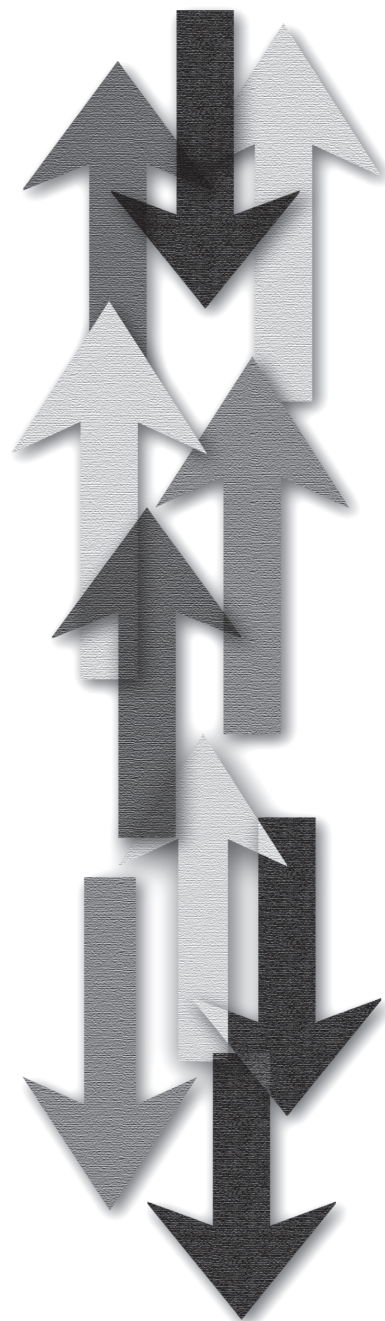


**Perspektywy
wejścia Polski
do strefy euro**

Nr 85
2 0 0 6



BRE BANK SA



**Centrum Analiz
Społeczno-Ekonomicznych**

Publikacja jest kontynuacją serii wydawniczej Zeszyty PBR-CASE

CASE-Centrum Analiz Społeczno-Ekonomicznych, Fundacja Naukowa

00-010 Warszawa, ul. Sienkiewicza 12

BRE Bank SA

00-950 Warszawa, ul. Senatorska 18

Copyright by: CASE -- Centrum Analiz Społeczno-Ekonomicznych – Fundacja Naukowa i BRE Bank SA

Redakcja naukowa

Ewa Balcerowicz

Sekretarz Zeszytów

Krystyna Olechowska

Autorzy

Maciej Krzak

Jarosław Pietras

Jerzy Pruski

Projekt okładki

Jacek Bieńkowski

DTP

SK Studio

ISSN 1233-121X

Wydawca

CASE – Centrum Analiz Społeczno-Ekonomicznych – Fundacja Naukowa, 00-010 Warszawa, ul. Sienkiewicza 12

Nakładca

Fundacja BRE Banku, 00-950 Warszawa, ul. Królewska 14

Oddano do druku w lipcu 2006 r. Nakład 300 egz.

SPIS TREŚCI

LISTA UCZESTNIKÓW SEMINARIUM	4
WPROWADZENIE	5
DROGA POLSKI DO EURO – <i>Jerzy Pruski</i>	9
Dlaczego Polska powinna wejść do strefy euro?	9
Warunki przystąpienia do strefy euro i stopień ich wypełnienia przez Polskę	12
Potencjalna niespójność kryteriów inflacyjnego i kursowego	15
Wnioski	16
PERSPEKTYWY WEJŚCIA POLSKI DO STREFY EURO – <i>Jarosław Pietras</i>	19
Wprowadzenie	19
Ekonomiczne aspekty członkostwa w strefie euro	19
Stanowisko rządu w sprawie wejścia do strefy euro	20
Realna konwergencja	20
Dostosowania w sferze realnej gospodarki i polityki fiskalnej	20
Kryteria nominalnej konwergencji	21
Polska na tle innych nowych krajów UE	24
Zarządzanie procesem integracji ze strefą euro	25
ODDZIELNIE DO EURO – <i>Maciej Krzak</i>	27
Pięta achillesowa – deficyty fiskalne	27
Kryterium długu publicznego	31
Kryterium stopy procentowej i inflacji	32
Kurs walutowy wieńczy dzieło	33
Dekonwergencja	34

LISTA UCZESTNIKÓW SEMINARIUM

Małgorzata Antczak	CASE	Monika Matysiak	PAP
Rafał Antczak	CASE	Wojciech Mazurkiewicz	
Adam Antoniek	MF	Dawid McQuaid	Dow Tones
Ewa Balcerowicz	CASE	Ryszard Michalski	IKiHZ
Henryk Bąk	SGH	Andrzej Miciński	
Ewa Bellert-Michalik	BRE Bank	Małgorzata Mikita	WSHiP
Piotr Bielski	BZ WBK	Jeremi Mordasewicz	PKPP Lewiatan
Zdzisław Bombera	WSE	Marcin Murawski	BGK
Marek Chądzyński	PAP	Henryk Okrzeja	Fundacja BRE Banku
Michał Chyczewski	BPH	Krystyna Olechowska	CASE
Tomasz Cizak	NBP	Tadeusz Ołdakowski	KIR
Kazimierz Cwalina	MG	Krzysztof Orłowski	Tygodnik Ozon
Andrzej Cynka	Parkiet	Wanda Pełka	WSHiFM
Radosław Czapski	Bank Światowy	Marta Petka	Raiffeisen Bank
Małgorzata Dudek	NBP	Ryszard Petru	BPH
Małgorzata Dusza	BOŚ	Krzysztof Piech	SGH
Mirosław Dusza	UW	Jarosław Pietras	Ministerstwo Finansów
Marek Felbur	BRE Bank	Halina Polijaniuk	BFG
Stefania Frączkowska		Jerzy Pruski	NBP
Iwona Fudała-Poradzińska	MF	Marcin Radziwiński	ISM UW
Urban Górski	Bank Millennium	Barbara Rdzanowska	Ministerstwo
Witold Grostal	NBP		Transportu
Remigiusz Grudziń	PKO BP	Katarzyna Rosiak	WNE UW
Krzysztof Jakubczak	MTiB	Sebastian Rud	WSHiFM
Leszek Janiszewski	INE PAN	Ewa Sadowska-Cieślak	NBP
Anna Jaros	U.S. Embassy	Marta Skwarczek	U.S. Embassy
Agata Kariozen	IMF	Karolina Słomkowska	Reuters
Anna Kępa	Transparency	Barbara Sokołowska	MF
	International Polska	Jan Solarz	BGK
Leszek Kęsek	Bank Światowy	Katarzyna Szachewicz	WSHiFM
Arkadiusz Kłos	DnB Nord Polska	Wiesław Szczuka	BRE Bank
Mateusz Kopyt	WNE UW	Marzena Szyller-Litwińska	BGK
Danuta Kowalczyk		Agnieszka Ślesicka	WNE UW
Marzena Kowalska	BRE Leasing	Andrzej Śniecikowski	Zmiany Investment
Maciej Krzak	Societe Generale	Bogusław Tatarewicz	TG Zmiany
Dagmara Leszkiewicz	ISB	Ewelina Tysza	WSHiFM
Honorata Leżańska	NBP	Łukasz Witkowski	BPH TFI
Paweł Lipiński	BRE Bank	Anna Wójtowicz	BRE Bank
Adam Lipowski	INE	Barbara Wyczańska	BRE Bank
Krzysztof Malaga	AE w Poznaniu	Magdalena Zachłód	MF
Witold Matecki	Instytut Finansów	Justyna Zawadzka	BRE Bank
Katarzyna Marcinkowska	Warsaw Business	Marcin Żagała	NBP
	Journal	Zbigniew Żóńniewski	NBP
Katarzyna Marton-Gadoś	WSHiP		
Michał Matuszewicz	SGH		
Andrzej Matuszczak	AE Poznań		

Wprowadzenie

Kiedy wejść i w jaki sposób to główne pytania, na które musi odpowiedzieć każdy z krajów Unii Europejskiej (UE) przygotowując się do wejścia do Unii Gospodarczej i Walutowej (UGW), zwanej strefą (obszarem) euro, a czasem także Eurolandem. Zasady UGW przewidują dla nowych członków trzyetapową integrację. Pierwszy etap oznacza uczestnictwo z derogacją, czyli odroczenie w czasie pełnego członkostwa w UGW. Na tym etapie znajduje się większość krajów, które dołączyły do Unii Europejskiej w maju 2004 r., w tym Polska, ale także Szwecja. Etap drugi oznacza przystąpienie do europejskiego mechanizmu walutowego, zwanego w skrócie ERM2 (*Exchange Rate Mechanism2*), czyli systemu stabilizacji kursu waluty narodowej względem euro. Trzeci etap integracji walutowej oznacza wejście kraju do strefy euro, liczącej obecnie 12 członków.

Członkostwo w UGW wymaga spełnienia pięciu kryteriów z Maastricht. Poza utrzymaniem waluty w systemie ERM2 kraj musi wykazać się stabilnością budżetową i stabilnością polityki pieniężnej. Dług publiczny kandydata nie może przekraczać 60 proc. produktu krajowego brutto, a deficyt budżetowy 3 proc. PKB. Inflacja nie może być wyższa niż 1,5 pkt proc. średniego wzrostu cen w trzech krajach UE o najniższej inflacji, a długoterminowa stopa procentowa nie może być wyższa niż 2 punkty.

2 maja 1998 r. na szczycie w Brukseli wybrano kraje wchodzące do III etapu UGW. Było to jedenaście państw UE: Austria, Belgia, Finlandia, Francja, Hiszpania, Holandia, Irlandia, Luksemburg, Niemcy, Portugalia i Włochy. Cztery kraje UE: Dania, Szwecja, Wielka Brytania i Grecja nie przystąpiły w początkowej fazie do UGW, przy czym jedynie Grecja nie spełniła żadnego z kryteriów konwergencji. 31 grudnia 1989 r. zostały nieodwołalnie usztywnione kursy konwersji walut 11 krajów uczestniczących w UGW wobec euro. Dwa lata po wprowadzeniu euro, tj. 1 stycznia 2001 r. do Unii Gospodarczej i Walutowej przystąpiła również Grecja na podstawie decyzji ECOFIN z 19 czerwca 2000 r.,

która potwierdziła spełnienie przez ten kraj koniecznych wymogów związanych z przyjęciem wspólnej waluty. 29 grudnia 2000 r. ustalono nieodwołalny kurs konwersji drachmy wobec euro (1 EUR = 340,750 GRD). Kursy konwersji walut krajów tworzących UGW wobec euro obowiązują aż do wycofania walut narodowych z obiegu. Kursy te służą do przeliczeń walut narodowych na euro i odwrotnie oraz dwustronnych przeliczeń między walutami narodowymi krajów strefy euro. 28 września 2000 r. przeprowadzono w Danii referendum na temat przystąpienia do Unii Gospodarczej i Walutowej. Stosunkiem głosów 53,1 do 46,9 procent Duńczycy sprzeciwili się przyjęciu euro. Duńskie „nie” dla euro – twierdzili wówczas analitycy – uwidocznilo podział w samej Unii na kraje, które dążą do przekształcenia Unii w państwo federalne i na te, które opowiadają się za Unią narodów (głównie Wielka Brytania, Dania i Szwecja). Tak więc strefę euro utworzyło 12 państw należących do UE. Dania, Szwecja i Wielka Brytania pozostają poza obszarem wspólnego pieniądza.

Teraz ci, którzy chcą wejść do strefy euro, muszą przejść przez ERM2. Ekonomiści są zgodni co do tego, że przebywanie w niej jest niewygodne, a nawet wiąże się z dużym ryzykiem. ERM2 jest pewnego rodzaju poczekalnią strefy euro. Wejście do systemu polega na ustaleniu przez kraj w konsultacji z Europejskim Bankiem Centralnym (EBC) i radą ECOFIN (*Ecofin Council*) kursu centralnego względem euro, wokół którego przez minimum dwa lata kurs danej waluty narodowej winien oscylować. Oczywiście wahania dopuszczalne są w określonych granicach. Po dwuletnim pobycie w ERM2 i spełnieniu pozostałych kryteriów z Maastricht kraj może przejść do trzeciego etapu integracji, tj. przyjęcia euro. W takim wypadku przyjmowany jest pewien określony kurs konwersji, dotychczas był to kurs rynkowy z dnia przejścia. Należy zaznaczyć, że w czasie przebywania w systemie ERM2 kraj nie może przeprowadzać jednostronnej dewaluacji swojej waluty. Kwestia wymogów stawianych kandydatom do strefy euro wydaje się wciąż niejasna. Najbardziej prawdopodobny scenariusz zakłada spełnienie wymogów, które spełnić musiały kraje wcześniej do Eurolandu przystępujące. Oznacza to *de facto* zawężenie pasma dopuszczalnych odchyleń od ustalonego kursu centralnego na od 2,25% w stronę deprecjacji do 15% w stronę aprecjacji waluty.

Spośród dziesięciu nowych państw członkowskich UE Litwa, Łotwa, Estonia, Słowenia, Cypr, Malta i Słowacja ogłosiły przystąpienie do systemu ERM2. Polska, Czechy i Węgry, borykające się z deficytem finansów publicznych, to jedyne kraje przyjęte w 2004 r. do UE, które nie weszły jeszcze do ERM2. Warto zwrócić uwagę, w jaki sposób kraje nowej Unii postanowiły wejść do systemu ERM2. Estonia i Litwa uczyniły to na bazie izby walutowej (inaczej zarządu walutą) – ustaliły sztywne kursy swoich walut wobec euro, bez możliwości wahań. Choć sam ERM2 na takie wahania pozwala, kraje przyjęły ostrzejszy reżim. Słowenia weszła do ERM-2 z reżimu kursu płynnego sterowanego. Wcześniej Słowenia dewaluowała swoją walutę dysparytetem stóp procentowych tak, aby poziom stóp we Wspólnocie i w Słowenii wyrównywał się. Od maja 2005 r. waluty Łotwy, Malty i Cypru znalazły się w mechanizmie ERM2. Łotewski łat, maltański lir i cypryjski funt będą musiały przez przynajmniej 2

lata mieścić się w przedziale wahań kursowych. W każdym przypadku ustalenie kursu odniesienia następowało w porozumieniu z odpowiednim ministrem finansów zainteresowanego kraju. Uzgodnione poziomy to odpowiednio: 0,702804 łata za euro, 0,429300 lira za euro i 0,585274 funta za euro. Każdemu z nowych uczestników ERM2 Komisja Europejska wydała zalecenia dotyczące odpowiedniej polityki makroekonomicznej, która ma ułatwić utrzymanie stabilności walutowej. Łotwa powinna obniżyć inflację i znacząco zmniejszyć deficyt obrotów bieżących bilansu płatniczego. Cypr i Malta muszą wyraźnie zredukować dług publiczny. Nadal na wstąpienie do ERM2 oczekiwały w 2005 r. Estonia, Litwa i Słowenia oraz Dania, aczkolwiek ta ostatnia nie ma obowiązku przystąpienia do unii monetarnej, podobnie zresztą, jak Wielka Brytania.

W połowie maja 2006 r. Komisja Europejska zadała cios ambicjom Litwy, ogłaszając, że nie spełnia ona jednego z warunków wejścia do strefy euro – kryterium inflacyjnego. Bruksela uznała, że ceny na Litwie nie są wystarczająco stabilne, bo w marcu tamtejsza inflacja wynosiła 2,7 proc. Odrzucenie kandydatury Litwy z powodu przekroczenia poziomu inflacji (12-miesięczny średni zharmonizowany wskaźnik cen konsumpcyjnych (HICP) w okresie kwiecień 2005 – marzec 2006 wyniósł 2,7 proc., a wyliczona przez Komisję i ECB wartość referencyjna w tym okresie – 2,63 proc.) zaledwie o 0,07 punktu procentowego (sic!), przy spełnieniu wszystkich pozostałych kryteriów, wzbudziło liczne kontrowersje w instytucjach europejskich i wywołało kryzys polityczny w Wilnie. Najbardziej chyba Litwinów zirytował jaskrawy kontrast między bardzo rygorystycznym potraktowaniem ich kraju a bardzo elastycznym podejściem do kryteriów konwergencji, jakie stosowano w końcu lat 90. w odniesieniu do pierwszej grupy państw wchodzących do strefy euro. Większość z tych państw nie spełniała przecież jednego lub więcej kryteriów, a mimo to zakwalifikowano wszystkie prócz Grecji. Belgia i Włochy miały za wysoki poziom długu publicznego, a Hiszpania i Finlandia przebywały w systemie ERM2 krócej niż wymagane dwa lata. Rodzi to podejrzenie o stosowanie podwójnych standardów i odmienne traktowanie starych i nowych krajów Unii. To podejrzenie wydaje się tym bardziej uzasadnione w świetle dotychczasowych doświadczeń strefy euro. Jak wiadomo, jej kraje członkowskie niejednokrotnie naruszały kryteria konwergencji. Francja i Niemcy przez kilka kolejnych lat miały deficyt budżetowy przekraczający 3 proc. PKB i nie dotknęły ich z tego powodu żadne sankcje. Stopy inflacji w Grecji, Hiszpanii czy Irlandii systematycznie przekraczają wartość referencyjną zastosowaną w przypadku Litwy. Zgadzać się zatem, że zapisy traktatu powinny być bezwzględnie przestrzegane, należy zarazem stosować jednakowe kryteria oceny wobec wszystkich krajów.

Miesiąc później, w połowie czerwca 2006 r., Komisja odstąpiła od rygorystycznego traktowania następnego kandydata oczekującego na wstąpienie do strefy euro i na szczycie Unii Europejskiej w Brukseli Słowenia otrzymała „zielone światło” dla wprowadzenia 1 stycznia 2007 r. euro. Przywódcy UE uznali, że Słoweńcy spełniają wszystkie kryteria umożliwiające wstąpienie do UGW.

Przypadki Litwy i Słowenii wskazują, że unijne przepisy związane z wypełnianiem przez kraje претенdujące do UGW kryteriów z Maastricht zawierają olbrzymi potencjał negocjacyjny. Być może jest to ścieżka do negocjacji i rozmów z Komisją Europejską i Europejskim Bankiem Centralnym. Optymistycznie warto założyć, że pozycja Polski w tych ewentualnych rozmowach będzie silniejsza niż Litwy.

Poglądy polskich ekonomistów odnośnie sposobu wejścia do ERM2 dzielą się w zasadzie na dwie grupy. Część ekonomistów, głównie o nastawieniu liberalnym, optuje za jak najszybszym wejściem do systemu. Ich adwersarze opowiadają się za wejściem do ERM2 dopiero po osiągnięciu tzw. realnej konwergencji, czyli po polepszeniu konkurencyjności gospodarki. Obawiają się, że wprowadzenie złotego do ERM2, bez dostatecznie silnych fundamentów gospodarczych, może zakończyć się porażką. Złoty okaże się walutą mało stabilną i trzeba będzie lat, by wyjść z „przedsionka” do strefy euro. Padają też argumenty o konieczności zachowania suwerenności nad gospodarką. Wejście do strefy euro (a nawet do ERM2) oznaczałoby utratę kontroli nad wewnętrzną polityką pieniężną. Przeciwno euroizacji Polski występują też czasem liberałowie obawiający się, że sztywna waluta będzie raczej przeszkodą niż pomocą w rozwoju. Jednak bez ustalenia jasnej strategii przejścia na euro, nie ma mowy o narzuceniu w Polsce dyscypliny finansów publicznych i dalszym reformowaniu gospodarki, w ogromnym stopniu uzależnionej od rynku Unii Europejskiej. Czy możemy więc sobie pozwolić na pozostawanie poza strefą euro?

Perspektywy przystąpienia Polski do strefy euro były tematem 85 seminarium BRE-CASE. Seminarium zorganizowała Fundacja CASE we współpracy z BRE Bankiem SA w ramach stałego cyklu spotkań panelowych. Seminarium odbyło się w Warszawie, w czerwcu 2006 r.

Organizatorzy zaprosili do wygłoszenia referatów: Jerzego Pruskiego, I zastępcę prezesa NBP; Jarosława Pietrasa, sekretarza stanu w Ministerstwie Finansów oraz Macieja Krzaka, głównego ekonomistę Societe Generale.

Droga Polski do euro

Perspektywy wejścia Polski do strefy euro to nie jest temat nowy. Z tego właśnie powodu warto wrócić do kwestii zasadniczych tematu. Warto je powtórzyć, ponieważ w trakcie różnych dyskusji, które, niestety, stają się coraz bardziej fragmentaryczne, zapomina się o ogólnych ramach, w których, jak sądzę, powinno być analizowane uczestnictwo Polski w strefie euro. Z punktu widzenia banku centralnego dość wygodnie jest mówić o uczestnictwie Polski w strefie euro, ponieważ poglądy NBP na kwestię związaną z terminem, korzyściami i kosztami związanymi z uczestnictwem Polski w strefie euro nie uległy zmianie od 1998 r., czyli od początku negocjacji akcesyjnych z UE. Po raz pierwszy kwestia przystąpienia Polski do strefy euro pojawiła się w dokumencie Rady Polityki Pieniężnej (RPP) z 1998 r. W *Strategii polityki pieniężnej na lata 1999–2003* RPP su-

gerowała, że Polska powinna dążyć do takich zmian systemowych w polityce pieniężnej, żeby strategia bezpośredniego celu inflacyjnego była oparta na w pełni płynnym kursie walutowym i z takim kursem walutowym Polska powinna dotrzeć do wejścia do ERM2. Poglądy RPP nie uległy zmianie. W *Strategii polityki pieniężnej po roku 2003* strategia wejścia do strefy euro została dokładniej sprecyzowana. Nie określono w niej – i słusznie, jak się dzisiaj okazuje – ram czasowych przystąpienia do strefy euro, ponieważ bank centralny nie jest jedyną instytucją, która będzie uczestniczyła w procesie decyzyjnym. RPP postulowała natomiast, aby Polska weszła do strefy euro tak szybko, jak to jest możliwe.

Dlaczego Polska powinna wejść do strefy euro?

Przystąpienie do strefy euro a rozwój gospodarczy

Dążenie do jak najszybszego wejścia do strefy euro jest najlepszą strategią dla nowych krajów członkowskich, ponieważ uczestnictwo i wypełnienie kryteriów związanych z wejściem do strefy euro jest dobre dla gospodarki.

Mobilizuje rządy do zakończenia reform strukturalnych w celu spełnienia kryteriów z Maastricht (niska inflacja i stopy procentowe, ograniczony deficyt sektora finansów publicznych oraz dług publiczny), co samo w sobie jest dobre dla długookresowego wzrostu gospodarczego.

Okres, w którym powinniśmy dochodzić do strefy euro, łącznie z uczestnictwem w strefie ERM2, powinien być możliwie krótki ze względu na potencjalne zaburzenia związane z różnokierunkowymi przepływami krótkoterminowego kapitału.

Koszty związane z rezygnacją z autonomicznej polityki monetarnej i płynnego kursu walutowego nie powinny być nadmiernie wysokie, ponieważ nowe kraje członkowskie są mocno zintegrowane z gospodarką Unii Europejskiej (UE).

Członkostwo w strefie euro daje trwałe znaczące korzyści prowadzące do wzrostu wymiany handlowej z krajami UE oraz szybszego wzrostu gospodarczego. Korzyści te wynikają z: wzmocnionej dyscypliny fiskalnej; wyeliminowania ryzyka kursowego w handlu zagranicznym i kosztów za-

bezpieczania się przed nim; redukcji kosztów transakcyjnych w wymianie z zagranicą; obniżenia długoterminowych stóp procentowych; silniejszej konkurencji i większej porównywalności cen; wzrostu bezpośrednich inwestycji zagranicznych (BIZ); integracji rynków finansowych.

W Raporcie na temat korzyści i kosztów przystąpienia Polski do strefy euro (NBP, 2004) przedstawiono następujące szacunki dla scenariusza przystąpienia Polski do strefy euro w roku 2007: „W wyniku trwałego obniżenia ceny kapitału, które nastąpi po uzyskaniu członkostwa we wspólnym obszarze walutowym, tempo wzrostu gospodarczego w Polsce zwiększy się o około 0,2 pkt. proc. rocznie (powyżej tego tempa wzrostu, który istniałby niezależnie od tego czy Polska będzie, czy nie będzie wchodziła do strefy euro – przyp. autora). Do 2030 r. przyniesie to łączny wzrost PKB o około 6%. Przy uwzględnieniu dodatkowych efektów wzrostowych, związanych z napływem bezpośrednich inwestycji zagranicznych, tempo wzrostu gospodarczego będzie wyższe o około 0,4 pkt. proc. rocznie. W efekcie, do 2030 r. poziom PKB zwiększy się o około 12% w stosunku do scenariusza pozostawania poza strefą euro (to tak, jakby o 1/4 obniżyć nasze zadłużenie zagraniczne – przyp. autora)”. Tylko dwa czynniki (z kilku wymienionych powyżej) były brane pod uwagę przy sporządzaniu Raportu tzn. niższe stopy procentowe i napływ kapitału związanego z nową falą inwestycji bezpośrednich.

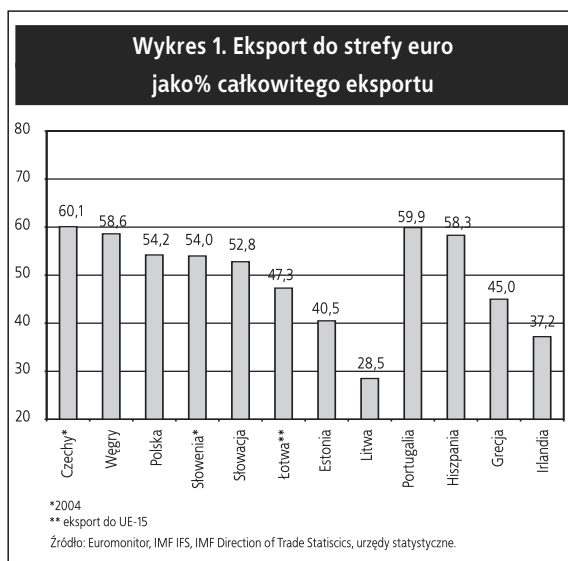
Skala korzyści z przyjęcia euro przez Polskę

Skala korzyści z przyjęcia wspólnej waluty zależy od dwóch czynników: (1) stopnia i siły powiązań

gospodarczych z obszarem euro, które można ocenić porównując udział strefy euro w handlu zagranicznym Polski na tle krajów członkowskich strefy euro oraz (2) stopnia podatności polskiej gospodarki na szoki asymetryczne (szoki popytowe lub podażowe, które nie dotyczą pozostałych krajów znajdujących się we wspólnym obszarze walutowym), który ocenia się badając wskaźniki synchronizacji przebiegu cyklu koniunkturalnego w Polsce i w strefie euro.

Stopień integracji handlowej ze strefą euro

Stopień integracji polskiej gospodarki z obszarem euro, określony na podstawie tradycyjnej analizy handlu zagranicznego, czyli udziału eksportu w eksporcie do strefy euro jest na takim poziomie, jaki, zdaniem banku centralnego, zapewnia wystarczający stopień integracji z gospodarką europejską.



Zbieżność cykli koniunkturalnych

Wiele polskich i zagranicznych badań empirycznych potwierdza wysoką zbieżność cykli koniunkturalnych między nowymi krajami członkowskimi a krajami Unii Gospodarczej i Walutowej (UGW).

Tabela 1. Zbieżność cykli koniunkturalnych.

Frenkel Michael, Nickel Christiane, Schmidt Günter	Some Shocking Aspects of EMU Enlargement, Research Note No. 99-4, Deutsche Bank, 1999	Występuje wysoka korelacja pomiędzy szokami podażowymi i popytowymi w Polsce i w największych krajach UGW – Francji i Niemczech.
Korhonen Iikka, Fidrmuc Jarko	The Euro Goes East – Implications of the 2000-2002 Economic Slowdown for Synchronisation of Business Cycles between the Euro Area and CEECs, BOFIT Discussion Paper no. 6, 2003	Kilka krajów kandydujących wykazuje wysoką korelację szoków podażowych i popytowych ze strefą euro. Postępująca integracja w ramach UE najprawdopodobniej doprowadzi do ujednoczenia cykli koniunkturalnych tych państw w sposób podobny do przebiegu synchronizacji szoków podażowych i popytowych udokumentowanych przez autorów dla krajów UE w latach 90. XX w.
Bank Rozrachunków Międzynarodowych	BIS Working Party on Monetary Policy in Central and Eastern Europe, mimeo, 2003	Zmiany produkcji przemysłowej i eksportu w krajach kandydujących i w strefie euro są silnie skorelowane.
Borowski Jakub	Podatność na szoki asymetryczne i proces przystąpienia do Unii Monetarniej (w języku polskim) „Bank i Kredyt” Nr 11-12, 2001	Cykliczne komponenty PKB, produkcja przemysłowa, inflacja i bezrobocie w Polsce, w Niemczech lub w całej strefie euro są silnie skorelowane.

Koszty przyjęcia euro

Koszty przyjęcia euro są przede wszystkim związane z utratą możliwości prowadzenia niezależnej polityki pieniężnej, która mogłaby łagodzić fluktuacje w produkcji i zatrudnieniu.

Państwo przystępując do UGW rezygnuje także z płynnego kursu walutowego – stabilizatora, ale również potencjalnego źródła zaburzeń. Z jednej strony polityka kursowa jest buforem absorbującym różne szoki, które dotyczą gospodarkę, ale z drugiej, od czasu do czasu, sama może być źródłem pewnych zaburzeń.

Oczywiście koszty związane z wejściem do UGW można minimalizować. Będą one zależeć od skuteczności innych mechanizmów dostosowawczych – od stopnia elastyczności rynku pracy i elastyczności polityki fiskalnej.

Warto przypomnieć, że mówiąc dzisiaj o kosztach wejścia do strefy euro nie podnosi się – jeszcze tak niedawno najsilniej akcentowanych – kosztów związanych z osiągnięciem kryteriów nominalnych. Jeszcze parę lat temu szczególnie rozprawiano o koszcie związanym z ograniczeniem inflacji. Dzisiaj tego kosztu nie ma. Dzisiejszy poziom inflacji zapewnia Polsce spełnienie tego kryterium.

Warunki przystąpienia do strefy euro i stopień ich wypełnienia przez Polskę

Warunki przystąpienia do strefy euro – kryteria konwergencji

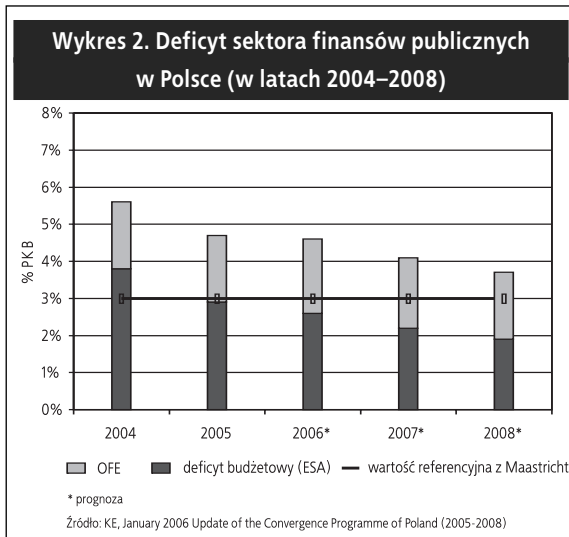
Kryteria fiskalne to (1) deficyt sektora finansów publicznych nie wyższy niż 3% PKB oraz (2) dług publiczny nie wyższy niż 60% PKB. Kryteria monetarne z kolei to (3) średnioroczna stopa inflacji mierzona HICP wyższa maksymalnie o 1,5 pkt. proc. od średniej stopy inflacji w trzech krajach członkowskich UE o najniższej stopie inflacji, (4) średnioroczna długoterminowa nominalna stopa procentowa wyższa maksymalnie o 2 pkt. proc. od średniej stopy procentowej w trzech krajach członkowskich UE o najniższej stopie inflacji, (5) przynajmniej dwuletni okres uczestnictwa w mechanizmie ERM2 i utrzymywanie kursu walutowego w paśmie wahań $\pm 15\%$ wobec parytetu centralnego.

Stopień wykonania kryteriów fiskalnych

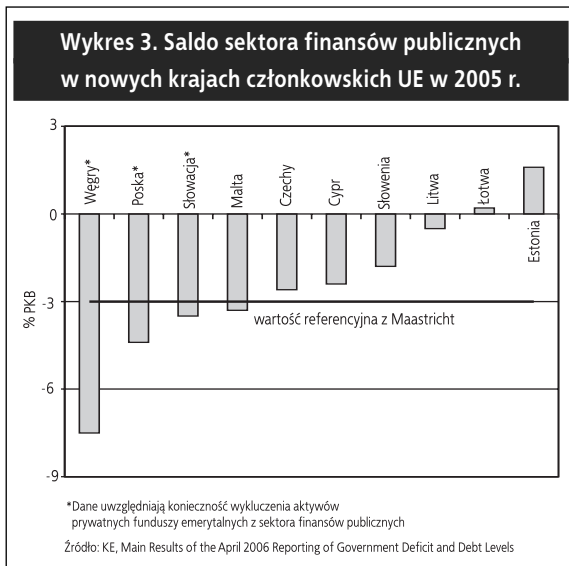
Kryterium deficytu budżetowego – Polska

Formalnie, zgodnie z obowiązującą metodologią, Polska spełnia kryterium dotyczące deficytu sektora finansów publicznych. Ale już od marca 2007 r., po wyłączeniu Otwartych Funduszy Emerytalnych (OFE) z sektora instytucji rządowych i pozarządowych sytuacja będzie wyglądać zupełnie inaczej. Polska nie będzie spełniała kryterium deficytu budżetowego, czyli jednego z dwóch kryteriów (deficyt budżetowy i dług publiczny) tworzących kryteria fiskalne.

Kryterium deficytu budżetowego – nowe kraje członkowskie



Z nowych krajów członkowskich UE tylko dwa bardzo wyraźnie nie spełniają kryterium fiskalnego. Okazuje się, że wysiłek po stronie konsolidacji finansów publicznych był możliwy w większości krajów, które dwa lata temu wraz z Polską wchodziły do UE. Osiem nowych krajów członkowskich ma zbilansowane finanse publiczne,

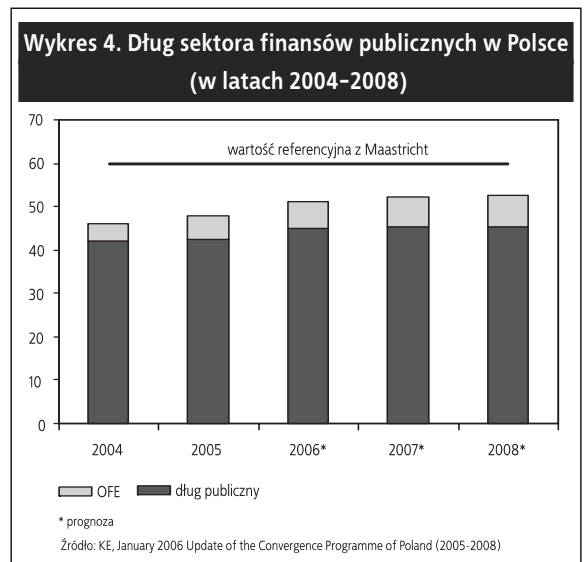


lub ma nadwyżkę. Finanse publiczne Węgier i Polski wyraźnie odstają od tego obrazu.

Kryterium długu publicznego – Polska

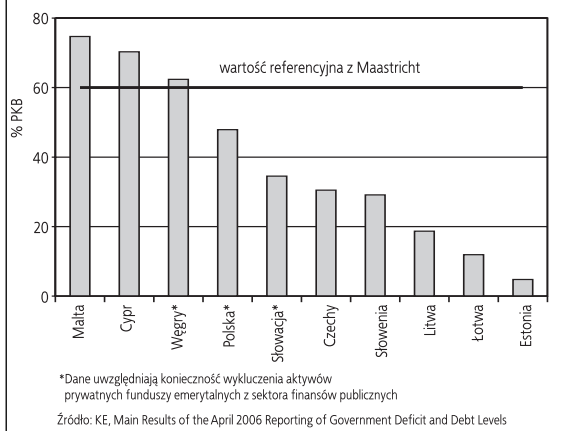
Polska spełnia kryterium dotyczące długu sektora finansów publicznych, bez względu na klasyfikację OFE.

Kryterium długu publicznego – nowe kraje członkowskie



Trzy nowe kraje członkowskie UE nie spełniają kryterium długu publicznego.

Wykres 5. Dług sektora finansów publicznych w nowych krajach członkowskich UE w 2005 r.



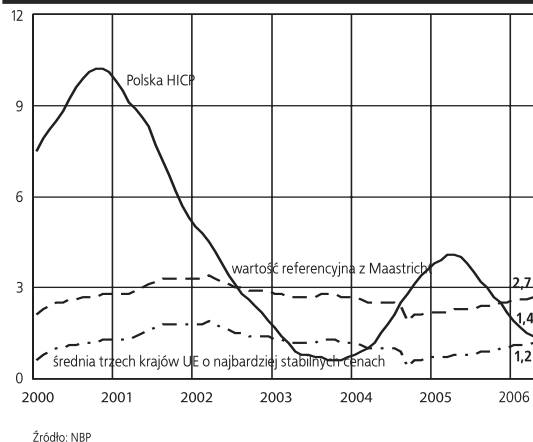
Stopień wykonania kryteriów monetarnych

Kryterium stabilności cen – Polska

Polska spełniała kryterium stabilności cen w okresie sierpień 2002 – lipiec 2004; ponownie zaczęła spełniać kryterium od listopada 2005, a w marcu 2006 weszła do grupy trzech krajów UE o najbardziej stabilnych cenach, *de facto* stała się jednym z krajów referencyjnych. Na podstawie inflacji krajów referencyjnych liczy się wartość referencyjną, która jest punktem odniesienia do spełnienia kryterium inflacyjnego z Maastricht.

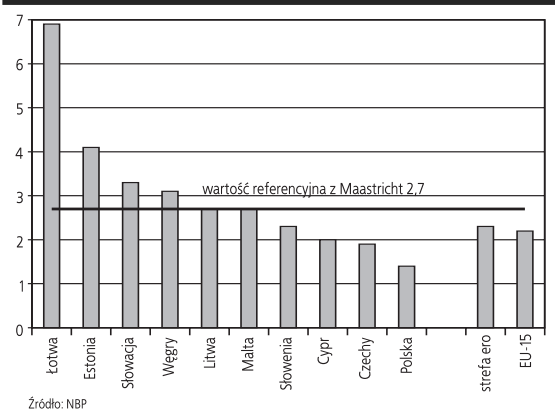
Wiele krajów nie spełnia kryterium inflacyjnego. Ze spełnieniem tego kryterium mają właściwie kłopot wszystkie kraje, które wprowadziły sztywny kurs walutowy, czego przykładem przypadek Łotwy czy Estonii. Kryterium inflacyjnego nie spełniają również kraje, które mają płynne kursy walutowe np. Słowacja czy Węgry.

Wykres 6. Dwunastomiesięczna średnia ruchoma stopa inflacji HICP (%)



Kryterium stabilności cen – nowe kraje członkowskie

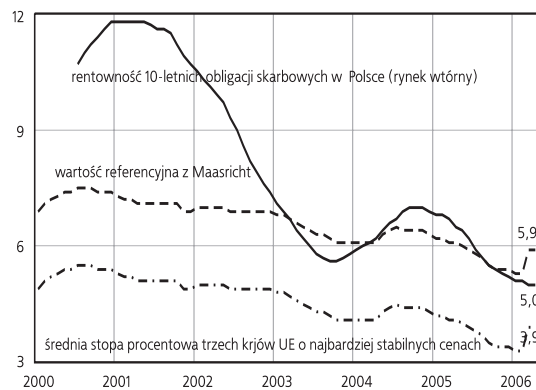
Wykres 7. Dwunastomiesięczna średnia ruchoma stopa inflacji HICP (%) w nowych krajach członkowskich w kwietniu 2006 r.



Kryterium długoterminowej stopy procentowej – Polska

Polska spełniała kryterium długoterminowej nominalnej stopy procentowej w okresie kwiecień 2003 – marzec 2004; ponownie zaczęła spełniać kryterium od sierpnia 2005 r.

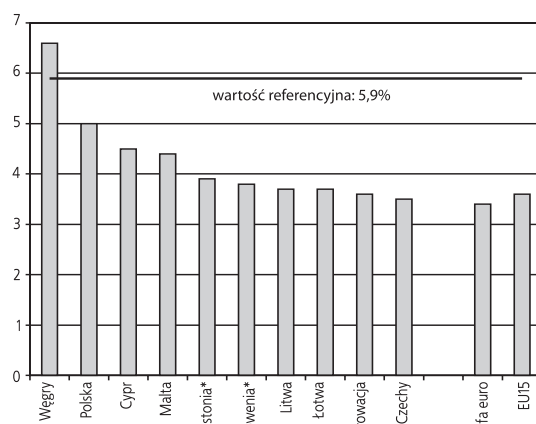
Wykres 8. Średnioroczna długoterminowa nominalna stopa procentowa



Źródło: NBP

Kryterium długoterminowej stopy procentowej – nowe kraje członkowskie

Wykres 9. Dwunastomiesięczna średnia ruchoma rentowność długoterminowych obligacji skarbowych w kwietniu 2006 r.



* Marzec 2006
Źródło: NBP

Z nowych krajów członkowskich UE tylko Węgry nie spełniają kryterium stopy procentowej.

Kryterium kursowe

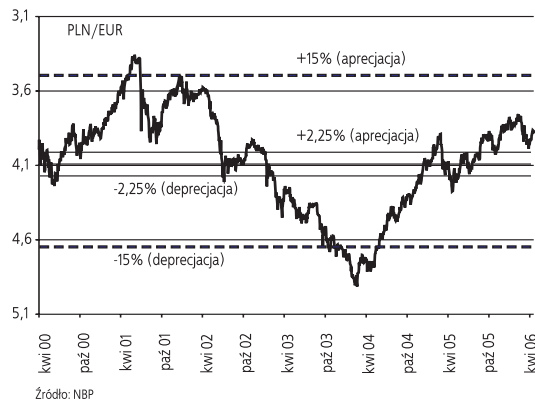
Polska jako jedyny kraj spośród nowych krajów członkowskich UE nie ma wyznaczonej proponowanej daty przyjęcia euro, a co za tym idzie również momentu wejścia do ERM2. Większość krajów nowej Unii jest w systemie ERM2: Litwa, Estonia, Słowenia (od czerwca 2004 r.), Łotwa, Cypr, Malta (od maja 2005 r.) i Słowacja (od listopada 2005 r.).

Wszystkie wymienione kraje mają standardowe pasmo dopuszczalnych granicznych wahań kursu ($\pm 15\%$). Łotwa dodatkowo zadeklarowała, że będzie utrzymywać kurs w obrębie $\pm 1\%$ pasma wokół parytetu centralnego, natomiast Malta na poziomie parytetu.

Kryterium kursowe – złoty w hipotetycznym ERM2

W ostatnich dwóch latach widać pewną stabilizację kursu złotego, co obrazuje wykres poniżej.

Wykres 10. Hipotetyczny parytet centralny EUR = 4,07 zł (średni kurs w okresie kwiecień 2000 – kwiecień 2006)



Źródło: NBP

Potencjalna niespójność kryteriów inflacyjnego i kursowego

Proces zbieżności w odniesieniu do kryteriów pieniężnych może zakłócić efekt Balassy-Samuelsego, czyli inflacyjny efekt szybszego wzrostu wydajności pracy w gospodarkach „doganiających”.

W sytuacji podążania płac za wzrostem wydajności pracy, inflacja będzie systematycznie wyższa niż w krajach o wolniejszym tempie wzrostu wydajności.

Spełnienie kryterium inflacyjnego może w pewnych warunkach powodować aprecjację waluty powyżej kursu równowagi. Oznacza to, że jednoczesne spełnienie kryterium inflacyjnego i kryterium stabilności kursu waluty może okazać się trudne.

Dla uniknięcia ewentualnej niespójności kryteriów inflacyjnego i kursowego bardzo duże znaczenie mają warunki wejścia do ERM2 oraz sytuacja makroekonomiczna gospodarki.

Preferowana sytuacja makroekonomiczna to: zrównoważony wzrost gospodarczy; niska inflacja; wysokie prawdopodobieństwo wypełnienia fiskalnych kryteriów konwergencji; niski deficyt na rachunku obrotów bieżących.

Obecna sytuacja makroekonomiczna Polski jest korzystna z punktu widzenia uniknięcia skutków potencjalnej niespójności kryteriów.

Wnioski

Korzyści związane z wejściem Polski do strefy euro są bardzo wyraźne. Zdaniem NBP w sposób jednoznaczny przewyższają koszty związane z wejściem.

Spełnienie przez Polskę kryteriów pieniężnych (z wyjątkiem kursu walutowego, bo nie jesteśmy w ERM2) jest związane z prowadzoną polityką pieniężną. Warto przypomnieć, że kilka lat temu, kiedy dyskutowano w Polsce o strategiach polityki pieniężnej wielu analityków opowiadało się za szukaniem alternatywy dla bezpośredniego celu inflacyjnego. Dzisiaj okazało się, że polityka pieniężna nastawiona na bezpośredni cel inflacyjny była właściwą strategią z punktu widzenia wypełnienia kryteriów konwergencyjnych. Ta polityka właściwie zaprowadziła nas do przedśionka, z którego już tylko krok do strefy euro, przy niskiej inflacji, przy dobrze rozwijającej się gospodarce i przy spełnionym kryterium inflacji.

Obecna sytuacja makroekonomiczna Polski sprzyja staraniu się o jak najwcześniejsze wejście do ERM2, gdyż pozwala uniknąć skutków potencjalnej niespójności kryteriów inflacyjnego i kursowego. Dotychczas nie było warunków makroekonomicznych, które w większym stopniu niż obecnie sprzyjałyby wejściu do ERM2. Po roku 1998 nie było tak korzystnego układu parametrów makroekonomicznych, który można podsumować w sposób następujący: PKB – bliski potencjału, niska inflacja, historycznie niski deficyt na rachunku obrotów bieżących – jeszcze sześć lat temu wynosił ponad 8 proc. Polska była w zupełnie innym układzie odniesienia. Dzi-

siaj mamy zapewnioną równowagę zewnętrzną, a także w znacznym stopniu – wewnętrzną, jeśli zgodzimy się, że wskaźnikiem równowagi wewnętrznej jest inflacja i odległość produktu faktycznego od potencjalnego. Z punktu widzenia układu czynników makroekonomicznych występują znakomite warunki, aby Polska znalazła się w strefie euro. Czy taki układ parametrów makroekonomicznych jest trwale dany gospodarce? Nie sędzę. Po raz pierwszy występuje w gospodarce w Polsce. Nie występuje w żadnym innym kraju aspirującym do wejścia do strefy euro, bo gospodarki krajów oczekujących na przystąpienie do UGW charakteryzuje wyższa niż w Polsce inflacja i wyższe deficyty na rachunku obrotów bieżących. Gospodarka tych krajów jest przegrzana, bardzo szybko pędzi. Kraje te mogą więc natrafić na sprzeczność w wypełnieniu kryterium inflacyjnego i kryterium związanego ze stabilnością kursu walutowego.

Z punktu widzenia współczynników makroekonomicznych Polska nie miała jeszcze tak dobrej sytuacji, która potwierdzałaby wejście Polski do strefy euro i ERM2. Polska nie ma spełnionego kryterium fiskalnego, ale omawiana powyżej analiza wskazuje, że konsolidacja po stronie finansów publicznych nie wydaje się być nadmiernie trudnym zadaniem. Zadanie polegałoby na zmniejszeniu deficytu finansów publicznych o ponad 1 pkt. proc. w ciągu dwóch lub trzech lat, żeby spełnić kryterium deficytu budżetowego. Warto pamiętać, że mamy układ czynników, który może nam się nie trafić nawet w dłuższej perspektywie. Gospodarka może się rozwijać szybciej lub wolniej, ale dzisiejsze równowagi wydają się być bardzo dobrym zbiegiem okolicz-

ności, bardzo pożądanym efektem różnych elementów prowadzonej polityki. Przystąpienie do ERM2 (do którego i tak będziemy musieli wejść) przy dzisiejszych parametrach makroekonomicznych znakomicie zmniejsza potencjalne ryzyko związane z niespójnością między kryterium inflacyjnym a kryterium kursu walutowego.

Odkładanie w czasie decyzji związanych z przystąpieniem Polski do strefy euro – z pominięciem ewidentnych korzyści związanych z wejściem oraz bardzo dobrej sytuacji poprzedzającej przystąpienie do UGW – jest niewykorzystaniem szansy, która wcale nie musi się powtórzyć.

n o t a t k i

Perspektywy wejścia Polski do strefy euro

Wprowadzenie

Od momentu przystąpienia do Unii Europejskiej (UE) Polska bierze udział w III etapie Unii Gospodarczej i Walutowej (UGW) ze statusem kraju z derogacją. Polska zobowiązana jest do przyjęcia wspólnej waluty po wypełnieniu warunków określonych w Traktacie ustanawiającym Wspólnotę Europejską (TWE), czyli warunków konwergencji nominalnej. Przepisy prawne UE nie narzucają wprost terminu w jakim kraje z derogacją powinny przystąpić do strefy euro.

Ekonomiczne aspekty członkostwa w strefie euro

Korzyści wynikające z członkostwa w UGW to przede wszystkim eliminacja ryzyka zmienno-

ści kursu złotego w stosunku do euro; redukcja kosztów transakcyjnych; rozwój powiązań handlowych i kapitałowych ze strefą euro; spadek stóp procentowych; redukcja kosztów obsługi długu publicznego; ułatwiony dostęp do rynku kapitałowego strefy euro; zwiększenie przejrzystości i porównywalności cenowej.

Zagrożeniem jest utrata możliwości autonomicznego korzystania z instrumentów polityki pieniężnej i walutowej; szczególnie istotna w przypadku wystąpienia szoku asymetrycznego. Zagrożeniem jest także możliwość boomu kredytowego i wzrostu cen aktywów. I wreszcie nie można zapominać o ryzyku wyższego od prognozowanego wzrostu cen.

Stanowisko rządu w sprawie wejścia do strefy euro

Rząd uważa, że korzyści z przyjęcia euro będą tym większe, im wyższy będzie stopień realnej konwergencji. Jednocześnie wraz z rosnącym stopniem konwergencji realnej zmniejszają się zagrożenia, które wiążą się z przyjęciem euro. Im w większym stopniu jesteśmy w kategoriach realnych przystosowani, tym mniejsze jest zagrożenie wystąpienia szoków. Unikamy w ten sposób konieczności wymuszania zbyt gwałtownych dostosowań. Dlatego decyzja o terminie wejścia Polski do strefy euro powinna zostać podjęta po osiągnięciu odpowiedniego poziomu konwergencji.

Celem propozycji rządowych jest dokonanie takich zmian, aby jeszcze w czasie kadencji obecnego parlamentu, dzięki różnym propozycjom zmian m.in. podatkowych, również o charakterze instytucjonalnym (mających wpływ np. na realizację finansów publicznych), włącznie z utrzymaniem kotwicy budżetowej w wysokości 30 mld zł, Polska mogła wypełnić kryteria z Maastricht.

Wypełnienie nominalnych kryteriów konwergencji powinno nastąpić bez szkody dla gospodarki wynikającej ze zbyt szybkich dostosowań oraz w sposób uwzględniający priorytety rządu w zakresie wzrostu gospodarczego i solidarności społecznej. Jednym z elementów, na które trzeba zwrócić uwagę w gospodarce jest eliminacja różnych słabości instytucjonalnych, barier dla działalności gospodarczej. Trzeba więc dokonać nie tylko zmian dotyczących parametrów makroekonomicznych, ale także dotyczących spraw na poziomie mikro. Jednym z działań jest kwestia do-

stosowania polityki fiskalnej także w kategoriach dostosowań realnych a nie tylko o charakterze formalnym.

Oprócz wypełnienia nominalnej konwergencji, zapisanej w postaci kryteriów, trzeba również sprawdzić zgodność legislacji krajowej z prawem wspólnotowym. Dostosowanie prawa będzie wymagało zmian o charakterze zasadniczym, w tym m.in. zmiany konstytucji, aby np. uregulować stan prawny banku centralnego w sytuacji, gdy część funkcji przejmuje Europejski Bank Centralny.

Realna konwergencja

Pojęcie to opisuje proces lub tendencje do wyrównywania się wskaźników makroekonomicznych dotyczących sfery realnej gospodarki w analizowanych krajach lub regionach. Wysoki stopień realnej konwergencji pozwala zminimalizować ryzyko i skutki ewentualnego wystąpienia szoków asymetrycznych. Polska gospodarka charakteryzuje się znaczącą zbieżnością cyklu koniunkturalnego z gospodarką strefy euro. Wysoki poziom integracji handlowej i przyszłe przyjęcie euro pozwalają oczekiwać dalszej konwergencji sfery realnej z obszarem euro.

Dostosowania w sferze realnej gospodarki i polityki fiskalnej

Członkostwo Polski w strefie euro przyczyni się do przyspieszenia wzrostu gospodarczego, jeśli będzie oparte na niezbędnych reformach. Polityka gospodarcza powinna być nakierowana nie

tylko na spełnienie kryteriów nominalnej konwergencji, ale przede wszystkim na dokonanie odpowiednich reform w sferze realnej gospodarki; jeszcze przed wstąpieniem do strefy euro.

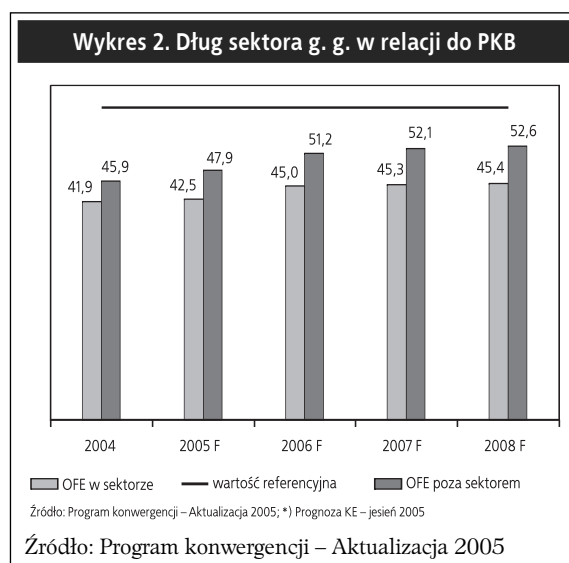
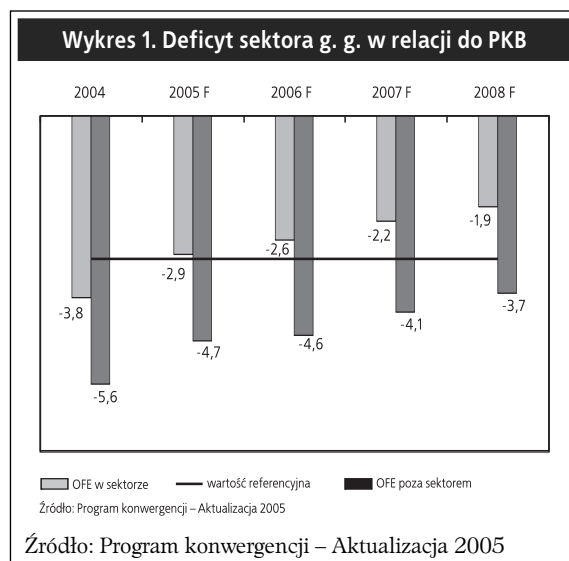
Efektywność funkcjonowania podaźowej strony gospodarki oceniana jest przede wszystkim na podstawie eliminacji słabości instytucjonalnych, barier działalności gospodarczej dla przedsiębiorstw na poziomie mikroekonomicznym. Pod uwagę brane jest również zwiększenie mobilności przestrzennej i zawodowej siły roboczej oraz ograniczanie klina podatkowego. Ocenia się także inwestowanie w poprawę jakości zasobów ludzkich.

Elastyczność polityki fiskalnej polega na zapewnieniu odpowiedniej reakcji polityki fiskalnej na potencjalne szoki asymetryczne (redukcja deficytu) oraz na wydłużeniu horyzontu planowania finansowego.

Kryteria nominalnej konwergencji

Nominalna konwergencja to osiągnięcie zadanego poziomu wskaźników, odzwierciedlających stabilność makroekonomiczną. Zgodnie z TWE dokonywana przez KE i EBC ocena osiągnięcia przez kraj członkowski wysokiego stopnia nominalnej konwergencji następuje na podstawie wypełnienia kryteriów dotyczących: dyscypliny budżetowej, stabilności kursu walutowego, stabilności poziomu cen oraz poziomu długoterminowej stopy procentowej. Dodatkowo sprawdzana jest zgodność legislacji krajowej z prawem wspólnotowym.

Kryterium fiskalne przewiduje, że kraj członkowski w momencie dokonywania oceny nie może być objęty procedurą nadmiernego deficytu. Analiza sytuacji fiskalnej w danym kraju przeprowadzana jest pod kątem sprawdzenia, czy: (1) faktyczny lub planowany poziom deficytu sektora g. g. w relacji do PKB przekracza wartość referencyjną. Jeśli tak, to czy:) relacja ta spadała w sposób znaczący i trwały i zbliżyła się



do wartości referencyjnej, albo b) przekroczenie wartości referencyjnej ma charakter wyjątkowy i chwilowy, a relacja ta pozostaje bliska wartości referencyjnej; (2) relacja długu sektora g. g. do PKB przekracza wartość referencyjną. Jeśli tak, to czy relacja ta maleje odpowiednio szybko i zbliża się do wartości referencyjnej w satysfakcjonującym tempie.

Podnosząc kwestię kryterium fiskalnego trzeba zwrócić uwagę na poważne zastrzeżenie skierowane pod adresem kraju starającego się o przyjęcie euro, a mianowicie na wymóg stanowiący, że kraj nie powinien być objęty procedurą nadmiernego deficytu. Czy możemy wypełnić to kryterium? Polska po przystąpieniu do UE w maju 2004 r. już w lipcu tego roku została objęta procedurą nadmiernego deficytu na podstawie wyników gospodarki w roku 2003, czyli na podstawie wyników, kiedy jeszcze nie była członkiem Unii. Procedura nadmiernego deficytu powinna być zastosowana do okresu pełnego rocznego członkostwa Polski w UE, czyli pierwszym rokiem, który powinien być brany pod uwagę powinien być rok 2005. Deficyt budżetowy wynosił wówczas 2,5% PKB, czyli Polska spełniała kryterium. Problem polega na tym, że aktualizacja przedstawiana jest w zasadzie w tym samym terminie, kiedy przygotowywany jest budżet. A więc na rok 2005 budżet był przygotowywany od września do grudnia 2004 r. Zawierał projekcje, które z natury Ministerstwo Finansów określa dość rygorystycznie i na wszelki wypadek nadmiernie pesymistycznie. Skutek? W tym samym czasie, kiedy dokonywana była aktualizacja programu konwergencji, kiedy dokonywana była ocena poprzedniego roku mieliśmy do czy-

nienia z konstruowaniem budżetu, który zakładał wyższy niż 3% PKB deficyt budżetu. Zakładany w budżecie na rok 2005 deficyt wynosił 35 mld zł, więc był dużo wyższy niż efektywne wykonanie. Ale instytucje europejskie dysponowały dwoma dokumentami – wykonanie polskiego budżetu z poprzedniego, czyli z 2004 r. i przyjęty budżet na rok 2005. Wykonanie budżetu Unia oceniła jako krok we właściwym kierunku, negatywnie natomiast – przyjęty budżet na rok 2005, zakładający wyższy deficyt budżetowy niż wymagane kryterium. Jednak podstawą oceny była przyjęta przez Sejm ustawa. Przykładowo, według Ministerstwa Finansów deficyt budżetowy w 2006 r. nie przekroczy 2,8% PKB, a być może będzie nawet niższy, ale tak naprawdę wynik poznamy po wykonaniu budżetu, czyli wiosną 2007 r. Opisany przypadek pokazuje trudność wyjścia z procedury nadmiernego deficytu. Gdyby obowiązywała zasada oceniania pretendującego do członkostwa kraju po pierwszym pełnym roku członkostwa, to Polska nie znalazłaby się w procedurze nadmiernego deficytu.

Wiosną 2007 r. wejdzie w życie decyzja o wyłączeniu OFE z sektora finansów publicznych, co oczywiście spowoduje nominalne zwiększenie polskiego deficytu sektora. Warto by zastanowić się, jaki deficyt miałyby pozostałe nowe państwa członkowskie UE, jeśli przeprowadziłyby taką jak Polska reformę systemu emerytalnego, czy wypełniałyby gremialnie kryterium deficytu budżetowego. Zatem problem wypełniania kryterium fiskalnego wiąże się nie tylko z deficytem finansów publicznych, ale także ze sposobem, w jaki jest on postrzegany. Czy można zmienić zastosowaną wobec Polski interpretację proce-

dury kryterium deficytu budżetowego? Raczej, nie. Eurostat już po przystąpieniu Polski do UE dokonał oceny i klasyfikacji.

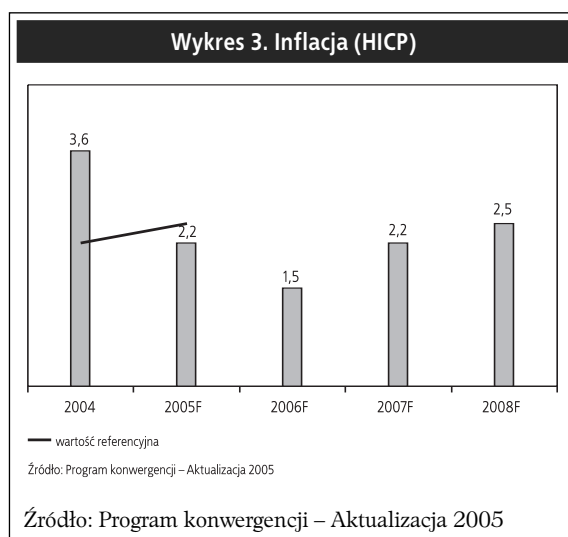
Stosując się do obowiązującej procedury liczenia kryterium deficytu budżetowego i chcąc go spełnić, przy wyłączeniu OFE (2% PKB) z sektora finansów publicznych, Polska nie ma innego wyjścia, jak w sposób znaczący ściąć wydatki budżetowe. Działanie to na pewno odbije się na krótkookresowym tempie wzrostu gospodarczego. Wydaje się, że w dłuższym terminie znika dylemat deficytu budżetowego i wzrostu gospodarczego. Przystąpienie Polski do strefy euro w dłuższym terminie w sposób niewątpliwie pozytywny wpływa na tempo wzrostu gospodarczego. W krótkim terminie szybkie radykalne dostosowanie do kryteriów fiskalnych może mieć wpływ na tempo wzrostu gospodarczego.

Kryterium stabilności kursu walutowego zakłada, że przez okres co najmniej 2 lat wahań kursu waluty krajowej muszą mieścić się w normalnym przedziale wahań wokół kursu centralnego. Kurs waluty krajowej nie może w tym okresie podlegać silnym napięciom, a także nie może być – na własny wniosek kraju – dewaluowany w stosunku do żadnej waluty krajów UE. Wypełnienie kryterium kursowego wiąże się z koniecznością włączenia złotego do ERM2.

Warto pamiętać, że nadal pozostaje problem kursu wymiany między złotym i euro. Jak nowe państwa członkowskie UE starające się o przyjęcie euro radzą sobie z tym problemem? Państwa, które wprowadziły system currency board, czego najlepszym przykładem jest Litwa, wcale nie bę-

dą miały ułatwionej sytuacji przy przystępowaniu do strefy euro.

Kryterium inflacji przewiduje, że średnia 12-miesięczna rocznych stóp inflacji w danym kraju nie może przekraczać o więcej niż 1,5 punktu procentowego średniej 12-miesięcznej rocznych stóp inflacji z trzech krajów członkowskich o najbardziej stabilnych cenach.



Interpretacja kryterium inflacji nie jest wcale jednoznaczna, jeśli nawet za podstawę uznamy literalny zapis w Traktacie tego kryterium. Zapisy TWE uznają za punkt odniesienia przy ocenie stopnia inflacji kraju starającego się o przyjęcie euro trzy kraje członkowskie, które są „best performance”, czyli najlepiej wypełniają kryterium stabilności cen. Nie jest to zapis jednoznaczny. Nawet Komisja Europejska miała wątpliwości czy do tej grupy mają być zaliczane państwa, które są członkami strefy euro, czy też państwa spoza strefy. Jaką inflację należy brać po uwagę? Kwestia na pewno ciągle wymaga rozstrzygnięcia.

Następną kwestią wartą rozważenia jest zdefiniowanie państwa best performance, które reprezentuje „best performance” w zakresie stabilności cen. Jeśli EBC, wykorzystując cały swój aparat analityczny, wyznacza punkt odniesienia, to otwartym pozostaje pytanie czy do grupy best performance można zakwalifikować kraj, który jest daleki od wyznaczonego przez EBC celu.

Kryterium stopy procentowej zakłada, że w okresie jednego roku poprzedzającego moment dokonywania oceny wypełnienia kryterium średnia długoterminowa stopa procentowa nie może być wyższa o więcej niż 2 punkty procentowe od średniej z analogicznych stóp procentowych w trzech krajach Unii Europejskiej o najbardziej stabilnych cenach.



W dużej mierze stopa procentowa jest pochodną sytuacji, która odnosi się do inflacji, więc Polska nie powinna mieć kłopotów z tym kryterium.

Polska na tle innych nowych krajów UE

Na tle nowych państw członkowskich UE Polska wyróżnia się co do prawdopodobnej daty przystąpienia do strefy euro. Jak wygląda sytuacja innych nowych państw UE? Po dyskusji o przyjęciu przez Litwę euro wiadomo już, że deklarowana data przystąpienia do strefy euro nie zostanie dotrzymana. Przy deklarowanej dacie przez Węgry należałoby postawić bardzo duży znak zapytania. Data przystąpienia Słowenii została potwierdzona. Łotwa zmieniła zdanie co do deklarowanej daty. Estonia też już nie jest pewna swoich wcześniejszych zamiarów związanych z przystąpieniem do strefy euro.

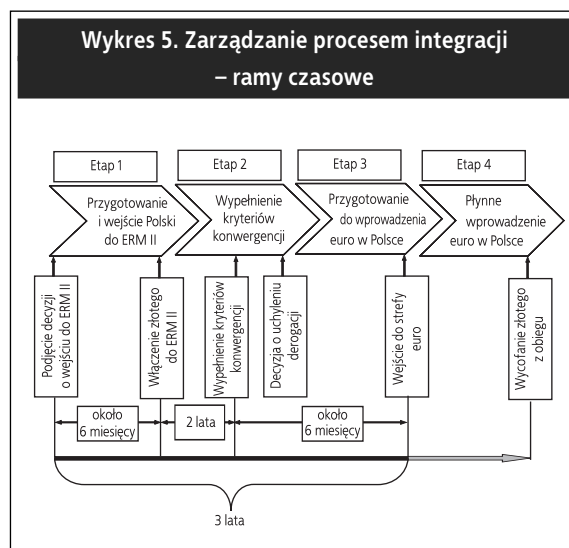
Czy wczesna deklaracja oraz podjęcie działań zmierzających do wypełnienia rygorystycznie traktowanych kryteriów konwergencji nominalnej są gwarancją prostej drogi do UGW? Raczej, nie.

Tabela 1. Deklarowane terminy przystąpienia nowych państw członkowskich UE do ERM2 i strefy euro

	ERM II	strefa euro
Cypr	od 2 maja 2005	2008
Czechy	II połowa 2007	2010
Estonia	od 28 czerwca 2004	2008
Litwa	od 28 czerwca 2004	2007
Łotwa	od 2 maja 2005	2008
Malta	od 2 maja 2005	2008
Polska	brak deklaracji	brak deklaracji
Słowacja	od 28 listopada 2005	2009
Słowenia	od 28 czerwca 2004	2007
Węgry	brak deklaracji	2010

Podsumowując rozważania o kryteriach konwergencji trzeba zwrócić szczególną uwagę na dyskusję wokół przystąpienia Litwy do strefy euro. Pokazała ona, że kryteria nominalnej konwergencji będą traktowane bardzo rygorystycznie, bardzo formalnie. A to oznacza, że każde potknięcie Polski na drodze do euro może zostać uznane za niespełnienie kryteriów. Kraje członkowskie strefy euro nie przejawiają żadnej ochoty, by w stosunku do nowych członków stosować taryfę ulgową, a wręcz odwrotnie. Choć zaledwie 3 na 12 krajów należących do strefy euro wypełnia kryteria konwergencji, to od krajów pretendujących wymaga się pełnego spełnienia kryteriów. Państwa strefy Euro nie chcą powiększać skali niestabilności już obecnej w tej strefie przez dołączenie nowych krajów, o nie do końca wyklarowanej sytuacji makroekonomicznej.

Zarządzanie procesem integracji ze strefą euro



Proces integracji ze strefą euro jest długotrwały i skomplikowany. Można podzielić go na 4 etapy.

Tabela 2. Zarządzanie procesem integracji – główne zadania

Obszary	Etap 1	Etap 2	Etap 3	Etap 4
Makroekonomiczny	<ul style="list-style-type: none"> ustalenie ścieżki wypełnienia kryteriów konwergencji poprawa polity mix 	<ul style="list-style-type: none"> ograniczanie deficytu sektora g. g. oraz zwiększanie elastyczności gospodarki i polityki makroekonomicznej wypełnienie kryteriów konwergencji poprawa polity mix 	<ul style="list-style-type: none"> ograniczanie deficytu sektora g. g. oraz zwiększanie elastyczności gospodarki i polityki makroekonomicznej 	<ul style="list-style-type: none"> ograniczanie deficytu sektora g. g. oraz zwiększanie elastyczności gospodarki i polityki makroekonomicznej
Legislacyjno-techniczny	<ul style="list-style-type: none"> wstępna analiza zakresu niezbędnych zmian legislacyjnych wybór strony narodowej polskich monet euro 	<ul style="list-style-type: none"> ustalenie zakresu zmian legislacyjnych i przygotowanie projektów aktów prawnych oszacowanie rozmiaru przyszłej emisji euro 	<ul style="list-style-type: none"> zakończenie zmian legislacyjnych dostosowania w sektorze prywatnym i publicznym produkcja i zaopatrzenie w euro podwójne podawanie cen 	<ul style="list-style-type: none"> wejście w życie zmian legislacyjnych wprowadzenie euro w formie gotówkowej i wycofywanie z obiegu złotego
Komunikacji społecznej	<ul style="list-style-type: none"> przygotowanie do rozpoczęcia kampanii informacyjnej nt. euro 	<ul style="list-style-type: none"> początek kampanii informacyjnej nt. euro współpraca z podmiotami gospodarczymi 	<ul style="list-style-type: none"> intensyfikacja kampanii informacyjnej nt. euro współpraca z sektorem prywatnym 	<ul style="list-style-type: none"> intensywna kampania informacyjna nt. euro

Tabela 3. Zarządzanie procesem integracji – czynniki ryzyka

	Etap 1	Etap 2	Etap 3	Etap 4
Czynniki ryzyka	<ul style="list-style-type: none"> ryzyko niewystarczającego tempa przeprowadzenia reformy finansów publicznych 	<ul style="list-style-type: none"> problemy z wypełnieniem kryteriów konwergencji niedostateczne tempo przygotowań w zakresie zmian prawnych opóźnienie rozpoczęcia przygotowań przez sektor prywatny 	<ul style="list-style-type: none"> nieukończenie zmian legislacyjnych niewystarczające przygotowanie techniczno-organizacyjne stanowisko KE o możliwości rozpoczęcia produkcji euro w Polsce dopiero po decyzji o uchyleniu derogacji 	<ul style="list-style-type: none"> zaokrąglanie w górę nowych cen niedoszacowanie popytu na euro wystąpienie nadużyć i oszustw

Niezbędne do podjęcia w poszczególnych etapach działania obejmują 5 obszarów zadaniowych: decyzyjno-koordynacyjny, makroekonomiczny, legislacyjny, administracyjno-techniczny oraz komunikacji społecznej. W każdym z etapów można wskazać czynniki ryzyka, mogące mieć wpływ na przebieg procesu integracji gospodarczej i walutowej. Sprawne wprowadzenie euro wymaga również znaczącej akceptacji społecznej.

* * *

Podsumowując, należy stwierdzić, że dla zwolenników euro, którzy widzą jedynie korzyści wynikające z członkostwa Polski w strefie euro najlepsza jest oczywiście strategia „im szybciej, tym lepiej”.

Jednak obiektywna ocena członkostwa Polski w strefie euro wymaga także uwzględnienia zagrożeń związanych z członkostwem. Z tego punktu widzenia strategia powinna być nieco inna. Wstąpienie do strefy euro powinno nastąpić w momencie jak najkorzystniejszym dla gospodarki, dla rozwoju jej potencjału. Wprowadzanie dostosowań, które mogłyby wpłynąć na obniże-

nie w najbliższym okresie wzrostu gospodarczego, a jednocześnie nietworzących sprzyjających warunków dla rozwoju w przyszłości nie może być pomijane.

W strategiach państw pretendujących do UGW szczególną uwagę zwracano na dwa korzystne elementy warunkujące przystąpienie. Przykładowo, Litwini opowiadali się za przyjęciem euro tuż po wstąpieniu do UE, zanim rozpocznie się proces dostosowań wynikających np. z przyływu środków unijnych, tuż po wypełnieniu kryteriów konwergencji nominalnej. W przeciwnym wypadku przystąpienie do strefy euro będzie dopiero możliwe w późniejszym terminie po zakończeniu procesu dostosowawczego.

Z podobnym dylematem mamy do czynienia w Polsce.

Oddzielnie do euro

O ile jeszcze dwa lata temu u progu UE kraje Grupy Wyszehradzkiej (kraje V-4) deklarowały chęć wejścia do strefy euro mniej więcej w tym samym czasie, o tyle bieg wydarzeń zaczął weryfikować te intencje. Najwcześniej – w 2009 r. – zamierza znaleźć się w strefie euro Słowacja, Czeska Republika i Węgry zadeklarowały rok 2010, a Polska ograniczyła się tylko do zapowiedzi spełnienia kryteriów z Maastricht w roku 2008, nie podając daty przyjęcia wspólnej waluty.

Tabela 1. Deklaracje państw

	kiedy do euro?	kiedy kryteria z Maastricht?	kiedy do ERM2?
Czechy	2010	2008	II poł. 2007
Polska	brak daty	2008	brak daty
Słowacja	2009	2007	lis-2005
Węgry	2010	2008	brak daty

Pięta achillesowa – deficyty fiskalne

W lipcu 2004 r. wszystkie kraje V-4 zostały poddane procedurze nadmiernego deficytu w sektorze finansów publicznych (EDP), ponieważ deficyt ten w każdym z nich przekraczał 3% PKB. Procedura zobowiązała je do obniżenia go poniżej 3% do 2007 r. włącznie. Z tej czwórki jedynie Czechy i Słowacja na razie zdają się podążać ścieżką redukcji deficytu zapisaną w programach konwergencji, które kraje UE muszą przedstawiać co roku.

Na Słowacji deficyt sektora finansów publicznych w 2005 r. wyniósł 4,9% PKB, ale po odjęciu kosztów reformy emerytur, na co pozwala reforma Paktu Stabilizacji i Wzrostu (PSiW) był rów-

* Autor prezentuje własne poglądy, a nie opinię Société Générale

ny 4,1% PKB. Jeżeli za podstawę przyjąć cele fiskalne i zarazem prognozy z ostatniego programu konwergencji, to już w 2007 r. deficyt ten obniżyłby się do 2,2% PKB. Na Słowacji całe dostosowanie ma nastąpić po stronie wydatkowej – udział dochodów sektora publicznego w PKB ma pozostać prawie stały do 2007 r., natomiast udział wydatków ma zmniejszyć się między 2005 a 2007 r. o 3,4 punktu procentowego, ale tak naprawdę o 2,6 punktu, gdyż wydatki wielkości 0,8 punktu procentowego PKB w roku 2005 były operacją czysto księgową jako odpis długów dla kilku krajów trzeciego świata, których nigdy nie udało się odzyskać.

W czerwcu 2006 r. odbędą się wybory parlamentarne i istnieje ryzyko, że reformy zostaną spowolnione, a nawet częściowo odwrócone, jeśli wygrałaby je lewicowa partia Smer, która grozi odwróceniem reform takich jak uniwersalny podatek linowy czy drobne opłaty obywateli za wizyty u lekarza oraz pobyt w szpitalu. Wykazuje także sceptycyzm w sprawie przyjęcia euro. Zrealizowanie programu wyborczego byłoby również groźne dla programu konwergencji, z którego wynika, że największe dostosowanie fiskalne, które przecież wymaga największego przyzwolenia społecznego dla reform, przypadłoby na rok 2007. Z jednej strony miałyby to miejsce w pierwszym roku po wyborach, kiedy Słowacy bardziej zainteresowani będą realizacją porospołecznego programu wyborczego zwycięskiej partii niż wspieraniem radykalnych reform programu konwergencji. Z drugiej – program konwergencji mógłby zostać odrzucony przez nową koalicję rządzącą.

Wreszcie, w programie konwergencji wymienia się mało konkretów dotyczących reform. Z analizy danych wynika, że ponad połowa z dostosowania rządu 1,1% PKB przypadłaby na pozycję „inne”. To oznacza, że rząd prawdopodobnie nie ma jeszcze pomysłu jak to uczynić. W ostatnich latach deficyty okazywały się niższe niż zapisano w programach rządowych, a to zbudowało wiarygodność zreformowanej polityki fiskalnej i nie ma raczej powodów, aby wątpić w realność celu na 2008 r., choć poważne ryzyko stanowi wynik czerwcowych wyborów parlamentarnych.

Również Czechy wydają się być w korzystnej sytuacji pod względem kryterium fiskalnego. Od dwóch lat notują dużo niższe niedobory niż prognozowane. Deficyt sektora finansów publicznych w 2005 r. wyniósł zaledwie 2,6% PKB, dzięki najszybszemu w historii transformacji rynkowej wzrostowi gospodarczemu (6,0%) oraz powstrzymaniu się ministerstw od wydatków.

Tabela 2. Bilans finansów publicznych wg programów konwergencji z 2005 r.

	2005	2006	2007	2008
Czechy	-4.8	-3.8	-3.3	-2.7
Polska	-4.6	-4.6	-4.3	-4.1
Słowacja	-4.9	-4.2	-3.0	-2.7
Węgry	-7.4	-6.1	-4.7	-3.4
Eurostat				
Czechy	-2.6			
Polska	-4.2			
Słowacja	-3.7			
Węgry	-7.4			

Czechy nie decydują się jednak na korektę niedoboru w dół w nowych wersjach programu konwergencji (cel: 2,7% PKB w 2008 r.) ze względu na parę rodzajów ryzyka – przechodzące wydat-

ki na następne lata i cykliczność dochodów oraz filozofię stopniowego ograniczania niedoboru. Od 2004 r. bowiem niewydane w danym roku kwoty przez czeskie urzędy centralne przechodzą na rok następny (zasilają ich rezerwy). Zgodnie z tą zasadą w 2004 r. odłożono ok. 1% PKB, a w roku 2005 bilans netto wydatków z tych rezerw i kolejnych odłożonych środków był praktycznie zerowy, więc nadal mają one do wydawania bez żadnej kontroli około 1% PKB. Wprowadza to niepewność jak będzie kształtował się deficyt budżetu państwa po stronie wydatków. Jest to też rodzaj bomby z opóźnionym zapłonem, gdyby nagle ministerstwa w jednym roku zdecydowały się wydać wszystkie nagromadzone środki pieniężne. Dlatego rząd wprowadza procedury, które uniemożliwiłyby taką sytuację. Ponadto, Czechy odłożyły reformę emerytur na później, chcąc odsunąć w czasie jej przejściowo negatywne skutki dla budżetu państwa.

Uzasadnieniem stał się też raport komisji ekspertów, z którego wynika, że tradycyjny system oparty na solidarności pokoleniowej (PAYG) będzie wypłacalny co najmniej do 2015 r. Brak tej reformy nie zaważy więc na dacie przyjęcia euro. Niestety, w związku z wyborami parlamentarnymi w czerwcu br. opadł także raczej umiarkowany zapał reformatorski. Ocenia się, że brakuje posunięć na sumę ok. 1,5% PKB, głównie po stronie wydatków, które zapowiadano w roku 2003 i 2004, ale nigdy nie zostały zrealizowane.

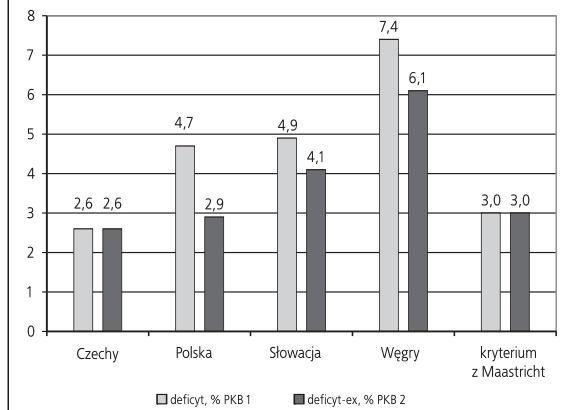
Szybka dynamika gospodarcza zweryfikowała wielkość niezbędnych oszczędności w dół, aby osiągnąć cele fiskalne, Czechy przeszacowały w górę potencjalne tempo wzrostu gospodarze-

go (najwyższe niewywołujące inflacji), niemniej ciągle istnieje ryzyko, że element cykliczności wagi więcej we wzroście dochodów, więc uspienie dobrymi rezultatami mogłoby zburzyć kalkulację, gdyby zmienacka osłabiło się tempo wzrostu PKB. Prognozuje się je na ponad 5% do 2008 r. dzięki stworzeniu nowych zdolności wytwórczych, głównie w przemyśle motoryzacyjnym.

Polska nie zamierza wstąpić do UGW w tej kadencji Sejmu. Wejście do strefy euro przestało być priorytetem polityki gospodarczej. W 2005 r. deficyt sektora nie przekroczył 3% PKB, ale stało się to tylko dzięki reformie PSiW z marca 2005 r., która zezwala krajom przeprowadzającym reformy systemów emerytalnych odliczanie malejących porcji ich kosztów o 20 punktów procentowych rocznie, począwszy od 100% w 2005 r., a skończywszy na 0% w 2010 r. Zapowiedziana przez rząd polityka utrzymywania deficytu budżetu państwa przez całą kadencję sejmku na poziomie 30 mld zł rocznie oznacza jego spadek w relacji do PKB, ale z prostej symulacji wynika, że jednocześnie deficyt całego sektora finansów publicznych będzie w tym czasie rósł, bo redukcja niedoboru w budżecie nie wystarczy, aby zniwelować rosnący udział kosztów reformy emerytur. Tym samym perspektywa wykonania przez nasz kraj kryterium fiskalnego do 2008 r. jest nikła.

Z kolei perspektywa spełnienia kryterium fiskalnego przez Węgry wydaje się bardzo odległa. Kraj ten od czterech lat przekracza prognozowany poziom deficytu sektora finansów publicznych, a kolejne programy konwergencji wędrują do kosza. Co robią Węgry, kiedy załamuje się plan zmniejszenia deficytu o 0,5% PKB rocznie? Obiecują, że

**Wykres 1. Deficyt fiskalny w krajach V-4
(wliczone koszty reformy systemu emerytalnego)**



dotrzymają terminu 2008 r., zwiększając skalę dostosowania do 0,7% PKB przeciętnie w roku. Kiedy i to zawodzi w 2005 r., obiecują zmniejszać niedobór aż o 1,4% PKB rocznie (sic!), aby zmieścić się w terminie. Niedostatek dostosowania próbują tuszować przy pomocy kreatywnej księgowości, ale próby te zostały odrzucone przez Komisję Europejską (KE). Za klasyczny przykład niech posłużą usiłowanie zaliczenia inwestycji w autostrady jako wydatków sektora prywatnego

dzięki objęciu ich partnerstwem publiczno-prywatnym. Po zbadaniu KE uznała, że schemat nie pasuje do definicji, w konsekwencji deficyt sektora finansów publicznych w 2005 r. zwiększył się jednorazowo o blisko 2 punkty PKB i w roku 2005 osiągnął 7,4% PKB.

Utrata wiarygodności przez politykę fiskalną Węgier spowodowała, że od września 2005 r. do końca marca roku 2006 dochodowość obligacji 10-letniej wzrosła o około 1,5 punktu procentowego, kurs forinta stracił ok. 8% do euro. Rynki finansowe bowiem od dawna nie wierzą w przyjęcie euro w 2010 r. Kalendarz polityczny też nie sprzyja fiskalnej kontrakcji, ponieważ we wrześniu odbędą się wybory do samorządów. Padł pomysł referendum w sprawie euro w 2007 r., którego wyniki zapewne miałyby być ewentualnym przyzwoleniem społeczeństwa na wyrzeczenia związane z naprawą finansów publicznych albo wręcz przeciwnie – pozwoliłyby rządowi z twarzą

Tabela 3. Symulacja deficytu polskich finansów publicznych w latach 2006-2009 (wliczone koszty reformy systemu emerytalnego)

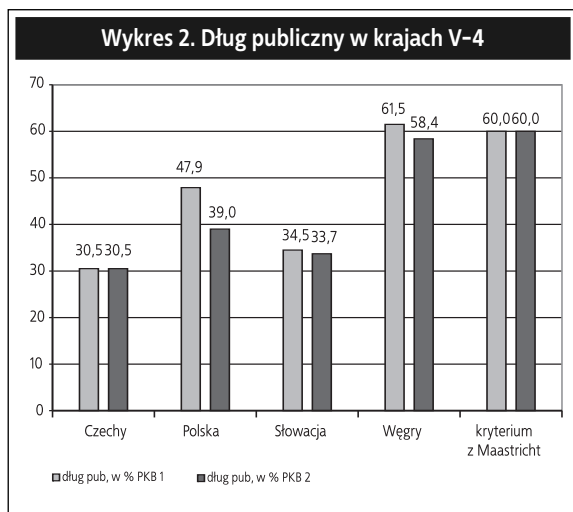
	2005 szac.	2006p	2007p	2008p	2009p	2010p
PKB, mld złotych	980,9	1037,3	1118,2	1210,2	1314,9	1428,6
deficyt budżetu państwa, mld zł	28,6	30,6	30,0	30,0	30,0	30,0
deficyt, % PKB	-2,9	-2,9	-2,7	-2,5	-2,3	-2,1
deficyt samorządów, % PKB	-0,2	0,0	-0,2	-0,1	-0,4	-0,4
koszty reformy emerytur (OFE), % GD	-1,7	-2,0	-2,1	-2,2	-2,2	-2,2
deficyt sektora finansów publicznych, %PKB	-4,8	-4,9	-5,0	-4,8	-4,9	-4,7
dozwolona redukcja deficytu na podstawie reformy PSiW, % PKB	1,7	1,6	1,3	0,9	0,4	0,0
deficyt liczony przy ocenie kryterium Maastricht, %PKB	-3,1	-3,3	-3,7	-3,9	-4,4	-4,7
deficyt sektora wg aktualnego Programu Konwergencji, % PKB	-2,9	-2,6	-2,2	-1,9		

ogłosić odłożenie wejścia do strefy euro w czasie np. do roku 2015.

Węgry zaczęły igrać z ogniem. Jeżeli po kwietniowych wyborach parlamentarnych nowo utworzony rząd nie zaproponuje wiarogodnego programu redukcji deficytu, może tam dojść nawet do kryzysu walutowego, zwłaszcza że kraj ten ma wysoki deficyt na rachunku bieżącym rządu 7-8% PKB. Wtedy stopy procentowe poszybują w górę, a forint osłabi się w sposób niekontrolowany, wybuchnie więc inflacja a groźba recesji stanie się realna. Tymczasem przed wyborami kwietniowymi odbył się festiwal obietnic wydatków prospołecznych, świadczący o braku woli politycznej do opanowania deficytu i wydatków rządowych.

Kryterium długu publicznego

Węgrom grozi również naruszenie drugiej części kryterium fiskalnego czyli przekroczenie przez dług publiczny pułapu 60% PKB, co *de*



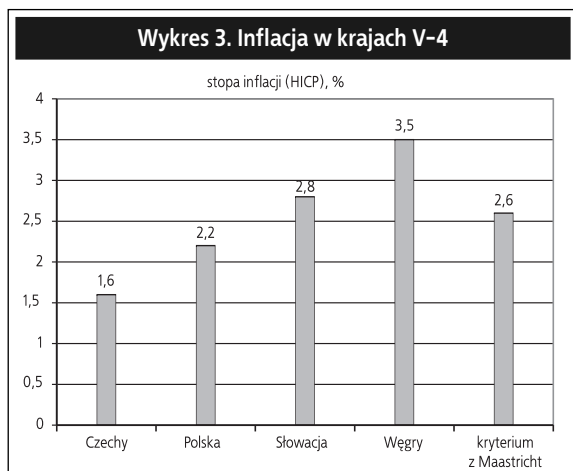
facto stało się już w roku 2004. Oficjalnie jednak kraj ten nie przyznaje się do tego, bo podobnie jak Polska i Słowacja, stosuje w sprawozdawczości dozwolony trik, że do marca 2007 r. nie musi wliczać kosztów reformy systemu emerytalnego do zadłużenia publicznego. Bez eliminacji wysokich deficytów budżetowych trend rosnący długu będzie trwał nadal. Blisko 30-proc. udział długu zagranicznego sprawia, że duża deprecjacja może z dnia na dzień zwiększyć oficjalnie liczony dług powyżej 60% PKB, ponieważ niewiele brakuje mu do tego progu (wykres 2).

Żaden inny kraj z V-4 poza Węgrami nie ma problemów z drugą częścią kryterium fiskalnego. Czechy i Słowacja mają na tyle niski dług publiczny, że nie grozi im otarcie się o granicę 60% w najbliższych latach; nawet przy prowadzeniu polityki utrzymywania deficytów budżetowych na dotychczasowym poziomie, a wiadomo, że raczej będą je zmniejszać (wykres 2).

W Polsce już parokrotnie ogłaszano przekroczenie pułapu nie tylko 55, ale nawet 60% PKB. Przepowiednie nie sprawdziły się, mimo tylko fragmentarycznego wdrożenia planu oszczędności budżetowych. Złożyło się na to wiele czynników: szybkie tempo wzrostu spore doszacowanie wielkości PKB przez GUS, aprecjacja złoto, redukcja stóp procentowych, prywatyzacja w roku 2005 r. i wreszcie mniejsze niż prognozowano niedobory budżetowe w latach 2004-2005.

Kryterium stopy procentowej i inflacji

Czechy, Polska i Słowacja wypełniły w 2005 r. kryterium inflacyjne i stopy procentowej, inaczej było z Węgrami (wykres 4). Wszystkie mają cel inflacyjny mniej więcej zbliżony z kryterium z Maastricht, które wymaga, aby stopa inflacji nie przekraczała w roku referencyjnym arytmetycznej średniej w trzech krajach ze strefy euro o najniższej stopie inflacji po dodaniu 1,5 punktu procentowego. Średnia ta w 2005 r. (w Finlandii, Holandii i Szwecji) wyniosła 1,1%, więc dozwolone maksimum stopy inflacji równało się 2,6% (wykres 3). Prognozy inflacyjne nie przewidują w tych krajach znacznego wzrostu napięć inflacyjnych, mimo założeń szybkiego wzrostu gospodarczego. Jedynie na Słowacji stopa inflacji podskoczyła od września 2005 r.



z 2,2% rocznie do 4,4% w lutym 2006 r., w dużej mierze za sprawą podwyżek cen regulowanych, ale pojawiło się też ryzyko przegrzania koniunktury w związku z wysokim popytem krajowym; ten trend skłonił bank centralny do podwyżki stóp procentowych o 0,5 pkt. proc. w lu-

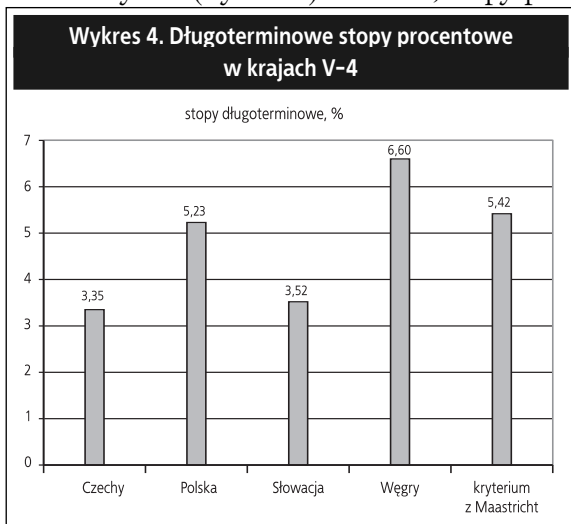
tym 2006 r. do 3,5%. Oczekuje się ich dalszych podwyżek.

Węgry dotychczas nie spełniały kryterium inflacyjnego, choć inflacja stopniowo słabnie. Niemniej, nagły zjazd rocznej stopy inflacji w styczniu 2006 r. do 2,7% nie powinien nikogo zmylić, bo wynikał z jednorazowej redukcji podstawowej stawki VAT z 25% do 20%, co tak naprawdę oznaczało jednorazowy spadek poziomu cen, lecz nic nie zmieniło w inercji inflacyjnej. Dlatego w 2007 r. stopa inflacji może ponownie wzrosnąć, tym bardziej że bank centralny nie kwapi się obecnie do podwyżek stop procentowych, które należy podnosić z wyprzedzeniem. Wpływ ewentualnego załamania na węgierskich rynkach finansowych byłby bardzo szkodliwy, choć o ile podniosłaby się wtedy stopa inflacji nie warto spekulować; bardzo wysoki stopień otwarcia gospodarki (udział importu w PKB sięga blisko 71%) sugeruje, że konsekwencje byłyby poważne.

Stopy procentowe pozostają w ścisłej korelacji ze stopą inflacji, ale w większym stopniu dotyczy to stóp krótkoterminowych. Długoterminowe stopy procentowe rządowych obligacji, o których mówi kryterium z Maastricht, reagują także na ryzyko fiskalne kraju. Nie powinny być one wyższe niż 2 punkty procentowe od średniej arytmetycznej stóp w trzech krajach o najniższej inflacji. W kraju aspirującym do strefy euro podlegają one też tzw. grze w konwergencję; jeśli rynki finansowe uznają datę przyjęcia euro za wiarogodną, to obniżają oprocentowanie długoterminowych obligacji, których czas trwania (termin zapadalności) wykracza poza tę datę. Ten ostatni czynnik sprawił, że dochodowości 10-letnich obligacji rządowych w Czeskiej

Republice i na Słowacji niewiele odbiegają w górę od notowań tych obligacji w strefie euro.

Obecnie w Czechach i na Słowacji stopy banków centralnych wędrują do góry, co może odbić się na stopach długoterminowych, ale zapas jest bardzo wysoki (wykres 4). Ponadto, stopy pro-



centowe w strefie euro też się podnoszą, więc ta symetria może spowodować, że nie zmieni się relacja między stopami w tych krajach a strefie euro. W Polsce zaś ciągle możliwy jest ruch stóp banku centralnego w dół wobec braku napięć inflacyjnych w jego horyzoncie decyzyjnym, a wtedy obniżyłaby się także dochodowość obligacji długoterminowych.

Węgry nie spełniają kryterium stopy procentowej, mimo że udało się im w 2005 r. wyraźnie zbić stopę inflacji, ale dopiero po tym fakcie podążyły za nią stopy procentowe. W wyniku hipotetycznych zawirowań na rynkach finansowych perspektywa wykonania kryterium oddaliłaby się znacznie, bo na skok stóp krótkoterminowych zareagowałyby także stopy długotermino-

we, które dodatkowo zaczęłyby uwzględniać wyższą premię za ryzyko niewypłacalności kraju.

Kurs walutowy wieńczy dzieło

Kryterium to jest inne niż pozostałe z tego względu, że wahania kursu walutowego jak sejsmograf odzwierciedlają wszelkie drgania i napięcia w gospodarce, więc upodobnianie się danej gospodarki do gospodarek ze strefy euro powinno w teorii prowadzić do coraz mniejszych wahań wobec wspólnej waluty. Testem „sprawności” jest przystąpienie kraju do mechanizmu walutowego ERM2. W tym celu kraj musi ogłosić kurs parytetowy własnej waluty do euro i zobowiązać się, że nie dopuści do większych odstępstw kursu od tego parytetu niż 15 procent po każdej jego stronie przez dwa lata, a sam parytet nie może podlegać dewaluacji. Dopiero wtedy następuje ocena, czy aspirant spełnił kryterium kursowe. W traktacie z Maastricht istnieje mało precyzyjny zapis, że kurs rynkowy powinien „normalnie” wahać się blisko kursu parytetowego bez zbyt-nych napięć, co otwiera pole do korzystnej albo niekorzystnej interpretacji.

Z krajów V-4 jedynie Słowacja, która zamierza przyjąć euro w 2009 r., przystąpiła do ERM2 w listopadzie 2005 r., wyznaczając parytet euro na 38,4550 korony, odpowiadający ówczesnej cenie rynkowej. Czechy, Polska i Węgry nie podały, kiedy zamierzają przystąpić do ERM2. Jeśli wyznaczyć by im parytety do euro jako średni kurs z lat 2004-2005, to spełniałyby kryterium kursowe, aczkolwiek wahania można byłoby uznać za nadmierne przy rygorystycznej inter-

pretacji, w której jeszcze niedawno celowała Komisja Europejska.

Wiadomo już, że Czechy, za radą centralnego banku, nie wejść do ERM2 w 2006 r. choć przez ostatnie lata kurs korony czeskiej wahał się o wiele mniej niż wynoszą granice pasma ± 15 procent od hipotetycznego parytetu w postaci średniej arytmetycznej kursów dziennych z lat 2002-2004, który wynosił ponad 31 koron. Od początku 2004 r. korona podlega systematycznemu wzmocnieniu, co przypisuje się przede wszystkim strukturalnym przemianom w gospodarce, mniej napływowi kapitału portfelowego. Jeśli ten trend miałby się utrzymać, to wtedy parytet wyznaczony w oparciu o notowania z przeszłości byłby błędny. Obecnie Czechy, które zapowiadają wstąpienie do strefy euro w 2010 r., rozważają, czy nie powinno to nastąpić po kursie 25 koron za jednostkę wspólnej waluty.

Węgry oficjalnie wyznaczyły parytet forinta do euro we wrześniu 2001 r., kiedy żywa była wiara, że wejście do strefy euro nastąpi szybko po wstąpieniu do UE. Chciały postępować jak gdyby były uczestnikiem ERM2, więc ustaliły widełki dopuszczalnych wahań ± 15 proc. W praktyce nikt nie przywiązuje do tych widełek wagi (240,01 – 324,71), bo parytet został zdewaluowany w czerwcu 2003 r. na 282,36. Dotychczas forint wahał się w mocniejszej części pasma, mimo jego osłabienia do euro o około 8% od września 2005 r. do końca marca br. z powodu niepewności fiskalnych.

Dekonwergencja

Z podsumowania tego przeglądu wynika, że Węgry nie spełniają właściwie żadnego kryterium konwergencji i mogą mieć poważne problemy z wypełnieniem ich w przyszłości, zwłaszcza gdyby wybuchł tam kryzys walutowy. Czechy wypełniają wszystkie kryteria, a Słowacja jest na dobrej drodze, dzięki zdecydowanym reformom finansów publicznych. Groźne dla jej aspiracji może okazać się przegrzanie koniunktury, czego sygnały obserwujemy obecnie. Polska ma kłopoty jedynie z kryterium fiskalnym.

Widać wyraźnie, że w kwestii wstąpienia do euro grupa V-4 przestała być monolitem. Brak konsensusu w sprawie niezbędnych, a często przykrych dla dużych grup społeczeństwa reform wydatków budżetowych różnicuje szanse spełnienia kryteriów z Maastricht. W rezultacie wyborów parlamentarnych w Polsce uformował się rząd niechętny wejściu do strefy euro w tej kadencji parlamentu. Z kolei odbywające się tej wiosny podobne wybory w pozostałych krajach grupy nie rokują dobrze tempu niezbędnych reform, co wynika z deklaracji programowych partii z szansami na zdobycie władzy. Na podstawie stopnia realizacji programów konwergencji przez poszczególne kraje i deklaracji priorytetów w polityce makroekonomicznej można pokusić się o wróżbę, że w Słowacji korona zostanie zastąpiona przez euro w 2009 r., Czechy uczynią to rok później, a Polska i Węgry dołączą do nich dopiero w przyszłej dekadzie i to raczej w jej środku niż na początku.

Skrócona wersja tego artykułu ukazała się w Rzeczpospolitej 20 kwietnia 2006 r.

Z e s z y t y B R E - C A S E

- 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. Pomiar 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

Z e s z y t y B R E - C A S E

- 44 Kiedy koniec złotego?
- 45 Fuzje i przejęcia bankowe
- 46 Budżet 2000
- 47 Perspektywy gospodarki rosyjskiej po kryzysie i wyborach
- 48 Znaczenie kapitału zagranicznego dla polskiej gospodarki
- 49 Pierwszy rok sfery euro – doświadczenia i perspektywy
- 50 Finansowanie dużych przedsięwzięć o strategicznym znaczeniu dla polskiej gospodarki
- 51 Finansowanie budownictwa mieszkaniowego
- 52 Rozwój i restrukturyzacja sektora bankowego w Polsce – doświadczenia 11 lat
- 53 Dlaczego Niemcy boją się rozszerzenia strefy euro?
- 54 Doświadczenia i perspektywy rozwoju sektora finansowego w Europie Środkowo-Wschodniej
- 55 Portugalskie doświadczenia w restrukturyzacji i prywatyzacji banków
- 56 Czy warto liczyć inflację bazową?
- 57 Nowy system emerytalny w Polsce – wpływ na krótko- i długoterminowe perspektywy gospodarki i rynków finansowych
- 58 Wpływ światowej recesji na polską gospodarkę
- 59 Strategia bezpośrednich celów inflacyjnych w Ameryce Łacińskiej
- 59/a Reformy gospodarcze w Ameryce Łacińskiej
- 60 (nie ukazał się)
- 61 Stan sektora bankowego w gospodarkach wschodzących – znaczenie prywatyzacji
- 62 Rola inwestycji zagranicznych w gospodarce
- 63 Rola sektora nieruchomości w wydajnej realokacji zasobów przestrzennych
- 64 Przyszłość warszawskiej Giełdy Papierów Wartościowych
- 65 Stan finansów publicznych w Polsce – konieczność reformy
- 66 Polska w Unii Europejskiej. Jaki wzrost gospodarczy?
- 67 Wpływ sytuacji gospodarczej Niemiec na polską gospodarkę
- 68 Konkurencyjność reform podatkowych – Polska na tle innych krajów
- 69 Konsekwencje przystąpienia Chin do WTO dla krajów sąsiednich
- 70 Koszty spowolnienia prywatyzacji w Polsce
- 71 Polski sektor bankowy po wejściu Polski do Unii Europejskiej
- 72 Reforma procesu stanowienia prawa
- 73 Elastyczny rynek pracy w Polsce. Jak sprostać temu wyzwaniu?
- 74 Problem inwestycji zagranicznych w funduszu emerytalnym
- 75 Funkcjonowanie Unii Gospodarczej i Walutowej
- 76 Konkurencyjność sektora bankowego po wejściu Polski do Unii Europejskiej
- 77 Zmiany w systemie polityki monetarnej na drodze do euro
- 78 Elastyczność krajowego sektora bankowego w finansowaniu MSP
- 79 Czy sektor bankowy w Polsce jest innowacyjny?
- 80 Integracja europejskiego rynku finansowego – Zmiana roli banków krajowych
- 81 Absorpcja funduszy strukturalnych
- 82 Sekurytyzacja aktywów bankowych
- 83 Jakie reformy są potrzebne Polsce?
- 84 Obligacje komunalne w Polsce
85. Perspektywy wejścia Polski do strefy euro