomu efektywnego kursu i indeksu cen zagranicznych wyraźnie i z możliwym do przewidzenia opóźnieniem widać we wszystkich wskaźnikach inflacji. Dokładnie na odwrót mają się sprawy ze zmianami cen

giełdowych, deficytu fiskalnego, nominalnego kursu czy kosztów pracy, bo ich śladu nigdzie w inflacji nie ma. Niektóre zmienne, na przykład stopę bezrobocia, łatwo znaleźć we wskaźniku cen konsumpcyjnych, nie sposób za to w inflacji bazowej. Dla odmiany podaży pieniądza odbija się w każdym ze wskaźników inflacji z wyjątkiem właśnie cen konsumpcyjnych. Śladowe związki między inflacją i zmianami stóp procentowych (szczególnie 28-dniowych bonów) nie potwierdzają, by krótkoterminowe stopy były u nas perfekcyjnym instrumentem polityki pieniężnej [Christoffersen, Wescott, 1998]. Nie brzmi to wszystko, trzeba przyznać, zachęcająco.

A dla prawidłowego funkcjonowania strategii BCI potrzeba jeszcze przecież całego szeregu dobrych rozwiązań instytucjonalnych, na przykład: dopracowania się akceptowanej metody wyznaczania celu inflacyjnego (bank centralny, rząd, czy też wspólnie?), ustalenia zakresu odpowiedzialności za „przestrzelenie” celu, określenie warunków i sposobów zmiany celu czy wypracowanie odpowiednich standardów przejrzystości polityki monetarnej i fiskalnej.

Nie od rzeczy będzie dodać (i niech to posłuży za podsumowanie stopnia przygotowania Polski do prowadzenia polityki monetarnej w oparciu o BCI), że trudno sobie wyobrazić wiarygodną strategię BCI bez uprzedniego upłynnienia kursu walutowego. Właściwe ustawienie celu polityki monetarnej na naszej ścieżce do euro pozostawia wiele jeszcze do życzenia.

Polityka kursowa

Z wprowadzeniem euro przez postkomunistyczne kraje pretendujące do udziału w EMU łączy się nierozwiązany dotąd ekonomiczny dylemat: chodzi o stabilizację kursu walutowego. Żeby być w EMU, musimy mieć kurs stabilny wobec euro. Ale ten kurs wcale stabilny być nie chce. Z jednej strony osłabiany bywa przez złą politykę fiskalną, monetarną, czynniki strukturalne, brak elastyczności płacowej, niekonkurencyjny sektor finansowy. Z drugiej – pchany jest w górę w wyniku wzrostu produktywności i napływu kapitału zagranicznego. Jeśli taki labilny kurs zostałby przedwcześnie „zafiksowany” wobec euro, to co prawda formalnie rzecz biorąc złoty stałby się walutą stabilną (nie byłoby więc, przynajmniej ze strony kursu, przeszkód na drodze do EMU), tyle że złoty byłby albo wiecznie przewartościowany, albo niedoszacowany, z wszystkimi tego konsekwencjami dla makroekonomicznej stabilizacji, konkurencyjności, poziomu PKB, dochodów ludności.

Nieliczni, niestety, ekonomiści robią swoje, czyli próbują już teraz dobrać się do tej puszkii Pandory, jaką jest włączenie krajów pokomunistycznych do EMU. Niekiedy ryzykownie tłuką w tę puszkę, proponując, by euro natychmiast zastąpiło krajowy pieniądz. Niekiedy ostrożnie tylko rzecz opukują [Kopits, 1999].

W zasadzie nie ulega wątpliwości, że dla zaawansowanych na drodze reform kandydatów do UE udział w EMU okaże się korzystny już w średnim horyzoncie czasowym. Korzyści będą tym większe, im mniejszy jest kandydat, im silniej zintegrowany z unią, im bardziej zbliżony do niej pod względem struktury gospodarczej, im mniej zadłużony.

Zróznicowanie wśród kandydatów jeśli chodzi o reżimy kursowe i ramy polityki pieniężnej jest duże, a wyniki makroekonomiczne pomimo to zbliżone. Stąd jak najbardziej zasadny wydaje się pogląd, że do ERM II, a później do EMU, kraje pokomunistyczne mogą dochodzić różnymi drogami, stosując równie dobrze kurs płynny, sztywny, jak pełzający i wykorzystując w polityce monetarnej cel inflacyjny, szeroki pieniądz (M3) albo zarząd walutą. Nie ma, krótko mówiąc, jednej sztancy kursowej dla wszystkich gospodarek pokomunistycznych, ciężących ku strefie wspólnego pieniądza.

Z wielu badań [Kopits, 1999; Kolenda, 1998] wynika, że kurs walutowy w krajach kandydujących do unii bywa szczególnie uwrażliwiony na inne czynniki destabilizujące. W Polsce, na przykład, kurs najmocniej podkopywany jest przez silny wciąż mechanizm indeksacyjny, na Węgrzech najbardziej destrukcyjna okazuje się być luźna polityka fiskalna, podczas gdy Czechy osłabienie korony zawdzięczają przede wszystkim złej kondycji sektora bankowego i opóźnieniom w restrukturyzacji.

Jeśli jednak optymistycznie założyć, że finanse publiczne będą równoważone, pieniądz okaże się być „trudny”, płace stawać się będą coraz bardziej elastyczne, a sektor finansowy zdrowszy, to we wszystkich krajach pokomunistycznych, w całkowitej zgodzie z efektem H-B-S, zdecydowanie przeważa długotrwała presja aprecjacyjna.

O ile z deprecjacją kraje pukające do EMU uporać się muszą samodzielnie, o tyle z aprecjacją sprawy mają się już chyba inaczej. Albo – ostrożniej mówiąc – powinny się mieć inaczej. Aprecjacja jest bowiem naszym wspólnym, Unii Europejskiej i państw kandydackich, problemem. Tendencja do aprecjacji jest przecież ubocznym skutkiem korzystnych procesów transformacyjnych. Za coś takiego nie powinniśmy być „nagradzani” przez naszych partnerów z UE przetrzymywaniem w przedpokoju do EMU.

Można więc oczekiwać, trzeba postulować, aby bądź to pozwolono nam użyć któregoś ze sposobów amortyzowania aprecjacyjnego ciśnienia, bądź też zastosować przejściowe ograniczenia dla napływu kapitałów krótkoterminowych (co obniży samą presję aprecjacyjną). W pierwszym wypadku konieczna byłaby zgoda na okresową rewaluację nominalnego kursu (powtórzony przypadek Irlandii), bądź też unia musiałaby zaakceptować naszą inflację i stopy procentowe wyższe niż dopuszczone przez kryteria konwergencji monetarnej. W drugim

wypadku – pełna liberalizacja przepływów kapitałowych zostałaby opóźniona co najmniej do czasu przystąpienia do UE.

Czy są to postulaty realne? Nie mniej i nie bardziej niż – jak sądzę – jednostronna euryzacja gospodarki.

Wnioski

Przeglądowi problemów okresu przejściowego, od teraz do członkostwa w EMU, towarzyszy kilka istotnych założeń: po pierwsze – przyjmuje się, że przez cały ten czas towarzyszyć nam będzie deficyt obrotów bieżących; po drugie – będzie następował intensywny napływ kapitału; po trzecie – w krótkim czasie spełnienie przynajmniej części nominalnych kryteriów konwergencji okaże się niemożliwe.

Na oficjalnej ścieżce dojścia do EMU czeka nas aprecjacja, wątpliwa opłacalność aprecjacyjnej dezinflacji, dylemat mikroekonomicznej konkurencyjności, nierozstrzygnięty problem dysparytetu stóp procentowych i absorpcji napływu kapitału bez kreacji pieniądza rezerwowego, wreszcie stałe ryzyko kryzysu walutowego. Nie jest przy tym do końca jasne, co stanie się z kursem złotego przed „uwiązaniem” w ramach ERM-II i co będzie z nim później.

Niektórzy autorzy twierdzą, że przed „uwiązaniem” w ramach ERM-II konieczna okazać się może „ostateczna dewaluacja” w celu wyeliminowania przewartościowania złotego [Orłowski, 1997]. Inni sygnalizują potrzebę dokonywania okresowych rewaluacji już w ramach ERM-II, jak to miało miejsce w przypadku Irlandii, ponieważ presja aprecjacyjna będzie towarzyszyć złotemu również wówczas, gdy już znajdziemy się w ERM-II [Kopits, 1999].

Jedni podkreślają potrzebę jak najdłuższego wykorzystania względnej swobody w zakresie prowadzenia polityki monetarnej i kursowej dla absorpcji szkód zewnętrznych [Jankowiak, Orłowski, Rybiński w: Kiedy koniec złotego, 1999]. Inni twierdzą, że ta swoboda już teraz jest iluzoryczna, a korzyści z niej wynikające – żadne [Bratkowski, Rostowski w: Kiedy koniec..., 1999].

Ta dyskusja nie przynosi wyraźnych konkluzji, ponieważ w każdym wypadku autorzy bazują na wyjściowych założeniach w poważnym stopniu determinujących wnioski i rekomendacje dla polityki gospodarczej.

Wydaje się, że wspólne doświadczenie wszystkich *emerging markets* upoważnia do sformułowania wniosków natury ogólniejszej, mniej przez to dyskusyjnych, niż – z jednej strony – natychmiastowa likwidacja złotego, albo – z drugiej – podążanie do EMU klasyczną ścieżką. Jak dotąd zawsze bowiem odpowiedzią na duży napływ kapitału był pakiet, na który składały się następujące posunięcia: intensywna sterylizacja (szczególnie początkowo, gdy koszty jeszcze nie grały roli); łagodzenie presji na bazę monetarną, między innymi przez stopniowe upłynnia-

nie kursu i nominalną aprecjację; zacieśnienie polityki fiskalnej; niekiedy pewne formy kontroli przepływu kapitału [Wong, Carranza, 1998].

Taki pakiet nigdy i nikomu nie zapewnił wystarczającej ochrony przed kryzysem walutowym. Nie wydaje się więc szczególnie rozsądne pokładanie w tych akurat przedsięwzięciach szczególnej nadziei na bezpieczne doprowadzenie Polski do EMU bez kryzysu „po drodze”.

Do rangi kwestii absolutnie kluczowej urasta sposób uporania się z nierównowagą zewnętrzną. Nie ulega wątpliwości, że w Polsce występuje sprzężenie zwrotne między napływem kapitału i niezrównoważonym rachunkiem bieżącym. Umotywowany wydaje się pogląd, że pierwotnym źródłem nierównowagi zewnętrznej jest napływ kapitału wzmagający deficyt bieżący [Rostowski, 1999]. W takich warunkach naprawdę niełatwo jest sformułować i obronić zwarty pakiet przedsięwzięć mających na celu złagodzenie skutków szoku na rachunku kapitałowym.

Napływ kapitału przez presję na rynku walutowym bezustannie przecież wypycha realny kurs z punktu długookresowej równowagi. Kierunek wypychania zależy od struktury napływającego kapitału i jego zastosowania. Deprecjacja waluty krajowej łączy się nieodmiennie z nieproduktywną konsumpcją kapitału portfelowego; aprecjacja – z inwestycjami długookresowymi podnoszącymi produktywność. Nie podlega dyskusji, że im trudniej przewidzieć równowagę realnego kursu, tym większa swoboda musi towarzyszyć kształtowaniu kursu nominalnego przez rynek. Zresztą jedynie wówczas oczekiwać można wzmocnienia systemu finansowego.

Niedogodności towarzyszące dużej zmienności kursu, szczególnie w przypadku *emerging markets*, są jednak powszechnie znane i nie ma powodu raz jeszcze ich tu przypominać [Zhang, Cline, 1998]. Podobnie jednak, po doświadczeniach czeskich, nie ma już chyba potrzeby udowadniać raz jeszcze, że nieuzasadniona, długotrwała obrona uwiązanego kursu musi skończyć się kryzysem [Begg, 1998].

Kształtowanie bezpiecznej ścieżki dojścia do euro byłoby zdecydowanie łatwiejsze, gdyby nasz przypadek sprowadzał się do braku istotnego związku między deficytem obrotów bieżących a saldem rachunku kapitałowego, albo też gdyby to nierównowaga na rachunku bieżącym determinowała wynik rachunku kapitałowego. Wówczas nie byłoby większych wątpliwości, że sięgnąć trzeba po dobrze odmierzoną keynesowską mieszankę polityki fiskalnej, monetarnej i kursowej. Mogłoby to przynieść stabilność cen i równowagę rachunku bieżącego. Niestety, najwyraźniej – co trzeba mocno podkreślić – nie jest to przypadek Polski.

Dlatego poszukiwania bezpiecznej ścieżki dojścia do EMU w trudnych warunkach braku równowagi zewnętrznej muszą być kontynuowane.

Literatura

- Andreff W. (ed.), *Nominal and Real Convergence – at What Speed?*, w: J. van Brabant, *The European Union, the Transition Economies and the Remaking of Europe*, Rowman and Littlefield, 1999.
- Begg D., *Pegging Out: Lessons from the Czech Exchange Rate Crisis*, CEPR, „Discussion Paper” No 1956, London September 1998.
- Bernanke B. S., Laubach T., Mishkin F.S., Posen A.S., *Inflation Targeting; Lessons from the International Experience*, Princeton University Press, 1999.
- Buira A., *An Alternative Approach to Financial Crises*, „Essays in International Finance” No 212, Princeton University, February 1999.
- Chabot C. N., *Understanding the Euro*, McGraw-Hill, 1999.
- Christoffersen P. F., Wescott R. F., *Is Poland Ready for Inflation Targeting?*, „IMF Working Paper” Version of 11/23/98, Washington, November 1998.
- Debelle G., *Inflation Targeting in Practise*, „IMF Working Paper” WP/97/35, Washington, March 1997.
- De Grauwe P., *The Economics of Monetary Integration*, Oxford University Press, 1997.
- Eichengreen B., Masson P., *Exit Strategies: Policy Options for Countries Seeking Greater Exchange Rate Flexibility*, „IMF Occasional Paper” No 168, Washington, 1998.
- Eichengreen B., Mussa M. (with Staff), *Capital Account Liberalization; Theoretical and Practical Aspects*, „IMF Occasional Paper” No 172, Washington 1998.
- Grabowski B., *Fundamentalne problemy polityki pieniężnej Narodowego Banku Polskiego*, referat na konferencję naukową, Zalesie Górne, czerwiec 1999.
- Green J. H., *Inflation Targeting: Theory and Policy Implication*, „IMF Working Paper” WP/96/65, Washington, June 1996.
- Halpern L., Wypłosz C., *Equilibrium Exchange Rates in Transition*, „Discussion Paper” No 1145, CEPR, London, 1995.
- Jankowiak J., *Kręta ścieżka do EMU*, „Rzeczpospolita” 23.04. 1999.
- Kiedy koniec złotego?*, „Zeszyty BRE Bank-CASE” nr 44, Warszawa 1999.
- Knight, M., Scacciavillani F., *Current Accounts: What is their Relevance for Policymaking*, w: Radzyner O., Schubert A. (eds.), *Current Account Imbalances in East and West: do they Matter?*, Nationalbank, Wien 1998.
- Kolenda E., *Accesion and Real Exchange Movements: A Comparison*, CEPR and the William Davidson Institute International Workshop in Transition Economics, Hosted by CERGE-EI, Prague, July 1998.
- Kopits G., *Implications of EMU for Exchange Rate Policy in Central and Eastern Europe*, „IMF Working Paper” WP/99/9, Washington, January 1999.
- Leiderman L., Svensson L. (ed.), *Inflation Targets*, CEPR, London 1995.
- Lutkowski K., *Unifikacja walutowa Europy a przyszłość złotego*, referat na konferencję naukową, Zalesie Górne, czerwiec 1999.
- Obstfeld M., Rogoff K., *Foundations of International Macroeconomics*, MIT Press Cambridge, 1996.
- Orłowski L. T., *Monetary Policy Targeting in Central Europe's Transition Economies: The Case for Direct Inflation Targeting*, „CASE-CEU Working Papers Series”, No 11, Warszawa 1998.

Orłowski L., Scenariusz dla polskiej polityki pieniężnej w związku z wprowadzeniem euro, maszynopis, listopad 1997.

Rostowski J., The Approach to EU and EMU Membership: the Implications for Macroeconomic Policy in Applicant Countries, „CASE-CEU Working Papers Series” Warszawa 1999.

Średniokresowa strategia polityki pieniężnej na lata 1999-2003, NBP, Warszawa, 1999.

Taylor Ch., EMU 2000? Prospects for European Monetary Union, The Royal Institute of International Affairs, Chatham House Papers, London 1995.

Temperton P (ed.), The Euro, John Wiley & Sons, 1999.

Wagner H., Central Banking in Transition Countries, „IMF Working Paper”, WP/98/126, Washington, August 1998.

Williamson J., Mahar M., A Survey of Financial Liberalization, „Essays in International Finance” No 211, Princeton University, November 1998.

Wong C.-H., Carranza L., Policy Responses to External Imbalances in Emerging Market Economies – Further Empirical Results, „IMF Working Paper” WP/98/103, Washington, July 1998.

Woźniak P, Various Measures of Underlying Inflation in Poland, 1995-1998, „CASE-CEU Working Papers Series” No 25, Warszawa 1999.

Zhang A. X., Cline W. R., Impact of the Asian Financial Crisis on Trade of Industrial and Emerging Market Economies, „IIF Research Papers” No 98-2

**THE TORTUOUS PATH TO THE EURO: MONETARY
AND EXCHANGE RATE POLICY IN POLAND
ON THE EVE OF ACCESSION
TO THE EUROPEAN UNION**

(Summary)

The main problem of the Polish monetary and exchange rate policy on the path to the Euro is external imbalance. We do not have the well-tried tools that would allow us to control external imbalance without transferring its negative effects to the internal imbalance of the economy. Controlling external imbalance is beset with serious problems if we are to move along the recognised official path to the Euro, i.e., the one that leads through compliance with all the convergence criteria.

In this paper the author does not make an unambiguous recommendation for a specific path to reach the Euro. He simply expands on the dilemmas facing the monetary, exchange rate, and in part fiscal policy, under conditions of structural external imbalance. These are problems that are largely unrecognised in Poland as substantiated, according to the author, by the still slender research base.