

# ZESZYTY BRE Bank-CASE



W a r s z a w a 2 0 0 0

Charles Wyptosz

## PIERWSZY ROK STREFY EURO – DOŚWIADCZENIA I PERSPEKTYWY



**BRE BANK SA**



**Centrum Analiz  
Społeczno-Ekonomicznych**

Publikacja jest kontynuacją serii wydawniczej Zeszyty PBR-CASE

CASE-Centrum Analiz Społeczno-Ekonomicznych, Fundacja Naukowa  
00 – 944 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 Zeszytów

Redakcja naukowa  
Ewa Balcerowicz  
Sekretarz Zeszytów  
Krystyna Olechowska

Opracowanie graficzne: Agnieszka Bury  
DTP: SK Studio

ISSN 1233-121X

Wydawca:  
CASE-Centrum Analiz Społeczno-Ekonomicznych, Fundacja Naukowa, 00 - 944 Warszawa, ul. Sienkiewicza 12  
Nakładca:  
BRE Bank SA, 00-950 Warszawa, ul. Senatorska 18

Oddano do druku w grudniu 2000 r. Nakład 600 egz.

## **Charles Wypłosz**

**Profesor ekonomii, dyrektor International Center for Studies in International Money and Banking w Genewie**

*Wybitny francuski ekonomista polskiego pochodzenia. Doktor nauk ekonomicznych na Uniwersytecie Harvarda, absolwent Ecole Centrale de Paris oraz Institut Supérieur de Statistiques des Universités de Paris. Profesor ekonomii na The Graduate Institute of International Studies w Genewie (od 1995 r.), The European Institute for Business Administration (1973 – 96) oraz Ecoles des Hautes Etudes en Sciences Sociales (1988 – 96). Gościnnie wykładał również na uniwersytetach amerykańskich oraz Kile Institute of World Economics. Współpracował z Międzynarodowym Funduszem Walutowym (1994 – 97), Europejskim Stowarzyszeniem Ekonomistów (1987 – 97) oraz Fonds National de la Recherche Scientifique w Brukseli (1989 – 96). Doradzał rządowi Rosji (1993-1997), Bankowi Światowemu (1994 – 1998), Komisji Europejskiej w Brukseli (1986 – 1996) i UNDP (w 1995 r. i 1998 r.). Od 1999 r. jest doradcą rządu Francji. Opublikował kilkadziesiąt prac z zakresu finansów międzynarodowych oraz europejskiej unii monetarnej. Jest redaktorem naczelnym periodyku Economic Policy oraz blisko współpracuje z takimi pismami jak: The Journal of the Japanese and International Economies, International Journal of Finance and Economics i Weltwirtschaftliches Archiv. Jest dyrektorem International Center for Studies in International Money and Banking w Genewie oraz dyrektorem Międzynarodowych Programów Makroekonomicznych (Centre for Economic Policy Research w Londynie).*

# SPIS TREŚCI

Lista uczestników seminarium	6
Od Redakcji – WPROWADZENIE	7
<b>PIERWSZY ROK STREFY EURO – DOŚWIADCZENIA I PERSPEKTYWY</b>	<b>15</b>
1. Wstęp	15
2. Inflacja i wzrost gospodarczy	16
3. Rosnące rozbieżności w ramach Unii	16
4. Słabości euro	17
5. Realizacja zadań przez Europejski Bank Centralny	18
6. Niezależność banku centralnego	19
7. Cel inflacyjny	20
7. 1. Szerokość pasma a stopa inflacji	20
8. Polaryzacja w ramach Unii a polityka EBC	21
9. Koszty unii monetarnej	21
10. EBC a stabilizacja finansowa	22
11. Zróżnicowanie krajów a jednolitość polityki monetarnej EBC	23
12. Dysparytet inflacyjny	24
13. Instytucjonalne rozwiązania przyjęte w Europejskim Banku Centralnym	24
14. Wielka Brytania w unii walutowej	25
15. Kraje transformujące się a unia monetarna	25
15. 1. Zarządzanie procesem wejścia Polski do unii walutowej	25
15. 2. Kryteria konwergencji	26

---

## LISTA UCZESTNIKÓW SEMINARIUM

Piotr	Bielski	PKO BP
Jolanta	Adamiec	Komisja Europejska Przedstawicielstwo w Polsce
Iwona	Antowska-Bartosiewicz	Bank Handlowy w Warszawie SA
Krzysztof	Błądowski	Wood & Company
Tadeusz	Baczko	Instytut Nauk Ekonomicznych PAN
Jakub	Borowski	Narodowy Bank Polski
Piotr	Bujak	Fundacja CASE
Anna	Gajcy	SGH
Arkadiusz	Garbarczyk	BRE Bank SA
Grażyna	Gierszewska	Instytut Nauk Ekonomicznych PAN
Bartłomiej	Gruba	Instytut Studiów Strategicznych
Jarosław	Grygolec	SGH
Urszula	Grzelońska	Instytut Nauk Ekonomicznych PAN
Marek	Jarocinski	Fundacja CASE
Bożena	Jastrzębska	Trybuna
Krzysztof	Kluza	Bank Handlowy w Warszawie SA
Barbara	Kluza	Uniwersytet Warszawski
Ryszard	Kokoszczyński	Narodowy Bank Polski
Marzena	Kowalska	Wood & Company
Krzysztof	Krawczuk	PTE HMC
Jacek P.	Krawczyk	Bank Współpracy Europejskiej SA
Alina	Krośnicka	Bank Handlowy w Warszawie SA
Anna	Księżopolska	PTE Skarbiec Emerytura
Paweł	Kuna	Arthur Andersen
Dariusz	Lasek	CUIM
Mirosław	Maszybrocki	Daewoo TU SA
Paweł	Michalik	PTE Skarbiec Emerytura
Aleksandra	Michalska	Gazeta Finansowa
Monika	Ostrowska	PZU Życie SA
Wojciech	Paczyński	Ośrodek Studiów Wschodnich
Zbigniew	Polański	Narodowy Bank Polski
Franciszek	Rozwadowski	Międzynarodowy Fundusz Walutowy
Marek	Rzeżuski	Bank Ochrony Środowiska S.A.
Marcin	Sasin	WNE-KUL
Katarzyna	Siwek	Prawo i Gospodarka
Elżbieta	Skrzeszewska	Bank Handlowy w Warszawie SA
Paweł	Sobczak	Polska Agencja Prasowa
Jarosław	Sobczak	Termal
Piotr	Soroczyński	Bank Ochrony Środowiska SA
Piotr	Sota	Ministerstwo Finansów
Cezary	Stypułkowski	Bank Handlowy w Warszawie SA
Piotr	Szpunar	Narodowy Bank Polski
Jarosław	Śmietaniak	Fundacja CASE
Łukasz	Tarnawa	PKO BP
Dobiesław	Tymoczko	NBP Departament Polityki Pieniężno-Kredytowej
Tomasz	Wieśniak	Komisja Integracji Europejskiej Sejm RP
Andrzej J.	Wilk	Polska Konfederacja Pracodawców Prywatnych
Adam	Wiśniewski	Uniwersytet Łódzki
Dorota	Wittwer-Szot	BIG Bank GDAŃSKI SA
Artur	Wójcik	Polska Fundacja Promocji Małych i Średnich Przedsiębiorstw
Jadwiga	Zaręba	Bank Przemysłowo-Handlowy SA

---

# WPROWADZENIE

*Od Redakcji*

1 stycznia 1999 r. w Unii Europejskiej została ustanowiona Unia Gospodarcza i Walutowa (*Economic and Monetary Union – EMU*), a w jej ramach zaczął funkcjonować nowy pieniądz – euro. Rozpowszechniła się już nieformalna nazwa – Euroland – dla określenia obszaru obejmującego kraje, które weszły w skład EMU. Ustanowienie tej unii można zaliczyć do najważniejszych wydarzeń w Europie nie tylko w mijającym wieku. Bezprecedensowy jej charakter sytuuje ją wśród najważniejszych wydarzeń zarówno ekonomicznych, jak i politycznych w dotychczasowej historii kontynentu europejskiego. Wynika to między innymi z faktu, że unie walutowe, które dotychczas były zawierane w Europie nie miały ani w założeniach, ani w praktycznej realizacji takiego zasięgu (jeżeli chodzi o liczbę krajów uczestniczących), ani też ich skutki dla innych krajów nie były tak znaczące, jakich oczekuje się od EMU<sup>1</sup>. Ustanowienie unii jest przedsięwzięciem bardzo ambitnym, jego realizacja doprowadziła bowiem do włączenia jedenastu suwerennych krajów europejskich do obszaru jednowalutowego – obszaru euro. Kraje te to: Austria, Belgia, Finlandia, Francja, Hiszpania, Holandia, Irlandia, Luksemburg, Niemcy, Portugalia i Włochy. Zgodziły się one na rezygnację ze swych walut narodowych na rzecz wspólnego pieniądza. Poza unią monetarną pozostają cztery kraje: Dania, Grecja<sup>2</sup>, Szwecja i Wielka Brytania. Można jednak oczekiwać, że w przyszłości niektóre z tych krajów dołączą do tego obszaru, co zwiększy jego i tak ogromny potencjał gospodarczy. Także przyszłe kraje członkowskie UE, w tym Polska, będą mogły wejść do EMU, jeżeli spełnią określone warunki.

Proces wprowadzania euro do obiegu ma charakter etapowy. Najdłuższa i najistotniejsza dla okresu przejściowego faza rozpoczęła się 1 stycznia 1999 r., a zakończy się 31 grudnia 2001 r. Stanowi ona właściwy początek Unii Gospodarczej i Walutowej. W fazie tej godne odnotowania są następujące zasady i wydarzenia: 1) 1 stycznia 1999 roku zostały ustalone w sposób nieodwołalny kursy przeliczeniowe walut narodowych krajów członkowskich EMU do euro – zgodnie z zasadą ciągłości kontraktów wprowadzenie euro w żaden sposób nie zmieni postanowień zawartych wcześniej kontraktów. 2) Zgodnie z zasadą: „nie ma zakazu, nie ma przymusu” każdy<sup>3</sup> może swobodnie zdecydować, czy będzie się posługiwać euro czy nie. 3) Przeliczenia między walutami narodowymi a euro są dokonywane według ściśle ustalonych reguł. 4) Europejski Bank Centralny rozpoczął realizację jednolitej polityki monetarnej, która jest stosowana przez narodowe banki centralne. Od 1 stycznia 1999 roku cała polityka monetarna jest prowadzona w euro – rynki pieniężne przedstawiają się na euro. Waluty narodowe krajów EMU przestają być notowane. Notowany jest natomiast kurs euro do walut trzecich, takich jak amerykański dolar, japoński jen czy waluty tych krajów Unii Europejskiej, które nie weszły do EMU oraz do pozostałych walut wymiennalnych. 5) Płatności między bankami centralnymi realizowane są za pomocą nowego systemu płatniczego, zwanego TARGET (*Trans-European Automated Real Time Gross Settlement Express Transfer System*). 6) Kraje członkowskie EMU emitują publiczne instrumenty dłużne wyłącznie w euro.

Obligatoryjne zamknięcie rachunków w walutach narodowych nastąpi dopiero 31 grudnia 2001 r. Następnego dnia rozpocznie się faza podwójnego obiegu pieniądza gotówkowego, która ma trwać pół roku. Ponieważ wycofywanie z obiegu walut narodowych z dnia na dzień jest niemożliwe, na terytorium EMU będą w obiegu równolegle waluty narodowe i euro. Aby zminimalizować negatywne skutki podwójnego obiegu pieniądza, faza ta będzie tak krótka, jak tylko będzie to możliwe. Każdy kraj członkowski będzie mógł długość tej fazy dowolnie skrócić. W tym okresie płatności gotówkowe bę-

---

dą mogły być realizowane zarówno w walutach narodowych, jak i w euro. Cały obrót bezgotówkowy (przekazy, czeki, karty płatnicze) będzie odbywać się wyłącznie w euro. Najpóźniej 1 lipca 2002 roku waluty narodowe całkowicie zostaną wycofane z obiegu – przestaną być prawnie dopuszczonymi środkami płatniczymi. Jedynym środkiem płatniczym na obszarze EMU będzie euro. Po tej dacie pozostanie jedynie możliwość wymiany walut narodowych na euro w banku. Długość okresu wymiany banknotów na euro jest regulowana, np. w przypadku Luksemburga wynosi 5 lat.

Od 1 lipca 2002 r. jedynym legalnym środkiem płatniczym na terytorium Eurolandu będzie euro. Mimo że banknoty i monety walut krajów EMU jeszcze przez kilka lat będą znajdowały się w obiegu, to faktycznie już od 1 stycznia 1999 r. w sensie ekonomicznym waluty te przestały być samodzielnymi walutami. Są one bowiem teraz mniejszymi częściami euro. Oznacza to, że na obszarze Eurolandu, od samego początku jego istnienia, funkcjonuje tylko jeden pieniądz – euro, choć przejściowo jest on specyficznym definiowany. Jednostka euro, poza tym, że składa się ze 100 eurocentów, jest bowiem równoważna określonej, nie podlegającej zmianie, liczbie walut jedenastu krajów Eurolandu. Już od pierwszego dnia funkcjonowania EMU do wszelkich rozliczeń i płatności można używać bezpośrednio euro, jednak ze względu na brak banknotów i monet, tylko w obrocie bezgotówkowym. Można także stosować waluty narodowe, zarówno w obrocie gotówkowym, jak i bezgotówkowym.

Pojawienie się nowego pieniądza wpływa na sytuację i życie codzienne społeczeństwa, na funkcjonowanie przedsiębiorstw, banków i innych instytucji finansowych, a także instytucji państwowych, samorządowych i innych. Przejście do stosowania jednego pieniądza przez dużą liczbę krajów jest zadaniem o tyle trudnym, że każdy z tych krajów jest na ogół głęboko przywiązany do swego pieniądza narodowego jako symbolu suwerenności. W większości z tych krajów pieniądz narodowy ma wielowiekową tradycję (np. frank francuski w swej dotychczasowej formie istniał prawie sześć wieków) i ściśle wiąże się z losami i historią danego kraju. Rezygnacja z narodowej jednostki pieniężnej oznacza więc nie tylko koszty techniczne stopniowego przestawienia się na nowy pieniądz we wszystkich dziedzinach życia, ale także niesie ze sobą konieczność dostosowań w sferze psychologicznej.

**Kryteria zbieżności.** Niezależnie od scenariusza realizacyjnego Unii Gospodarczej i Walutowej zostały ustalone kryteria, według których miał zostać dokonany wybór krajów kwalifikujących się do EMU. Istota takiej unii wymaga, aby kraje w niej uczestniczące cechował stosunkowo wysoki stopień konwergencji. Mając to na uwadze, Traktat z Maastricht określa w artykułach 104C i 109J, oraz w protokołach dodatkowych 5 kryteriów zbieżności. Dotyczą one następujących obszarów: budżetu państwa, zadłużenia państwa, kształtowania się cen, kursów wymiennych walut, długoterminowych stóp procentowych.

**Deficyt budżetowy.** Zaplanowany względnie rzeczywisty deficyt budżetowy nie może być wyższy niż 3% produktu krajowego brutto (PKB), chyba że wskaźnik ten uległ w przeszłości znacznemu zmniejszeniu i zbliżył się do referencyjnego poziomu 3% lub przekroczenie wskaźnika 3% jest spowodowane nadzwyczajnymi względami i ma charakter przejściowy, a proporcja deficytu do PKB jest zbliżona do 3%.

**Zadłużenie państwa.** Zadłużenie państwa nie może być wyższe niż 60% PKB, chyba że wskaźnik ten ma wystarczająco malejącą tendencję i zbliżył się w zadowalającym tempie do referencyjnej wartości 60%. Kryterium dotyczące deficytu i długu publicznego zostało wprowadzone do traktatu głównie pod naciskiem Niemiec, obawiających się, że przyszła waluta może być „skażona nadmiernym zadłużeniem publicznym”. Chodziło o obawy, że zadłużenie to będzie wpływać na osłabienie tej waluty, a ponadto niektóre kraje uczestniczące w EMU przyczyniałyby się do wzrostu stóp procentowych na obszarze całej unii poprzez nadmierne pożyczanie na rynku. Mogłoby to się dziać ze szkodą dla pozostałych krajów członkowskich.

**Stopa inflacji.** Aby zakwalifikować się do unii monetarnej, kraj kandydujący musi wykazać się utrzymującą się stabilizacją cen. Przeciętna stopa inflacji w tym kraju w roku poprzedzającym moment kwalifikacji nie może być wyższa o więcej niż 1,5 punktu procentowego od średniej stopy inflacji w trzech krajach UE, w których stopa ta jest najniższa.

---

---

**Kursy wymienne.** Aby zakwalifikować się do EMU, kraj kandydujący musi przynajmniej przez dwa lata poprzedzające moment kwalifikacji utrzymywać swój kurs walutowy w normalnym przedziale dopuszczalnych wahań w ramach Europejskiego Systemu Walutowego. Waluta tego kraju nie może w tym okresie zostać zdewaluowana w stosunku do innych walut krajów UE ani nie może być powodem poważnych napięć na rynkach walutowych. Przez dłuższy czas brak było jasności, co znaczy pojęcie „normalny przedział wahań”, zawarte w kryterium dotyczącym udziału waluty w ESW. W okresie, gdy był uchwalany Traktat z Maastricht, normalnym przedziałem wahań kursów rynkowych był przedział wynoszący  $\pm 2,25$  proc. wokół bilateralnych kursów centralnych. Natomiast przedział  $\pm 6$  proc. był przedziałem rozszerzonym, stosowanym dla walut słabszych. 2 sierpnia 1993 r. ustanowiono tylko jeden przedział, wynoszący  $\pm 15$  proc. W praktyce okazało się więc, że postanowienie traktatu w sprawie „normalności przedziału” nie ma właściwie znaczenia. Natomiast z punktu widzenia możliwości udziału w EMU kluczowe okazało się w ogóle włączenie przez dany kraj swej waluty do ESW i niedewaluowanie jej z własnej inicjatywy w określonym czasie.

**Długoterminowe stopy procentowe.** W kraju kandydującym do EMU długoterminowa stopa procentowa (mierzona na bazie 10-letnich obligacji skarbowych) w roku poprzedzającym moment kwalifikacji nie może być wyższa o więcej niż 2 punkty procentowe od średniej stóp procentowych występujących w trzech krajach UE o najniższej inflacji. Dodatkowym kryterium jest warunek, by krajowe prawodawstwo państwa kandydata, łącznie ze statutem jego banku centralnego, było zgodne z artykułami 107 i 108 Traktatu z Maastricht oraz ze statutem Europejskiego Systemu Banków Centralnych (chodzi tu głównie o niezależność banku centralnego).

**Kryteria konwergencji.** Podczas spotkania w Luksemburgu 13 grudnia 1997 roku Rada Europejska postanowiła stworzyć tuż przed 1 stycznia 1999 roku mechanizm silniejszej koordynacji polityki gospodarczej krajów strefy euro. Wychodząc z założenia, iż pomimo że kraje te będą miały wspólną politykę pieniężną, to rozwój sytuacji gospodarczej w jednym kraju będzie oddziaływał na kształtowanie się inflacji w całej strefie euro, szefowie państw i rządów uznali za niezbędne dążenie w ramach Rady do ściślejszej koordynacji narodowej polityki gospodarczej. Uzgodniono również, w jaki sposób będzie prowadzony w EMU dialog między Radą, reprezentującą interesy polityki gospodarczej, a Europejskim Bankiem Centralnym, stojącym na straży polityki pieniężnej. Zarysowała się więc potrzeba stworzenia dodatkowych, poza zawartymi w Traktacie z Maastricht, zabezpieczeń dyscypliny budżetowej. Rolę takiego zabezpieczenia ma odgrywać zaakceptowany przez Radę Europejską w ogólnym zarysie na szczycie w Dublinie w grudniu 1996 r. oraz potwierdzony na szczycie w Amsterdamie w czerwcu 1997 r. Pakt Stabilności i Wzrostu (*Stability and Growth Pact*). Pakt zawiera uszczegółowienie procedury, określonej w art. 103 i 104 Traktatu z Maastricht, odnoszącej się do koordynacji polityk gospodarczych i nadzoru nad polityką budżetową. Dokument ten zobowiązuje kraje obszaru euro do dążenia do zrównoważonego budżetu państwa, a nawet do osiągnięcia nadwyżki w tym budżecie. Ma to na celu zapewnienie pewnego pola manewru w polityce budżetowej w przypadku pogorszenia się koniunktury gospodarczej.

Pakt stanowi także konkretyzację systemu sankcji przewidzianych w art. 104c traktatu. W pakcie zostało zawarte upoważnienie do stosowania stosunkowo surowych kar wobec krajów EMU, które dopuszczają u siebie do występowania nadmiernego deficytu budżetowego. W takiej sytuacji dany kraj może być zmuszony do złożenia nie oprocentowanego depozytu w określonej wysokości, dochodzącej nawet do 0,5 proc. PKB. Jeżeli w ciągu dwóch lat sytuacja nie ulegnie poprawie, depozyt przepada na rzecz unii. Kara ta nie może być nakładana automatycznie. Decyzja w tej sprawie musi być podjęta odpowiednią większością głosów przez kraje EMU. Poważna recesja w danym kraju, wyrażająca się spadkiem PKB większym niż 0,75 proc., jest czynnikiem uzasadniającym niestosowanie tej sankcji, jeśli nawet deficyt przekroczy dopuszczalny poziom. Usprawiedliwieniem dla niestosowania sankcji może też być katastrofa naturalna o poważnych skutkach dla sytuacji finansowej państwa.

**Europejski System Banków Centralnych (ESBC).** Podstawowe zasady nowego ustroju monetarnego oraz struktura organizacyjna i cechy instytucjonalne bankowości centralnej Unii Gospodarczej i Walutowej zostały ustalone w Trakta-



---

cie z Maastricht. Traktat ten ustanowił Europejski System Banków Centralnych (ESBC), składający się z Europejskiego Banku Centralnego (EBC) oraz banków centralnych państw członkowskich EMU.

ESBC jako całość nie ma osobowości prawnej. Ma ją natomiast Europejski Bank Centralny. Organami jego są: 1) Rada EBC, składająca się z dyrektoriatu oraz prezesów narodowych banków centralnych krajów członkowskich EMU. 2) Dyrektoriat, składający się z prezesa, wiceprezesa i 4 członków. 3) Rozszerzona Rada, do której wchodzi także prezesi banków centralnych tych krajów Unii Europejskiej, które nie weszły jeszcze do EMU. Podstawowym celem EBC jest utrzymanie stabilności cen. Głównymi zadaniami zaś są: a) określanie i realizacja polityki pieniężnej w ramach EMU, b) prowadzenie polityki emisyjnej w odniesieniu do wspólnego pieniądza – euro – jako jedynego prawnego środka płatniczego w ramach EMU, c) dokonywanie operacji walutowych zgodnie z zasadami wspólnej polityki kursowej, d) zarządzanie oficjalnymi rezerwami dewizowymi państw członkowskich EMU, e) zapewnienie sprawnej organizacji i funkcjonowania systemu rozliczeń pieniężnych oraz płatności.

Ważnym zadaniem EBC jest także przyczynianie się do sprawnej realizacji przez kompetentne władze nadzoru nad działalnością instytucji kredytowych oraz stabilności systemu finansowego. EBC może bezpośrednio sprawować funkcję nadzoru bankowego, jeśli taka będzie decyzja jego rady. Naczelną cechą ESBC ma być jego niezależność w kształtowaniu polityki monetarnej. Traktat z Maastricht stanowi, że w dziedzinie polityki pieniężnej zarówno Europejski Bank Centralny, jak i narodowe banki centralne nie mogą ulegać naciskom i wpływom ze strony władz UE, rządów państw członkowskich i innych organów państwowych.

**Bezpośrednie i pośrednie cele w polityce pieniężnej ESBC.** Podstawowym celem polityki pieniężnej ESBC jest utrzymanie stabilności cen. Instytucja ta może wspierać politykę ogólnogospodarczą realizowaną przez kraje członkowskie EMU, jeżeli nie koliduje to z osiągnięciem tego celu. Traktat z Maastricht nie zawiera jakichkolwiek wyjaśnień, co znaczy stabilność cen. Oznacza to, że interpretacja tego pojęcia w konkretnych warunkach należy do Rady Zarządzającej EBC. W ostatnich latach w praktyce banków centralnych ukształtował się pogląd, że stabilność cen to sytuacja, w której stopa inflacji nie jest większa niż 2 proc. rocznie. Można założyć, że stabilność ta będzie tak samo postrzegana przez kierownictwo EBC także w przyszłości, choć nie można oczekiwać, że będzie tak zawsze i w każdych warunkach.

ESBC ponosi odpowiedzialność za masę pieniądza znajdującą się w obiegu na obszarze euro, oddziałuje na poziom i strukturę stóp procentowych, wpływając w ten sposób na warunki i dostępność kredytu na tym obszarze. ESBC jest jedynym podmiotem uprawnionym do emisji banknotów euro. Uprawnienia do emisji monet euro przysługują rządów krajów członkowskich w ramach limitów określonych przez EBC.

Do kompetencji ESBC należy też podejmowanie interwencji na rynkach walutowych. W związku z tym kraje członkowskie EMU zostały zobowiązane na mocy Traktatu z Maastricht do przekazania ESBC swych rezerw dewizowych, na łączną sumę 50 mld euro. Suma ta może ulec zwiększeniu przy zachowaniu przewidzianej traktatem procedury decyzyjnej. Rezerwy dewizowe, które nie zostały przekazane na szczebel centralny, powinny być zarządzane przez narodowe banki centralne zgodnie z wytycznymi wydawanymi przez EBC.

Prawo zawierania formalnych porozumień dotyczących kształtowania kursu euro wobec walut krajów spoza UE przysługuje Radzie UE (*Ecofin*). Może ona tu działać wyłącznie na bazie propozycji zgłoszonych przez Komisję Europejską oraz po konsultacji z EBC. Rada UE może też wydawać ogólne wytyczne do polityki kursowej EMU. W grudniu 1997 r. na posiedzeniu Rady Europejskiej w Luksemburgu uzgodniono jednak, że wytyczne te będą wydawane w wyjątkowych okolicznościach, a ponadto ESBC może je ignorować, jeżeli zastosowanie się do nich stanowiłoby zagrożenie dla stabilności cen na obszarze euro. W ten sposób zostały rozproszone obawy, że kompetencje Rady UE w dziedzinie polityki kursowej mogą podważać niezależność banku centralnego Unii.

Ogólne zasady stosowania przez ESBC instrumentów polityki pieniężnej zostały opublikowane przez EIM w styczniu oraz we wrześniu 1997 r. W sposób szczegółowy instrumenty te zostały przedstawione przez EBC we wrześniu 1998 r. Wybór w praktyce konkretnych instrumentów będzie uzależniony od tego, w jakim stopniu EBC przy określaniu swej po-

---

lityki zechce się oprzeć na celach pośrednich w postaci agregatów pieniężnych (*money-supply targets*), a w jakim na bezpośrednich w postaci określonego bezpośredniego celu inflacyjnego. Przed ustanowieniem EMU agregaty miały podstawowe znaczenie w polityce pieniężnej Bundesbanku oraz kilku innych krajów UE, natomiast stopa inflacji odgrywała kluczową rolę w polityce pieniężnej banków centralnych Wielkiej Brytanii, Hiszpanii, Finlandii i Szwecji.

Można oczekiwać, że EBC w swej działalności będzie uwzględniał zarówno cele pośrednie, jak i bezpośrednie. Uwzględnianie celów pośrednich wynika głównie z chęci kontynuowania tradycji Bundesbanku. Bank ten nadawał kluczowe znaczenie tym celom, wychodząc z założenia, że w średnim okresie inflacja jest determinowana wielkością masy pieniężnej i że wystarczy ograniczać tempo zwiększania się tej wielkości, by móc utrzymać inflację pod kontrolą. Skoncentrowanie przez Bundesbank strategii działania na zmiennych w postaci agregatów monetarnych wynikało ponadto z przeświadczenia, że reagują one szybciej na modyfikacje polityki pieniężnej niż cel finalny w postaci stabilności cen. Zaletą stosowania celów pośrednich w polityce pieniężnej jest możliwość bieżącego śledzenia przez społeczeństwo osiągnięcia ich, bez większego przesunięcia czasowego.

Z kolei branie pod uwagę także celu dotyczącego inflacji jest rezultatem dotychczasowych niezbyt korzystnych doświadczeń niektórych krajów co do możliwości trafnego przewidywania wpływu wielkości osiągniętych agregatów monetarnych na stopę inflacji. Coraz częstsze występowanie innowacji finansowych jest jednym z czynników, który podważa skuteczność opierania polityki pieniężnej na celach pośrednich.

Ponadto w początkowym okresie funkcjonowania EMU nie można oprzeć się na danych historycznych, kształtowaniu się tych agregatów w unii jako całości ze względu na ich brak. Stąd stosowanie celu bezpośredniego w postaci stopy inflacji jest tu jakimś rozwiązaniem alternatywnym, choć wiadomo, że także nie jest rozwiązaniem doskonałym. Jego słabą stroną jest to, że polityka pieniężna przynosi skutki w zakresie kształtowania się cen z dość dużym opóźnieniem, wynoszącym od 18 do 24 miesięcy, a niekiedy nawet więcej. Takie opóźnienie utrudnia ocenę skuteczności bieżących działań podejmowanych w ramach polityki pieniężnej.

Nie należy natomiast oczekiwać, że w kształtowaniu polityki stopę ESBC będzie uwzględniał cel pośredni w postaci określonego poziomu kursu euro wobec innych walut (*exchange rate targeting*). Wynika to z faktu, że większość handlu zagranicznego krajów EMU stanowi handel z innymi krajami obszaru euro. Z punktu widzenia tego obszaru jako całości jest to więc handel wewnętrzny, a nie zagraniczny. W efekcie z krajami spoza tego obszaru jest dla tych krajów relatywnie mniej znaczący (stanowi ok. 10 proc. ich łącznego PKB). Obszar euro jest więc pod tym względem podobny do Stanów Zjednoczonych czy Japonii, w których udział handlu zagranicznego w PKB jest też stosunkowo niewielki. Oznacza to, że polityka pieniężna ESBC może koncentrować się na kwestiach wewnętrznych EMU. Dla niektórych krajów członkowskich stanowi to istotną zmianę w porównaniu ze stanem sprzed 1999 r. Na przykład bank centralny Belgii w swej polityce pieniężnej był nastawiony na osiągnięcie celu pośredniego, obejmującego określony poziom kursu franka wobec marki niemieckiej. Rozwiązanie takie wynikało ze znacznego stopnia otwarcia gospodarki belgijskiej.

**Instrumenty polityki pieniężnej ESBC.** ESBC pozostawiono pełną swobodę ich wyboru. W Traktacie z Maastricht postawiono jedynie wymagania zgodności instrumentów z zasadami gospodarki rynkowej. Tą przesłanką kierował się EIM przygotowując w 1997 r. propozycje dotyczące tych instrumentów. Musiał on także wziąć pod uwagę fakt, że narodowe banki centralne odgrywają kluczową rolę w praktycznej realizacji polityki pieniężnej określonej przez EBC.

Bank centralny unii ma do dyspozycji całą gamę instrumentów, ale zważywszy na wymagania ich rynkowego charakteru, do głównych powinny należeć operacje otwartego rynku, takie jak: operacje z odkupem, bezpośredni zakup lub sprzedaż papierów wartościowych, emisja papierów dłużnych, swapy dewizowe, przyjmowanie depozytów terminowych. Najważniejszą rolę wśród nich powinny odgrywać operacje z odkupem, polegające na zakupie lub sprzedaży papierów, z jednoczesnym uzgodnieniem terminu i warunków transakcji odwrotnej. Zarówno udzielane kredyty, jak i przyjmowane depozyty nie podlegają żadnym ograniczeniom kwotowym. Czynnikiem limitującym korzystanie z nich

---

są stosowane stopy procentowe mniej korzystne od rynkowych. W przypadku kredytów stosuje się stopę wyższą niż rynkowa, a w przypadku depozytów niższą niż stopa występująca na rynku pieniężnym.

Zgodnie z Traktatem z Maastricht ESBC może w swej polityce pieniężnej wykorzystywać instrument w postaci stopy rezerw obowiązkowych, które banki handlowe muszą utrzymywać w banku centralnym. Zasady tego wykorzystania określa Rada Unii Europejskiej, wydając stosowne rozporządzenie. Przyjęcie tego ograniczenia wynika z faktu, że instrument ten ma w zasadzie charakter administracyjny, w odróżnieniu od wskazanych wcześniej instrumentów rynkowych. Nałożenie na banki obowiązku ustanowienia rezerwy w formie przekazania na rachunek w banku centralnym określonej części przyjętych przez nie wkładów bieżących i terminowych ogranicza bowiem ich swobodę działalności. Środki w formie rezerwy nie mogą być wykorzystane na udzielanie kredytów. Zmieniając wysokość stopy rezerw obowiązkowych, bank centralny może wpływać na wielkość akcji kredytowej banków i w efekcie na wzrost lub spadek masy pieniężnej. Konieczność utrzymywania rezerw na określonym poziomie może przyczynić się do niedostatku płynnych środków w bankach, powodując w rezultacie uzależnienie całego systemu bankowego od kredytów udzielanych przez bank centralny. Rada Zarządzająca EBC zdecydowała, że rezerwy te będą oprocentowane na poziomie stopy procentowej odnoszącej się do głównych operacji refinansowych EBC. Jeżeli chodzi o stopę tych rezerw (czyli odsetek posiadanych przez banki handlowe wkładów bieżących i terminowych, który należy przekazać do banku centralnego w formie rezerwy), jest to wielkość podlegająca zmianom, powinna kształtować się w granicach od 1,5 do 2,5 proc.

Realizacja polityki pieniężnej banku centralnego odbywa się w sposób zdecentralizowany, ponieważ zarówno operacje otwartego rynku, jak i inne transakcje z bankami handlowymi są rozliczane za pośrednictwem rachunków tych banków, otwartych w narodowych bankach centralnych krajów członkowskich. Banki te są organami wykonawczymi ESBC. Z punktu widzenia sprawnego funkcjonowania rynku pieniężnego euro, a szczególnie kształtowania się na nim jednolitej stopy procentowej, istotne jest, by wszystkie te rozliczenia przebiegały sprawnie i bez zakłóceń. Konieczne jest więc, by zarówno nadwyżki, jak i deficyty płynności banków handlowych mogły łatwo przemieszczać się z jednego kraju do drugiego. Celowi temu służy system TARGET (*Trans-European Automated RealTime Cross Settlement Express Transfer*). Jest to system służący realizacji w czasie rzeczywistym płatności międzybankowych w euro na całym obszarze EMU. System ten jest w zasadzie dostępny tylko dla banków centralnych oraz banków handlowych. W jego ramach są rozliczane wszystkie operacje wynikające z polityki pieniężnej realizowanej przez ESBC. Jeżeli okaże się, że bank, który skorzystał ze środków ESBC, nie jest w stanie ich zwrócić pod koniec dnia, powstałe w ten sposób zobowiązanie jest kredytem udzielonym przez bank centralny Unii. Kredyt taki niesie określone skutki z punktu widzenia polityki pieniężnej (wpływa bowiem na ilość pieniądza w obiegu), dlatego dostępny jest tylko dla banków handlowych z obszaru euro.

Banki centralne oraz banki handlowe pozostałych krajów UE mogą uczestniczyć w systemie TARGET, ale nie mają one nieograniczonego dostępu do środków ESBC. Rada Zarządzająca EBC określa limit dzienny kredytów, które mogą być przyznane tym bankom, jak również sposoby zabezpieczenia spłaty tego kredytu. Kredyt musi być spłacony przez banki handlowe spoza obszaru euro najpóźniej do godziny siedemnastej danego dnia, w którym został zaciągnięty. Nie przechodzi więc na dzień następnny.

**Kwestia niezależności ESBC.** Kluczowe znaczenie dla skutecznej realizacji przez ESBC antyinflacyjnej polityki pieniężnej ma kwestia niezależności tej instytucji w systemie władzy występującym na obszarze euro. Niezależność ta została zagwarantowana międzynarodowym traktatem – traktatem z Maastricht. Fakt ten ma kluczowe znaczenie zwłaszcza w pierwszym okresie funkcjonowania tego banku centralnego, kiedy musi on budować swą wiarygodność i reputację praktycznie od zera. Praktyka wielu krajów pokazuje, że lepsze rezultaty w walce z inflacją mają te banki, które cieszą się dużą autonomią, niż banki uzależnione od rządu i podlegające w związku z tym wpływom politycznym. Członkowie kierownictwa ESBC nie mogą przyjmować jakichkolwiek instrukcji od instytucji UE, rządów krajów członkowskich ani jakichkolwiek innych ciał. Z kolei wszystkie te podmioty zostały zobowiązane do niewywierania nacisków

---

---

na organy zarządzające ESBC. O niezależności ESBC decydują też takie elementy, jak długa kadencja osób zasiadających w kierownictwie tej instytucji, ich faktyczna nieodwoływalność, samodzielność finansowa tej instytucji.

Kwestią związaną z niezależnością ESBC jest zagadnienie odpowiedzialności tej instytucji z tytułu realizowanych zadań (*accountability*). Chodzi tu o możliwość sprawowania nad nią demokratycznej kontroli. Szczególnie wskazuje się na potrzebę możliwie największej przejrzystości w działalności banku, umożliwiającej śledzenie przez społeczeństwo jego polityki i podejmowanych w jej ramach działań. Jest to tym bardziej konieczne, że działalność banku może spotkać się z silną krytyką społeczeństwa, między innymi gdy potrzebne w EMU reformy strukturalne przyczynią się do pogłębienia problemów społecznych w przypadku ewentualnego wzrostu bezrobocia.

Przewidziane traktatem składanie przez kierownictwo ESBC informacji Radzie Europejskiej i Parlamentowi Europejskiemu może się okazać niewystarczające do pozyskania zrozumienia i aprobaty dla realizowanej polityki pieniężnej. Stąd za konieczne uznaje się nie tylko niezwłoczne publikowanie decyzji podejmowanych przez kierownictwo banku, ale także ich wyjaśnienia i uzasadnienia. Czynnikiem ograniczającym tę otwartość jest status euro jako drugiej po dolarze amerykańskim waluty międzynarodowej. W efekcie Rada Zarządzająca sama określa zakres informacji, które mogą być publikowane. Prezes EBC, Wim Duisenberg, już we wrześniu 1998 r. zapowiedział, że EBC raz w miesiącu będzie organizować konferencje prasowe w celu poinformowania opinii publicznej o decyzjach podjętych przez Radę Zarządzającą oraz ich uzasadnieniu. Poza tymi konferencjami została też przewidziana możliwość publicznego składania oświadczeń przez członków Rady. Prezes EBC zapowiedział także, że poza dokumentami – raportem rocznym oraz raportami kwartalnymi, przewidzianymi traktatem z Maastricht, bank będzie publikować także biuletyny miesięczne.

Nie należy raczej oczekiwać publikowania sprawozdań z dyskusji prowadzonych w obrębie Rady przed podjęciem decyzji. Hans Tietmeyer, prezes Bundesbanku, wskazał na dwie przyczyny uzasadniające taki pogląd. Pierwsza, że przykład Bundesbanku pokazuje, że w wyniku takich dyskusji poszczególni członkowie kierownictwa nieraz zmieniają swe stanowisko wyrażone na początku. Gdyby publikowano sprawozdania z obrad, taka zmiana byłaby trudna ze względów prestiżowych. Po drugie, publikowanie takich sprawozdań mogłoby powodować konflikty między krajami członkowskimi EMU.

Odrębną kwestią, której rozstrzygnięcie uznano za konieczne, są języki, w których powinny być publikowane dokumenty EBC. Nie zyskały poparcia sugestie czynione swego czasu przez Europejski Instytut Monetarny, by publikować te dokumenty tylko po angielsku. Wprawdzie angielski jest powszechnie używanym językiem finansów międzynarodowych, ale faktycznie spośród krajów obszaru euro jest on językiem ojczystym tylko dla ludności Irlandii, stanowiącej ok. 1 proc. ludności Eurolandu. W efekcie, w celu zapewnienia niezbędnej przejrzystości działań EBC, za konieczne uznaje się publikowanie przezeń swych informacji w językach zrozumiałych dla społeczeństw krajów członkowskich.

Przewodniczący Rady UE (*Ecofin Council*) oraz członek Komisji Europejskiej mogą brać udział w posiedzeniach Rady Zarządzającej ESBC bez prawa głosu, przy czym pierwszy z nich ma prawo przedłożenia wniosku w trakcie posiedzenia. Przewodniczący Zarządu natomiast może być zaproszony na posiedzenie Rady UE, jeżeli jego przedmiotem są kwestie dotyczące działalności ESBC. Rozwiązania te mają służyć zapewnieniu pewnej więzi między bankiem centralnym EMU a innymi instytucjami Unii, nie podważając jednak niezależności tego banku.

Należy jednak mieć świadomość, że ESBC jest wspólnym bankiem centralnym dla suwerennych dotychczas krajów o odrębnych tradycjach narodowych. Już obecnie jest widoczne, że kraje te mają odmienne poglądy na to, jak powinna funkcjonować ta instytucja. Nie można więc wykluczyć presji ze strony niektórych z nich na ograniczenie, w sposób mniej lub bardziej formalny, niezależności banku. Presja taka będzie szczególnie prawdopodobna w przypadku znaczącego pogorszenia się sytuacji w gospodarce EMU.

**Nadzór ESBC nad bankami.** W ramach EMU nadzór nad bankami oraz innymi instytucjami finansowymi pozostaje, tak jak poprzednio, w kompetencji władz narodowych. W odniesieniu do banków (określanych też jako instytucje kredytowe) oraz instytucji finansowych innych niż towarzystwa ubezpieczeniowe władzami tymi są albo narodowe banki centralne, albo inne instytucje, jeśli nadzór jest usytuowany poza bankiem centralnym bądź też stosowane są oba rozwiązania.

---

Podstawą nadzoru ostrożnościowego w krajach tej unii, jak i w całej Unii Europejskiej są przepisy narodowe, których najważniejsze aspekty zostały zharmonizowane na szczeblu unijnym w wyniku zastosowania tzw. dyrektyw bankowych, wydanych przez Radę Unii (poprzednio Radę Ministrów). Obowiązuje zasada nadzoru ze strony władz kraju, w którym mieści się siedziba banku (*home country control*) oraz istnieje obowiązek współpracy między narodowymi władzami nadzorczymi.

EBC w procesie nadzoru może odgrywać jedynie rolę konsultacyjną, a także może inicjować zmianę obowiązujących i tworzenie nowych uregulowań prawnych w dziedzinie nadzoru bankowego oraz stabilności systemu finansowego unii. EBC nie ma statutowego uprawnienia do działania jako pożyczkodawca ostatniej instancji dla banków (*lender of last resort*). W efekcie nie może angażować się w ratowanie banków zagrożonych upadłością. Podejście takie, wzorowane na rozwiązaniu stosowanym w ramach Bundesbanku, wynikało przede wszystkim z dążenia do oddzielenia funkcji nadzoru od funkcji kształtowania polityki pieniężnej. Chodziło szczególnie o uniknięcie między innymi sytuacji, w której bank centralny powstrzymywałby się od podniesienia stóp procentowych, mając świadomość, jak niekorzystnie wpłynie to na bilanse niektórych banków.

**Instrumentarium EBC.** Europejski Bank Centralny będzie realizował swą politykę pieniężną przez wywieranie wpływu na pożądany poziom krótkoterminowej stopy procentowej za pomocą operacji otwartego rynku. Będą do nich należały: a) podstawowe operacje refinansowe tj. transakcje repo<sup>4</sup> o dwutygodniowej zapadalności, zawierane przez narodowe banki centralne na cotygodniowych przetargach otwartych dla szerokiego grona uczestników, b) operacje refinansowe o dłuższym horyzoncie czasowym, tj. transakcje repo o trzymiesięcznej zapadalności, zawierane przez narodowe banki centralne na comiesięcznych przetargach otwartych dla szerokiego grona uczestników, c) operacje „precyzyjnego dostrajania” (*fine-tuning operations*), tj.: . transakcje repo o zróżnicowanej zapadalności zawierane na przetargach organizowanych doraźnie dla węższego grona uczestników, d) swapy walutowe, e) przyjmowanie krótkoterminowych depozytów o stałym oprocentowaniu, f) bezpośredni zakup i sprzedaż (*outright purchase and sale*), g) operacje strukturalne stosowane sporadycznie w celu zapewnienia płynności rynku w dłuższym czasie, w formie transakcji repo lub emisji certyfikatów dłużnych EBC względnie bezpośrednich zakupów i sprzedaży. Do instrumentarium EBC będzie także należała stała możliwość zaciągania pożyczki lub składania depozytu *overnight*. Europejski Bank Centralny wymaga odprowadzania rezerw obowiązkowych od określonych kategorii pasywów. Rezerwy te są oprocentowane.

Realizacja największego projektu makroekonomicznego końca XX wieku była tematem 49 seminarium BRE Bank–CASE, które odbyło się 24 czerwca w Warszawie. O wygłoszenie wykładu organizatorzy poprosili Charlesa Wypłosa, profesora ekonomii, dyrektora International Center for Studies in International Money and Banking w Genewie.

## Przypisy

<sup>1</sup> Do ważniejszych unii walutowych, które funkcjonowały w XIX w. zalicza się Łacińską Unię Walutową (1865-1926) między Francją, Włochami, Belgią i Szwajcarią powiększoną następnie o Grecję, Hiszpanię i Rumunię; Unię Skandynawską (1873-1914) obejmującą Danię, Szwecję i Norwegię. W 1921 r. została ustanowiona unia walutowa między Belgią a Luksemburgiem. Funkcjonująca od 1 01 1999 r. EMU przez niektórych jest określana, nawet jako „bezprecedensowe przedsięwzięcie w historii całej ludzkości”.

<sup>2</sup> Podczas szczytu Unii Europejskiej 19.06. 2000 r. zapadła decyzja o przyjęciu Grecji do strefy wspólnej waluty europejskiej od 1 01. 2001 r.

<sup>3</sup> Nie dotyczy to banków, które począwszy od 1. 01. 1999 r. muszą dokonywać wszelkich płatności międzybankowych wyłącznie w euro oraz realizować zlecenia swych klientów w takiej walucie, jakiej sobie życzą klienci.

<sup>4</sup> Repo (ang. *repurchase*) – umowa sprzedaży papierów wartościowych po określonej cenie wraz z zobowiązaniem do odkupienia ich w terminie późniejszym.

# PIERWSZY ROK STREFY EURO – DOŚWIADCZENIA I PERSPEKTYWY

## 1. Wstęp

Blisko półtora roku unii monetarnej jest sukcesem, bo po pierwsze – nie było żadnych problemów z wprowadzeniem waluty, co nie było takie oczywiste przed wprowadzeniem euro, po drugie – większość decyzji podjętych przez władze było właściwych. Generalnie można więc wprowadzanie unii uznać za sukces. Większość celów postawionych wcześniej przed euro została osiągniętych.

Oczywiście, jak zawsze, zwłaszcza przy tak ogromnych projektach makroekonomicznych, nie obeszło się bez trudności, z których na szczególną uwagę zasługują dwie. Pierwsza to kwestia przejrzystości i wiarygodności Europejskiego Banku Centralnego, która stała się poważnym źródłem różnicy zdań. Druga trudność wiąże się z nadzorem nad sektorem finansowym; jest ona stopniowo uznawana, zarówno przez władze Europejskiego Banku Centralnego jak i przez rządy, za poważny problem. Jeszcze kilka miesięcy temu nie dostrzegano tego problemu. Mimo to pierwszy rok euro można uznać za udany.

Przede wszystkim dlatego, że charakteryzował się niską inflacją aż do okresu sprzed dwóch – trzech miesięcy [tj. do kwietnia br. – przyp. red.], oraz powrotem wzrostu gospodarczego. Począwszy od 1992 roku wzrost gospodarczy w Europie Zachodniej był bardzo niski, większa część ostatniej dekady to lata rosnącego bezrobocia. W 1999 r. po raz pierwszy doszło do spadku bezrobocia w całym obszarze euro. Stopa bezrobocia, zwłaszcza od początku 2000 roku, bardzo szybko spada. Co więcej, największym krajom UE, Niemcom,

Włochom i po części Francji, udało się wrócić na drogę wzrostu gospodarczego, a mimo to nie wystąpiła, naturalna w takim przypadku, presja inflacyjna. Inflacja w obszarze euro w 1999 r. była niska. W tym sensie rok 1999 był dobrym rokiem.

Rynki finansowe dobrze przyjęły nową walutę wbrew skrajnie sprzecznym oczekiwaniom poprzedzającym ten proces. Niektórzy na przykład przewidywali, że w ciągu kilku miesięcy euro podbije świat, zaś dolar stanie się prowincjonalną walutą. Przewidywania te okazały się nieprawdziwe. Inni twierdzili, że klęską, albo co najmniej wielkim błędem będzie nacisk na prowadzenie operacji finansowych w euro, i takie oczekiwania także się nie spełniły. To, że wszystkie te obawy się nie spełniły świadczy o tym, że proces wprowadzania euro był właściwy.

Tak więc miniony (1999 rok) był dobry. Jest jednak pewna rzecz, o której chciałbym wspomnieć już tutaj; chodzi o jedną niekorzystną cechę w kategoriach zjawisk makroekonomicznych. Jest faktem, że niektóre kraje (jak Irlandia i Hiszpania) rozwijają się bardzo szybko – co powoduje presje inflacyjne – podczas gdy inne rozwijają się dużo wolniej, dochodzi więc do dosyć sporego zróżnicowania pod wieloma względami. Co prawda większość ekonomistów przewidywała wystąpienie tego typu zjawiska, ale koła polityczne odrzucały te przewidywania jako fałszywe. Do tego problemu wrócimy w dalszej części wykładu.

Wystąpiło kilka problemów, i tu chciałbym powiedzieć o trzech.

Po pierwsze, euro było słabe, straciło około 15% swej wartości od momentu jego wprowadzenia w styczniu 1999 roku. Miało to negatywny wpływ na jego wizerunek, bo nieoczekiwanie okazało się, że jest to słaba waluta.

---

Po drugie okazało się, że system rozliczeń i płynności w ramach strefy nie został wcześniej bardzo dokładnie przemyślany, co także spowodowało problemy już po wprowadzeniu europejskiej waluty.

Po trzecie i najważniejsze, Centralny Bank Europejski najwyraźniej nie znalazł jeszcze sposobu na docieranie do szeroko rozumianej publiczności, a więc sposobu komunikowania się z uczestnikami rynków, rządami, mediami, a przez nie — ze zwykłymi ludźmi, co przekłada się na obecne postrzeganie Eurolandu jako dziwne miejsce zarządzanego przez dziwnych ludzi. I chociaż merytorycznie EBC poradził sobie całkiem dobrze, to nie był w stanie przekonać o tym otoczenia. Poświęcę temu problemowi sporo miejsca w dalszej części wystąpienia, ponieważ uważam, że jest to główna słabość całej konstrukcji, a ponadto tej słabości nie da się łatwo pokonać z powodów politycznych i instytucjonalnych.

## 2. Inflacja i wzrost gospodarczy

Inflacja, która w ostatnich trzech latach (1997 – 1999) spadała, w tym roku rośnie, co stwarza pewien problem bankowi centralnemu. Wyzaczył on sobie jako cel poziom inflacji w przedziale 0 – 2%, a w tej chwili inflacja osiągnęła właśnie dopuszczalną górną granicę. Na początku 1999 r. najwięcej dyskusji wzbudzała kwestia ryzyka deflacji, obawiano się bowiem poważnie, że inflacja może być ujemna. Co więcej wywierano nacisk na bank centralny, aby zapobiegł przewidywanemu zjawisku i poluzował politykę monetarną. W ciągu roku funkcjonowania euro przedmiot zaniepokojenia zmienił się diametralnie. Jest teraz oczywiste, że przez kilka najbliższych miesięcy inflacja na pewno utrzyma się na poziomie 2%. Chociaż określony przez EBC cel inflacyjny jest tzw. celem w średnim okresie tj. nie ma rygorystycznego postanowienia, że inflacja w żadnym miesiącu nie może przekroczyć 2%, lecz przyjmuje się przeciętną dla średniego okresu, to jednak tak liczona stopa inflacji już jest bardzo blisko owego maksimum. Mój pogląd jest taki, że przyjęcie tak wąsko wyznaczonego celu inflacyjnego było dużym błędem, ponieważ taka pre-

cyzja w wyznaczaniu celu przekracza możliwości każdego banku centralnego. Sądzę, że kwestia przedziału celu inflacyjnego zasługuje na szerszą dyskusję, także w ramach obecnego seminarium.

## 3. Rosnące rozbieżności w ramach Unii

Drugi problem, który wystąpił w Unii to rosnące różnicowanie gospodarek. To zjawisko przed laty przewidywał doradca ekonomiczny ówczesnej premier Margaret Thatcher. To on właśnie wywołał nienawiść pani Thatcher do europejskiego systemu walutowego i unii walutowej. W brytyjskich sferach politycznych był zaciekle wrogiem euro, który na siłę, jak się wówczas wydawało, szukał i wypunktowywał wady planowanego systemu. Powiedział o tym systemie wiele nieprawdziwych rzeczy, ale po latach okazało się, że w niektórych kwestiach miał absolutną rację. Jako przykład można podać tu następujące jego rozumowanie. W unii muszą z definicji obowiązywać jednakowe stopy procentowe od udzielanych kredytów, kraj krajowi nierówny więc w poszczególnych krajach stopa inflacji jest różna. To, co się liczy w działalności gospodarczej to nie nominalna lecz rzeczywista stopa procentowa, a więc różnica między stopą inflacji a nominalną stopą procentową. To oznacza, że np. w Irlandii, gdzie inflacja wynosi 5 – 6%, a nominalne stopy procentowe wynoszą 5 – 5,45, rzeczywiste odsetki od udzielanych kredytów wynoszą faktycznie 0%. Na drugim biegunie mamy taki kraj jak Niemcy, gdzie wzrost gospodarczy jest niski, ale i inflacja jest niska (na poziomie 1%), ale który w takich warunkach ma wyższe rzeczywiste stopy procentowe niż Irlandia. Co to wszystko oznacza? Otóż, im wyższa jest inflacja, tym niższe są rzeczywiste stopy procentowe. Polityka monetarna jest więc bardziej ekspansywna w przypadku gdy inflacja jest wysoka, i jest mniej inflacjogenna gdy inflacja jest niższa. Nie ma ucieczki od tej reguły. To jest prawdziwe źródło destabilizacji w strefie euro, choć ciągle jeszcze europejskie władze monetarne nie uznają go oficjalnie za problem. Kiedy rozmawia się z prezesami banków centralnych Irlandii czy Hiszpanii, wówczas wyraźnie widać, że

---

są oni bardzo zaniepokojeni, ponieważ inflacja w tych krajach rośnie, zaś polityka monetarna EBC już obecnie jest zbyt luźna. Oczywiście obowiązujące rozwiązanie zakłada, że jednakowa polityka monetarna jest dobra dla każdego kraju, ale obecne doświadczenie pokazuje, że wcale tak nie jest. I tu po raz kolejny okazuje się, że nie ma dobrego rozwiązania dla tego problemu.

W dobrym 1999 roku nie przeżywaliśmy żadnych poważnych wstrząsów spowodowanych przez unię monetarną. Ostatnie 2-3 lata generalnie ocenić można jako bardzo korzystne dla większości krajów strefy euro. Powrócił wzrost gospodarczy. Oczywiście jest problem drożęjącej ropy naftowej, ale ten przypadek kwalifikuje się do określenia jako symetryczny wstrząs, a więc taki, który w jednakowym stopniu dotyczy wszystkich krajów. Stopa bezrobocia szybko spadała, zwłaszcza od początku 2000 roku, co rodzi pytanie, czy Europa Zachodnia może przez dłuższy czas utrzymać wzrost Stanów Zjednoczonych. I odpowiedź brzmi, że sytuacja w strefie euro jest zróżnicowana. Te kraje, które zreformowały swój rynek pracy mogą prawdopodobnie przez wiele lat szybko się rozwijać; do tej grupy należy Irlandia, a także Dania i Holandia. Inne kraje strefy mają, jak się wydaje, rynki pracy ciągle jeszcze mało wydajne, które mogą, szybciej lub później zahamować ograniczenia wzrostu gospodarczego. Do tej grupy należą Francja, Niemcy i Włochy.

#### 4. Słabości euro

Kurs euro do dolara ciągle spada i nigdy jeszcze średni kurs walut europejskich nie był tak słaby jak obecnie. Rodzi się pytanie, dlaczego i czy ten spadek stanowi problem. Z analizy całego ostatniego dziesięciolecia (1990 – 1999) i półtora roku strefy euro (1999 – 2000) wynika, że nigdy w przeszłości kurs euro w relacji do dolara nie był tak słaby jak w okresie ostatniego półtora roku. Żeby móc taki wniosek wyciągnąć, skonstruowałem i policzyłem kurs tzw. sztucznego euro, a więc średni ważony kurs walut wszystkich krajów, które utworzyły później strefę euro. Taki wynik analizy sugeruje, że albo dolar amerykański

jest nadwartościowy lub że euro jest podwartościowe. Moim zdaniem mamy do czynienia z niedowartościowaniem (euro is undervalued) kursu euro. Jeżeli tak, to czy to źle i dlaczego się tak dzieje, że kurs euro jest podwartościowy, i co trzeba zrobić, by temu przeciwdziałać.

Jeżeli badamy kursy walut trzech dużych krajów strefy euro: Francji, Włoch i Niemiec, to można zauważyć, że kurs franka jest, tak jak zawsze był w przeszłości, podwartościowy. Spadek kursu euro po części pozwolił Francji mieć podwartościową walutę. Podwartościowy jest również włoski lir. Natomiast w przypadku niemieckiej marki mieliśmy aprecjację w latach 90., co wynikało ze zjednoczenia Niemiec Wschodnich i Zachodnich; fakt ten nie jest szczególnie znany. W momencie wprowadzenia euro marka niemiecka była nadwartościowa, później straciła na wartości, ale teraz wróciła do stanu, który prawdopodobnie jest jej stanem równowagi.

Podsumowując analizę kursów walut można powiedzieć, że obecnie kurs dolara nie wydaje się być nadwartościowy; problem leży raczej po stronie euro. Problem euro zaś po części stanowi odbicie potrzeb gospodarki niemieckiej, która wkroczyła do strefy euro z nadwartościową marką. Interpretacja obserwowanych zjawisk sprowadza się więc w części do stwierdzenia, że największa gospodarka strefy euro ma nadwartościową walutę. Druga część wyjaśnienia tego, co się dzieje z euro, to powrót kursu marki niemieckiej do punktu równowagi. Ale oczywiście jak zwykle jest tak, że to co jest dobre dla jednego kraju, nie musi być dobre dla innych krajów. W tej chwili mamy więc mieszaną sytuację: nadwartościową markę niemiecką i podwartościowego franka francuskiego, i gdzieś po środku mieszczą się kursy innych walut. Tego typu sytuacja jest nie do uniknięcia i jest ona częścią wczesnej fazy procesu tworzenia nowej waluty na bazie walut zjednoczonych państw. Taka sytuacja potrwa jeszcze przez jakiś czas i nie da się jej zaradzić w prosty sposób. Dopiero ceny funkcjonujące na rynkach wewnętrznych wyczyszczą ostatecznie tę sytuację. Słabość euro jest w części spowodowana niewłaściwym kursem marki. Inna przyczyna, co do której istnieje powszechna zgoda, to fakt, że wartość euro rosła wolno, podczas gdy dolar rostał szybko, a więc że słabość euro jest efektem zwykłej gry



---

rynkowej. Dzisiaj gospodarki europejskie rozwijają się nieco szybciej niż Stanów Zjednoczonych, można się więc spodziewać, że euro zyska na wartości.

Zasadniczy wniosek z powyższych rozważań jest następujący. Nie ma nic złego w tym, że euro jest słabą walutą, chociaż sytuacja ta bardzo martwi niektórych, zwłaszcza w Niemczech. Twierdzą oni, że zrezygnowali z marki i w imię czego? W imię wspólnej waluty tak słabej jak włoski lir? Oczywiście jest to niewłaściwa interpretacja. Kursy walut bowiem mają się prawo zmieniać, a sytuacja musi się dopasowywać do tego, co się dzieje w gospodarkach. Okres czasowego spadku wartości euro nie jest czymś nadzwyczajnym i nie będzie trwał wiecznie. Tyle, że ów spadek nastąpił w pierwszym roku funkcjonowania waluty, ale na tej podstawie nie można wyciągać daleko idących wniosków.

## 5. Realizacja zadań przez Europejski Bank Centralny

Przejdźmy teraz do kwestii, która jest bardziej oryginalna i ciekawsza, a mianowicie do sposobu w jaki Europejski Bank Centralny realizuje swoje zadanie. Kiedy się rozmawia z przedstawicielami rynku finansowego, to okazuje się, że nie są oni zadowoleni ze sposobu komunikowania się EBC z otoczeniem. Media są szczególnie krytyczne w ocenie sposobu wyjaśniania przez EBC swoich działań. Jedno z wyjaśnień jest takie, że konstytucja banku centralnego (regulacje sposobu, w jaki ma bank funkcjonować), zawarta w Traktacie z Maastricht, jest skonstruowana w sposób niewłaściwy i powinna być zmieniona. I to wydaje się być rzeczywistą przyczyną trudności w komunikowaniu się banku centralnego z uczestnikami rynku finansowego.

Według Traktatu z Maastricht głównym zadaniem Centralnego Banku Europejskiego jest zapewnienie stabilizacji cen; dopiero po wykonaniu tego zadania może on zajmować się innymi kwestiami. Traktat nie wymienia zresztą tych innych kwestii, mówi tylko o tym jednym mandacie banku centralnego. Europejski Bank Centralny, przed wprowadzeniem euro, zdefiniował stabilizację

cenową oraz określił swoją strategię. Jak już wcześniej mówiliśmy bank wyznaczył – jako swój cel – stopę inflacji w przedziale między 0 a 2%, co, jak zaznaczyłem wcześniej, osobiście uważam za zbyt wąski cel.

Następnie EBC przyjął strategię polityki monetarnej, która opiera się na dwóch filarach. Określenie „strategia dwufilarowa” to nowy termin wprowadzony przez EBC, przedtem nieznany. Wprowadzenie nowego terminu wywołuje zwykle pytanie o powód jego wprowadzenia, pytanie, czy stare terminy nie wystarczały; prowadzi więc do podejrzeń, a jeżeli rodzą się tego typu podejrzania, to znaczy że jest po temu dobry powód.

Pierwszy filar to przyrost masy pieniądza; został on przejęty z praktyki niemieckiego Bundesbanku, który stosował go przez długi czas, i długo po tym, kiedy wszystkie pozostałe banki centralne zarzuciły stosowanie tej kategorii.

Drugi filar, mniej ważny od pierwszego, to kombinacja różnych wskaźników: inflacji i długoterminowych stóp procentowych, bezrobocia; lista wskaźników jest bardzo długa. EBC twierdzi, że wszystkie one brane są pod uwagę, ale wobec takiej wielości wskaźników w praktyce nie jest jasne, co tak naprawdę i jak bank uwzględnia.

Pierwszy filar, czyli cel monetarny (przyrost masy pieniądza) nie został osiągnięty i masa pieniądza rośnie dwa razy szybciej niż założono. Bank centralny, widząc to skoncentrował się na drugim filarze. Tylko, że w przypadku drugiego filaru nie sposób dowiedzieć się, które ze wskaźników są rzeczywistym przedmiotem troski EBC, ponieważ za każdym razem gdy bank wydaje oświadczenie, to uzasadniając je odwołuje się do innych elementów drugiego filaru. W rezultacie wyjaśnienia banku dotyczące podejmowanych działań nie są jasne, a jego zachowanie zasadniczo odbiega od obiecywanego w chwili powołania instytucji, jeśli odwołać się do lektury przyjętej strategii w dziedzinie polityki monetarnej EBC. To wytworzyło pewną przepaść między bankiem a społeczeństwem spowodowaną niedostatkami aktywności banku w zakresie PR (public relations), rozumianymi jako brak jasnego i precyzyjnego wyjaśniania decyzji banku. Specjaliści nie dyskutują z decyzjami banku centralnego, które uważają za wła-

---

ściwe, ale krytykują sposób informowania o nich uznając go za niezadowolający.

Podsumowując, to, co tak naprawdę EBC robi, to wyznacza cel inflacyjny. Wyznaczanie celu inflacyjnego stanowi standard, według którego ocenia się współczesne banki centralne. Standardem tym EBC nie wydawał się jednak posługiwać. Jak wytłumaczyć tę rozbieżność? Dochodzimy tu do kwestii niezależności banku centralnego.

## 6. Niezależność banku centralnego

Z teoretycznego punktu widzenia niezależność banku centralnego można definiować na dwa sposoby: jako niezależność w wyznaczaniu celu działania, albo też niezależność można traktować jako instrument, którym posługuje się bank centralny.

Ważnym wkładem unii monetarnej w Europie miało być wprowadzenie niezależności banku centralnego. W niektórych krajach bank centralny był niezależny ( np. w Niemczech), ale w większości krajów przyszłej unii walutowej, na przykład we Francji i we Włoszech, banki centralne nie były niezależne, pozostawały pod przemożnym wpływem krajowych rządów. Sytuacja zmieniła się zasadniczo po powołaniu Europejskiego Banku Centralnego. Z drugiej jednak strony wspomniany wyżej problem z komunikowaniem się banku prowadzi nas do kwestii, że być może bank centralny nie jest wbrew pozorom zwykłą instytucją.

Wróćmy teraz do dwóch podejść do kwestii niezależności banku centralnego, i weźmy dwa banki: Bank Anglii i Europejski Bank Centralny. Bank Anglii nie jest niezależny w sensie pierwszym, ponieważ to minister finansów, a nie bank, ustala cel inflacyjny i ponosi odpowiedzialność polityczną za jego realizację. Natomiast Europejski Bank Centralny sam ustala cel inflacyjny, który ma na wstępie realizować, bierze więc na siebie polityczną odpowiedzialność. Z drugiej strony Bank Anglii ma niezależność w drugim sensie, tj. co do doboru instrumentów realizacji celu inflacyjnego. Gdy bank ma wyznaczony cel inflacyjny (2,5% wskaźnik inflacji), to ma pełną swobodę wyboru narzędzi służących osią-

gnięciu tego celu. Europejski Bank Centralny ma także niezależność w sensie swobody dobierania narzędzi, chociaż nie ma jasności co do tego, kto decyduje o kursie euro. [Na marginesie warto wspomnieć, że od kilku tygodni toczy się na ten temat dyskusja]. Ważnym aspektem takich rozwiązań jest, że Bank Anglii nie ponosi odpowiedzialności politycznej, lecz że odpowiada „technicznie”; Bank Anglii jest więc instytucją „techniczną”. Tymczasem Europejski Bank Centralny ponosi odpowiedzialność polityczną, która się nakłada na odpowiedzialność techniczną.

W tym miejscu dochodzimy do szczególnego aspektu polityki monetarnej, a mianowicie do kwestii demokracji w tej dziedzinie. Chodzi mianowicie o rozstrzygnięcie, kto, jaka instytucja przedstawia społeczeństwu wyznaczony cel polityki monetarnej. W przypadku Anglii, taką instytucją jest minister finansów, a więc ostatecznie rząd, który tym samym bierze na siebie odpowiedzialność za poziom inflacji. Jeżeli bankowi centralnemu nie uda się zrealizować wyznaczonego mu celu inflacyjnego, wówczas minister finansów może zdymisjonować prezesa banku za niewypełnienie misji. Natomiast, jeżeli społeczeństwo nie będzie zadowolone z celu polityki monetarnej, to rząd poniesie konsekwencje tego niezadowolenia w postaci porażki w najbliższych wyborach parlamentarnych, lub przynajmniej może się takiej porażki obawiać. W przypadku Europejskiego Banku Centralnego nie ma prawdziwej kontroli nad instytucją, która podejmuje praktyczną decyzję o wysokości celu inflacyjnego. Formalnie EBC odpowiada przed Parlamentem Europejskim, ale jest on stosunkowo słabą instytucją. Od ponad roku mamy więc do czynienia ze swoistą luką w europejskiej demokracji, co po części tłumaczy skąd się bierze tak wiele kontrowersji wokół EBC. Prezes EBC na co miesięcznych konferencjach prasowych na słowa jakiegokolwiek krytyki uprzejmie odpowiada, że samodzielnie ustala politykę monetarną i że nikt go nie może zmusić do zmiany decyzji. Moim zdaniem jest to przestarzały sposób prowadzenia banku centralnego. Nowoczesny bank centralny musi być wrażliwy na opinię publiczną; Europejski Bank Centralny dopiero stoi przed tym problemem.

To nas prowadzi do kwestii przejrzystości banku centralnego. Jeśli bank centralny wyjaśnia swoje decyzje, to

---

przestrzega zasady przejrzystości działania. EBC utrzymuje, że przestrzega tej zasady.

Są dwa rodzaje przejrzystości. Pierwsza z nich to przejrzystość *ex ante*, czyli taka, kiedy bank centralny jeszcze przed podjęciem decyzji informuje, jakiego rodzaju decyzje bierze pod rozwagę i jaki sposób rozumowania przyjmuje analizując poszczególne opcje decyzji. Tak właśnie postępuje Bank Anglii, który każdorazowo publikuje protokół z dyskusji z każdego posiedzenia. Z protokołów widać, że istnieje różnica zdań w ramach Komitetu Polityki Monetarnej Banku Anglii, wiadomo kto ma jakie zdanie. W rezultacie społeczeństwo może śledzić debatę i debata staje się publiczna jeszcze przed podjęciem decyzji. Jest więc miejsce i czas na wyklarowanie się i wzięcie pod uwagę opinii publicznej.

Odmianą strategię stosuje Europejski Bank Centralny, który wyraźnie zapowiedział, że chce być oceniany *ex post*. I tak EBC wyznaczył sobie cel inflacyjny w wysokości 0 – 2%, następnie zapowiedział, że będzie robił wszystko, by ten cel osiągnąć, opinii publicznej pozostawiając prawo do oceny *ex post* działalności banku. To jest oczywiście całkowicie odmienny sposób podejścia do kwestii przejrzystości, który można opisać następująco: nie pytajcie proszę co robimy, nie pytajcie w jaki sposób chcemy dojść do celu, czekajcie po prostu na wynik naszych działań i wtedy nam powiecie, czy jesteście zadowoleni z rezultatu, czy też nie. Ponieważ nie ma tu demokratycznej sankcji [w stosunku do EBC – przyp. red.] a takie usytuowanie i rola Europejskiego Banku Centralnego pogłębia problem niedostatku demokracji, więc jest to jeszcze jedno wytłumaczenie niepopularności EBC zarówno wśród uczestników rynków finansowych jak i w mass mediach. Z tym wiąże się następujące niebezpieczeństwo: brak popularności EBC daje rządowi powód, by próbować osłabić niezależność EBC w prowadzeniu polityki monetarnej. Istnieje tzw. grupa G-11, w skład której wchodzi ministrowie finansów z 11 krajów tworzących unię monetarną, która spotyka się raz w miesiącu. Z wypowiedzi formułowanych na posiedzeniach G-11 wynika jasno, że rządy tych krajów chcą mieć coraz więcej do powiedzenia w kwestii polityki monetarnej, chcą, aby ich głos coraz więcej ważył w decyzjach EBC, wydaje się więc, że pozycja prze-

targowa banku jest coraz słabsza. W pewnym więc sensie mamy do czynienia z niedokończonym procesem budowy instytucji, z Europejskim Bankiem Centralnym, który wyznaje przestarzały pogląd na kwestię swojej niezależności, i z rządami krajów unijnych, które starają się odbudować równowagę między władzą polityczną a niezależnością banku centralnego. Wydaje się, że jest to jedna z nieoczekiwanych a jednocześnie ważnych lekcji funkcjonowania pierwszego roku strefy euro, dlatego poświęciłem jej tutaj dużo uwagi.

## 7. Cel inflacyjny

### 1. 1. Szerokość pasma a stopa inflacji

EBC stawia się w bardzo trudnej sytuacji, jeżeli wyznacza sobie jako cel precyzyjnie określoną stopę inflacji. Jest tak z wielu powodów. Po pierwsze, dlatego że potrzeba czasu, by na decyzję w zakresie polityki monetarnej zareagowała inflacja; wiemy, że na to potrzeba od 12 do 18 miesięcy. Problem polega więc na tym, że decyzje trzeba podejmować grubo przedtem, zanim ma się dostatecznie dużo informacji na temat tego, co się może wydarzyć. Mamy tu więc do czynienia z ryzykiem, a tam gdzie jest ryzyko nie można być precyzyjnym.

Drugi powód to wstrząsy. Szoku naftowego, a więc blisko trzykrotnego wzrostu ceny ropy naftowej w ciągu ostatniego roku, nikt nie przewidywał. I taka jest natura szoków – nie są przewidywalne, a ciągle gdzieś, w jakiejś części świata występują. One właśnie zwiększają ryzyko i podważają sens precyzji w wyznaczaniu celów polityki gospodarczej. Jeżeli ma się wąsko wyznaczony cel inflacyjny (pasma 0 – 2%), wówczas ma się bardzo małe pole manewru. Europejski Bank Centralny był bliiski osiągnięcia celu w wysokości 0,5% w kwietniu ubiegłego roku, w tym roku było to już 2,0%; jak widać 1,5 punktu procentowego można przekroczyć w krótkim czasie. W moim przekonaniu tak wyznaczony cel jest dużo za wąski, a więc EBC obiecuje za dużo w stosunku do tego, co może faktycznie wykonać. Uważam, że docelowe pasmo celu inflacyjnego powinno wynieść 4

---

punkty procentowe, co byłoby bezpieczniejsze z punktu widzenia zachowania reputacji przez bank centralny.

## 8. Polaryzacja w ramach Unii a polityka EBC

Kilka lat temu zastanawiając się nad uniwersalnością rozwiązań, doszedłem do wniosku, że nie zdała ona egzaminu. Istnieje bowiem tendencja do polaryzacji, co jest niebezpiecznym zjawiskiem. Dla przykładu Irlandia przechodzi obecnie przez okres wysokiej inflacji, co powoduje, że traci ona na konkurencyjności. Jedynym sposobem na odzyskanie konkurencyjności jest zmniejszenie inflacji do poziomu niższego niż w innych krajach członkowskich, i to przez szereg lat. Jeżeli przeciętna inflacja dla strefy euro wynosi 1%, to by oznaczało, że Irlandia musi mieć ujemną inflację przez kilka lat. A osiągnięcie ujemnej inflacji jest zadaniem bardzo trudnym, skoro trzeba zejść z 5% do -2%. Inflacja w Irlandii dotyczy przede wszystkim aktywów, mieszkań i nieruchomości oraz akcji, stąd przejście do deflacji może spowodować załamanie na rynku nieruchomości i na giełdzie. Grozi więc rozległą destabilizacją i jest poważnym zagrożeniem. To musi prowadzić do stwierdzenia, że EBC został stworzony po to, by dbać o całą strefę euro, a nie o poszczególne zakątki tej strefy, a wyjątkiem mogą być jakieś ekstremalne przypadki, które stanowią źródło poważnej destabilizacji, jak to ma miejsce teraz w przypadku Irlandii. Wówczas EBC może poświęcić przez czas pewien więcej uwagi Irlandii niż reszcie Unii.

Problem jednak polega na tym, że EBC nie informuje o tym, co robi. Pytanie jest więc, czy można tę politykę zrekonstruować. Taką próbę podjęliśmy w raporcie [„One Money, Many Countries”, C. Favero, X. Freixas, T. Persson, Ch. Wyplosz, Centre for Economic Policy Research, January 2000, London], analizując reakcję EBC w ciągu roku na inflację oraz na lukę PKB. Szacowaliśmy reakcję Bundesbanku i Banku Rezerwy Federalnej i zadaliśmy sobie pytanie, czy EBC reagował tak jak Bundesbank czy tak jak Bank Rezerwy Federalnej. Z naszej analizy wynika, że obniżenie stopy procentowej

na początku 1999 roku nie miało nic wspólnego z typową reakcją Bundesbanku czy też Banku Rezerwy Federalnej. Następnie badaliśmy hipotezę, że być może EBC w swojej praktyce kieruje się tylko pierwszym filarem, tj. celem w postaci podaży pieniądza. Z analizy wynika, że tak nie było. Następnie wzięliśmy dwa przypadki krajów, które na początku 1999 r. bardzo wolno wracały na ścieżkę wzrostu, tj. Niemcy i Włochy i badaliśmy hipotezę, że EBC zajął się właśnie tymi dwoma przypadkami. I tu się okazało, że jesteśmy prawdopodobnie blisko wyjaśnienia działań banku w ubiegłym roku. Jedną z interpretacji wyników analizy może być taka, że skoro w dwóch krajach wystąpiły poważne problemy, które zagrażały przywróceniu wzrostu gospodarczego, to Europejski Bank Centralny poświęcił im, tym dwóm ważnym krajom, szczególną uwagę. Wygląda na to, że takie postępowanie miało miejsce, choć EBC publicznie o tym nie mówił.

## 9. Koszty unii monetarnej

Nie ma poważnych dowodów na ten temat, prace dopiero się zaczynają. Można oczekiwać, że kosztem takim jest niepewność, a ściślej niepewność co do wysokości stóp procentowych, a co za tym idzie niepewność co do stopy wzrostu gospodarczego itd. W naszym raporcie robimy przybliżone obliczenia, próbując wskazać, że występuje pewien koszt inflacyjny (*inflation costs*), gdy porównuje się różne aktywa. Nie będę wchodzić w szczegóły techniczne obliczeń; tu warto ogólnie powiedzieć, że koszt wynika z niepewności, która powoduje wyższy koszt kredytów. Niektórzy specjaliści dowodzą, że odwrotną stroną medalu jest słabe euro. Po rynkach finansowych krąży żart, że jedną z przyczyn słabego euro jest niechęć do Wima Duisenberga, która jest tak duża, że nie chcą się trzymać jego waluty. Żart ten opowiadają dealerzy, a ponieważ nigdy nie należy im ufać, nie warto też wierzyć w takie wytłumaczenie słabości euro. Odkładając żarty na bok, trzeba jednak stwierdzić, że jest wrażenie, że dziwne zachowanie kierownictwa EBC może mieć wpływ na kurs euro.

---

## 10. EBC a stabilizacja finansowa

Istnieje problem regulacji dotyczących nadzoru bankowego w strefie euro. Obecnie nadzór nad bankami i instytucjami finansowymi odbywa się na poziomie krajowym. Każdy kraj unii walutowej ma własne rozwiązania związane z nadzorem bankowym – w niektórych funkcję nadzorca pełni bank centralny, w innych są odrębne, specjalnie w tym celu powołane instytucje. Właśnie taki system kontroli przewiduje Traktat z Maastricht, który jednoznacznie stwierdza, że jeżeli występują problemy w bankach, to są one problemami krajowymi. Jakikolwiek operacje ratowania banków muszą więc być przedsięwzięte na poziomie kraju i na jego koszt. Uważa się bowiem, że takie operacje ratunkowe mogą być bardzo drogie i nie ma powodu, by jeden kraj ponosił koszty generowane w innym. Istnieje więc tu dobre uzasadnienie: przeciwdziałanie hazardowi moralnemu poprzez utrzymanie nadzoru bankowego na poziomie kraju. To jest oficjalne uzasadnienie, ale nie jest ono w pełni satysfakcjonujące. Jest tak dlatego że będzie rosło ryzyko systemowe na poziomie Unii, a nie to na poziomie kraju. Po pierwsze, dlatego że istnieje tylko jedna stopa procentowa i jeden rynek pieniężny. Jeżeli jedna duża instytucja finansowa będzie w kryzysie, wówczas najprawdopodobniej odczuje to cały system finansowy Unii, a jeśli warunki ekonomiczne są generalnie złe, co się może zdarzyć (banki zwykle nie upadają, jeżeli warunki ekonomiczne są dobre), wówczas inne banki mogą być zagrożone i możemy mieć kryzys na rynku finansowym.

W takiej sytuacji problemy jednego kraju staną się problemem wspólnym. I w gruncie rzeczy poszczególne kraje mogą wykorzystywać taką współzależność, i mogą nic nie robić czekając na zbiorową pomoc [z zewnątrz – przyp. red.]. Weźmy jako przykład mały kraj z bardzo dużym bankiem. Z punktu widzenia takiego kraju, oczywiście teoretycznie, może mieć sens następujące zachowanie: pozwolimy naszemu bankowi upaść, ponieważ wówczas wszystkie banki strefy euro będą zagrożone upadkiem, czyli niezbędna okaże się zbiorowa akcja ratunkowa. Takie podejście byłoby korzystne dla małego kraju, bo ratowanie jego banku byłoby mniej dla niego kosztowne.

Po drugie, obserwujemy zjawisko, na razie jeszcze bardzo powoli się rozwijające, powstawania banków europejskich: banki łączą się w struktury ponadkrajowe. Wkrótce nie będziemy mieli jasności, czy bank jest z Luksemburga czy też jest niemiecki. W rezultacie coraz trudniej będzie powiedzieć, kto ma ratować zagrożony bank. Zweryfikowanie więc poglądu o sprawowaniu nadzoru bankowego na poziomie kraju jest tylko kwestią czasu. W razie kryzysu ogóloeuropajskiego, w sytuacji gdy rynek finansowy przestał być rynkiem krajowym, twierdzenie, że nadzór bankowy powinien być sprawowany na poziomie kraju okaże się być nie na miejscu. Oficjalne stanowisko przedstawicieli EBC na ten temat jest następujące: tak, my także myślimy o tym problemie, dyskutujemy w ramach banku, i wkrótce będzie gotowe nasze stanowisko w tej sprawie. Ale stanowiska nie ma, a problem istnieje i jest poważny.

Jakie są rozwiązania? Z ekonomicznego punktu widzenia logicznym rozwiązaniem byłoby stworzenie scentralizowanej instytucji nadzoru bankowego. Istnieje dodatkowy problem: czy ta instytucja powinna powstać w ramach EBC czy też poza nią; ta kwestia jest przedmiotem dyskusji w gronie specjalistów [od nadzoru bankowego – przyp. red.], którzy zastanawiają się, czy ma sens połączenie obu tych rodzajów działalności pod jednym „dachem”, czy też nie. W tym momencie nie będę wchodził w szczegóły, mogę tylko powiedzieć, że to jest stosunkowo prosta kwestia.

Stworzenie [scentralizowanej instytucji nadzoru – przyp. red.] wydaje się być jednak rozwiązaniem politycznie niemożliwym, przede wszystkim z powodu silnych barier narodowych. Niektóre krajowe banki centralne posiadają kompetencje w dziedzinie nadzoru bankowego i to są jedyne ich kompetencje po utracie kompetencji w dziedzinie polityki monetarnej, nad czym oczywiście ubolewają. Ewolucję tę blokuje w szczególności grupa krajów najbardziej wpływowych. Ostatecznie taka zmiana nastąpi, co do tego nie mam żadnych wątpliwości. Martwić musi jednak, że dla wprowadzenia tego logicznego rozwiązania potrzebnych będzie najpierw kilka kryzysów. Jestem przekonany, że za dziesięć lat na pewno będziemy już mieli unikalną instytucję nadzorującą system bankowy w Europie.

---

Co można zrobić w międzyczasie? Można czekać na kryzys, a potem punktować [przeciwników wprowadzenia scentralizowanego systemu nadzoru bankowego – przyp. red.] i proponować środki zaradcze. Albo też można proponować rozwiązanie suboptymalne, które zakłada wprowadzenie całkowicie zdecentralizowanego systemu. Tu inspiracja pochodzi od rozwiązania przyjętego w Nowej Zelandii, gdzie banki są zobowiązane do prowadzenia skrajnie rozbudowanej sprawozdawczości i gdzie rynki sprawują nadzór nad bankami. Można by oczywiście mówić o szczegółach, ale chciałbym tylko powiedzieć ogólnie, że to jest przypadek całkowitej decentralizacji nadzoru, kiedy klientów banków stawia się w roli nadzorców banków, zmuszając banki do bezzwłocznego raportowania. Rozwiązanie to nie przystaje do tradycji europejskiej, więc trudno będzie dobrze je stosować, ale na pewno byłoby ono lepsze niż utrzymywanie *status quo*, co jest receptą na poważne problemy w przyszłości.

## 11. Zróżnicowanie krajów a jednolitość polityki monetarnej EBC

Im więcej krajów należy do unii monetarnej, tym większe prawdopodobieństwo, że te kraje będą się między sobą różnić. Im problem ostrzejszy, tym mniejsze szanse, że jedno rozwiązanie będzie odpowiadać wszystkim. Odnosi się to także do każdego przypadku poszerzenia unii. Z drugiej jednak strony, im więcej krajów jest w unii, tym silniej zaczyna działać prawo wielkich liczb, tym większe szanse na zachowanie równowagi, tym łatwiej bankowi centralnemu oscylować i zajmować się krańcowymi przypadkami.

Jest oczywiste, że im problem trudniejszy, tym większe zróżnicowanie. Zaś kraje transformujące swoje gospodarki, właśnie w związku z tym, że podlegają reformom, potrzebują więcej zmian cen niż to ma miejsce w przypadku innych krajów. W tym sensie są mniej stabilne, jeżeli chodzi o poziom inflacji, będą bez wątpienia potrzebować realnej aprecjacji w długiej perspektywie po wejściu do unii, i to komplikuje problem.

Musimy rozumieć, jaki jest koszt unii monetarnej i pogodzić się z nim. Przykładowo oznacza to, że w kra-

jach transformujących się inflacja będzie wyższa niż w pozostałych. Jeśli z tym się pogodzimy i kiedy cel inflacyjny dla całej strefy będzie spójny i uwzględniać będzie tę sytuację, problem będzie mniej bolesny. Wszystkie te problemy są prawdziwe i bez wątpienia nie ułatwią pracy bankierom EBC, ale też nie zahamują wchodzenia nowych państw do unii monetarnej.

Trzeba też popatrzeć na tę sprawę z drugiej strony. Państwa zainteresowane członkostwem w Unii będą musiały się w pełni dostosować do wymogów, które są im stawiane w dziedzinie handlu, finansów i innych. Jeżeli dany kraj ma płynny kurs walutowy lub stosuje szeroki przedział wahań ( $\pm 15\%$ ), wówczas trzeba się spodziewać, że przejdzie on przez okres wielkich wahań kursu, tak jak to się zwykle dzieje w przypadku stosowania takich rozwiązań. Jeżeli kurs waha się w dużym przedziale (rośnie lub spada o 5 czy 10%), to ma to poważne skutki dla obrotów handlowych. Dla przykładu w 1992 roku, kiedy w europejskim systemie monetarnym doszło do kryzysu, lir został zdewaluowany o 25%, co wprost przełożyło się na ceny włoskich samochodów, które stały się z dnia na dzień tańsze o 25%. Prezydent Francji w tej sytuacji nie mógł nie wystąpić publicznie, by oskarżyć Fiata o nieuczciwą konkurencję. Sytuacja ta wywołała poważny problem polityczny. Przez kilka tygodni oficjalne spotkania włosko-francuskie odbywały się w bardzo napiętej atmosferze, spowodowanej podejrzeniami o manipulację kursem walutowym. I takie właśnie podejrzenia stanowią dobry powód, by mieć wspólną walutę. Wspólna waluta uniemożliwia bowiem manipulacje. Z tego też powodu im wcześniej nowe kraje, po wejściu do Unii Europejskiej, przystąpią do unii walutowej, tym lepiej będzie dla wszystkich; choć oczywiście będą temu towarzyszyć koszty ekonomiczne.

## 12. Dysparytet inflacyjny

Podczas pierwszych dyskusji akademickich dotyczących utworzenia wspólnej waluty euro wielu ekonomistów twierdziło, że nigdy nie dojdzie do pełnej synchronizacji cykli koniunkturalnych. Przewidywali występowanie

---

dysparytetu inflacyjnego i związanych z nim problemów. Oficjalna odpowiedź przedstawicieli rządów i banków centralnych brzmiała, że wraz z wprowadzeniem wspólnej waluty uruchomiona zostanie potężna siła działająca na rzecz synchronizacji cykli koniunkturalnych. Minęło półtora roku funkcjonowania strefy euro, powinna być konwergencja, a jest przekonanie, że posiadanie wspólnej waluty prowadzi do zintensyfikowania handlu. Mniejsze są bowiem koszty handlu, ściślej chodzi o koszty wymiany walut. Trudno powiedzieć, jak duży będzie ten efekt. Dotychczasowe badania nie były w stanie wykazać jakichś szczególnie silnych efektów; wyjątkiem jest raport, który wychodzi z Kalifornii. Autor artykułu w inteligentny sposób oszacował wpływ unii monetarnej na wielkość obrotów handlowych. Jego wyniki badań wskazują na ogromne skutki dla handlu. Jeżeli wierzyć tym wynikom [1 badanie na ponad 20, z których taki wniosek nie wynika – przyp. red.], a ja w pełni nie jestem do nich przekonany, choć dobrze oceniam samo rozumowanie przyjęte w tej pracy, to może następować znaczący wzrost obrotów handlowych. Jeżeli tak się dzieje, to można oczekiwać transmisji cyklu, a więc i rosnącej synchronizacji. Przeciwno takiemu trendowi działają następujące zjawiska: polityka fiskalna pozostaje kwestią narodową, rządy poszczególnych krajów prowadzą odrębną politykę gospodarczą, kraje różnią się co do specjalizacji w handlu, mają różne warunki naturalne itd. W rezultacie, jak sądzę, możemy się spodziewać większej synchronizacji, jednakże nigdy nie nastąpi pełna synchronizacja, zawsze będą występować różnice w cyklach koniunkturalnych i dysparytet inflacyjny. Co można w tej kwestii zrobić? EBC powtarza od kilku miesięcy, że rozwiązanie leży w dostosowaniach polityki fiskalnej, z zastrzeżeniem, że polityka fiskalna jest złym narzędziem dla kreowania polityki gospodarczej, ponieważ podlega ona naciskom politycznym i trudno sobie wyobrazić aktywne wykorzystywanie polityki fiskalnej. Problem obecnie polega na tym, że niektóre kraje, jak np. Irlandia, przeżywają okres boomu i mają rosnącą inflację, ale mają bardzo luźną politykę fiskalną. A więc tu mamy przypadek przeciwny od zalecanych rozwiązań.

Podsumowując, trzeba powiedzieć, że będziemy mieli dysparytet inflacyjny.

### **13. Instytucjonalne rozwiązania przyjęte w Europejskim Banku Centralnym**

Rada Europejskiego Banku Centralnego składa się z 17 osób: Rady Dyrektorów (6 osób) oraz 11 gubernatorów banków centralnych krajów członkowskich. Marek Dąbrowski postawił tezę, że już sama konstrukcja Rady powodować musi dużo problemów w podejmowaniu decyzji, przejrzystości procesu decyzyjnego, komunikowania się z rynkami. [Odpowiadając mu, powiem, że – przyp. red.] posiedzenia są niejawnie. W posiedzeniach nie uczestniczą pracownicy EBC, a więc jest odmiennie niż ma to miejsce w przypadku krajowych banków centralnych – posiedzeń ich rad polityki monetarnej, w których eksperci i pracownicy banków biorą udział. W posiedzeniach uczestniczą natomiast tłumacze, choć twierdzi się, że wszyscy szefowie krajowych banków centralnych mówią po angielsku.

Kiedy mówi się, że być może członkowie Rady EBC nie są równi, sprostowanie, że są równi nadchodzi tak szybko, że wywołuje przekonanie, iż dotyka się czułego punktu tej instytucji.

Wydaje mi się oczywiste, bo jest to naturalne, że sześć osób z Rady Wykonawczej stale urzędujących we Frankfurcie ma większy wpływ na koordynację działań banku niż pozostałych 11 osób. To jest moje przypuszczenie, nie mam na to dowodu, bo mimo że znam kilku członków Rady, to są oni bardzo niechętni do udzielania informacji.

Rada jest dużym ciałem. Podejmowanie decyzji przez 17 osób musi być trudne, muszą bowiem występować różnice zdań, co pociąga za sobą konieczność dyskusowania i dochodzenia do konsensusu. Jak wiadomo, protokoły z posiedzeń Rady nie są przedstawiane do publicznej wiadomości, więc nie wiemy, jak są podejmowane decyzje. Oficjalnie utrzymuje się, że decyzje są podejmowane w drodze konsensusu. Taki sposób podejmowania decyzji wiąże się jednak z bardzo silnym wywieraniem presji przez, jak przypuszczam, mniejszość na większość członków Rady. Bez wątplenia nie jest to więc przyjemny proces.

Jeżeli dojdzie jeszcze dziesięć nowych krajów, co powinno nastąpić w ciągu 10 najbliższych lat, wówczas Ra-

---

da będzie liczyła 27 członków i wydaje się, że podejmowanie decyzji przez Radę stanie się niemożliwe. Wydaje się, że świadomość tego faktu jest powszechna i że powszechne jest przekonanie, iż w przyszłości trzeba będzie dopuścić do koncentracji władzy. W przyszłości więc Europejskim Bankiem Centralnym prawdopodobnie będzie rządziła jedynie szóstka stałych dyrektorów rezydujących we Frankfurcie. Jednocześnie powszechnie wiadomo, że zmiana Traktatu z Maastricht, który reguluje statut EBC, jest trudna do przeprowadzenia, ponieważ każda próba jego zmiany wywołuje lawinę problemów politycznych. Stąd, moim zdaniem, prawdopodobnie zmiana może nastąpić jedynie w wyniku przeprowadzenia cichej rewolucji. Polegać by ona miała na takiej zmianie praktyki, by 11 gubernatorów krajowych banków centralnych nie utrudniało podejmowania decyzji przez 6 dyrektorów Rady, przez zadawanie zbędnych pytań.

Problem podejmowania decyzji przez tak duże ciało, jakim jest Rada, jest rzeczywiście bardzo poważny i każdy następny członek Unii może ten proces jeszcze bardziej utrudnić.

Zadano tu pytanie o to, czy gubernatorzy banków centralnych z poszczególnych krajów zasiadający w Radzie Wykonawczej EBC reprezentują raczej interesy swoich krajów, czy też interesy Unii jako całości. Otóż Traktat z Maastricht mówi, że gubernatorzy nie mogą otrzymywać instrukcji od rządów swoich krajów, a więc że są niezależni. Pytanie sprowadza się do kwestii, do jakiego stopnia gubernatorzy reprezentują interesy narodowe *implicité*. Pytani o to, czym się kierują przy podejmowaniu decyzji, zawsze odpowiadają, że nie patrzą na dane dotyczące ich krajów, lecz na dane dotyczące całej UE i reprezentują interesy całej Unii. Oczywiście to niemożliwe, i tak nie jest. Jednakże z drugiej strony, gubernatorowi krajowego banku centralnego byłoby bardzo trudno ciągle reprezentować na forum Rady Wykonawczej EBC interesy swojego kraju. Taka postawa nie byłaby dobrze przyjmowana przez pozostałych członków i powodowałaby, że dany gubernator traciłby swoje wpływy w Radzie. A każdy z gubernatorów walczy o swoją pozycję w ramach Rady; sądzę, że konkurencja jest tam silna. I jeżeli członkowie Rady uznaliby, że dany gubernator jest przedstawicielem interesów swojego

kraju, to jego pozycja byłaby zagrożona. Tak więc kwestia, czyje interesy reprezentują gubernatorzy banków centralnych nie martwi mnie szczególnie.

## 14. Wielka Brytania w unii walutowej

Zdecydowana większość mieszkańców Wielkiej Brytanii jest przeciwna przyłączeniu się ich kraju do Europejskiej Unii Gospodarczej i Walutowej – wykazał sondaż, którego wyniki opublikowano 25 czerwca br. w Londynie. Wskazują one, że proporcja przeciwników przystąpienia Wlk. Brytanii do strefy euro do zwolenników takiego posunięcia kształtuje się na poziomie 3,7:1. Aż 58 proc. ankietowanych Brytyjczyków uważa przy tym, że rozstrzygnięcie tej sprawy powinno poprzedzić ogólnonarodowe referendum. Wstąpienie Wlk. Brytanii do unii walutowej jest kwestią czysto polityczną. Obecny rząd brytyjski chciałby, oczywiście, wprowadzić Wlk. Brytanię do unii walutowej, ale jednocześnie obawia się ceny politycznej, jaką przyjdzie mu za to zapłacić. Fakt, że euro jest słabą walutą, a funt brytyjski od roku jest silnie przewartościowany w stosunku do euro jedynie skomplikował sytuację polityczną. W mojej ocenie przewartościowanie funta jest rzędu 30%, zanim więc Wlk. Brytania wejdzie do strefy euro, będzie musiała o 30% zdeprecjonować funta, co musi być kontrowersyjnym zabiegiem. Sądzę więc, że to przyczyna ekonomiczna jest powodem nie podejmowania takiego kroku w bliskiej perspektywie. Nikt nie wie, kiedy kurs funta spadnie, i kwestia jego nadwartościowego kursu jest bez wątpienia palącym problemem Londynu. W ciągu ostatnich dwóch tygodni [tj. w pierwszej połowie czerwca 2000 r. – przyp. red.] opozycja, czyli Partia Konserwatywna rozpoczęła wielką kampanię przeciw euro, która jak się wydaje, spotkała się z pewnym poparciem społecznym. Na tym tle chciałbym stwierdzić, że o ile dwa lata temu spodziewałem się, że funt brytyjski wejdzie do strefy euro przed 2000 rokiem, o tyle teraz – wskutek owej kombinacji czynników politycznych i ekonomicznych – stałem się dużo większym pesymistą. Nie ma wątpliwości, że kurs funta brytyjskiego obniży się w ciągu najbliższych dwóch, trzech lat i że sytuacja gospodarcza w związku



---

z tym stanie się poważna. Nie sądzę, by w tej chwili ktośkolwiek mógł jednoznacznie określić, kiedy Wlk. Brytania przystąpi do unii monetarnej. Jestem jednak przekonany, że poza Wlk. Brytanią wszystkie pozostałe kraje przystąpią w ciągu najbliższych dwóch, trzech lat.

## 15. Kraje transformujące się a unia monetarna

Przechodząc do przypadku krajów transformujących się, w tym Polski oraz tego co ją czeka w związku z wchodzeniem do Unii Europejskiej i przystąpieniem do strefy, można stwierdzić, że im mniej stabilna jest gospodarka, czyli im mniej stabilne są wskaźniki ekonomiczne, tym szersze powinno być pasmo celu inflacyjnego. Transformacja bowiem jest procesem, który powoduje szybkie zmiany; transformacja jest z definicji procesem destabilizacji. Dlatego też uważam, że gospodarki wschodzące powinny mieć szersze pasmo niż gospodarki ustabilizowane. Tak więc o ile w moim przekonaniu pasmo 4% jest dostatecznie szerokie dla Europy Zachodniej, to dla gospodarek transformujących się pasmo powinno być większe niż 4%.

### 15. 1. Zarządzanie procesem wejścia Polski do unii walutowej

Na pytanie, jak zarządzać procesem wejścia Polski i innych krajów transformujących się do unii monetarnej, nie ma jednej odpowiedzi. W przypadku krajów, które wyznaczają sobie jako cel polityki monetarnej stosunkowo sztywny kurs walutowy (np. Estonia, która ma *currency board*, czy też Węgry, które mają bardzo wąskie pasmo wahań kursu walutowego), nie ma, jak sądzę większego sensu rozpoczęcie poszerzania zakładanego pasma wa-

hań kursu ich walut, a więc uelastycznianie kursów walutowych zanim staną się one częścią strefy euro. W mojej ocenie dla tej grupy krajów może natomiast mieć sens wcześniejsze, jednostronne wprowadzenie euro, może nawet przed przystąpieniem do Unii Europejskiej. Taki ruch mógłby pomóc w zapobieżeniu ewentualnym kryzysom, a więc ruchom walut w górę lub w dół o 10-20%, które mogą się wydarzyć w nadchodzących 2 latach.

Natomiast dla krajów takich jak Polska, która dopiero co zrezygnowała z wyznaczania poziomu kursu walutowego, wprowadzenie zasady wyznaczania celu inflacyjnego jest właściwą strategią. Rezygnacja z pasma wahań kursu walutowego i wprowadzenie – jako głównego celu praktyki ekonomicznej – celu inflacyjnego daje krajowi kilka lat na zbliżenie się do euro. Jest tak, dlatego że to właśnie stopa inflacji jest kryterium oceny gospodarki, czy spełnia ona warunki przystąpienia do Unii.

### 15. 2. Kryteria konwergencji

To nas prowadzi do kwestii kryteriów konwergencji. Trzeba tu zrobić następujące rozróżnienie. Po pierwsze istnieją kryteria konwergencji, tzn. warunki, które kraj musi spełnić, by móc zostać członkiem unii monetarnej. Po drugie zaś, istnieją pewne reguły, których trzeba przestrzegać, gdy już się jest członkiem Unii; owe reguły są zapisane w dokumencie *Stability Pact*. Ów dokument, zwany także Programem Stabilizacji, reguluje zasady polityki fiskalnej i deficytu budżetu państwa. Nie ma w nim oczywiście kwestii inflacji i stóp procentowych, ponieważ te kwestie już nie są w rękę rządów krajowych. Poziom inflacji jest wynikiem wspólnej polityki monetarnej i warunków lokalnych, zaś stopa procentowa ma zasięg europejski (Eurolandu). W odróżnieniu od krajów-członków unii monetarnej kraje, które są poza nią ciągle jeszcze muszą przestrzegać tradycyjnych kryteriów konwergencji.

# 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?
- 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