

ZESZYTY BRE Bank-CASE



W a r s z a w a 1 9 9 9

KIEDY KONIEC ZŁOTEGO?



BRE BANK SA



Centrum Analiz
Społeczno-Ekonomicznych

Publikacja jest kontynuacją serii wydawniczej Zeszyty PBR-CASE

Fundacja Naukowa CASE – Centrum Analiz Społeczno-Ekonomicznych
00 - 944 Warszawa, ul. Sienkiewicza 12

BRE Bank SA
00 - 950 Warszawa, ul. Senatorska 18

Copyright by: Fundacja Naukowa CASE i BRE Bank SA

Redaktor: Krystyna Olechowska

Opracowanie graficzne: Agnieszka Bury

DTP: SK Studio

ISSN 1233-121X

Wydawca:

Fundacja Naukowa CASE, 00 - 944 Warszawa, ul. Sienkiewicza 12

Nakładca:

BRE Bank SA, 00 - 950 Warszawa, ul. Senatorska 18

Oddano do druku we wrześniu 1999 r. Nakład 600 egz.

SPIS TREŚCI

Andrzej S. Bratkowski, Jacek Rostowski – ZLIKWIDOWAĆ ZŁOTEGO	7
1. Nadchodzi czas swobodnego kształtowania się kursu złotego na rynku walutowym	7
2. Przy zmianie złotego na euro nie byłoby przeciw czemu spekulować	8
3. Czy żałować suwerenności monetarnej	9
4. Jak chronić konkurencyjność gospodarki	9
Andrzej S. Bratkowski, Jacek Rostowski – WIERZYMY W EURO	11
Witold Orłowski, Krzysztof Rybiński – RECEPТА NA KRYZYS WALUTOWY	17
1. Gdzie tkwi błąd w rozumowaniu	17
2. Racjonalne jądro	18
Dariusz Rosati – JESZCZE NIE CZAS NA LIKWIDACJĘ ZŁOTEGO	21
1. Kryzys nie grozi	21
2. Tyle kapitału nie napłynie	21
3. Nie tylko rynek walutowy	22
4. Stopy pozostaną wyższe	22
5. Skromniejsze korzyści budżetowe	23
6. Wyższa inflacja	23
7. Nic za darmo	23
8. Struktura gospodarki przeszkodą	24
Andrzej S. Bratkowski, Jacek Rostowski – SUWERENNOŚĆ CZY UNIA MONETARNA?	25
1. W oczekiwaniu na cud strukturalny: pułapki okresu „przejściowego”	25
2. Cena suwerenności monetarnej	27
Charles Robertson – EUROPA WSCHODNIA NIE POWINNA STAĆ W KOLEJCE DO UNII WALUTOWEJ	29
1. Krok dalej	29
2. Niełatwa droga	30

WPROWADZENIE

Od Redakcji

Przystąpienie do Unii Monetarnej stanowić będzie jeden z najważniejszych elementów integracji Polski z Unią Europejską. Zgodnie z procedurą przewidzianą przez Unię Europejską dla krajów kandydackich, ma to być ostatni etap procesu integracyjnego, następujący dopiero po uzyskaniu członkostwa w Unii Europejskiej. Musi on być także poprzedzony dwuletnim okresem przynależności do tzw. Drugiego Europejskiego Mechanizmu Kursowego. W okresie tym (może on rozpocząć się przed uzyskaniem członkostwa w UE) kraj pretendujący do Unii Monetarnej musi spełniać następujące warunki:

- wielkość długu publicznego nie może przekroczyć 60% PKB,
- deficyt finansów publicznych nie może przekroczyć 3% PKB,
- inflacja nie może być wyższa o więcej niż 1,5 punktu procentowego od średniej inflacji w trzech krajach Unii Monetarnej o najniższym wzroście cen
- wahania kursu waluty kraju-pretendenta wobec euro muszą się mieścić w przedziale +/- 15% wokół stałego kursu bazowego ,
- stopy procentowe (tzw. stopy referencyjne, czyli stopy długookresowych obligacji skarbowych) nie mogą być wyższe o więcej niż o 2 punkty procentowe od analogicznych stóp występujących w Unii Monetarnej.

Jednoczesne spełnienie trzech ostatnich warunków może okazać się bardzo trudne, szczególnie jeśli weźmie się pod uwagę, że wraz ze zbliżającą się perspektywą członkostwa w UE i spadającą inflacją, trzeba liczyć się z sekwencją zdarzeń: zwiększony napływ inwestycji zagranicznych, nominalna aprecjacja złotego, przyptywy i odpływy kapitału spekulacyjnego. Z pewnością oznaczać będzie konieczność prowadzenia w tym okresie bardzo restrykcyjnej polityki fiskalnej i monetarnej. Kiedy gotowi będziemy poddać się tak ostremu testowi? Każdy rok opóźnienia oznacza utratę korzyści związanych z członkostwem w Unii Monetarnej, a ewentualne niepowodzenie w dotrzymaniu warunków Drugiego Europejskiego Mechanizmu Kursowego przedłuży trudny okres oczekiwania w „przedpokoju” Unii Monetarnej.

W świetle tych trudności rysują się trzy podstawowe strategie polityki gospodarczej Polski:

- 1) Rezygnacja z szybkiej integracji monetarnej, stopniowe wzmocnienie finansów publicznych, obniżanie inflacji i restrukturyzacja gospodarki; z wykorzystaniem członkostwa w Unii Europejskiej, które w tej strategii znacznie wyprzedziłoby wejście do Unii Monetarnej. Wtedy jednak najwcześniejszy możliwy termin wprowadzenia w Polsce euro to rok 2005, a jeśli chciałoby się czekać na jakiegokolwiek „restrukturyzacyjne” efekty wejścia do UE, trzeba by pogodzić się z kilku dalszymi latami opóźnienia. W ten sposób Polska straciłaby korzyści płynące z faktu bycia jednym z liderów transformacji w naszym regionie i znacznie później mogłaby skorzystać z dobrodziejstw przynależności do strefy euro.
- 2) Jak najszybsze, wyprzedzające wejście do Unii Europejskiej, przystąpienie do Drugiego Europejskiego Mechanizmu Kursowego, co pozwoliłoby na równoczesne wejście do Unii Europejskiej i Monetarnej w 2003-2004 r. W tym wariantcie trudności testu członkostwa w Drugim Europejskim Mechanizmie Walutowym traktować należy nie

tylko jako praktyczne sprawdzenie zdolności naszej gospodarki do przyjęcia wspólnej waluty, ale jako czynnik presji na przyspieszenie procesu pełnej stabilizacji makroekonomicznej. Pozostaje pytanie, czy dobrowolne poddanie się tak rygorystycznemu procesowi jest politycznie możliwe i ekonomicznie najkorzystniejsze.

3. Trzecia strategia byłaby próbą uniknięcia zarówno problemów rodzących się przy wyborze pierwszej, jak i drugiej. Polegałaby na „ucieczce do przodu” poprzez jednostronne wprowadzenie euro, tak szybko jak tylko pozwalają na to względy techniczno-organizacyjne i legislacyjne. W tym wariantcie korzyści integracyjne ujawniłyby się najszybciej – w znacznej mierze zanim formalna integracja zostałaby sfinalizowana. Zdaniem zwolenników tej koncepcji przyspieszyłoby to jednocześnie sam proces stabilizacji makroekonomicznej i dzięki temu właśnie umożliwiłoby uniknięcie kosztów związanych z nadzwyczajną restrykcyjnością polityki makroekonomicznej drugiego wariantu. Jednak w trzecim wariantcie skala manewru polityki makroekonomicznej byłaby najmniejsza.

Czy uruchomione jednostronnym przejściem na euro procesy ekonomiczne zrównoważyłyby to ograniczenie w sferze wyboru instrumentów polityki makroekonomicznej? A może korzyści z tytułu szybkiej integracji w ogóle nie są na tyle duże, by wybór którejkolwiek z dwóch ostatnich strategii miał sens, obie bowiem z pewnością wymagają większej dyscypliny makroekonomicznej niż wariant pierwszy? Ale czy taką wyższą dyscyplinę trzeba uznać za koszt, czy raczej dodatkową korzyść procesu integracji? Czy ponadto w okresie opóźnienia wejścia do Unii będzie możliwe przeprowadzenie w Polsce zmian strukturalnych istotnie zmniejszających zagrożenia związane z procesem integracji? Jakie są więc wzajemne uwarunkowania i najkorzystniejsza sekwencja trzech procesów: integracji w ramach Unii Europejskiej, stabilizacji makroekonomicznej i wewnętrznej restrukturyzacji gospodarki. Czy na obecnym etapie transformacji można jeszcze mieć istotne osiągnięcia w trzeciej dziedzinie bez wyraźnego postępu w dwóch pierwszych? Czy rzeczywiście w drugiej i trzeciej sferze nasze zaawansowanie jest dostateczne, by przyspieszenie integracji nie tylko było możliwe, lecz stanowiło najbardziej efektywny sposób osiągania postępu właśnie w dwóch pozostałych sferach?

Przedstawione niżej publikacje prasowe stanowią pierwszą fazę dyskusji na te tematy, ujawniając poważne różnice opinii. Jest to dość zaskakująca sytuacja, biorąc pod uwagę, że chodzi o wyjątkowo istotne aspekty procesu ocenianego przez główne siły polityczne w Polsce jako nadrzędny cel polityki gospodarczej, a proces negocjacji z Unią Europejską warunków integracji jest już poważnie zaawansowany. Mamy nadzieję, że seminarium BRE-CASE będzie ważnym krokiem w kierunku rozstrzygnięcia tych tak ważnych problemów i pobudzi dalszą publiczną dyskusję na temat celów i strategii integracji Polski z Unią Europejską.

Zwolennicy jednostronnego wprowadzenia euro **Andrzej S. Bratkowski** i **Jacek Rostowski** opublikowali swoją koncepcję w artykule pt. Zlikwidować złotego, Rzeczpospolita, 6 – 7. 04. 1999, rozpoczynając dyskusję o strategii polityki gospodarczej Polski. Artykuły polemiczne i repliki autorów koncepcji ukazywały się w kolejnych numerach dziennika: **Janusz Jankowiak**, Kręta ścieżka do EMU, Rzeczpospolita, 23. 04. 1999; **Andrzej S. Bratkowski** i **Jacek Rostowski**, Wierzymy w euro, Rzeczpospolita, 26.04.1999; **Witold M. Orłowski** i **Krzysztof Rybiński**, Recepta na kryzys walutowy, Rzeczpospolita, 12. 05.1999; **Dariusz Rosati**, Jeszcze nie czas na likwidację złotego, Rzeczpospolita, 19.05.1999.

Artykuł **Andrzeja S. Bratkowskiego** i **Jacka Rostowskiego** pt. Suwerenność czy Unia Monetarna przed oddaniem do druku Zeszytów BRE-CASE nie ukazał się jeszcze w Rzeczpospolitej.

Skrócony opis koncepcji jednostronnego wprowadzenia euro został także opublikowany przez **Jacka Rostowskiego** na łamach Financial Times w artykule pt. Adopting the euro, 9. 08. 1999.

Artykuł **Charlesa Robertsona** pt. Europa Wschodnia nie powinna stać w kolejce do Unii Walutowej opublikował Wall Street Journal Europe, 12. 08. 1999.

ZLIKWIDOWAĆ ZŁOTEGO

*Andrzej S. Bratkowski, Jacek Rostowski**

Celem strategicznym Polski jest przystąpienie do Unii Europejskiej (już w 2002 r.), a następnie w możliwie krótkim terminie, tzn. w 2004 r., do strefy euro. Czyli, jeśli spełnią się nasze plany, to już za pięć lat złoty nie będzie istnieć – ale do tego czasu przysporzy nam olbrzymich kłopotów.

Paradoksalnie, źródłem tych kłopotów są nasze sukcesy. Członkostwo w NATO już w tym roku, oczekiwanie, że zostaniemy przyjęci do Unii Europejskiej w ciągu następnych pięciu lat i rozmiar naszego rynku powodują, że Polska jest bardzo atrakcyjna dla inwestorów zagranicznych. Należy więc oczekiwać stale narastającej fali bezpośrednich inwestycji zagranicznych, które mogą osiągnąć nawet 10 proc. produktu krajowego brutto (PKB). W takiej sytuacji albo musi nastąpić wzrost rezerw międzynarodowych, albo na rachunku bieżącym musi pojawić się deficyt o podobnych rozmiarach co nadwyżka na rachunku kapitałowym. Dalszy wzrost rezerw jest dla Polski niepożądany z powodów, które omawiamy poniżej. Pozostaje więc wzrost deficytu obrotów bieżących jako mechanizm równoważący napływ bezpośrednich inwestycji zagranicznych. I cóż w tym złego, póki deficyt na rachunku bieżącym jest pokryty inwestycjami bezpośrednimi charakteryzującymi się przecież względną stabilnością?

Problem w tym, że zrównoważenie całego bilansu płatniczego przez wzrost deficytu na rachunku bieżącym następuje na ogół na skutek realnej aprecjacji złotego, której skala powinna być dostosowywana do wielkości napływu inwestycji bezpośrednich. Jednak relacje pomiędzy inwestycjami bezpośrednimi, deficytem obrotów bieżących i zmianami realnego kursu łatwo mogą

się wymknąć spod kontroli, zwłaszcza gdy bank centralny usiłuje nie dopuścić do silniejszych wahań kursu walutowego.

1. Nadchodzi czas swobodnego kształtowania się kursu złotego na rynku walutowym

Przy szybszej od oczekiwanej inflacji może nastąpić „przestrzelenie” realnego kursu złotego – deficyt rachunku bieżącego byłby wtedy większy niż inwestycje bezpośrednie, powstała luka sfinansowałby spadek rezerw międzynarodowych lub wzrost zadłużenia zagranicznego. Zjawiska te groziłyby kryzysem walutowym, gdyby wystąpiły z dużym natężeniem.

Przez ostatnie trzy lata Narodowy Bank Polski bronił się przed tym, ograniczając kurs złotego „od góry”, tzn. nie dopuszczając do jego znaczącej nominalnej aprecjacji. Sztucznie zaniżona wartość złotego doprowadziła jednak do dużego wzrostu rezerw międzynarodowych. Część tego wzrostu powiększyła bazę monetarną i w konsekwencji inflację. Część została „wysterylizowana”, powodując olbrzymi wzrost zadłużenia NBP po bardzo wysokich stopach procentowych, co zupełnie wyczerpało zyski banku centralnego – w ubiegłym roku zwiększyło to deficyt budżetu państwa o około 80 proc. (czyli o 1 proc. PKB).

Tego współczesnego wariantu merkantylizmu w polityce kursowej nie da się dalej utrzymać. Nie stać nań budżetu, a jego inflacyjne skutki są nie do pogodzenia z naszymi planami przystąpienia do Unii Europejskiej.

Co więcej, wobec szybkiego rozwoju nierzeczywistych rynków walutowych, na których – licząc na aprecjację złotego – można kupić złote za pożyczoną walutę obcą, ewentualne interwencje NBP będą coraz mniej skuteczne. Nieuchronnie nadchodzi więc czas swobodnego kształtowania się kursu złotego na rynku walutowym.

Jednak dopuszczając do swobodnego kształtowania się kursu, nie unika się niebezpieczeństw związanych z niedowartościowaniem lub zbyt wysokim kursem złotego, gdyż na poziom kursu mają wpływ także przepływy krótkoterminowego kapitału spekulacyjnego. Jego duży napływ powoduje ostrą aprecjację, za czym idzie „przestrzelenie” realnego kursu równowagi, wzrost zadłużenia zagranicznego, a potem nagły odpływ rezerw i szybka deprecjacja waluty krajowej. Im niższa inflacja, tym większego można się spodziewać zainteresowania naszym rynkiem ze strony kapitału spekulacyjnego. Dzieje się tak, gdyż przy niskiej inflacji realna aprecjacja „indukowana” napływem inwestycji bezpośrednich wymaga nominalnej aprecjacji złotego, a perspektywa nominalnej aprecjacji jest doskonałą okazją do spekulacji.

Na tym właśnie polega nierozwiązywalny dylemat: wysoka inflacja jest nie do pogodzenia z przystąpieniem do Unii Europejskiej, a związane z niską inflacją oczekiwania szybkiej nominalnej aprecjacji powodują napływ krótkoterminowego kapitału spekulacyjnego.

2. Przy zmianie złotego na euro nie byłoby przeciw czemu spekulować

Swobodne kształtowanie kursu przez rynek pociągnie więc za sobą pewne koszty. Można się spodziewać dużo większej zmienności nominalnego i realnego kursu złotego z uszczerbkiem dla całego sektora tzw. tradeables (zarówno eksporterów, jak i producentów towarów konkurujących z importem oraz samych importerów). Może się też okazać, że realna stopa procentowa będzie musiała być wyższa, aby kompensować oszczędzającym ponoszenie wyższego ryzyka kursowego.

Największym problemem jednak jest to, że za kilka lat Polska będzie musiała ponownie usztywnić kurs, aby

zakwalifikować się do członkostwa w drugim europejskim mechanizmie kursowym (tzw. ERM2), co z kolei prawdopodobnie będzie warunkiem przyjęcia naszego kraju do Unii Europejskiej. Oznacza to, że musimy wprawdzie przejść na płynny kurs, by potem wrócić do sztywnego, wymagającego bardzo surowej dyscypliny makroekonomicznej. Najpierw więc firmy i pracownicy polscy będą musieli wykazać dużą elastyczność, aby sobie poradzić z szybko zmieniającymi się warunkami (towarzyszącymi płynnemu kursowi) konkurencji zagranicznej. Gdy się już tego nauczą, sytuacja ponownie się zmieni – kurs przestanie się wahać, za to restrykcyjna polityka monetarna i fiskalna postawi ich przed nowymi problemami. Nie ma to chyba dużego sensu. Co więcej, warunkiem przystąpienia do unii monetarnej jest pozostanie w ERM2 co najmniej przez dwa lata.

Wszystkich powyższych niedogodności można jednak uniknąć, po prostu likwidując złotego i przechodząc na euro w ciągu obecnego roku. Nasze rezerwy walutowe są dostatecznie duże, by przeprowadzić operację podobną do dokonanej kilka lat temu denominacji. Po prostu, z dniem takim a takim ustala się, że środkiem płatniczym w Polsce jest euro. Wszystkie ceny, należności i zobowiązania wyrażone dotychczas w złotych zostają po jednolitym kursie (którym może być aktualny rynkowy kurs euro) przeliczone na euro. Banknoty i monety złote nadal mogą pozostać w obiegu do czasu ich naturalnego wycofania przez NBP – podobnie jak to miało miejsce przy denominacji.

Od tego dnia Polska gospodarka stałaby się wolna od spekulacji walutowych – nie byłoby przeciw czemu spekulować. Krajowa waluta nie mogłaby się ani osłabić, ani wzmocnić – bo by jej nie było. Inflacja praktycznie z dnia na dzień spadłaby do poziomu takiego jak w Unii Europejskiej. Nie byłoby kosztów okresu przejściowego, nie byłoby huśtawki cen na rynkach finansowych wywołanych ruchem kapitału spekulacyjnego. Eksporterzy i importerzy zaczęliby działać w stabilnych warunkach, unikając dodatkowo kosztów wymiany walut i ryzyka kursowego (oczywiście z wyjątkiem transakcji dokonywanych w innych niż euro walutach). Bardzo szybko stopy procentowe od kredytów spadłyby z obecnego poziomu (ok. 20 proc.) do bardzo bliskiego temu,

jaki jest w krajach euro (czyli ok. 5 proc.). Także budżet by na tym ogromnie skorzystał, radykalnie obniżając koszty obsługi długu publicznego (może aż o 2 punkty proc. PKB, co pozwoliłoby prawie zupełnie wyeliminować deficyt budżetowy).

3. Czy żałować suwerenności monetarnej

A jakie by były koszty? Na pewno utrata jednego z symboli narodowych – złoty przeszedłby do historii. Ale i tak właśnie na to liczymy za kilka lat. Bez większego żalu można się też pogodzić z utratą „suwerenności monetarnej” – ją także i tak utracimy za kilka lat. Iluzoryczne są także korzyści z dochodów z emisji pieniądza, bowiem pieniąż nie tylko się emituje, ale często też sterylizuje, a to oznacza koszty. W Polsce, jak wspomnieliśmy, saldo obu operacji jest ujemne – na utracie suwerenności będziemy więc mogli trochę zaoszczędzić.

Istotny problem to zagrożenie kryzysem płynności w systemie bankowym, gdyby z jakichś powodów doszło do panicznego wycofywania depozytów. Teraz, w razie wystąpienia takiej sytuacji, NBP jest w stanie zapewnić płynność zagrożonym bankom własnym kredytem, który może tworzyć w nieograniczonej ilości. W nowych warunkach NBP nie będzie mógł tego czynić. Warto jednak pamiętać, że rezerwy walutowe stanowią obecnie ponad 27 mld dolarów. Są mniej więcej dwa razy większe od masy pieniądza rezerwowego NBP, a więc są dostatecznie duże, aby nie tylko zastąpić złotego w normalnym obiegu gotówkowym i zaspokoić zobowiązania NBP wobec systemu bankowego, ale także zapewnić fundusz rezerwowy, z którego NBP mógłby udzielać kredytu ratunkowego polskim bankom w przypadku panicznego wycofywania depozytów. Przy obecnym stanie rezerw międzynarodowych ów fundusz stanowiłby około jednej czwartej łącznej wartości depozytów w bankach polskich i około 90 proc. depozytów bieżących. Powinno to wystarczyć z nadwyżką. Ostatecznie rząd polski mógłby zapewnić NBP dodatkową płynność, otwierając zawczasu specjalne linie kredytowe

w zagranicznych bankach – podobnie jak od kilku już lat czyni Argentyna.

Warto zauważyć, że sytuacja NBP nie różniłaby się zasadniczo od obecnej sytuacji Bundesbanku czy innych banków centralnych strefy euro, które także nie mają możliwości tworzenia nieograniczonej ilości kredytu ratunkowego. Co więcej, NBP będzie w identycznej sytuacji, kiedy Polska nareszcie przystąpi do unii monetarnej. Jedną z istotnych korzyści proponowanego przez nas zlikwidowania złotego jest to, że NBP jako instytucja będzie mógł się skupić na nadzorze bankowym. Ta dziedzina w obecnym zglobalizowanym świecie finansowym uważana jest za absolutnie kluczową dla zdrowia i stabilności gospodarki narodowej.

4. Jak chronić konkurencyjność gospodarki

Jest jeszcze problem wzrostu realnych kosztów obsługi już wyemitowanego długoterminowego długu publicznego o stałym oprocentowaniu. Po „przenominowaniu” na euro te papiery skarbowe będą realnie bardzo wysoko oprocentowane. Ten sam problem wystąpiłby jednak także, gdyby z jakichkolwiek innych powodów niż „euryzacja” inflacja w Polsce gwałtownie spadła. Czy mamy więc specjalnie opóźniać jej spadek? Zresztą na razie problem nie jest zbyt poważny (długoterminowe obligacje o stałym oprocentowaniu stanowią niewielką część naszego długu publicznego, a niektóre z najnowszych emisji mają opcje wcześniejszego wykupu). Ponadto budżet będzie zarabiał na niskim oprocentowaniu nowych emisji. Lepiej byłoby, gdyby już teraz wszystkie nowe emisje opatrywane były opcją albo wcześniejszego wykupu, albo zamiany na papiery nominowane w euro, o niższym oprocentowaniu.

Najpoważniejszy problem to ochrona konkurencyjności gospodarki w przypadku niekorzystnego szoku zewnętrznego (na który nasza gospodarka jest bardziej wrażliwa niż kraje Europy Zachodniej, np. przy gwałtownym wzroście cen ropy) lub wewnętrznego (np. katastrofalny nieurodzaj w rolnictwie). Normalnie

najprostszym sposobem jest obniżenie kursu krajowej waluty. Wtedy wprawdzie popyt wewnętrzny, mierzony obcymi walutami, spada, ale efekt ten jest w znacznym stopniu neutralizowany przez niższą konkurencyjność importu i wzrost konkurencyjności eksportu – popyt na krajową produkcję spada w znacznie mniejszym stopniu lub może nawet wzrosnąć. Jednak korzyści producentów nie są równoważne z korzyściami konsumentów – ci ostatni zostają bowiem zmuszeni do kupowania gorszych towarów. Od strony podażowej traci też cała gospodarka, bo za ten sam wolumen eksportu uzyskuje ona mniejszy import. W sumie spadek kursu krajowej waluty można nazwać realną deflacją – spada realna cena siły roboczej, obniżają się realne (w sensie relacji do cen zagranicznych) ceny krajowe towarów.

Po euryzacji takiej możliwości nie będzie, co oznacza, że każdy szok będzie musiał być neutralizowany spadkiem popytu krajowego, co może po prostu oznaczać recesję. Teoretycznie ten sam efekt można by osiągnąć obniżając nominalne płace i ceny, ale w praktyce taki mechanizm dostosowawczy napotyka bariery polityczne. W rezultacie proces dostosowawczy jest długi i kosztowny – najpierw maleją produkcja i zyski oraz rośnie bezrobocie, to stopuje wzrost płac nominalnych, a inflacja powoduje ich spadek realny. Jeśli jednak kurs jest stały, lub – jak byśmy chcieli – waluty krajowej w ogóle nie ma, inflacja pozostaje na niskim poziomie, proces wzrostu konkurencyjności dokonuje się więc bardzo powoli (faktycznie zależeć będzie od proporcji tempa wzrostu płac nominalnych w Polsce i innych krajach Unii). W okresie przywracania konku-

rencyjności zagrożone są także wpływy budżetowe i rośnie presja na wzrost wydatków (wzrost bezrobocia). Rząd nie może rosnącego deficytu finansować emisją pieniądza – rosnący szybko dług publiczny musi pociągać za sobą wzrost kosztów jego obsługi. Warto jednak pamiętać, że dzięki wymianie złotego na euro, wzrost kosztów obsługi długu odbyłby się z dużo już niższego niż obecnie poziomu.

Mając na uwadze powyższe problemy, podkreślamy jeszcze raz – wszystkie one i tak wystąpią, gdy zdecydujemy się przystąpić do unii monetarnej. Możemy natomiast oszczędzić sobie specyficznych – i to bardzo dotkliwych – kosztów okresu przejściowego. Im wcześniej zdecydujemy się na wprowadzenie euro, tym szybciej osiągniemy wynikające stąd korzyści – euryzacja na pewno da silny impuls wzrostowy gospodarce, obniży szybko inflację, deficyt budżetowy i stopy procentowe, i to bezboleśnie, gdyż wzrost inwestycji zagranicznych prawdopodobnie spowoduje spadek bezrobocia. Te korzyści już na starcie zagwarantują sukces reformatorom naszego systemu monetarnego. Euryzacja powinna więc być atrakcyjna dla rządzących. Z tej okazji można skorzystać tylko jeden raz. Czy warto darować ją następnym rządóm?

* Andrzej S. Bratkowski: ekonomista, współpracownik Fundacji Centrum Analiz Społeczno-Ekonomicznych.

Jacek Rostowski: profesor ekonomii, dziekan Wydziału Ekonomii Central European University, członek rady fundacji Centrum Analiz Społeczno-Ekonomicznych.

WIERZYMY W EURO

Andrzej S. Bratkowski, Jacek Rostowski

Opinia Janusza Jankowiaka na temat naszej propozycji szybkiego wprowadzenia euro wprawiła nas w zakłopotanie. Zarzuca nam on bowiem, że sami nie wierzymy w to, co napisaliśmy, a nasz artykuł jest tylko prowokacją obliczoną na wywołanie dyskusji o drogach dojścia do unii monetarnej.

Nie sposób dyskutować z takim zarzutem. Nasza propozycja jednostronnego wprowadzenia euro jako waluty polskiej jest jak najbardziej poważna.

Uważamy więc za celowe podtrzymanie jej i przedstawienie syntetycznego porównania alternatywnych scenariuszy wchodzenia do unii monetarnej i korzyści związanych ze scenariuszem szybkiego, jednostronnego wprowadzenia euro.

1. Wprowadzenie euro wymaga przygotowań organizacyjnych – nie może więc być dokonane z dnia na dzień. Oceniamy, że w naszym przypadku etap ten trwałby co najmniej półtora roku od momentu podjęcia decyzji politycznej, co oznaczałoby, że pierwszy realny termin wprowadzenia euro to rok 2001. Dalszy tryb uzyskania pełnoprawnego członkostwa w UM zależec będzie od tego, w jakim stopniu będziemy spełniali kryteria traktatu z Maastricht. Dzięki wprowadzeniu euro natychmiast zostałyby spełnione kryterium stabilnego kursu, a w ciągu kilku miesięcy także stóp procentowych (długoterminowe stopy procentowe mogą być co najwyżej 2 pkt. proc. powyżej obowiązujących w UM). Już obecnie Polska spełnia dwa kryteria Maastricht: deficytu budżetowego i długu publicznego. Pozostałby więc tylko wymóg członkostwa w Unii Europejskiej i kryterium inflacji (nie więcej niż 1,5 proc. powyżej panującej w UM). Pewne problemy mogą tyl-

ko powstać w przypadku inflacji (o czym szerzej piszemy w punkcie 3), lecz ich konsekwencje i tak byłyby mniej uciążliwe niż konieczność prowadzenia bardzo twardej polityki antyinflacyjnej w wariacie tradycyjnej drogi do unii monetarnej.

Mimo problemów, jakie przewidujemy ze spełnieniem kryterium inflacji uważamy, że jednostronne wprowadzenie euro pozwoliłoby nam uzyskać pełnoprawne członkostwo w unii monetarnej już w 2003 r., a więc od 2 do 5 lat wcześniej niż przewiduje prezes NBP, Hanna Gronkiewicz-Waltz.

2. Nasza obawa przed negatywnymi skutkami funkcjonowania przez stosunkowo długi okres w warunkach znacznej zmienności kursu nie powinna być lekceważona. To prawda, że doświadczenie niektórych krajów (Hiszpania, Portugalia), które uczestniczyły w pierwszym Europejskim Mechanizmie Kursowym (EMK1) i potem wstąpiły do strefy euro, pokazują, że tak zakotwiczony płynny kurs może być stosunkowo stabilny. Sytuacja Polski jest jednak inna. Chodzi przede wszystkim o działanie tzw. efektu Balassy-Samuelsona (polega on na tym, że w krajach słabiej rozwiniętych niż ich główni partnerzy handlowi różnice w produktywności występują przede wszystkim w sektorze „tradeables”, czyli towarów i usług mogących być przedmiotem wymiany handlowej z zagranicą. Dlatego siła nabywcza waluty biedniejszego kraju jest na ogół wyższa niż jej kurs wymienny. Jednak wraz z rozwojem gospodarczym różnice produktywności w tym sektorze zmniejszają się, powodując realną aprecjację waluty biedniejszego kraju). W Polsce efekt Balassy-Samuelsona, jest znacznie silniejszy niż w Hi-

szpanii czy Portugalii, ze względu na niższy poziom PKB. W Portugalii realna aprecjacja wynosiła w latach 90. średnio 2 proc. rocznie, a w Hiszpanii 0,4 proc., natomiast w Polsce od 1993 r. średnio 7,5 proc. rocznie. Znaczne różnice w sytuacji gospodarczej Portugalii i Hiszpanii z jednej, a Polski z drugiej strony, odzwierciedlają także inne tempa wzrostu gospodarczego: w latach 90. w wymienionych krajach UE wynosiły one poniżej 2 proc. rocznie, u nas bije się na alarm, gdy tempo wzrostu spada poniżej 5 proc.

Tendencja do realnej aprecjacji może się realizować bądź na skutek inflacji wyższej niż wzrost kursów walut obcych (i tak to przebiegało dotychczas), bądź na skutek nominalnej aprecjacji waluty krajowej. W warunkach płynnego kursu zdecydowana polityka antyinflacyjna (konieczna dla sprostania kryteriom Maastricht) doprowadzi do nominalnej aprecjacji złotego. Będzie to zachęcało do spekulacji na wartości złotego, co może powodować dalszą, wtedy już nadmierną aprecjację, po której następować będą gwałtowne korekty kursu złotego w dół. Nie można więc zakładać, że kurs płynny będzie się zachowywał w Polsce równie stabilnie jak w krajach Europy Południowej przed ich przystąpieniem do unii monetarnej.

3. W związku z działaniem efektu Balassy-Samuelsona konieczne jest jeszcze jedno dodatkowe wyjaśnienie: po wprowadzeniu euro efekt ten będzie się przejawiał poprzez szybszy wzrost cen poza sektorem *tradeables* niż w tymże sektorze. Ceny towarów i usług *tradeables* będą rosły w takim tempie jak ceny w strefie euro, ogólny wskaźnik wzrostu cen towarów i usług będzie więc nieco wyższy niż w krajach unii monetarnej. Nie jest więc pewne, czy uda się spełnić kryterium inflacyjne Maastricht. Wydaje się jednak, że ta różnica poziomów inflacji zostanie przez kraje eurolandu uznana za „naturalną” i nie stanie się przeszkodą w przyjęciu nas do UM.

Utrzymując kurs płynny, teoretycznie moglibyśmy uniknąć tego problemu dzięki nominalnej aprecjacji złotego, ale to – poza zagrożeniami opisanymi wyżej – miałoby dodatkowo negatywny wpływ na konkurencyjność naszych przedsiębiorstw. Co więcej, po wejściu do UM inflacja ponownie wzrośnie.

4. Krytycy jednostronnej „euryzacji” za oczywisty przyjmują fakt, iż przejście na euro musi być związane z jakimś „szokiem przejścia” – można domniemywać, że chodzi o efekty recesyjne i/lub konieczność zaostrzenia polityki makroekonomicznej. Nie ma powodu oczekiwać niczego takiego. Inflacja w Polsce w momencie wprowadzania euro wynosić będzie około 4 – 5 proc., a złoty już dziś cieszy się całkiem dobrą opinią.

Naszym zdaniem, jeżeli nastąpi jakikolwiek „szok przejścia”, to będzie to „szok ekspansywny” powodujący wzrost popytu i produkcji. Można oczekiwać, że warunki monetarne staną się luźniejsze, gdyż stopy procentowe szybko spadną do poziomu bliskiego strefie euro. Polityka fiskalna będzie łatwiejsza do prowadzenia przy niższych kosztach obsługi długu publicznego. Kiedy zostanie wprowadzone euro, będzie swoboda wyboru przez Polskę kursu wymiany złotego za euro, który gwarantować będzie konkurencyjność w chwili „przejścia”. Wszystkie trzy główne parametry determinujące popyt nastawione więc będą na ekspansję, a nie hamowanie gospodarki. Dodatkowo należy też spodziewać się zwiększonego napływu bezpośrednich inwestycji zagranicznych, nastąpi więc także odpowiednia reakcja po stronie podaży.

To raczej „tradycyjna droga”, prowadząca przez dwuletni okres funkcjonowania w obecnie istniejącym tzw. drugim Europejskim Mechanizmie Kursowym (EMK2), rodzi większe ryzyko szoku recesyjnego, gdyż w tym systemie nie będziemy mieli możliwości swobodnego wyboru kursu ani przystępując do EMK2, ani wstępując do unii monetarnej.

5. Zwolennicy tradycyjnej drogi do unii monetarnej traktują EMK2 jako weryfikator zdolności danego kraju do funkcjonowania w reżimie stałego kursu, któremu lepiej się poddać, zanim „klamka zapadnie”, czyli wprowadzi się euro. Jednocześnie uważają, że zanim Polska przystąpi do tego egzaminu, powinny być przeprowadzone dalsze zmiany restrukturyzacyjne (nie precyzuje się, o co konkretnie chodzi). Uważamy, że taka ostrożność może okazać się raczej źródłem dodatkowych kłopotów niż zabezpieczać przed nimi.

Nie widzimy zagrożenia utraty przez Polskę zdolności do zachowania konkurencyjności w stosunku do krajów strefy euro. „Patrzące wstecz” mechanizmy indeksacyjne – uważane za jedną z naszych podstawowych słabości – mają już w tej chwili u nas stosunkowo niewielkie znaczenie, a ponadto ich negatywny wpływ na konkurencyjność byłby większy w systemie płynnego kursu i nominalnej aprecjacji niż po przyjęciu euro. Ponadto, ze względu na niższy poziom rozwoju gospodarczego i rosnący napływ inwestycji bezpośrednich, są podstawy, by oczekiwać, że dynamika produktywności będzie w Polsce wyższa niż w Europie Zachodniej.

Naszym zdaniem w ciągu następnych pięciu lat w polskiej gospodarce nie nastąpią żadne zmiany, które by znacząco poprawiły jej zdolność do sprostania rygorom unii monetarnej. Wprost przeciwnie, wprowadzenie niektórych rozwiązań instytucjonalnych Unii Europejskiej może zmniejszyć elastyczność i umiejętność reagowania Polski na szoki zewnętrzne. Natomiast wprowadzenie euro spowoduje szokowy wzrost popytu, spadek stóp procentowych i inflacji z możliwością bezbolesnego zmniejszenia deficytu budżetowego, a także duży napływ inwestycji zagranicznych.

Trzeba zdać sobie sprawę, że etap przynależności do EMK1 był przede wszystkim sprawdzianem woli politycznej prowadzenia przez kraje pretendujące do członkostwa w UM konsekwentnej polityki antyinflacyjnej. My nie musimy sobie sami tej woli udowadniać, a wprowadzając euro na własną rękę, nie musimy też udowadniać tego obecnym członkom unii walutowej. Skoro nie musimy, to nie róbmy tego, bo egzamin dwóch lat przebywania w systemie EMK2 wymaga, by uczniowie udowodnili, że są lepsi od egzaminatorów: ze względu na groźbę ataków spekulacyjnych ich fundamenty gospodarcze muszą być silniejsze, a polityka makroekonomiczna bardziej restrykcyjna niż to jest niezbędne już po wejściu do UM. Nasza propozycja oznacza, że polska gospodarka jest dostatecznie silna, by funkcjonować w warunkach UM, nie musi jednak sprostać jeszcze trudniejszym warunkom EMK2.

6. W gruncie rzeczy to właśnie pozytywne efekty wprowadzenia euro rodzą jedyne poważne zagrożenie. Duży napływ pieniądza ze strefy euro (który spowo-

duje wyżej wymieniony spadek stóp procentowych) może bowiem wywołać nadmiernie szybki wzrost kredytu i w związku z tym pogorszenie jakości aktywów polskich banków. Dlatego postulujemy konieczność wzmocnienia nadzoru bankowego, a być może celowe byłoby także zaostrezenie reguł bezpieczeństwa obowiązujących w naszym systemie bankowym. Trzeba też wspomnieć o dodatkowych kosztach, których nie wymieniliśmy w poprzednim artykule. Chodzi o konieczność przejęcia przez budżet powstałych w wyniku sterylizacji pieniądza zobowiązań NBP wobec banków: obecne rezerwy walutowe NBP muszą bowiem funkcjonować jako rezerwa płynności i pieniądź gotówkowy w obiegu, a nie jako aktywa zabezpieczające zobowiązania wobec banków.

7. Różnica pomiędzy systemem currency board a naszą propozycją jest bardzo istotna. Dopóki istnieje bowiem krajowa waluta, dopóty można przeciwko niej spekulować. Chcąc spekulować na wyższą kursu złotego, trzeba go kupować, spekulując na niższą – sprzedawać. Jeśli jednak złoty nie będzie istniał, takich transakcji po prostu nie da się przeprowadzić. Ponadto realizacja naszego scenariusza oznacza, że nowy system walutowy zostałby znacznie silniej zakorzeniony w systemie prawnym, niż ma to miejsce w przypadku currency board, a więc wiarygodność polskiej polityki makroekonomicznej byłaby znacznie wyższa. Chodzi o to, że wszystkie kwoty pieniężne w umowach, papiery wartościowe, rachunki bankowe i wszelkie inne zobowiązania i należności wyrażone byłyby w euro (ewentualnie w innych walutach obcych). Ryzyko, że rząd zdecyduje się na odejście od euro, na rzecz jakiegoś słabszego, nowego złotego, byłoby więc znacznie mniejsze niż w przypadku currency board – wymagałoby bowiem swoistego wstecznego unieważnienia wszystkich tych umów i zobowiązań. Krąg poszkodowanych byłby więc znacznie szerszy niż w przypadku odejścia od currency board, i możliwe, że taki ruch wymagałby zmiany konstytucji.

8. Warto na koniec podkreślić, że wprowadzając euro, odbieramy przeciwnikom szybkiego przystąpienia Polski do UE w krajach członkowskich argument – często powtarzany i nigdy nie poparty poważnym uzasadnieniem – że nasza go-

Scenariusze wchodzenia do Unii Monetarnej

Rok	Droga tradycyjna		Jednostronne wprowadzenie euro		
	Zmiany instytucjonalne	Kryteria wejścia do UM	Zmiany instytucjonalne	Kryteria wejścia do UM	Dodatkowe korzyści
1999	Krocząca dewaluacja złotego, dopuszczalne pasmo wahań kursu +/- 15%	Deficyt budżetowy i dług publiczny: tak; inflacja: nie; stopy procentowe: nie; kurs: nie; członkostwo w UE: nie	Krocząca dewaluacja złotego, dopuszczalne pasmo wahań kursu +/- 15%, zapowiedź wprowadzenia euro w 2001 r.	Deficyt budżetowy i dług publiczny: tak; inflacja: nie; stopy procentowe: nie; kurs: nie; członkostwo w UE: nie	Wyższa wiarygodność polityki makroekonomicznej, dzięki czemu większy napływ inwestycji zagranicznych i nieco szybszy spadek inflacji i stóp procentowych
2000	Likwidacja kroczącej dewaluacji, kurs płynny	jw.	Likwidacja kroczącej dewaluacji, kurs płynny	jw.	jw.
2001	Euro zastępuje koszyk walut	jw.	Wprowadzenie euro w miejsce złotego (wartość rachunków bankowych oraz wszystkich innych należności i zobowiązań zostaje wyrażona w euro, po kursie przeliczeniowym ok. 5 zł za euro, w obiegu nadal banknoty złote jako „znak” euro)	Deficyt budżetowy i dług publiczny: tak; inflacja: ?; stopy procentowe: tak; kurs: tak; członkostwo w UE: nie	Znaczny wzrost wiarygodności polityki makroekonomicznej, radykalny spadek inflacji, stóp procentowych, ryzyka kursowego, kosztów transakcyjnych w handlu zagranicznym, silny wzrost inwestycji zagranicznych i tempa wzrostu gospodarczego
2002	-----	-----	Zastąpienie banknotów złotych banknotami euro	jw.	jw.
2003	-----	jw.	Członkostwo w UE Członkostwo w UM	Deficyt budżetowy i dług publiczny: tak; inflacja: ?; stopy procentowe: tak; kurs: tak; członkostwo w UE: tak	Wcześniejszy dostęp do funduszy pomocowych z UE, pogłębienie różnicy tempa wzrostu w stosunku do drogi tradycyjnej, wpływ na politykę Europejskiego Banku Centralnego
2004	Członkostwo w UE, wejście do ESW2	Deficyt budżetowy i dług publiczny: tak; inflacja: tak w 2005; stopy procentowe: nie; kurs: nie; członkostwo w UE: tak		jw.	Możliwość prowadzenia mniej restrykcyjnej polityki fiskalnej*)
2006 lub później		Deficyt budżetowy i dług publiczny: tak; inflacja: ?; stopy procentowe: tak; kurs: tak; członkostwo w UE: tak	-----	jw.	Poziom PKB wyższy niż w wariacie drogi tradycyjnej o 5 –15%

*) W wariacie drogi tradycyjnej wejście do ESW2 wymaga szczególnie restrykcyjnej polityki monetarnej i fiskalnej dla zapobiegnięcia atakom spekulacyjnym na złotego

spodarka jest zbyt słaba, by sprostać konkurencji ich producentów w warunkach rygorów stabilnego pieniądza, kursu i dyscypliny fiskalnej.

Tym samym, wprowadzając euro, możemy przyspieszyć nasze przystąpienie do Unii Europejskiej.

Zamiast podsumowania przedstawiamy tabelę syntetycznie porównującą scenariusze dochodzenia do unii monetarnej. Zakładamy, że terminem wejścia do Unii Europejskiej (które jest jednym z warunków przystąpienia do unii monetarnej) jest rok 2004, lecz dzięki wcześniejszemu wprowadzeniu euro uda się

nam skrócić okres oczekiwania na członkostwo w UE o jeden rok. Ponadto przewidujemy, że w warunkach tradycyjnej polityki monetarnej inflacja w Polsce osiągnie poziom zgodny z kryteriami Maastricht w 2005 r. Zestawienie to dostatecznie jasno pokazuje, że szybka euryzacja nie jest prowokacyjną propozycją pójścia na skróty, lecz po prostu sposobem na przekonanie członków unii monetarnej o tym, że Polska ma polityczną wolę prowadzenia polityki makroekonomicznej służącej stabilizacji i wzrostowi gospodarczemu.

RECEPTA NA KRYZYS WALUTOWY

*Witold M. Orłowski, Krzysztof Rybiński**

Dr Andrzej Bratkowski i prof. Jacek Rostowski deklarują, iż wierzą w euro i proponują wczesne wprowadzenie wspólnej waluty europejskiej w Polsce. Autorzy przedstawiają pozytywny scenariusz zaadoptowania euro w 2001 r., niestety nie wspominają o ryzyku negatywnego scenariusza.

Przedstawiony przez obu Autorów scenariusz pozytywny można streścić następująco. Jednostronna deklaracja wprowadzenia euro będzie postrzegana jako poprawa wiarygodności polityki makroekonomicznej. Spadnie premia za ryzyko inwestowania w Polsce, a wraz z nią stopy procentowe. To z kolei obniży koszty obsługi długu publicznego i pozwoli na obniżenie deficytu budżetowego, co dodatkowo podniesie wiarygodność polityki makroekonomicznej. Samo wprowadzenie euro skokowo obniży oczekiwania inflacyjne, i po kilku miesiącach inflacja, a wraz z nią długoterminowe stopy procentowe spadną do poziomu eurolandu. Polska poprzez import wiarygodności z unii monetarnej bezboleśnie i w krótkim czasie osiągnie parametry gospodarek zachodnich: niską inflację i niskie stopy procentowe przy jednoczesnym szybkim wzroście gospodarczym i relatywnie luźnej polityce fiskalnej. Polska spełni wszystkie kryteria Maastricht i stanie się pełnoprawnym członkiem unii monetarnej w 2003 roku.

1. Gdzie tkwi błąd w rozumowaniu

Andrzej Bratkowski i Jacek Rostowski proponują, aby wprowadzić euro w celu drastycznego i szybkiego obniżenia inflacji, a następnie stóp procentowych. We-

dług nas, euro można wprowadzić dopiero, gdy inflacja i stopy procentowe będą zbliżone do poziomu unii monetarnej. W przeciwnym razie, choćbyśmy dokładali największych nawet starań i maksymalnie skracali okres wprowadzenia euro, nigdy nie zdołamy zrobić tego tak szybko, by nie dać spekulantom szansy zdestabilizowania gospodarki.

Proponowanej przez Autorów operacji nie da się przeprowadzić w sposób, z którym nie wiązałoby się poważne ryzyko. Załóżmy jednak, że to się udało. Czy rzeczywiście skala korzyści byłaby tak wielka, jak sądzą? Raczej nie, bowiem w naszym odczuciu propozycja szybkiego wprowadzenia euro opiera się na nadmiernie optymistycznych założeniach dotyczących szybkości dostosowań polskich przedsiębiorstw i gospodarstw domowych, oraz na przesadnych oczekiwaniach wpływu wprowadzenia euro na funkcjonowanie naszej gospodarki.

1. Autorzy zakładają, że w warunkach wprowadzenia w Polsce jednolitej waluty oczekiwania inflacyjne i inflacja szybko spadną do poziomu zachodnioeuropejskiego (w wyniku działania tzw. prawa jednej ceny). Sami zwracają jednak uwagę na fakt, że dotyczy to tylko dóbr handlowych, podczas gdy ceny w sektorze usług, stanowiących ogromną część koszyka wydatków konsumpcyjnych – zamiast ustabilizować się, będą w szybkim tempie wzrastać (wraz ze wzrostem dochodów ludności). Osobom przesadnie wierzącym w działanie prawa jednej ceny podajemy pod uwagę przykład wschodnich landów Niemiec, w których w ciągu pierwszych trzech lat od czasu wprowadzenia do obiegu zachodniej marki łączna stopa inflacji utrzymywała się na poziomie od

-
- 5 do 7 punktów procentowych wyższym, niż w krajach zachodnich.
2. Zdaniem Autorów duży napływ kapitału ze sfery euro obniży szybko poziom stóp procentowych do takiego, jak w eurolandzie. Obawiamy się, że proces ten nie będzie wcale tak szybki. Nawet po wprowadzeniu euro Polska będzie postrzegana jako miejsce do inwestowania mniej bezpieczne (np. z powodu większego ryzyka politycznego), zaś wyższa stopa inflacji zaowocuje również wyższym poziomem nominalnych stóp procentowych. Nawet jeśli premia płacona inwestorom zagranicznym znacząco spadnie, w warunkach braku ryzyka kursowego pozostaną silne zachęty dla napływu kapitału krótkoterminowego. Zwróćmy też uwagę na to, że w warunkach wprowadzonej jednostronnie unii walutowej Polska pozbawi się możliwości sterylizacji tego napływu.
 3. Zdaniem Autorów szybkie wprowadzenie euro uwolni polskie przedsiębiorstwa od kłopotów związanych z presją aprecjacyjną wiodącą do pogorszenia konkurencyjności. Jest to mniemanie błędne. Presja aprecjacyjna i tak wystąpi, tyle że mechanizm jej będzie nieco odmienny niż obecnie. Przy zamianie złotego na euro z definicji zniknie ryzyko aprecjacji nominalnej, zaś wzrost cen będzie limitowany konkurencją ze strony importu. Inflacja będzie jednak znacząco wyższa niż w krajach eurolandu, prowadząc do silnej presji płacowej. Presji tej nie oprą się przedsiębiorstwa, dysponujące – w wyniku silnego napływu kapitału – łatwymi środkami na jej zaspokojenie. Wzrost kosztów płacowych będzie zaś miał na polskie przedsiębiorstwa sektora towarów handlowych efekt dokładnie taki sam, jaki miałyby aprecjacja.
 4. Nawet wprowadzenie euro nie oznacza, że zniknie problem deficytu obrotów bieżących. Presja aprecjacyjna doprowadzi do pogorszenia konkurencyjności polskich przedsiębiorstw. Przy dalekich od doskonałości zdolnościach dostosowawczych, wzrost kosztów płacowych po prostu wyeliminuje pewną część przedsiębiorstw z rynku, zaś polski deficyt handlowy i deficyt obrotów bieżących w rozliczeniach z eurolandem gwałtownie wzrośnie (analogią, choć bez wątplenia przesadną, jest gwałtowny wzrost deficytu wymiany handlowej między wschodnimi a zachodnimi krajami Niemiec po unii walutowej). Zamiast deficytu obrotów bieżących państwa, będziemy więc mieli do czynienia z deficytami poszczególnych polskich instytucji i przedsiębiorstw. Nie będzie nam już oczywiście grozić z tego tytułu kryzys walutowy, ale kryzys realny (wzrost bezrobocia).
 5. Efekty dla sektora rządowego mogłyby nie być aż tak korzystne. Spadłby bez wątpienia koszt obsługi długu publicznego, jednocześnie jednak NBP przestałby korzystać z dochodu związanego z emisją pieniądza. Po stronie kosztów pojawiłyby się wydatki związane z większym bezrobociem oraz z presją na zwiększenie płac sfery budżetowej (w ślad za wzrostem płac w przedsiębiorstwach). Wprowadzenie twardej polityki budżetowej mogłoby zażegnać niebezpieczeństwa, ale łatwa dostępność i niski koszt kapitału na sfinansowanie deficytu tworzyłyby pokusę poluzowania polityki fiskalnej.
- Nie wydaje się też zasadne założenie, że szybkie wprowadzenie euro przyspieszy datę naszego członkostwa w Unii Europejskiej. Fakt, że przyłączenie się do eurolandu nie stanowi warunku członkostwa został już dawno czarno na białym przedstawiony przez stronę unijną. Kraj, który dążyłby do tego zbyt szybko i bez uprzedniego osiągnięcia konwergencji (na co na długo przed Maastricht zwracały uwagę Niemcy), mógłby raczej być widziany jako kandydat do szybkiego załamania gospodarczego. Zwróćmy zresztą uwagę, że w odczuciu Komisji Europejskiej liderem w drodze do członkostwa są Węgry, a więc ten z krajów negocjujących, który wydaje się mieć najmniejsze szanse na szybkie wypełnienie kryteriów Maastricht (i inflacyjnych, i fiskalnych).

2. Racjonalne jądro

Szybkie przystąpienie do unii walutowej nie stanowi więc wcale cudownego rozwiązania dla wszystkich naszych problemów. Spowodowałoby jedynie, że problemy te znajdowałyby ujście w inny sposób (np. zamiast groźby kryzysu walutowego w wyniku drastycznego po-

gorszenia się deficytu handlowego – wzrost bezrobocia). Cały ciężar dostosowań musiałyby wziąć na siebie przedsiębiorstwa. Od ich zdolności dostosowawczych zależałoby, czy nasza szybka ścieżka do eurolandu okazałaby się gospodarczym sukcesem (jak chcą Autorzy propozycji), czy gospodarczą klęską.

Oznacza to jednak, że w propozycji Autorów tkwi racjonalne jądro. Jak najszybsze wprowadzenie euro wiązałoby się z utwardzeniem warunków konkurencji i wymusiłoby przyspieszoną restrukturyzację polskich przedsiębiorstw. Rzecz tylko w tym, że z głębokością szoku nie należy przesadzić. Szybka ścieżka do euro nie jest bajkową receptą na natychmiastowe rozwiązanie wszystkich naszych kłopotów, jest jednak na pewno drogą idącą we właściwym kierunku (choć związaną ze sporym ryzykiem). Realne problemy gospodarki można bowiem rozwiązać tylko za pomocą realnych dostosowań.

W naszej opinii, propozycja natychmiastowej jednostronnej akceptacji euro przekracza granice dopuszczalnego ryzyka. Z drugiej jednak strony, deklaracje odsuwające członkostwo Polski w eurolandzie za rok 2005 działają demobilizująco i eliminują potencjalne ko-

rzyści, jakie rzeczywiście mógłby przynieść „import wiarygodności” z Zachodu. Znacznie lepsze wyniki dałby zapewne realistyczny program dojścia do unii walutowej w latach 2003 – 2004, a więc natychmiast po przystąpieniu do Unii Europejskiej. W skład pakietu musiałyby wchodzić spójne posunięcia zarówno z zakresu polityki pieniężnej, jak i fiskalnej (przekraczające formalne warunki członkostwa ustalone dla krajów zachodnioeuropejskich w Maastricht) oraz intensywne działania natury strukturalnej (w tym zakończenie procesu prywatyzacji gospodarki). Ryzyka związanego z okresem przejściowym oraz realnym dostosowaniem po wprowadzeniu euro w pełni wyeliminować się nie da, ale dobrą polityką gospodarczą można je mocno zredukować.

* Witold M. Orłowski jest dyrektorem Zakładu Badań Statystyczno-Ekonomicznych GUS i PAN oraz Niezależnego Ośrodka Badań Ekonomicznych NOBE w Łodzi.

Krzysztof Rybiński jest głównym ekonomistą ING Barings Polska.

JESZCZE NIE CZAS NA LIKWIDACJĘ ZŁOTEGO

*Dariusz Rosati**

Strategicznym celem Polski pozostaje wejście do Unii Europejskiej, a w dalszej perspektywie również do Unii Ekonomiczno-Walutowej (UEW), ale dokładniejsza analiza skutków takiej decyzji oraz poczucie realizmu nakazują postępować rozważnie i z umiarem.

1. Kryzys nie grozi

Groźba wystąpienia kryzysu walutowego w Polsce, którego obawiają się autorzy, jest obecnie niewielka, a to z kilku powodów.

– Po pierwsze, struktura rodzajowa napływu kapitału jest korzystna. Prawie połowa napływu kapitału do Polski w 1998 roku to zagraniczne inwestycje bezpośrednie, które mają na ogół charakter strategiczny, a nie spekulacyjny. Większe ryzyko związane jest z zagranicznymi inwestycjami portfelowymi, ale ich udział w całości napływu kapitału wyniósł w 1998 roku tylko ok. 15 proc. (1,4 mld USD).

– Po wtóre, nie wszystkie inwestycje portfelowe to kapitał płynny, spekulacyjny; duża ich część to inwestycje długookresowe, ulokowane w obligacjach skarbowych albo w strategicznych pakietach instrumentów udziałowych. Zaangażowanie zagranicy w inwestycjach typowo krótkookresowych (bony skarbowe, niewielkie pakiety akcji) wynosi obecnie prawdopodobnie nie więcej niż 2 – 3 mld USD (choć całkowita kwota inwestycji zagranicznych w rynku papierów wartościowych to łącznie ok. 13 – 15 mld USD). Rezerwy walutowe NBP, wynoszące obecnie ponad 26 mld USD – czyli ponad 100

mld zł – są dostatecznie duże, aby stawić czoło ewentualnej panice rynkowej.

– Po trzecie, polska gospodarka ma zdrowe fundamenty makroekonomiczne: nieduży i systematycznie malejący deficyt budżetowy, umiarkowane zadłużenie wewnętrzne i zewnętrzne, w znacznym stopniu zreformowany system bankowy, płynny kurs walutowy.

2. Tyle kapitału nie napłynie

Andrzej Bratkowski i Jacek Rostowski zakładają, że nieodległa perspektywa członkostwa w UE spowoduje gwałtowny napływ do Polski zagranicznych inwestycji bezpośrednich, których wielkość w najbliższych latach może wynieść nawet 10 proc. PKB. Spowoduje to nieuchronnie presję na aprecjację złotego, doprowadzi do wzrostu deficytu handlowego i w konsekwencji do kryzysu walutowego. Jest to scenariusz możliwy, ale mało prawdopodobny. – Po pierwsze, nie podzielam optymizmu autorów co do terminu przystąpienia do UE i UEW. Sądzę, że realnym terminem jest rok 2004 w odniesieniu do członkostwa w UE i lata 2006 – 2007 w odniesieniu do członkostwa w UEW.

– Po drugie, nie potwierdzają tych prognoz doświadczenia innych krajów. Na przykład Hiszpania przyjmowała rocznie średnio ok. 2 mld USD bezpośrednich inwestycji zagranicznych w ciągu trzech lat przed wejściem do UE oraz 5 mld USD rocznie w ciągu trzech lat po wejściu – co oznaczało kwoty rzędu od 1 proc. do 3 proc. PKB. Portugalia przyjmowała

rocznie 0,2 – 0,5 mld USD przed wejściem do UE do ok. 2 mld USD w okresie 3 – 8 lat po wejściu – co stanowiło równowartość od 0,5 proc. do 3 proc. PKB. Do Polski w 1998 roku napłynęło netto 5 mld USD inwestycji bezpośrednich, czyli ok. 3,2 proc. PKB. Do 10 proc. PKB jeszcze daleko.

W najbliższych latach ta skala napływu kapitału może oczywiście zwiększyć się o kolejne kilka miliardów dolarów, jeśli optymistyczne założenia rządu w zakresie dużych transakcji prywatyzacyjnych zostaną zrealizowane. Ale pula wielkich transakcji zostanie niedługo wyczerpana, co wydatnie zmniejszy tempo napływu kapitału.

3. Nie tylko rynek walutowy

Co ważniejsze, trzeba pamiętać, że – w przeciwieństwie do inwestycji portfelowych – tylko część bezpośrednich inwestycji zagranicznych trafia na rynek walutowy w formie pieniężnej, na przykład jako płatności związane z transakcjami prywatyzacyjnymi. Pozostała część to inwestycje „rzeczowe”, które po prostu finansują część deficytu handlowego i nie mają bezpośredniego wpływu na poziom kursu złotego ani nie wywołują negatywnych skutków w sferze pieniężnej. Podobnie napływ kapitału w postaci zaciąganych za granicą pożyczek i kredytów tylko częściowo trafia na rynek walutowy. Z całego ubiegłorocznego napływu kapitału netto wynoszącego 10,7 mld USD Narodowy Bank Polski skupił łącznie 6,7 mld USD; oznacza to, że mniej więcej dwie trzecie napływu netto kapitału powiększyło bazę monetarną, natomiast pozostała część finansowała deficyt bieżący.

Efekt monetarny pozostałej części przyrostu rezerw walutowych – 3,7 mld USD – NBP wysterylizował za pomocą operacji otwartego rynku, sprzedając bankom komercyjnym krótkookresowe bony pieniężne z dyskontem. Koszt tych operacji w 1998 roku autorzy oceniają na ok. 1 proc. PKB, czyli ponad 40 proc. faktycznego deficytu budżetu państwa. Liczby te budzą wątpliwości. Według danych NBP, koszt brutto

wszystkich operacji otwartego rynku wyniósł łącznie 4,9 mld zł, czyli 0,9 proc. PKB. Ale od tej kwoty należy odjąć dochód NBP z tytułu lokowania rezerw walutowych w zagranicznych papierach wartościowych. Szacując ten dochód na ok. 1,2 mld zł (przy średniej dochodowości lokat 5 proc. rocznie) otrzymujemy koszt netto operacji otwartego rynku w wysokości 3,7 mld zł, czyli 0,7 proc. PKB i ok. 30 proc. deficytu budżetowego. W tym roku i w latach następnych koszty te będą niższe ze względu na systematyczny spadek stóp procentowych. Gdyby rezerwy oficjalne brutto rosły w tej samej skali także w następnych latach, to przy stabilnym kursie złotego koszt sterylizacji wzrósłby do ok. 2,5 – 3,5 mld zł rocznie, czyli w granicach 0,5 proc. PKB.

Nie jest to mało, ale przypomnijmy, że sterylizacja nie jest jedynym instrumentem ochrony krajowego rynku pieniężnego przed skutkami nadmiernego napływu kapitału. Gdyby skala tego napływu – bądź koszt sterylizacji – przekroczyły poziom uznawany za dopuszczalny, władze pieniężne mogą zastosować przewidziane prawem dewizowym instrumenty ograniczające napływ kapitału krótkoterminowego w postaci nałożenia obowiązku utrzymywania w banku centralnym nie oprocentowanych depozytów od każdej transakcji kapitałowej, na przykład w wysokości 20 proc. wielkości transferu. Doświadczenie innych krajów wskazuje, że takie instrumenty mogą być całkiem skuteczne. Ucieczka do euro nie jest więc jedynym możliwym rozwiązaniem.

4. Stopy pozostaną wyższe

Weźmy pod uwagę dalsze skutki jednostronnego wprowadzenia euro. Autorzy propozycji podkreślają, że rezultatem tej operacji będzie spadek stóp procentowych. Trudno się z tym zgodzić. Stopy zapewne spadną, ale na pewno nie do poziomu notowanego w krajach euro, dlatego że wprawdzie zniknie ryzyko kursowe, ale pozostanie ryzyko handlowe (związane ze standingiem kredytobiorcy) oraz ryzyko kraju. Kredyt udzielany większości firm polskich będzie z regu-

ty obarczony większym ryzykiem niż kredyt dla firm na obszarze euro, a więc i stopy procentowe będą odpowiednio wyższe. Wyższe będzie także ryzyko udzielania pożyczek budżetowi. Podwyższone ryzyko krajowe nie zniknie po jednostronnym wprowadzeniu euro, ponieważ decyzja taka mogłaby być także jednostronnie wypowiedziana.

W konsekwencji korzyści z tytułu spadku kosztów obsługi długu publicznego będą odpowiednio mniejsze.

Przy wielkości zadłużenia (krajowego) budżetu równej obecnie 130 mld zł, średniej stopie oprocentowania papierów skarbowych 11 proc., oraz premii za ryzyko krajowe w średniej wysokości 100 punktów bazowych (1 pkt. proc.) spadek kosztu obsługi długu wyniósłby w 1999 roku 6,5 mld zł, czyli nieco więcej niż jeden procent PKB. Korzyść netto z tytułu obniżenia kosztów obsługi długu byłaby jeszcze o około 1 mld zł niższa z powodu konieczności obsługi wyemitowanych wcześniej obligacji o stałym oprocentowaniu. W sumie o ponad połowę mniej niż sugerują autorzy.

5. Skromniejsze korzyści budżetowe

Liczmy dalej. Jednym z najważniejszych skutków budżetowych rezygnacji z waluty narodowej jest utrata dochodów z tytułu emisji oraz podatku inflacyjnego. Przy ilości pieniądza rezerwowego wynoszącej obecnie ok. 55 mld zł i średniej stopie procentowej 11 proc. wielkość utraconego dochodu wyniosłaby 6 mld zł w skali rocznej.

Bezpośrednia korzyść dla budżetu z tytułu wprowadzenia euro równałaby się więc sumie korzyści z tytułu zaniechania operacji sterylizacyjnych oraz korzyści z tytułu zmniejszeniu kosztu obsługi długu krajowego, minus koszt utraconego dochodu z tytułu emisji i podatku inflacyjnego. Nawet przy utrzymującym się napływie rezerw walutowych w wysokości 6 – 7 mld USD rocznie wprowadzenie euro przyniosłoby budżetowi korzyść netto rzędu 0,3 mld zł w 1999 roku (czyli poniżej jednego promila PKB), oraz rzędu 2 – 3 mld zł w następnych latach.

6. Wyższa inflacja

Kolejną korzyścią, jakiej można oczekiwać w wyniku wprowadzenia euro, byłby spadek inflacji. Ale i w tej sprawie autorzy okazują przesadny optymizm. Wymiana złotego na euro po obecnym kursie – jak proponują autorzy – spowoduje, że ceny towarów niewymiennych, stanowiących ok. 2/3 całego PKB, będą silnie zaniżone w stosunku do cen w obszarze euro. Proces zbliżania ceny w obszarze wspólnej waluty będzie zatem powodował szybszy wzrost cen towarów niewymiennych niż za granicą, co oznacza, że inflacja w Polsce będzie systematycznie wyższa niż w pozostałych krajach unii walutowej. Zjawisko to rejestruje się w niemal wszystkich krajach „doganiających” gospodarczo kraje najwyżej rozwinięte. W przypadku Polski należy się liczyć z różnicą w poziomie inflacji rzędu 3 – 4 punkty procentowe. Ponieważ obecnie różnica pomiędzy Polską i obszarem euro wynosi ok. 5 punktów procentowych, to spadek inflacji w wyniku wprowadzenia euro byłby w rzeczywistości bardzo niewielki, rzędu 1 – 2 punkty proc.

7. Nic za darmo

Ale skutki budżetowe i w dziedzinie inflacji to tylko część rachunku. Bodaj ważniejsze są efekty w dziedzinie produkcji i wymiany. Niewątpliwie, głównym argumentem na rzecz wprowadzenia wspólnej waluty są korzyści ekonomiczne płynące ze zmniejszenia niepewności działalności gospodarczej (m.in. eliminacja ryzyka kursowego), obniżenia kosztów transakcyjnych i zwiększenia konkurencji. Te pozytywne efekty nie są jednak uzyskiwane za darmo. Głównym kosztem jest utrata możliwości prowadzenia niezależnej polityki monetarnej i kursowej.

Gdy gospodarki są silnie zintegrowane, udział wzajemnych transakcji handlowych i inwestycyjnych w PKB jest duży, co oznacza, że warto posługiwać się wspólną walutą, aby zmniejszyć koszty transakcyjne (koszt wymiany walut, koszt zabezpieczenia się przed ryzykiem kursowym, itp.). Gdy z kolei gospodarki są bardzo zróż-

nicowane, reagują odmiennie na gwałtowne zmiany zewnętrznych warunków działania. Gdy istnieją różne waluty, dostosowanie gospodarki do takiego szoku przebiega na ogół przez zmiany kursu walutowego. Na przykład w razie negatywnego szoku w postaci załamania popytu na eksport deprecjacja waluty krajowej pozwala na uniknięcie ujemnych skutków szoku dla produkcji i zatrudnienia. Natomiast przy wspólnej walucie instrument kursu walutowego nie istnieje i reakcja na negatywny szok musi przyjąć formę obniżki płac realnych. To jednak wymaga dużej elastyczności rynku pracy; gdy nie jest on dostatecznie elastyczny, skutkiem szoku będzie silniejsza recesja i większe bezrobocie.

8. Struktura gospodarki przeszkodą

Pytanie o celowość natychmiastowego wprowadzenia euro do Polski jest więc w istocie pytaniem o to, czy polska gospodarka już obecnie stanowi wraz z obszarem euro optymalny obszar walutowy. Wiele wskazuje na to, że tak nie jest, a zatem decyzja taka byłaby przedwczesna.

Przede wszystkim struktura polskiej gospodarki odbiega dość znacznie od struktury gospodarek krajów strefy euro. Większy jest u nas udział przemysłu w PKB, zwłaszcza przemysłu ciężkiego, natomiast mniejszy udział sektorów nowoczesnych, o dużym stopniu przetworzenia i dużym potencjale popytu. Mniejszy jest też udział usług. W naszym eksporcie nadal dominują produkty o niskim stopniu przetworzenia; stosunkowo duży jest też w nim udział rynków wschodnich. Ponadto stopień elastyczności rynku pracy jest w Polsce niewielki, co przejawia się niską mobilnością siły roboczej i sztywnością płac w dół.

Te strukturalne cechy polskiej gospodarki sugerują, że nie stanowi ona jeszcze wspólnego obszaru walutowego ze strefą euro i że wejście do takiej strefy byłoby obecnie bardzo ryzykowne.

* Dariusz Rosati jest profesorem ekonomii, członkiem Rady Polityki Pieniężnej, był szefem MSZ.

SUWERENNOŚĆ CZY UNIA MONETARNA?

Andrzej S. Bratkowski, Jacek Rostowski

Nawet jeśli nasza propozycja jak najszybszego jednostronnego wprowadzenia euro dotychczas nikogo jeszcze nie przekonała, to przynajmniej pokazała, jak kruche są intelektualne podstawy strategicznego celu naszej polityki gospodarczej - integracji z Unią Europejską i Monetarną. Zastrzeżenia do jednostronnego wprowadzenia euro (Witold Orłowski i Krzysztof Rybiński: „Recepta na kryzys walutowy”; Dariusz Rosati „Jeśli nie czas na likwidację złotego”) w nieomal równym stopniu odnoszą się bowiem do każdej koncepcji członkostwa w Unii Monetarniej, niezależnie od tego, w jaki sposób i kiedy to nastąpi. Jeśli więc krytyka naszej propozycji jest zasadna, po wstąpieniu do Unii Monetarniej i tak czekają nas plagi bezrobocia, utraty konkurencyjności, recesji.

Dlatego w odpowiedzi uważamy za stosowne skoncentrować się przede wszystkim na pytaniu wynikającym z tekstu Rosatiego: czy naprawdę Polska powinna kiedykolwiek przystąpić do Unii Monetarniej?

1. W oczekiwaniu na cud strukturalny: pułapki okresu „przejściowego”

Zarzuca nam się zbyt optymistyczne szacunki korzyści dla budżetu z tytułu wprowadzenia euro. Nie upieramy się przy konkretnych kwotach, ważne, że przejście na euro nie pociąga za sobą kosztów netto dla budżetu. Ale – jak przyznaje Rosati – główne, naszym zdaniem wielomiliardowe, korzyści z wprowadzenia euro wynikać będą z obniżenia ryzyka kursowego, kosztów transakcyjnych i zwiększenia konkurencji.

Jednak główne nasze przesłanie to podkreślenie niebezpieczeństwa dla konkurencyjności polskich firm (szczególnie eksporterów) wynikającego z utrzymania własnej waluty w sytuacji, gdy przepływy kapitałowe są zliberalizowane, a ryzyko dla inwestorów zagranicznych maleje skokowo na skutek bliskiego członkostwa Polski w UE i UM. Obawiamy się szybkiej realnej aprecjacji, dużego wzrostu deficytu na rachunku bieżącym bilansu płatniczego i co za tym idzie - groźby załamania kursu waluty krajowej. W odpowiedzi na te ostrzeżenia, nasi krytycy odwołują się do trzech głównych argumentów na rzecz utrzymania złotego: (1) domniemana duża różnica między strukturą gospodarki polskiej i UE i wynikające stąd zagrożenie szokami asymetrycznymi (Rosati); (2) nieelastyczność polskiego rynku pracy (Rosati) i polskich przedsiębiorstw ze względu na niedokończoną prywatyzację (Orłowski i Rybiński); (3) utrata konkurencyjności po wprowadzeniu euro na skutek wyższej niż w UE inflacji (Orłowski i Rybiński).

Zacznijmy od struktury gałęziowej. Naprawdę nie wiadomo, czym ona zagraża w przypadku przyjęcia euro. Średnio biorąc, od europejskiej przeciętnej struktura działowa naszej gospodarki i struktura gałęziowa przemysłu różni się bardziej niż struktura takich krajów jak Niemcy, czy Francja, lecz mniej niż Irlandii czy Grecji, a nawet Szwecji i Finlandii. Irlandczycy mają większy od nas udział rolnictwa w PKB, Niemcy przemysłu, a w obrębie przemysłu Niemcy i Szwedzi mają taki jak my udział hutnictwa. Co więcej, udział handlu zagranicznego wewnątrz poszczególnych branż przemysłu krajów Europy Centralnej i Unii Europejskiej (uważany za

dobry wskaźnik stopnia integracji krajów) jest wprawdzie niższy niż w handlu między krajami "starej szóstki" europejskiej, ale taki sam jak w krajach tzw. południowego rozszerzenia (Grecji, Hiszpanii, Portugalii, Irlandii).

Gdyby więc branżowa struktura przemysłu była taka ważna, Irlandia i Portugalia nie powinny wstępować do Unii Monetarnej, a Górny Śląsk nie powinien posługiwać się tą samą walutą co Polska Północno-Wschodnia! O co więc chodzi z tym strukturalnym niedopasowaniem?

Być może Rosati obawia się konsekwencji braku zgodności w czasie cyklu koniunkturalnego. Dla krajów Europy Zachodniej, to mógł być pewien problem: gdyby cykle w tych krajach nie pokrywały się, Europejskiemu Bankowi Centralnemu trudno by było podejmować decyzje, kiedy luzować, a kiedy zacieśniać politykę monetarną. My jednak możemy powiedzieć EBC: nie martwcie się o nas, róbcie swoje. Jeśli bowiem nasze cykle są zgodne, to wasza polityka będzie nam sprzyjać. Jeśli natomiast nie (między innymi ze względu na domniemany asymetryczny efekt szoków zewnętrznych), to czynnikiem stabilizującym będzie nasz handel zagraniczny z Unią (przypomnijmy: około 68% eksportu i 66% importu, czyli odpowiednio 14% i 21% PKB, przypada na Unię Europejską), a wprowadzenie euro wzmocni nasze powiązania handlowe z tym rejonem. Co więcej, warto pamiętać, że gospodarka polska stanowi zaledwie 1,5% PKB strefy euro, z czego wynika, że nawet przy pełnoprawnym członkostwie w UM, Europejski Bank Centralny praktycznie nie będzie brał pod uwagę warunków gospodarczych w naszym kraju.

Problem drugi to sztywność płac. W ciągu najbliższych lat nic tu się nie zmieni na lepsze. Dostosowanie naszego prawa do Unii Europejskiej nie pociąga za sobą żadnego uelastycznienia rynku pracy, (raczej odwrotnie)! Prywatyzacja, owszem, daje pewne korzyści, bo w sektorze prywatnym płace są bardziej elastyczne niż w przedsiębiorstwach państwowych. Ale w najbliższych latach czeka nas także koncentracja produkcji w sektorze prywatnym - a to z kolei może zmniejszyć elastyczność płac w przedsiębiorstwach prywatnych (silniejsza związkowa). Ten efekt może nawet okazać się silniejszy niż kurczenie się sektora publicznego, zważyw-

szy że obecnie zatrudnienie w przedsiębiorstwach państwowych stanowi już tylko około 20% zatrudnienia w całym sektorze przedsiębiorstw. Wynika stąd, że choć prywatyzacja jest bardzo przydatna, to nie spowoduje już ona przełomu w konkurencyjności naszej gospodarki.

Nie jest też prawdą, jak twierdzą Orłowski i Rybiński, że w proponowanym przez nas wariantcie nieco wyższa niż w Unii inflacja, poprzez wywołanie presji na wzrost płac będzie osłabiać naszą konkurencyjność, nawet w większym stopniu niż aprecjacja złotego w tradycyjnym wariantcie. Autorzy albo ignorują fakt, że (pomijając problem inercji inflacyjnej bezpośrednio po wprowadzeniu euro) owa wyższa inflacja będzie spowodowana efektem Balassy-Samuelsona, albo nie rozumieją mechanizmu tego efektu. W rezultacie dowodzą, że wzrost wydajności w sektorze *tradeables* spowoduje spadek konkurencyjności polskiej gospodarki! (Przypominamy, że zgodnie z efektem Balassy-Samuelsona wyższa inflacja jest skutkiem rosnącej a nie malejącej konkurencyjności). Przykład Irlandii jest pouczający. Przewiduje się, że wzrost tej gospodarki w 1999 r. wyniesie ponad 7%, co raczej nie wskazuje na jej brak konkurencyjności. Niemniej jednak prognoza inflacji wynosi aż 3%, czyli znacznie powyżej kryterium z Maastricht - tyle, że to nie musi martwić Irlandczyków, bo ich kraj już należy do UM.

Pozostaje jeszcze problem inercji inflacyjnej. Inflacja w 2001 r. po przejściu - zgodnie z naszym scenariuszem - na euro nie powinna wynieść więcej niż 4%. W ostatnich latach, na skutek efektu Balassy-Samuelsona, tempo realnego wzmocnienia się złotego względem euro było jednak znacznie szybsze (7.5% rocznie). Tak więc efekt Balassy-Samuelsona niweluje skutki inercji inflacyjnej. Dodatkowym zabezpieczeniem jest swoboda wyboru kursu zamiany złotego na euro (której **pozbywamy się idąc drogą tradycyjną, w momencie przystąpienia do Drugiego Europejskiego Mechanizmu Kursowego**). Gdyby więc w grudniu 2000 r. złoty uznany został za przewartościowany, zawsze można wybrać kurs ostatecznej wymiany złotego na euro niższy od rynkowego kursu złotego.

Błąd w rozumowaniu Orłowskiego i Rybińskiego powoduje, że naszą propozycję oceniają jako „przesadnie głęboki szok”. Sami jednak proponują, by Polska w ra-

mach „przygotowań” do członkostwa w Unii Monetarnej spełniła jeszcze ostrzejsze warunki odnośnie inflacji, deficytu budżetowego i długu publicznego niż tego wymagają kryteria Maastricht. Ale, właśnie z efektu Balassy-Samuelsona wynika, **że nie da się tego osiągnąć bez nominalnej aprecjacji!** Jeśli więc realizacja naszej propozycji (pod tym względem równoważna sytuacji stałego nominalnego kursu) byłaby zbyt silnym szokiem dla naszych przedsiębiorstw, to co powiedzieć o postulatach naszych przeciwników? Albo więc w ogóle nas nie stać na niską inflację i wejście do Unii Monetarnej, albo stać nas na to już teraz.

Zdecydowanie opowiadamy się za drugą odpowiedzią. To właśnie biednego, słabego strukturalnie kraju bardziej nie stać na własną walutę niż bogatego. Na ogół jednak biedne kraje mają zbyt małe rezerwy walutowe, by „importować” stabilność monetarną z bogatych krajów. My mamy dostatecznie duże, ale zdaniem niektórych nie powinniśmy tego robić, by nie utracić suwerenności monetarnej. Przyjrzyjmy się więc, co daje nam ta suwerenność, że jesteśmy skłonni płacić za nią tak wysoką cenę?

2. Cena suwerenności monetarnej

Jak wiadomo, głównym celem polityki monetarnej jest dbanie o stabilność pieniądza. Chodzi zarówno o inflację, jak i stabilność kursu wymiany. Przechodząc na euro, oba te cele mamy raz na zawsze „z głowy”. (Na tyle, na ile efekt Balassy-Samuelsona pozwala osiągnąć ten pierwszy w szybko rosnącej gospodarce). Pozostaje zatem tylko cel dodatkowy, jakim jest wspieranie wzrostu gospodarczego. Zastanówmy się nad tym, co można w tej dziedzinie zdziałać polityką monetarną, pamiętając jednak, że stabilizacja monetarna musi być zawsze traktowana jako cel nadrzędny. W grę wchodzi dwa narzędzia: stopy procentowe i kurs złotego (poziom rezerw obowiązkowych można regulować także po wprowadzeniu euro).

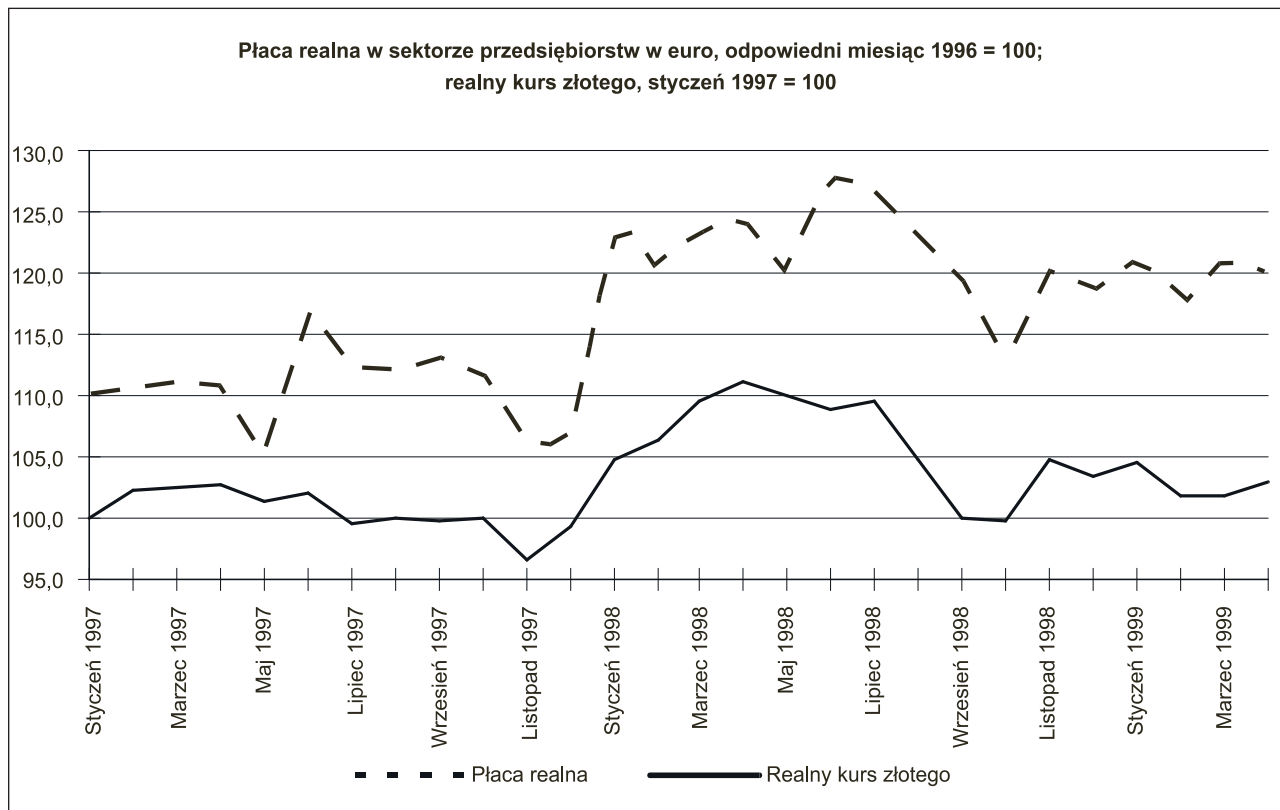
Zacznijmy od polityki kursowej. My uważamy, że obniżka kursu waluty krajowej co najwyżej skutecznie wygładza wahania tempa wzrostu, ale z powodu zmniejszenia presji na rzecz restrukturyzacji, skutków inflacyj-

nych i spadku zaufania inwestorów, raczej kosztem obniżenia niż podwyższenia długookresowej stopy wzrostu. Co więcej, uważamy, że suwerenność polityki kursowej ma dość formalny charakter. W praktyce kraj ze zliberalizowanymi przepływami kapitałowymi mający problemy z równowagą makroekonomiczną, skazany jest na kurs płynny. A to oznacza, że waluta krajowa – na skutek aktywności spekulantów – sama jest źródłem szoków dla gospodarki.

Co jest groźniejsze: szoki zewnętrzne i wewnętrzne, czy wahania kursu będące następstwem suwerenności monetarnej i spekulacji łatwo ocenić na przykładzie tego, co się działo w naszej gospodarce przed, w trakcie i po kryzysie rosyjskim. Naprawdę trudno sobie wyobrazić, że w ciągu najbliższego dziesięciolecia mógłby nas spotkać gorszy szok zewnętrzny niż załamanie, jakie miało miejsce w ubiegłym roku w Rosji. Okazuje się, że po szoku rosyjskim suwerenność monetarna nie pozwoliła uniknąć spadku produkcji przemysłowej, mimo że stosunkowo niska inflacja pod koniec ubiegłego roku stwarzała dość duże pole manewru dla polityki kursowej. Ciekawe jest więc, co się działo z realnym kursem złotego względem euro w tym czasie. Ilustruje to wykres, na którym oprócz realnego kursu przedstawiono realną płacę także w euro (dla wyrównania wahań sezonowych za podstawę dynamiki przyjęto analogiczny miesiąc 1996 r.).

Wykres pokazuje, że w trakcie kryzysu rosyjskiego złoty znacznie się osłabił w stosunku do euro. Jednak szybko ponownie się wzmocnił, by w kwietniu osiągnąć poziom ze stycznia 1998. Złoty jest nadal mocniejszy niż w 1997 r. Szok zewnętrzny tylko więc częściowo zniwelował skutki silnej realnej aprecjacji złotego w początkowych miesiącach 1998 r. Dotyczy to także poziomu płac. Gdyby kurs złotego od końca 1997 r. był realnie stały, złoty byłby obecnie słabszy niż jest faktycznie, a płace w euro niższe. Szok aprecjacyjny wynikający z napływu kapitału był więc silniejszy niż – gorszy od wszystkiego co nas czeka w przyszłości – zewnętrzny szok popytowy.

Na tym przykładzie widać, że nie ma powodu demonizować destrukcyjnej siły szoków zewnętrznych ani wierzyć, że suwerenność monetarna jest w stanie znacząco zniwelować ich skutki. Widać także, że płynny kurs może nie tylko poprawiać konkurencyjność, ale



także ją pogarszać – i ten drugi efekt w 1998 r. był silniejszy. Suwerenność monetarna w przypadku polityki kursowej służy... częściowemu rozwiązywaniu kłopotów, które sama wcześniej wywołała.

Pozostaje nam więc tylko polityka monetarna. Można ograniczyć się do dwóch przypadków zagrożenia recesją: szok zewnętrzny oraz spadek popytu wewnętrznego spowodowany wzrostem skłonności do oszczędzania. W obu chciałoby się obniżyć stopy procentowe, by ożywić popyt wewnętrzny. Jednak w przypadku szoku zewnętrznego obniżka nie wchodzi w grę. Zawsze bowiem zewnętrzny szok oznacza pogorszenie bilansu płatniczego, obniżka stóp spowodowałaby natomiast odpływ kapitału i pogorszenie salda handlu zagranicznego (wzrost popytu na import), co groziłoby kryzysem walutowym. W takiej sytuacji należy raczej spodziewać się wzrostu stóp procentowych – w tym przypadku nasza suwerenność na nic nam się nie przyda.

W przypadku wzrostu krajowej skłonności do oszczędzania, obniżka stóp wydaje się bezpieczna i celowa. Zastanówmy się jednak, do jakiego poziomu możemy obniżyć wtedy stopy? Poniżej stóp w strefie euro? Z pewnością nie, bo dopóki inflacja w Polsce jest wyraźnie wyższa

niż w strefie euro, zamiast wzrostu konsumpcji i inwestycji mielibyśmy do czynienia z odpływem oszczędności za granicę. Wszystko więc, co możemy zrobić, to obniżyć stopy do poziomu istniejącego w Unii Monetarnej plus premia za ryzyko kraju, a więc do poziomu, jaki moglibyśmy cały czas utrzymywać rezygnując z suwerenności monetarnej i wprowadzając euro! Tak więc suwerenna polityka stóp procentowych będzie z reguły mniej „prowzrostowa” niż przejście na euro, a w wyjątkowej sytuacji wzrostu skłonności do oszczędzania, co najwyżej równie dobra.

W sumie więc po liberalizacji przepływów kapitałowych suwerenność monetarna utrudnia wzrost gospodarczy, a nie go ułatwia. Wymusza utrzymywanie relatywnie wysokich stóp procentowych i nie jest w stanie zapobiec silnej presji aprecjacyjnej w okresach napływu kapitału.

Prywatyzujemy więc gospodarkę, wzmacniamy finanse publiczne, likwidujemy nierentowne przedsiębiorstwa. Jeśli jednak poważnie myślimy o osiągnięciu niskiej inflacji i integracji z Unią Europejską, odeślijmy złotego do podręczników historii gospodarczej – bo w realizacji tych celów z pewnością będzie nam on tylko przeszkadzał.

EUROPA WSCHODNIA NIE POWINNA STAĆ W KOLEJCE DO UNII WALUTOWEJ

*Charles Robertson**

Państwa Europy Wschodniej, oczekujące korzyści wynikających z silnej waluty, mogą przyjąć euro jednostronnie, nawet jeśli nie spełniają wymogów członkostwa w Unii Europejskiej. Jest to sprzeczne z poglądem, że wszystkie kraje wprowadzające euro muszą wypełnić kryteria z Maastricht. Ale flirt Argentyny z dolarem wskazuje, że to błędne rozumowanie.

Oczywiście, wzbudzenie gniewu Europejskiego Banku Centralnego nie jest najlepszym pomysłem, a jeśli EBC nadal utrzyma swe sztywne stanowisko sprzeciwiając się zastosowaniu tej waluty, wspomniane kraje Europy Wschodniej powinny ponownie rozważyć podjęcie takiej możliwości.

Niemniej jednak euroizacja wciąż jest tematem in spirującym. Przecież nad koncepcją tą poważnie zastanawia się kilka rządów państw wschodniej Europy, których chęci stanowią mocny kontrast dla ostrożności wykazywanej przez wielu Brytyjczyków. Obywatele Europy Wschodniej zdają się pojmować, że wprowadzenie eurowaluty może spowodować rozkwit rynku akcji i obligacji.

1. Krok dalej

Przyjęcie euro oznacza wyjście poza koncepcję tabeli walut. Władze określiłyby po prostu ostateczny kurs wymiany miejscowej waluty względem euro. Następnie wymieniłyby całość swej bazy pieniężnej (gotówka i banknoty w obiegu oraz rezerwy banku centralnego) na banknoty i monety denominowane w eu-

ro. Mogłyby zapewne dokonać tego na drodze konwersji swych rezerw walutowych. Większość państw Europy Wschodniej, które nie wchodziły w skład Związku Radzieckiego, a także Litwa i Estonia dysponują ku temu wystarczającymi rezerwami.

Oczywiście procesu tego nie można przeprowadzić bezpośrednio przed 1 stycznia 2002 roku, czyli dniem fizycznego wprowadzenia euro do obiegu. Jednakże dane państwo mogłoby wprowadzić tymczasową tabelę walutową, stworzyć własną gotówkę zamienną na euro i po prostu przejść na banknoty i monety euro w chwili ich wprowadzenia. W okresie przejściowym można by również zastosować markę niemiecką.

Euroizacja właściwie eliminowałaby ryzyko dewaluacji (ryzyko to można by również ograniczyć w przypadku zastosowania marki niemieckiej), gdyż dewaluacja wymagałaby ponownego wprowadzenia waluty krajowej. Ograniczenie tego ryzyka wpłynęłoby pozytywnie na handel i bezpośrednie inwestycje zagraniczne, a także obniżyło stopy procentowe do poziomu obowiązującego w Eurolandzie, napędzając konsumpcję i inwestycje. Pozostałaby tylko niewielka premia związana z ryzykiem ewentualnego niewprowadzenia kontroli walutowej w przypadku kryzysu.

Potencjalne ograniczenie stóp procentowych w przypadku gdyby euroizacja nastąpiła w 2001 roku wynika jasno z poniższej tabeli, przedstawiającej stopy procentowe za dwa lata w przypadku, gdyby euroizacja nie miała miejsca. Jak widać stopy te byłyby o wiele wyższe od obowiązujących w Eurolandzie, zaś w przypadku, gdyby te same państwa Europy Wscho-

dniej przyjęły euro, stopy zbliżyłyby się do poziomu Eurolandu. Ewentualni kandydaci do euroizacji to Czechy, Chorwacja i Litwa, a ich śladem pójść mogą inni. Nawet Turcja mogłaby rozważyć tę możliwość, gdyby przestrzegała zasad wprowadzania twardej waluty, które, ogólnie biorąc, okazały się skuteczne w przypadku państw doświadczających dawniej wysokiej inflacji, jak Brazylia czy Argentyna.

Mimo wszystkich spekulacji dotyczących ewentualnej dolaryzacji w Argentynie, EBC nie zajął oficjalnego stanowiska w kwestii euroizacji. Jednakże Hans Tietmeyer, ustępujący prezes Bundesbanku, ostrzegł w maju przed „ryzykiem utrzymywania zbyt sztywnego kursu wymiany i wynikającego z tego przeciążenia polityki krajowej. Z tego powodu wszelkie przedwczesne decyzje o przyjęciu euro mogą mieć poważne konsekwencje w zakresie konkurencyjności kraju i prowadzić do bolesnych korekt ekonomicznych.”

Prawdą jest, że kraje przechodzące euroizację będą cierpieć z powodu nieelastycznego reżimu walutowego i utracą kontrolę nad swymi stopami procentowymi. Dlatego też będą musiały wprowadzić prawdopodobnie bolesną dyscyplinę podatkową i płacową. Niepowodzenie doprowadzi do problemów niepokojących pana Tietmeyera. Jednakże słowa Tietmeyera można zastosować równie dobrze do każdego kraju przyjmującego tablicę walut lub wprowadzającego twardą walutę, natomiast pomijają wyżej wymienione korzyści.

W każdym razie zdanie EBC niekoniecznie musi się liczyć. EBC nie może powstrzymać żadnego kraju przed przyjęciem euro, zwłaszcza gdy podaź pieniądza w Eurolandzie, z PKB na poziomie około 6 bilionów euro, z łatwością wystarczy na potrzeby Czech (których PKB waha się w granicach 50 miliardów euro). Ponadto EBC korzysta z przywilejów mennicy, czyli z odsetek od europapierów, jakie przechowuje, w zamian za istniejącą bazę pieniężną wspierającą szersze zastosowanie euro.

EBC zapewne nie zechce być ostatnią kredytową deską ratunku dla banków w zeuroizowanej gospodarce i nie będzie drukować pieniędzy, by ratować banki. Ale i tę przeszkodę da się obejść. W krajach zdolaryzowanych – jak Panama – rolę tę przyjmują czasami zagraniczne banki komercyjne. Banki ko-

mercyjne w krajach członkowskich Unii Europejskiej mogą zrobić to samo na rzecz banków w gospodarce zeuroizowanej, zwłaszcza że banki z krajów Unii są obecnie właścicielami rosnącej liczby banków w gospodarkach wschodzących. Dodatkowo EBC może zmienić swe stanowisko, na przykład w obliczu dolaryzacji Ameryki Południowej, lub też gdy zetknie się z problemami związanymi z wahaniami kursu walut za własnym płotem.

Ale podobnie jak EBC, Unia Europejska patrzy na europeizację z pewną dezaprobatą. Bruksela może postrzegać ten proces jako sposób na wprowadzenie wspólnej waluty kuchennymi drzwiami, bez trudności, przez jakie przeszły państwa członkowskie. Ponadto Unia jest zdania, że nowe gospodarki europejskie ogólnie nie są gotowe na surowe ograniczenia, jakich wymaga wspólna waluta, i że niezbędne są im elastyczne reżimy walutowe, by przejść przez problemy transformacji gospodarczej i gwałtownego rozwoju. Podsumowując to spojrzenie, można powiedzieć, że państwa Europy Wschodniej pukające do drzwi Unii nie odważą się wprowadzić euro w ten sposób.

2. Niełatwa droga

Z tych i innych powodów euroizacja nie będzie łatwą drogą. Prawdopodobnie proces ten trudniej będzie podtrzymać niż przystąpienie do wspólnej waluty poprzez Europejską Unię Walutową. Przystąpienie do Unii Europejskiej i Europejskiej Unii Walutowej nadal byłoby w interesach kraju, gdyż dawałoby przedstawicielstwo w EBC i dostęp do ostatniej kredytowej deski ratunku. Ponadto, jeżeli Unia Europejska wykaże silną niechęć wobec euroizacji, wówczas kraje pierwszej fali członkostwa w Unii mogłyby zaniechać takich planów.

Ale inne kraje, oddalone od wejścia do Unii Europejskiej o całe lata, a jeszcze dalsze od wprowadzenia wspólnej waluty, jak na przykład Litwa, mogą uznać, że obejście kolejki do Europejskiej Unii Walutowej daje korzyści warte zachodu. Dla takiego kraju

	Euroland	Bułgaria	Czechy	Węgry	Polska	Rumunia	Słowacja	Turcja
Stopy krótkoterminowe (śr.)	2,8	5	7,1	12,2	11	53	9,4	37
Stopy długoterminowe (śr.)	4,3	b.d.	7,2	8,1	8,5	b.d.	b.d.	b.d.
Średnie CPI	1,3	3,6	5,5	7,6	5,5	32,9	5,5	35
Najbliższa realistyczna data przystąpienia do EUW		2012	2006	2005	2007	2015	2009	2022

Źródło: ING Barings

jak Chorwacja, o jeszcze dalszych perspektywach wejścia do Unii Europejskiej (Chorwacja zostanie przyjęta najwcześniej w 2015 roku), euroizacja jest jeszcze bardziej atrakcyjna.

Zaś jeżeli w Ameryce Łacińskiej nastąpi dolaryzacja, wzmocni to perspektywy euroizacji we wschodzących gospodarkach europejskich. Nawet bez dolaryzacji prawdopodobne jest, że w następnych latach euroizacja stanie się popularną koncepcją. Jeżeli zostanie przeprowadzona, inwestorzy zagraniczni będą musieli

szybko skorygować w górę swe prognozy dochodów kapitałowych z inwestycji w akcje i papiery dłużne w najbliższych latach.

* Charles Robertson jest ekonomistą ds. wschodzących gospodarek europejskich w Banku ING Barings.

ZESZYTY BRE BANK-CASE

- 1 Absorpcja kredytów i pomocy zagranicznej w Polsce w latach 1989-1992
- 2 Absorpcja zagranicznych kredytów inwestycyjnych w Polsce z perspektywy pożyczkodawców i pożyczkobiorców
- 3 Rozliczenia dewizowe z Rosją i innymi republikami b. ZSRR. Stan obecny i perspektywy
- 4 Rynkowe mechanizmy racjonalizacji użytkowania energii
- 5 Restrukturyzacja finansowa polskich przedsiębiorstw i banków
- 6 Sposoby finansowania inwestycji w telekomunikacji
- 7 Informacje o bankach. Możliwości zastosowania ratingu
- 8 Gospodarka Polski w latach 1990 – 92. Pomiary a rzeczywistość
- 9 Restrukturyzacja finansowa przedsiębiorstw i banków
- 10 Wycena ryzyka finansowego
- 11 Majątek trwały jako zabezpieczenie kredytowe
- 12 Polska droga restrukturyzacji złych kredytów
- 13 Prywatyzacja sektora bankowego w Polsce - stan obecny i perspektywy
- 14 Etyka biznesu
- 15 Perspektywy bankowości inwestycyjnej w Polsce
- 16 Restrukturyzacja finansowa przedsiębiorstw i portfeli trudnych kredytów banków komercyjnych (podsumowanie skutków ustawy o restrukturyzacji)
- 17 Fundusze inwestycyjne jako instrument kreowania rynku finansowego w Polsce
- 18 Dług publiczny
- 19 Papiery wartościowe i derywaty. Procesy sekurytyzacji
- 20 Obrót wierzytelnościami
- 21 Rynek finansowy i kapitałowy w Polsce a regulacje Unii Europejskiej
- 22 Nadzór właścicielski i nadzór bankowy
- 23 Sanacja banków
- 24 Banki zagraniczne w Polsce a konkurencja w sektorze finansowym
- 25 Finansowanie projektów ekologicznych
- 26 Instrumenty dłużne na polskim rynku
- 27 Obligacje gmin
- 28 Sposoby zabezpieczania się przed ryzykiem niewypłacalności kontrahentów
Wydanie specjalne Jak dokończyć prywatyzację banków w Polsce
- 29 Jak rozwiązać problem finansowania budownictwa mieszkaniowego
- 30 Scenariusze rozwoju sektora bankowego w Polsce
- 31 Mieszkalnictwo jako problem lokalny
- 32 Doświadczenia w restrukturyzacji i prywatyzacji przedsiębiorstw w krajach Europy Środkowej
- 33 (nie ukazał się)
- 34 Rynek inwestycji energooszczędnych
- 35 Globalizacja rynków finansowych
- 36 Kryzysy na rynkach finansowych – skutki dla gospodarki polskiej
- 37 Przygotowanie polskiego systemu bankowego do liberalizacji rynków kapitałowych
- 38 Docelowy model bankowości spółdzielczej
- 39 Czy komercyjna instytucja finansowa może skutecznie realizować politykę gospodarczą państwa?
- 40 Perspektywy gospodarki światowej i polskiej po kryzysie rosyjskim
- 41 Jaka reforma podatkowa jest potrzebna dla szybkiego wzrostu gospodarczego?
- 42 Fundusze inwestycyjne na polskim rynku – znaczenie i tendencje rozwoju
- 43 Strategia walki z korupcją – teoria i praktyka
- 44 Kiedy koniec złotego?