

Eryk Łon

Dlaczego Polska nie powinna  
wchodzić do strefy euro ?

Poznań 2007

## Spis treści:

Od Autora	s. 4
Cel opracowania	s. 4
1. Wstęp	s. 5
2. Ocena funkcjonowania strefy euro	s. 7
2.1 Wzrost gospodarczy	s. 7
2.2 Synchronizacja cykli koniunkturalnych	s. 7
2.3 Konwergencja realna	s. 10
2.4 Zmiany wskaźnika ryzyka kraju	s. 11
2.5 Eksport	s. 13
2.6 Saldo w rachunku bieżącym	s. 16
2.7 Dynamika eksportu do innych krajów strefy euro	s. 17
2.8 Zmiany w strukturze rezerw walutowych	s. 18
2.9 Sytuacja na rynku akcji	s. 19
2.10 Wydajność pracy	s. 20
2.11 Procesy inflacyjne	s. 22
2.12 Nakłady inwestycyjne	s. 23
2.13 Polityka EBC a aktywność gospodarcza krajów członkowskich strefy euro	s. 25
2.14 Kurs walutowy a aktywność gospodarcza krajów członkowskich strefy euro	s. 27
2.15 Interwencje walutowe	s. 28
3 Wybrane problemy dyskusyjne	s. 29
3.1 Autonomia polityki pieniężnej w warunkach kursu płynnego	s. 29
3.2 Stopy procentowe a członkostwo w strefie euro	s. 30
3.3 Kryterium deficytu budżetowego a wzrost gospodarczy	s. 33
3.4 Wahliwość kursu walutowego a wzrost gospodarczy	s. 35
3.5 Związki między polityką EBC a polityką innych wybranych banków centralnych	s. 37
3.6 Strefa euro a Wielka Brytania, Dania i Szwecja	s. 39
3.7 Debata o ewentualnym członkostwie w strefie euro a grupa porównawcza	s. 39
3.8 Doświadczenia Grupy G-3, GKU oraz Grupy SM-27	s. 40
3.9 Modele integracji a likwidacja walut narodowych	s. 42
3.10 Wzrost gospodarczy strefy euro na tle wzrostu gospodarczego innych organizacji	s. 43
3.11 Konsensus Waszyngtoński a wzrost gospodarczy	s. 45
3.12 Dostęp do rynków finansowych	s. 45

3.13 Bezpośrednie inwestycje zagraniczne	s. 46
4 Polityczne i społeczne aspekty koncepcji likwidacji walut narodowych	s. 47
4.1 Stopień chęci posiadania własnego państwa a euro	s. 47
4.2 Wprowadzanie euro a opinia publiczna	s. 49
4.3 Referendum w sprawie ewentualnego członkostwa Polski w strefie euro	s. 52
4.4 Euro a suwerenność	s. 52
5 Istota i zalety suwerenności monetarnej	s. 56
5.1 Swoboda w zakresie wyboru celów banku centralnego	s. 56
5.2 Swoboda w zakresie wyboru instrumentów banku centralnego	s. 58
5.3 Instytucjonalne aspekty suwerenności monetarnej	s. 59
5.4 Suwerenność monetarna a ryzyko aprecjacji kursu polskiego złotego	s. 61
6. Zasadność długoterminowej prognozy makroekonomicznej	s. 62
7. Alternatywa wobec koncepcji członkostwa Polski w strefie euro	s. 65
7.1 Istota alternatywy wobec koncepcji członkostwa Polski w strefie euro	s. 65
7.2 Limit zagraniczny dla OFE	s. 65
7.3 Utworzenie Eximbanku	s. 68
7.4 Zmiana sposobu zarządzania rezerwami walutowymi	s. 69
7.5 Rozwój polskiego rynku finansowego	s. 70
7.6 Współpraca banku centralnego z rządem i sejmem RP	s. 71
Wnioski końcowe	s. 71
Bibliografia	s. 73
Inne źródła	s. 74
Spis tabel	s. 75
Spis wykresów	s. 76
Spis schematów	s. 76

Dr Eryk Łon

Poznań, dn. 30. 9. 2007 r.

Katedra Bankowości

AE w Poznaniu

## **Dlaczego Polska nie powinna wchodzić do strefy euro ?**

### **Od Autora**

*Od pewnego czasu toczy się w Polsce poważny spór. Chodzi o to, czy Polska powinna wchodzić szybko do strefy euro czy też proces ten spowolnić. Mam świadomość, że w dyskusjach naukowych przeważa bardziej ten pierwszy pogląd. Tym niemniej czułem się zobowiązany przedstawić pogląd odmienny. Mam bowiem osobiście poważne wątpliwości czy Polska powinna do strefy euro wchodzić. Chciałbym tu zaznaczyć, że moje opracowanie nie jest wymierzone przeciw komukolwiek, a jedynie należy je traktować jako wolny głos w tej bardzo ważnej ogólnonarodowej debacie.*

### **Cel opracowania i warsztat badawczy**

Celem opracowania jest przedstawienie argumentów przemawiających przeciwko wejściu Polski do strefy euro, nazywanej zamiennie Eurolandem. W tym celu dokonana zostanie ocena funkcjonowania strefy euro. Omówione zostaną wybrane problemy dyskusyjne związane z tematyką sporu między zwolennikami polskiego złotego a zwolennikami euro. Przedstawione zostaną zalety suwerenności monetarnej. Sformułowany zostanie pogląd na temat zasadności tworzenia długoterminowych prognoz makroekonomicznych związanych z tematyką niniejszego opracowania. Dokonana zostanie charakterystyka politycznych i społecznych konsekwencji procesu likwidacji walut narodowych. Omówione zostaną wybrane elementy alternatywy wobec koncepcji członkostwa Polski w strefie euro.

W toku badań wykorzystane będą wybrane narzędzia metod ilościowych. Obliczana będzie średnia arytmetyczna i wskaźnik korelacji. Metody te stosowałem w toku dotychczasowych swych badań naukowych<sup>1</sup>. Informacje o poziomie wybranych wskaźników makroekonomicznych pochodzić będą z baz danych OECD, bazy danych MFW, bazy danych „Rocznika Statystyki Międzynarodowej”, bazy danych „Statistical Yearbook”, bazy danych

amerykańskiego banku centralnego, bazy danych Międzynarodowej Statystyki Finansowej. Dane o poziomie wybranych indeksów giełdowych zaczerpnięte zostaną z bazy danych banku inwestycyjnego Morgan Stanley.

## 1. Wstęp

W toku dotychczasowej debaty na temat ewentualnego członkostwa Polski w strefie euro przeważa pogląd, iż członkostwo to może być dla naszego kraju korzystne. Jeśli nawet większość ekonomistów tak twierdzi, to nie znaczy, że dalsza dyskusja nie ma sensu. Wprost przeciwnie. Warto przecież pamiętać, że nie zawsze większość ma rację. Trzeba przypomnieć, że osobami sceptycznymi wobec członkostwa Polski w Eurolandzie są np. A. Kaźmierczak<sup>2</sup> i J. Karwowski<sup>3</sup>. Pierwszy z nich jest autorem opracowań, w których przedstawione są oceny kosztów i korzyści z tytułu ewentualnego członkostwa Polski w strefie euro. Wynika z nich, że Polska powinna z dużą ostrożnością podchodzić do perspektywy tego członkostwa. A. Kaźmierczak poddaje w wątpliwość szereg wypowiedzi zwolenników wprowadzenia euro w Polsce. Zwraca też uwagę na koszty tego przedsięwzięcia. Wskazuje m. in. na to, że Polska wchodząc do strefy euro utraciłaby prawo emisji pieniądza. Wspomina, że wprawdzie udzielanie kredytu budżetowi przez bank centralny niesie ze sobą ryzyko inflacji, ale w pewnych warunkach jest uzasadnione. A. Kaźmierczak przypomina w tym kontekście przypadek powodzi z 1997 r. kiedy to NBP udzielił rządowi kredytu na sfinansowanie pomocy związanej z likwidacją szkód, jakie ta powódź wyrządziła<sup>4</sup>. Przypomina także, że za czasów rządów J. Olszewskiego część deficytu budżetowego została sfinansowana przez bank centralny. Z kolei J. Karwowski podczas konferencji w Juracie sformułował pogląd, iż Polska nie powinna dobrowolnie rezygnować ze swego prawa do prowadzenia własnej polityki pieniężnej<sup>5</sup>.

Niechętny przyjęciu przez Polskę euro jest także C. Mech<sup>6</sup>. Jako alternatywę dla członkostwa Polski w Eurolandzie proponuje on przyjęcie na pewien okres kursu stałego polskiego złotego

---

<sup>1</sup> Np.: E. Łon, Makroekonomiczne uwarunkowania koniunktury na polskim rynku akcji w świetle doświadczeń międzynarodowych, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, Poznań 2006.

<sup>2</sup> A. Kaźmierczak, Integracja Polski ze strefą euro - szanse i wyzwania w: Nauki finansowe wobec współczesnych problemów gospodarki polskiej, pod red. J. Czekaja, Tom IV, Akademia Ekonomiczna w Krakowie, Kraków 2004, s. 145-153.

<sup>3</sup> J. Karwowski, Polityka kursowa w Polsce: czy rzeczywiście nie ma alternatywy dla euro w: Rynki finansowe wobec procesów globalizacji, pod red. L. Pawłowicza, R. Wierzyby, Uniwersytet Gdański-Gdańska Akademia Bankowa, tom II, Gdańsk-Jurata 2003, s. 163-169.

<sup>4</sup> A. Kaźmierczak, Integracja Polski..., op. cit., s.147.

<sup>5</sup> J. Karwowski, Polityka kursowa..., op. cit., s. 169.

względem euro. A Kaźmierczak wydaje się być z kolei zwolennikiem kursu płynnego. J. Karwowski wspomina o potrzebie wyboru kursu płynnego kierowanego. Niechętny przyjęciu euro jest także S. Kurowski<sup>7</sup>. Podczas przesłuchania w Komisji Finansów Publicznych wtedy gdy był kandydatem na członka RPP wskazał on na to, że polityka pieniężna jest elementem polityki w ogóle. Wysuwanie w debacie na temat ewentualnego wejścia Polski do Eurolandu argumentów politycznych jest jak najbardziej uprawnione. Warto bowiem wskazać na to, że proces wprowadzania euro niesie ze sobą szereg konsekwencji. Można w tym miejscu przypomnieć, że G. Masłowska domagała się przedstawienia na forum Sejmu RP informacji o nie tylko ekonomicznych, ale też politycznych i społecznych skutkach likwidacji polskiego złotego i polskiej władzy monetarnej<sup>8</sup>. Należy zauważyć, że już w maju 2003 r. grupa posłów domagała się uzupełnienia porządku obrad sejmku o punkt obejmujący sprawę ewentualnego członkostwa w strefie euro<sup>9</sup>.

Na przestrzeni ostatnich kilku lat ukazywały się artykuły na temat akcesji naszego kraju do strefy euro pisane z pozycji eurosceptycznych. Warto w tym miejscu zwrócić uwagę na szereg artykułów J. Mazura w tygodniku „Głos”<sup>10</sup>, czy na artykuł D. Kosiura w „Myśli Polskiej”<sup>11</sup>. Debata więc trwa i powinna trwać nadal. Cieszy to, że nowy prezes NBP S. Skrzypek zajmuje neutralne stanowisko w sprawie tej debaty zachęcając niejako przez to do zabrania głosu przez wiele osób z różnych środowisk<sup>12</sup>. Warto podkreślić, że w swej wypowiedzi sejmowej z 22 sierpnia 2007 r. prezes NBP S. Skrzypek wskazał na potrzebę uwzględnienia w tej debacie także poglądów skrajnych. To ważne i godne poparcia stanowisko. Wdrożenie tego stanowiska w życie doprowadzić może do tego, że debata na temat ewentualnego członkostwa w strefie euro nabierze nowego kolorytu.

## **2. Ocena funkcjonowania strefy euro**

### **2.1 Wzrost gospodarczy**

---

<sup>6</sup> C. Mech, Wystarczy powiązać złotówkę z euro, przyjmować go nie trzeba, „Nasz Dziennik”, 7-8 lipca 2007 r.

<sup>7</sup> Przesłuchanie S. Kurowskiego jako kandydata na członka RPP odbyło się przed Komisją Finansów Publicznych w dniu 6 stycznia 2004 r.

<sup>8</sup> Świadczy o tym treść oświadczenia G. Masłowskiej z 27 maja 2004 r. wygłoszonego podczas obrad sejmku.

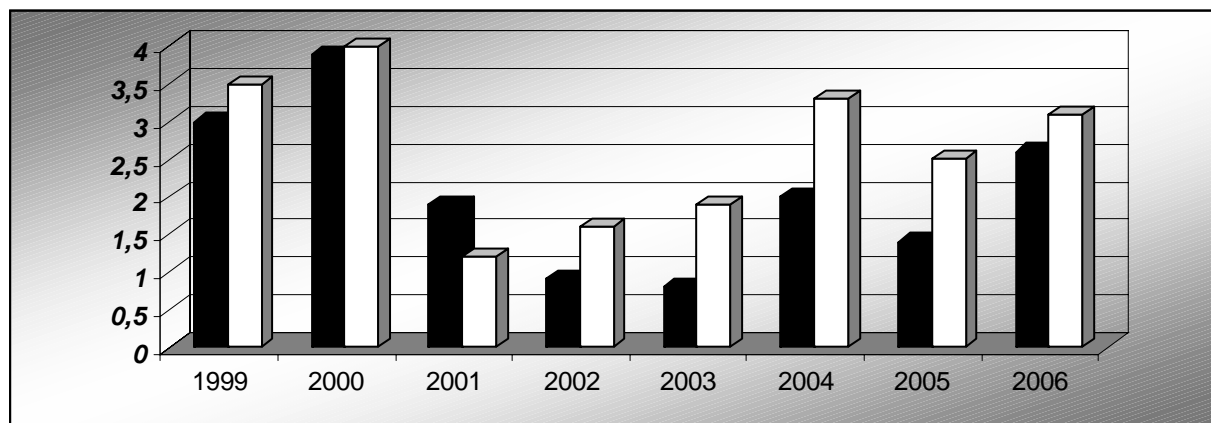
<sup>9</sup> Wydarzenie to miało miejsce podczas posiedzenia sejmku w dniu 7 maja 2003 r.

<sup>10</sup> Np.: J. Mazur, Argumenty za i przeciw Unii Gospodarczej i Walutowej, Tygodnik „Głos”, z dnia 31 sierpnia 2002 r.

<sup>11</sup> D. Kosiur, Polski złoty czy euro? „Myśl Polska”, nr 51, z 17 grudnia 2006 r.

<sup>12</sup> Świadczy o tym np. artykuł z Financial Times (27 lipca 2007 r.), z którego wynika, że NBP zajmować będzie neutralne stanowisko w debacie na temat członkostwa Polski w strefie euro. Wniosek ten potwierdza treść wywiadu z S. Skrzypkiem pt.: „Popatrzmy na Irlandię” zamieszczonego na łamach „Naszego Rynku Kapitałowego” we wrześniu 2007r.

Wykres 1: Tempo wzrostu PKB w strefie euro (czarny słupek) oraz w krajach dojrzałych ogółem (biały słupek) w latach 1999-2006 (w %).



Źródło: Opracowanie własne na podstawie bazy danych MFW.

Strefa euro została powołana do życia 1 stycznia 1999 r. Funkcjonuje więc już przeszło 8 lat. Średnie realne tempo wzrostu PKB w okresie 1999-2006 ukształtowało się na poziomie 2,1%. Było ono stosunkowo niskie nawet na tle innych krajów dojrzałych. Aby o tym się przekonać wystarczy porównać ze sobą realne tempo zmian PKB w strefie euro i w krajach dojrzałych ogółem w poszczególnych latach wyżej wymienionego 8-letniego okresu (wykres 1). Okazuje się, że jedynie w roku 2001 strefa euro rozwijała się szybciej niż kraje dojrzałe ogółem. Było to wynikiem konsekwencji załamania na giełdzie nowojorskiej, z jakim mieliśmy do czynienia w roku 2000. Wspomniany krach giełdowy doprowadził do bardzo silnego spowolnienia tempa wzrostu gospodarczego w USA w roku 2001.

## 2.2 Synchronizacja cykli koniunkturalnych

Obszar strefy euro warto poddać analizie z punktu widzenia synchronizacji cykli koniunkturalnych w tej strefie. Obszar ten do pewnego tylko stopnia charakteryzuje się jednolitością. Wskazuje na to fakt, że wskaźnik korelacji między realnym tempem zmian PKB danego kraju a realnym tempem zmian PKB strefy euro w odpowiednim okresie przyjmował tylko wartość dodatnią. Przez odpowiedni okres rozumie się okres przebywania danego kraju w strefie euro. Wspominam o tym dlatego, że o ile 11 krajów strefy euro weszło do niej w roku 1999, o tyle Grecja uczestniczy w tej strefie od 2001 r. Dla 11 krajów okres badawczy liczy więc 8 lat, dla Grecji zaś lat 6. Przeprowadzone badania pokazują, że poziom wskaźnika korelacji między realną zmianą PKB danego kraju a realną zmianą PKB strefy euro był zróżnicowany. Najwyższą korelacją charakteryzowały się ogólnie rzecz biorąc tzw. kraje założycielskie Wspólnoty Europejskiej. Ten przykład pokazuje, że siła powiązań cyklu

koniunkturalnego poszczególnych krajów członkowskich strefy euro ze strefą euro jako całością jest zróżnicowana<sup>13</sup>.

Tabela 1: Średni poziom różnicy między realnym tempem zmian PKB w danym kraju a realnym tempem zmian PKB strefy euro w latach 1999-2006 (w punktach procentowych).

Kraj	Poziom różnica
Francja	0,19
Belgia	0,43
Holandia	0,43
Austria	0,48
Włochy	0,68
Portugalia	0,69
Niemcy	0,71
Finlandia	1,31
Hiszpania	1,64
Luksemburg	2,66
Grecja	2,72
Irlandia	4,44

*Źródło: Opracowanie własne na podstawie bazy danych MFW. Dla Grecji wykorzystano dane z lat 2001-2006.*

Aby przekonać się o stopniu zróżnicowania strefy euro warto także sięgnąć do innego przykładu. Można mianowicie dla każdego kraju członkowskiego strefy euro obliczyć średnią różnicę między realnym tempem zmian PKB w danym kraju a realnym tempem zmian PKB strefy euro. Z obliczeń tych wynika, że najniższa wartość tej różnicy ma miejsce w przypadku krajów największych. Z największą właśnie różnicą mamy do czynienia w przypadku krajów małych (tabela 1). Oczywiście podobnie jak w przypadku poprzednich obliczeń dokonano ich w odniesieniu do Grecji dla lat 2001-2006, w przypadku zaś pozostałych krajów dla lat 1999-2006. Można przeprowadzić także jeszcze inne wyliczenia. W tym celu należy posłużyć się pojęciem wzrostu gospodarczego. Przez pojęcie to rozmieć się będzie po prostu realne tempo zmian PKB. Kluczowe znaczenie w toku dalszych obliczeń mieć będzie wyliczenie dla każdego z lat 1990-2006 (a dla Grecji dla lat 2001-2006) zmiany wzrostu gospodarczego. Następnie można obliczyć w badanym okresie średnią różnicę między zmianą wzrostu gospodarczego w danym kraju a zmianą wzrostu gospodarczego strefy euro. Również z tych badań wynika, że najniższą różnicą, czyli najniższym odchyleniem tendencji w zakresie krajowego wzrostu gospodarczego od tendencji w zakresie wzrostu gospodarczego strefy euro cechowały się kraje największe.

<sup>13</sup> Do podobnych wniosków dochodzi J. Mazur, Unia walutowa jako instrumentalna przesłanka zbieżności makroekonomicznej państw członkowskich Unii Europejskiej, cykl artykułów opublikowanych na przełomie



Tabela 2: Poziom siły powiązania między cyklem koniunkturalnym w danym kraju a cyklem koniunkturalnym strefy euro.

Wysoki	Niemcy, Austria, Francja, Belgia, Holandia
Średni	Włochy
Słaby	Hiszpania, Grecja, Irlandia
Bardzo słaby	Finlandia, Portugalia

*Źródło: Opracowanie własne na podstawie: P. Skrzypczyński, Analiza synchronizacji cykli koniunkturalnych w strefie euro, Materiały i Studia, nr 210, 2006, s. 6.*

Warto w tym miejscu wspomnieć o bardzo ciekawym artykule P. Skrzypczyńskiego z Departamentu Analiz Makroekonomicznych i Strukturalnych NBP. Opublikował on w ramach zeszytu „Materiały i Studia” (Zeszyt nr 201, 2006 r.) artykuł pt.: „Synchronizacja cykli koniunkturalnych w strefie euro”<sup>14</sup>. P. Skrzypczyński pokazał, że na bazie stosowanych przez niego metod badawczych o najwyższej sile powiązań krajowego cyklu koniunkturalnego z cyklem koniunkturalnym w strefie euro można mówić w przypadku np. Niemiec i Francji. Najsłabsze powiązania mają zaś miejsce w przypadku Finlandii i Portugalii. Ten przykład pokazuje, że polityka pieniężna w strefie euro funkcjonuje w sytuacji gdy krajowe cykle koniunkturalne charakteryzują się odmienną siłą powiązań z cyklem koniunkturalnym strefy euro.

Teoria optymalnego obszaru walutowego opiera się mówiąc ogólnie na założeniu, że z ekonomicznego punktu widzenia wspólną walutę opłaca się wprowadzić na obszarze takiej grupy krajów, który jest odpowiednio zintegrowany. Zakłada się w tym kontekście, że o poziomie owego zintegrowania świadczy m. in. stopień synchronizacji cykli koniunkturalnych. Przyjmuje się także, że na obszarze wspólnej waluty powinien funkcjonować elastyczny rynek pracy, powinny być także znoszone bariery przepływu towarów, usług, ludzi i kapitałów. Pojawia się jednak wątpliwość, czy pełne urzeczywistnienie tych postulatów byłoby dla Polski korzystne. Niewątpliwie zgodne z zasadą liberalizacji przepływu kapitałów byłoby np. zwiększenie swobody inwestowania przez OFE na rynkach zagranicznych. Czasami pojawia się postulat, aby zwiększyć limit inwestycji zagranicznych dla OFE. Postulat ten jednak budzi poważne kontrowersje. Moim

2002r. i 2003r. w Tygodniku „Głos”.

<sup>14</sup> P. Skrzypczyński, Analiza synchronizacji cykli koniunkturalnych w strefie euro, Materiały i Studia, nr 210, 2006, s. 6.

zdaniem są one zasadne. Przeciwnikiem powiększania wspomnianego limitu jest np. C. Mech, były wiceminister finansów<sup>15</sup>.

### 2.3 Konwergencja realna

Jednym z ciekawszych zjawisk makroekonomicznych jest proces konwergencji realnej<sup>16</sup>. Polega on na tym, że przyszły poziom tempa rozwoju kraju zależy od początkowego poziomu dobrobytu. Można powiedzieć, że z procesem rzeczywistej konwergencji mamy do czynienia wówczas gdy występuje korelacja ujemna pomiędzy poziomem PKB per capita w roku T a zmianą poziomu tego wskaźnika w okresie następnych kilku lat. Badając sytuację w strefie euro warto odpowiednie badania przeprowadzić dla dwóch okresów. Pierwszym z nich będą lata 1999-2006. Poddanych analizie zostanie wówczas 11 krajów strefy euro. Zbadany zostanie poziom wskaźnika korelacji między wysokością PKB per capita w roku 1998 a procentową zmianą PKB per capita w latach 1999-2006. Korelacja ta przyjmuje charakter dodatni. Wskazuje to nie tyle na proces konwergencji, ile na proces dywergencji. W badanym okresie nastąpiło, więc pewne zwiększenie poziomu zróżnicowania strefy euro.

Można także przeprowadzić badania dla lat 2001-2006. Wówczas zebrane zostaną obserwacje dla 12 krajów. W tym przypadku obliczony będzie poziom wskaźnika korelacji między wysokością PKB per capita w roku 2001 a zmianą poziomu PKB per capita w latach 2001-2006. Również w tym przypadku pojawia się korelacja dodatnia. Patrząc na problem bardziej generalnie można zauważyć, że początkowo np. bardziej już bogate Irlandia i Luksemburg rozwijały się w okresie swego uczestnictwa w strefie euro bardzo szybko, a np. początkowo biedna Portugalia w latach 1999-2006 charakteryzowała się niskim wzrostem poziomu dobrobytu (tabela 3).

Tabela 3: Wzrost poziomu PKB per capita w poszczególnych krajach strefy euro w latach 1999-2006 oraz w latach 2001 – 2006 (w %).

Kraj	1999 - 2006	2001 - 2006
------	-------------	-------------

<sup>15</sup> Wypowiedź C. Mecha została przytoczona w artykule A. Steca, Fundusze emerytalne chcą inwestować na zagranicznych giełdach więcej niż 5 % zgromadzonych środków, opublikowanym w dniu 2 stycznia 2002 r. na łamach „Gazety Wyborczej”.

<sup>16</sup> R. J. Barro, Makroekonomia, PWE, Warszawa 1997, s. 317-331. Zob. także: E. Łon, Konwergencja makroekonomiczna a koniunktura na rynku akcji, Studia Prawno-Ekonomiczne, Tom LXXXII, 2005, s. 225-251.

Austria	44,9	20,5
Belgia	40,0	23,7
Finlandia	59,5	30,5
Francja	45,0	19,8
Grecja	71,5	47,5
Hiszpania	67,6	30,0
Irlandia	96,1	54,6
Luksemburg	61,3	45,5
Holandia	37,8	12,7
Niemcy	39,7	24,7
Portugalia	28,2	14,1
Włochy	41,5	18,0

*Źródło: Opracowanie własne na podstawie bazy danych „Rocznika Statystyki Międzynarodowej” oraz bazy danych „Statistical Yearbook”.*

Te przykłady pokazują, że trudno powiedzieć, aby w strefie euro dochodziło do rzeczywistej realnej konwergencji poszczególnych gospodarek. Warto również posłużyć się tzw. wskaźnikiem zmienności. Definiowany jest on jako relacja odchylenia standardowego do średniej arytmetycznej. Zmiany poziomu tego wskaźnika świadczą o zmianach stopnia zróżnicowania między obiektami wschodzącymi w skład określonej zbiorowości. Okazuje się, że w latach 1999-2006 zaobserwowano w przypadku 11 krajów członkowskich niewielki wzrost poziomu wskaźnika zmienności. Również w latach 2001-2006 uwzględniających 12 krajów wskaźnik zmienności nieco się zwiększył. Te przykłady również pokazują, że stopień zróżnicowania strefy euro z punktu widzenia poziomu dobrobytu nieco wzrósł.

#### **2.4 Zmiany wskaźnika ryzyka kraju**

Warto się zastanowić, czy w okresie funkcjonowania strefy euro doszło do istotnych zmian poziomu wiarygodności krajów członkowskich. W tym celu warto wykorzystać wskaźnik ryzyka kraju obliczany przez miesięcznik „Euromoney” (tabela 4). Podobnie jak w toku dotychczasowych badań warto przyjąć dwa sposoby podejścia do badanego zagadnienia. Pierwszy polega na analizie 11 krajów w latach 1999-2006, a drugi na analizie 12 krajów w latach 2001-2006. Okazuje się, że w obu przypadkach mamy do czynienia z pewnym pogorszeniem wiarygodności krajów strefy euro. Aby się o tym przekonać wystarczy np. obliczyć średnią arytmetyczną z miejsc zajmowanych w rankingu wskaźnika ryzyka kraju dla grupy 11 krajów strefy euro (według danych z marca 1999 r. i z marca 2007 r.) oraz dla grupy 12 krajów owej strefy (według danych z marca 2001 r. i z marca 2007 r.). Okazuje się, że w obu przypadkach doszło do spadku poziomu średniej arytmetycznej z miejsc poszczególnych badanych krajów strefy euro zajmowanych we wspomnianym rankingu.

Tabela 4: Miejsce danego kraju w rankingu wskaźnika ryzyka kraju obliczanego przez miesięcznik „Euromoney” w marcu 1999 r., w marcu 2001 r. oraz w marcu 2007 r.

Kraj	Marzec 1999	Marzec 2001	Marzec 2007
Austria	8	10	10
Belgia	10	20	13
Finlandia	12	9	7
Francja	7	8	15
Grecja	27	25	27
Hiszpania	21	17	20
Irlandia	15	14	8
Luksemburg	1	1	1
Holandia	5	7	9
Niemcy	6	6	14
Portugalia	23	22	24
Włochy	19	18	22

*Źródło: Opracowanie własne na podstawie bazy danych miesięcznika „Euromoney”.*

Warto też wskazać na inne cechy prezentowanych przez „Euromoney” rankingów. Okazuje się, że w pierwszej szóstce krajów o najwyższej wiarygodności w pierwszym badaniu po utworzeniu strefy euro znalazły się tylko 3 kraje z własną walutą narodową: Szwajcaria, Norwegia, USA. Z kolei w rankingu z marca 2007 r. w pierwszej szóstce najbardziej wiarygodnych krajów znalazło się aż 5 takich, które mają własną walutę narodową: Norwegia, Szwajcaria, Dania, USA, Szwecja. Wynika z tego, że kraj dojrzały, aby uzyskiwać bardzo wysoki poziom wiarygodności (według miesięcznika „Euromoney”) nie musi likwidować własnej waluty narodowej. Można ponadto zauważyć, że miejsca zajmowane w owym rankingu przez najuboższe kraje strefy euro (Hiszpania, Grecja i Portugalia) na przestrzeni lat 2001-2006 pogorszyły się. W odniesieniu zaś do Hiszpanii i Portugalii w latach 1999-2006 doszło do bardzo nieznacznych zmian. Nadal, więc Grecja, Hiszpania i Portugalia są z punktu widzenia wskaźnika ryzyka kraju najmniej wiarygodnymi krajami strefy euro, choć w ostatnim badaniu do grupy tych krajów o niskiej wiarygodności dołączyły Włochy. Z drugiej strony warto pamiętać, że głównym celem poszczególnych krajów powinno być dążenie do szybkiego wzrostu gospodarczego a nie do uzyskiwania wysokiego poziomu wiarygodności interpretowanego przez specjalistów miesięcznika „Euromoney”. W dłuższym okresie oczywiście oba cele nie wykluczają się. Fakt, iż kraje wschodzące charakteryzują się niższym niż kraje strefy euro poziomem wiarygodności jest zupełnie naturalne. Droga do poprawy wskaźnika ryzyka kraju nie musi być jednak wcale likwidacja własnej waluty narodowej. Warto przy okazji zauważyć, że z najnowszego rankingu miesięcznika „Euromoney” wynika, że krajem o najwyższej wiarygodności w gronie krajów wschodzących

jest Tajwan. Kraj ten na przestrzeni ostatnich kilkudziesięciu lat charakteryzował się bardzo szybkim tempem wzrostu gospodarczego<sup>17</sup>. Sądzę, że o wiele lepszą strategią dla Polski będzie budowanie pomyślności naszego kraju w oparciu m. in. o doświadczenia Tajwanu niż likwidacja własnej waluty narodowej.

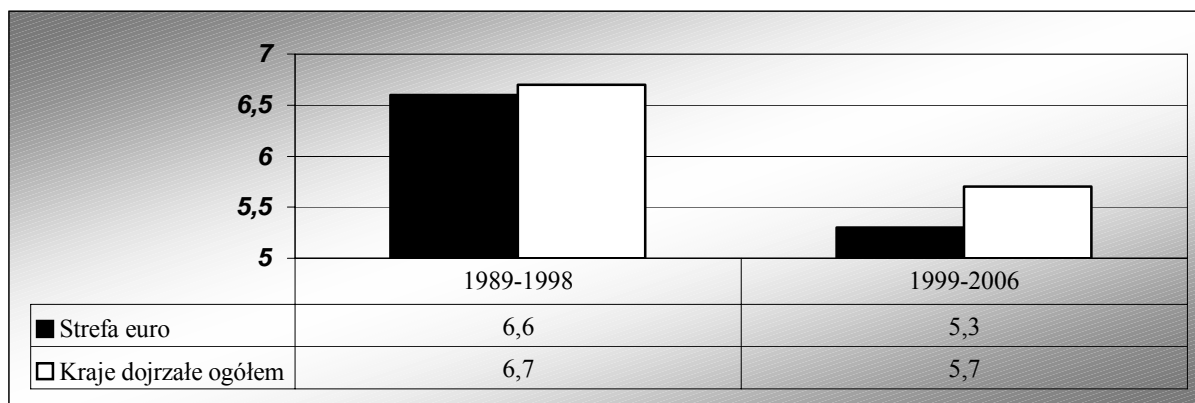
## 2.5 Eksport

Koncepcja wprowadzenia euro opiera się na założeniu, że wprowadzenie jednej waluty na obszarze krajów członkowskich Eurolandu doprowadzić powinno do zwiększenia dynamiki rozwoju obszaru, którego członkami są te kraje. W związku z tym pojawia się domniemanie, że obszar ten powinien stawać się coraz bardziej dynamiczny. Wyrazem tej dynamiki powinno być m. in. zwiększenie ekspansji eksportowej. Można by więc liczyć na to, że strefa euro powinna charakteryzować się coraz wyższą dynamiką eksportu. Aby spojrzeć na ten problem pod kątem weryfikacji oczekiwań ze stanem faktycznym warto przeprowadzić odpowiednie badania. Można posłużyć się dwoma sposobami podejścia do tego problemu. Podejście pierwsze nawiązywać będzie do dynamiki wolumenu a podejście drugie do dynamiki wartości eksportu. Badania związane z podejściem pierwszym można przeprowadzić bazując na danych MFW. Instytucja ta w jednym z ostatnich Raportów („World Economic Outlook”) zaprezentowała dane o średnim tempie wzrostu wolumenu eksportu w różnych krajach. Z materiału tego dowiadujemy się również o średnim tempie wzrostu wolumenu eksportu w strefie euro. Okazuje się przede wszystkim, że zarówno w okresie 10 lat przed utworzeniem strefy euro (lata 1989-1998), jak i w okresie 8 lat funkcjonowania tej strefy (lata 1999-2006) średnie realne tempo wzrostu wolumenu eksportu w strefie euro (wartość A) było niższe niż średnie tempo wzrostu wolumenu eksportu w krajach rozwiniętych ogółem (wartość B). Warto jednak dodać, że różnica między wartością A a wartością B w okresie 8 lat funkcjonowania strefy euro była wyższa niż w okresie 10 lat poprzedzających utworzenie tej strefy (wykres 2).

---

<sup>17</sup> O. Gedymin, Strategie gospodarcze Tajwanu, Niemiec, Chile, PWN, Białystok 1999, s. 107-168.

Wykres 2: Średnie tempo zmian wolumenu eksportu w strefie euro oraz w krajach dojrzałych ogółem w latach 1989-1998 oraz w latach 1999-2006 (w %).



Źródło: Opracowanie własne na podstawie bazy danych MFW.

Informacje o wzroście wartości eksportu dóbr i usług można z kolei zaczerpnąć z bazy danych OECD. W tym kontekście warto porównać ze sobą średnie tempo wzrostu wartości eksportu w latach 1989-1998 z analogicznym tempem dla lat 1999-2006 (tabela 5). Okazuje się, że w okresie późniejszym dla 10 z 12 krajów członkowskich strefy euro tempo to było wyższe niż w okresie wcześniejszym. Były jednak 2 wyjątki. Pierwszym wyjątkiem była Portugalia. Średnie tempo dla niej w okresie późniejszym, czyli w okresie funkcjonowania strefy euro (1999-2006) było praktycznie równe średniemu tempu w okresie wcześniejszym (1989-1998). Wyjątkiem drugim była Hiszpania. W tym przypadku doszło wręcz do spadku średniego tempa wzrostu wartości eksportu. Wynika z tego, że w przypadku 2 z 3 krajów grupy G-3 (Hiszpania, Portugalia i Grecja) nie doszło do poprawy dynamiki eksportu z punktu widzenia jego wartości. Należy jednak wskazać na jeszcze inne aspekty omawianego tu zagadnienia. Jeżeli spojrzymy na okres funkcjonowania strefy euro to można dostrzec, że średnie tempo wzrostu wartości eksportu w tym okresie dla krajów grupy G-3 ukształtowało się na poziomie 6,4%. Można więc powiedzieć, że takie właśnie tempo było charakterystyczne dla uboższych krajów strefy euro, czyli dla krajów o stosunkowo niskim poziomie PKB per capita, które nie posiadały własnej waluty narodowej.

Warto zastanowić się, czy istniały w tym okresie takie kraje charakteryzujące się posiadaniem własnej waluty narodowej i prawem do prowadzenia własnej polityki pieniężnej w przypadku których średnie tempo wzrostu wartości eksportu było w latach 1999-2006 wyższe od wspomnianego tempa 6,4%. Okazuje się, że były takie kraje. Krajami tymi były choćby: Czechy (7,2%), Węgry (6,8%), Korea Południowa (8,2%), Słowacja (7,8%), Turcja (7,7%) a

także Polska (7,6%). Z zestawienia tego wynika, że fakt występowania większego ryzyka kursowego w przypadku krajów wschodzących, należących do OECD nie przeszkadzał im w osiągnięciu wyższej dynamiki wartości eksportu niż w przypadku uboższych krajów strefy euro. Trudno więc powiedzieć, aby z tego punktu widzenia suwerenność monetarna niosła zagrożenie dla eksporterów.

Tabela 5: Średnie tempo zmian wartości eksportu w krajach strefy euro w latach 1989-1998 oraz w latach 1999-2006 (w %).

Kraj	1989-1998	1999-2006
Austria	5,2	7,0
Belgia	5,8	6,5
Finlandia	4,7	7,4
Francja	5,9	6,5
Grecja	5,0	7,0
Hiszpania	5,9	5,8
Holandia	5,7	6,1
Irlandia	5,9	6,3
Luksemburg	5,7	5,9
Niemcy	5,6	6,7
Portugalia	6,4	6,4
Włochy	5,6	7,1

*Źródło: Opracowanie własne na podstawie bazy danych MFV.*

Paradoksalnie może stanowić dla nich pewną szansę. Jak to bowiem już wyżej wspomniano umiarkowana zmienność waluty krajowej nie stanowi przeszkody w rozwoju kraju. Motorem tego rozwoju może być przecież także eksport. Warto w tym miejscu nawiązać do ciekawego opracowania (M. Muczyńskiego)<sup>18</sup>, w którym autor analizował bariery rozwoju eksportu przedsiębiorstw z rejonu Podlasia. Przedstawiciele tej grupy podmiotów gospodarczych przyznają, że wahliwość kursów walutowych stanowi pewną przeszkodę w rozwoju ich działalności eksportowej. Z drugiej strony przeszkoda ta nie jest faktycznie dla nich istotna. W pewnym fragmencie tekstu M. Muczyński zaprezentował wyniki ankiety na temat działań, które zdaniem przedstawicieli tych przedsiębiorstw powinny być podjęte przez przedstawicieli polskich organów państwowych, aby zwiększyła się ekspansja eksportowa podmiotów gospodarczych z rejonu Podlasia. Wśród tej listy oczekiwań domaganie się przyśpieszenia wejścia do strefy euro znalazło się dopiero na 14 miejscu. Na postulat ten wskazało tylko 3% ankietowanych przedsiębiorstw. Lista postulatów liczyła zaś 17 pozycji. Z zestawienia tego wynika, że bariera kursu walutowego nie jest barierą aż tak istotną dla

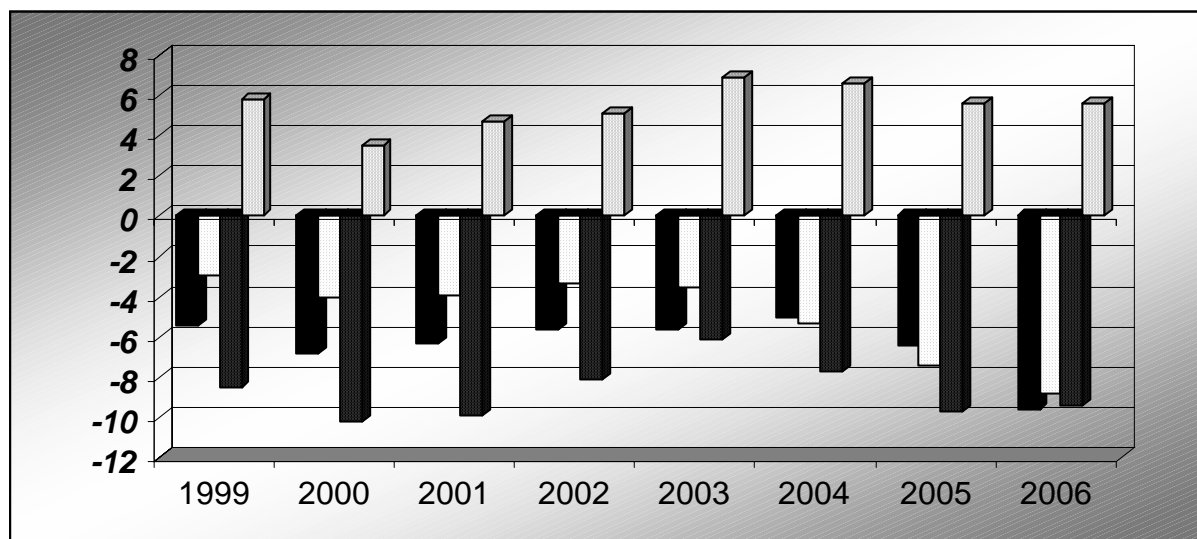
<sup>18</sup> M. Muczyński, Polska polityka proeksportowa w świetle badań potrzeb eksportowych podlaskich przedsiębiorstw, referat na XVI konferencję Młodych Ekonomistów zorganizowaną w 2005 r.

rozwoju eksportu. Gdyby bowiem rzeczywiście była to bariera bardzo ważna to postulat przyspieszenia wejścia do strefy euro znalazłby się nie na miejscu 14 a np. na miejscu 1, 2 lub 3.

## 2.6 Saldo w rachunku bieżącym

Do ciekawych wniosków prowadzić może analiza poziomu wskaźnika pokazującego relację salda w rachunku bieżącym do PKB w poszczególnych krajach członkowskich strefy euro w latach 1999-2006. Okazuje się otóż, że bardzo silnie ujemnym poziomem tego wskaźnika charakteryzowały się w badanym okresie kraje grupy G-3: Grecja, Hiszpania, i Portugalia (wykres 3). Pojawia się czasem nie pozbawiony racji argument, że gdyby kraje te prowadziły własną politykę pieniężną to ich własne banki centralne byłyby zmuszone podnieść stopy procentowe po to, aby poprawić sytuację w rachunku bieżącym. Nie kwestionując racji leżących u podstaw tego stwierdzenia wyrażanego m. in. przez A. Sławińskiego<sup>19</sup> warto wskazać na nieco inne aspekty tego zagadnienia.

Wykres 3: Relacja salda w rachunku bieżącym do PKB w Grecji (pierwszy słupek), Hiszpanii (drugi słupek), Portugalii (trzeci słupek) oraz w grupie nowo uprzemysłowionych krajów Azji (czwarty słupek) w latach 1999-2006 (w %).



Źródło: Opracowanie własne na podstawie bazy danych MFV. Do grupy nowo uprzemysłowionych krajów Azji zaliczane są: Hongkong, Singapur, Korea Południowa i Tajwan.

<sup>19</sup> A. Sławiński, Sojusz z Tatarami, „Rzeczpospolita” z 31 grudnia 2005 r., s. B 4.



Trzeba się mianowicie zastanowić, czy możliwe jest takie przyjęcie strategii rozwoju kraju wschodzącego w przypadku którego saldo w rachunku bieżącym będzie wręcz dodatnie. Myślę, że odpowiedź na takie pytanie powinna być twierdząca. Warto w tym momencie sięgnąć jeszcze raz do bazy danych MFW. Okazuje się, że z sytuacją wystąpienia dodatniej relacji salda w rachunku bieżącym do PKB mieliśmy do czynienia w latach 1999-2006 np. w przypadku Korei Południowej oraz Tajwanu. Jeśliby więc przyjąć, że wysokie ujemne saldo w rachunku bieżącym zmuszać może bank centralny do silnego zaostrzenia polityki pieniężnej to zawsze istnieje pewna alternatywa. Alternatywą tą jest stworzenie warunków dla długofalowego rozwoju kraju w oparciu o strategię proeksportową, efektem tej strategii byłoby właśnie utrzymywanie relacji salda w rachunku bieżącym na dodatnim poziomie.

## **2.7 Dynamika eksportu do innych krajów strefy euro**

Wysuwany jest czasami pogląd, że likwidacja walut narodowych i wprowadzenie w ich miejsce euro powinno doprowadzić do ożywienia wymiany międzynarodowej, szczególnie z krajami, które stały się członkami tej strefy. Wychodzi się tu z założenia, że likwidacja walut narodowych zmniejsza ryzyko kursowe i tym samym zachęca do wzrostu eksportu realizowanego w innych krajach Eurolandu. Jeśliby faktycznie miało dojść do takiego procesu to powinniśmy mieć do czynienia ze stosunkowo wysokim wzrostem eksportu do innych krajów strefy euro. Powstaje oczywiście pytanie czymże jest ów stosunkowo wysoki wzrost eksportu. Proponuję przyjęcie założenia, że np. w przypadku Belgii mamy do czynienia ze stosunkowo wysokim wzrostem eksportu do innych krajów omawianej strefy. Z danych międzynarodowych wynika bowiem, że w latach 1999-2005 doszło do wzrostu udziału eksportu do innych krajów strefy euro w eksporcie ogółem Belgii z 63,2% do 63,3%. Pewien wzrost zanotowano także w odniesieniu do Irlandii z (40,2% do 43,2%). Na 12 krajów strefy euro były to jednak 2 wyjątki (tabela 6). W przypadku pozostałych 10 krajów było bowiem tak, że w latach 1999-2005 doszło do spadku udziału eksportu do pozostałych krajów strefy euro w eksporcie ogółem. Okazuje się, że bardziej dynamicznie w omawianym tu okresie rozwijał się eksport do krajów posiadających własne waluty narodowe niż do pozostałych krajów strefy euro, które jak wiadomo swą walutę narodową zlikwidowały. Doszło więc do tego, że szybciej zwiększał się eksport, któremu towarzyszyło ryzyko kursowe niż eksport, z którym związana była likwidacja tego ryzyka. Pojawia się tu zatem kolejny argument na rzecz tezy, że występowanie ryzyka kursowego nie przeszkadza w dynamicznym rozwoju eksportu. Szczególnie interesujące dla Polski mogą być przykłady wspomnianej już grupy krajów G-3: Grecji, Hiszpanii i Portugalii. Okazuje się bowiem, że w przypadku wszystkich tych 3 krajów

mieliśmy do czynienia ze spadkiem udziału eksportu realizowanego do innych krajów strefy euro w eksporcie ogółem.

Tabela 6: Udział eksportu do innych krajów strefy euro w eksporcie ogółem w krajach strefy euro w 1999 roku i w 2005 roku (w %).

Kraj	1999	2005
Austria	56,7	51,9
Belgia	63,2	63,3
Finlandia	35,1	29,0
Francja	49,8	48,6
Grecja	43,4	36,8
Hiszpania	60,8	57,8
Holandia	64,4	62,5
Irlandia	40,2	43,2
Luksemburg	75,3	69,8
Niemcy	44,5	43,3
Portugalia	67,9	65,2
Włochy	49,1	44,6

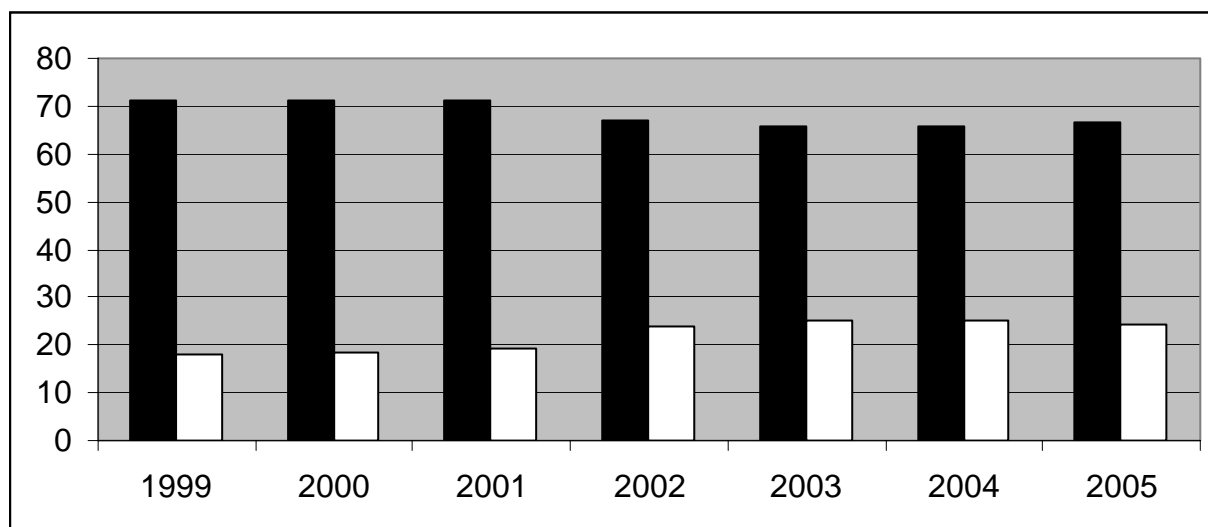
Źródło: Opracowanie własne na podstawie bazy danych MFW.

## 2.8 Zmiany w strukturze rezerw walutowych

Dokonując oceny funkcjonowania strefy euro warto zastanowić się nad tym, czy utworzenie tej strefy doprowadziło do wzrostu zaufania do nowej waluty. Niewątpliwie istnieją takie argumenty, które pokazują, że ze wzrostem takiego zaufania mamy do czynienia. Aby się o tym przekonać można prześledzić publikowane przez MFW dane o zmianie udziału poszczególnych walut w rezerwach walutowych banków centralnych (wykres 4). Okazuje się przykładowo, że w latach 1999-2005 w przypadku krajów wschodzących doszło do istotnego spadku udziału dolara amerykańskiego w strukturze wspomnianych rezerw (z 68,2% do 60,5%). Zwiększył się natomiast udział euro (z 19,9% do 28,8%). Nieco inną sytuację obserwujemy w przypadku krajów dojrzałych. W tej grupie krajów udział dolara amerykańskiego w latach 1999-2005 lekko się zwiększył. Trzeba jednak przyznać, że doszło także do wzrostu udziału euro. Można więc powiedzieć, że banki centralne zmieniają nieco strukturę walutową swych rezerw. Udział euro od momentu utworzenia Eurolandu zwiększył się. Z drugiej jednak strony w strukturze rezerw nadal dominuje dolar amerykański. Wynika z tego, że mimo pewnych zmian strategii zarówno w strukturze rezerw walutowych banków centralnych z krajów dojrzałych, jak również z krajów wschodzących pierwsze miejsce dolara amerykańskiego jest na razie nie zagrożone. Wspominam o tym dlatego, że wielkość PKB w USA i w strefie euro jest zbliżona. Można by więc oczekiwać, że być może również udział dolara amerykańskiego i euro w dłuższej perspektywie w strukturze omawianych rezerw

również upodobni się. Na razie jest to jednak tylko pewna hipoteza, którą należy traktować z dużą ostrożnością. Sądzę, że wiele w tej mierze zależy od polityki zarządzania rezerwami walutowymi w krajach Azji, które jak pokazują dane międzynarodowe dysponują bardzo wysoką kwotą rezerw.

Wykres 4: Udział dolara USA (czarny słupek) oraz euro (biały słupek) w strukturze światowych rezerw walutowych w latach 1999-2005 (w %).



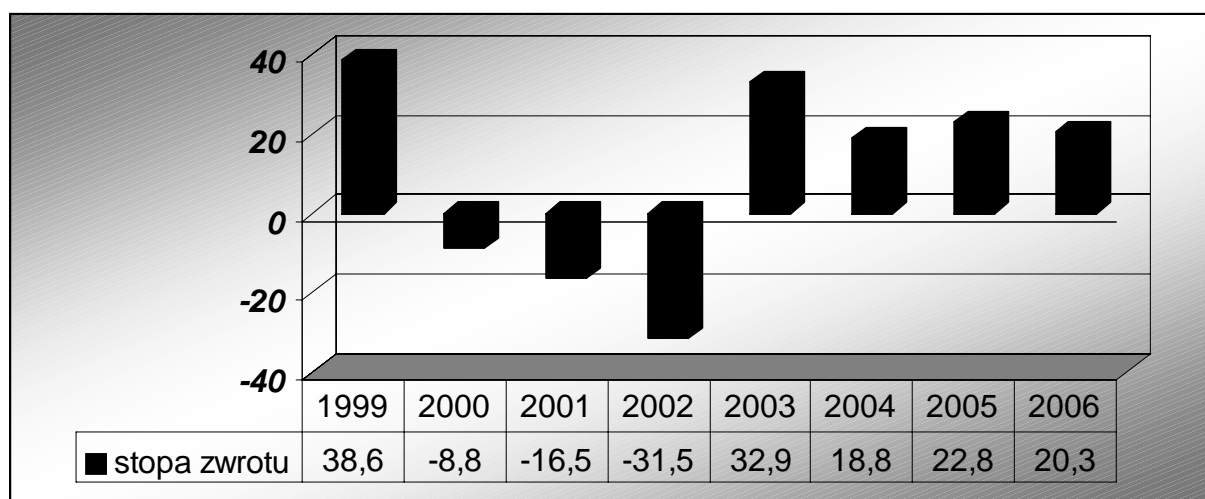
Źródło: Opracowanie własne na podstawie bazy danych MFW.

## 2.9 Sytuacja na rynku akcji

Analizując poszczególne aspekty funkcjonowania strefy euro warto zastanowić się nad tym, w jaki sposób w latach 1999-2006 zachowywały się indeksy giełdowe poszczególnych krajów członkowskich tej strefy. Dzięki temu można będzie przekonać się z jaką sytuacją na rynkach akcji strefy euro mieliśmy do czynienia. W tym celu można skorzystać z bazy danych banku inwestycyjnego Morgan Stanley. Bank ten prezentuje informacje o poziomie indeksów giełdowych w 11 z 12 krajów członkowskich strefy euro. Wśród tych krajów nie ma jedynie Luksemburga. Okazuje się, że średnia stopa zwrotu z indeksu giełdowego w grupie 11 krajów członkowskich strefy euro ukształtowała się w latach 1999-2006 na poziomie 9,6%. Tymczasem w grupie wszystkich krajów dojrzałych, z których pochodzą dane prezentowane przez wspomniany bank inwestycyjny średnia stopa zwrotu z indeksu giełdowego w omawianym okresie była nieco wyższa wynosząc 10,1%. Badany okres był stosunkowo trudny dla uczestników rynku akcji. Mieliśmy bowiem w nim do czynienia z trzema latami bardzo silnej bessy (lata 2000-2002, wykres 5). Mimo wszystko jednak ci, którzy kupili akcje spółek ze strefy euro na początku 1999 r. i przetrzymali je do końca grudnia 2006 r. osiągnęli

spory zysk. Warto jednak zauważyć, że jeszcze wyższy poziom zysku osiągnęli ci, którzy lokowali swe kapitały na rynkach akcji w Danii, Szwecji i Norwegii. Wynika z tego, że w omawianym okresie nie mieliśmy do czynienia z sytuacją, którą można by określić mianem „premię zmniejszenia ryzyka kursowego”.

Wykres 5: Średnia stopa zwrotu w grupie 11 krajów strefy euro w latach 1999-2006 (w %).



Źródło: Opracowanie własne na podstawie bazy danych Morgan Stanley. Grupa 11 krajów strefy euro obejmuje wszystkie kraje strefy euro z wyjątkiem Luksemburga.

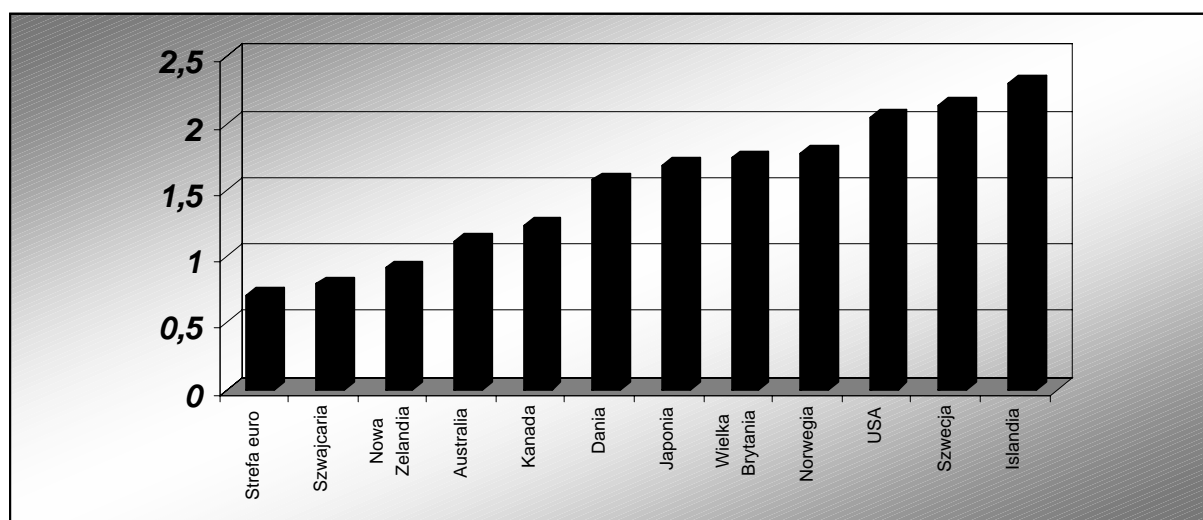
Można by bowiem domniemywać, że jeśliby utworzenie organizacji likwidującej waluty narodowe i przez to zmniejszającej ryzyko kursowe było dla inwestorów giełdowych czymś bardzo korzystnym, to stopa zwrotu z indeksu giełdowego na tym właśnie obszarze powinna być wyższa i to nawet znacząco od stopy zwrotu w innych krajach dojrzałych, które zachowały swe waluty narodowe. Na razie jednak generalnie rzecz biorąc do takiego zjawiska nie doszło. Obserwacja ta ma ciekawe skutki praktyczne. Pokazuje ona np. zarządzającym funduszami inwestycyjnymi w Danii, Szwecji, Norwegii, czy w innych krajach dojrzałych mających swe waluty narodowe, że strategia zwiększania udziału aktywów z krajów dojrzałych likwidujących swe waluty narodowe nie jest strategią gwarantującą z bardzo dużym prawdopodobieństwem osiągnięcie wyższego zysku niż strategia koncentrowania się głównie na spółkach z własnego kraju.

## 2.10 Wydajność pracy

Zmiany sytuacji makroekonomicznej w danym kraju mogą być charakteryzowane także i za pomocą zmian wydajności pracy. Informacje o zmianach wydajności pracy prezentuje m. in. OECD (wykres 6). Z tego powodu warto zastanowić się jak zmieniała się wydajność pracy w

okresie funkcjonowania strefy euro, tzn. w latach 1999-2006. Można też okres ten porównać z okresem poprzednich 8 lat tzn. z latami 1991-1998. Pojawiają się tu bardzo ciekawe wnioski. Okazuje się przede wszystkim, że w organizacji OECD nastąpiła generalnie poprawa tempa zmian wydajności. O ile w latach 1991-1998 średnie tempo wzrostu wydajności pracy ukształtowało się na poziomie 1,5% o tyle w latach 1999-2006 było ono nieco wyższe. Wynosiło bowiem 1,7%. Z zupełnie inną sytuacją mieliśmy do czynienia w odniesieniu do strefy euro. W przypadku tej strefy doszło do zmniejszenia średniego tempa wzrostu wydajności pracy z 1,5% (za lata 1991-1998) do 0,7% (za lata 1999-2006).

Wykres 6: Średnie tempo zmian wydajności pracy w strefie euro oraz w krajach dojrzałych będących członkami OECD w latach 1999-2006 (w %).



Źródło: Opracowanie własne na podstawie bazy danych OECD.

Jest to zjawisko niepokojące także i z punktu widzenia polityki pieniężnej prowadzonej przez EBC. Aby o tym się przekonać można odwołać się do sytuacji w jakiej obecnie znajduje się nasza Rada Polityki Pieniężnej. Z wypowiedzi wielu członków Rady wynika, że jedną z przesłanek podejmowania decyzji o zmianie oficjalnych stóp procentowych stanowi wynik porównania zmian wydajności pracy ze zmienną poziomu płac<sup>20</sup>. Można powiedzieć, że jeśli dynamika poziomu płac jest wyższa od dynamiki wydajności pracy to rodzi to dodatkową presję inflacyjną (przypadek A). Jeśli jest zaś tak, że dynamika wydajności pracy kształtuje się na wyższym poziomie od dynamiki płac to wówczas mówimy o tym, iż presja inflacyjna jest mniejsza (przypadek B). Wynika z tego, że w przypadku B bank centralny otrzymuje

<sup>20</sup> Często wspominają o tym członkowie RPP, np. Prezes NBP S. Skrzypek w cytowanym już wywiadzie zamieszczonym na łamach „Naszego Rynku Kapitałowego”.

poważny argument przemawiający na rzecz obniżki stóp procentowych bądź ich utrzymania na dotychczasowym poziomie. W przypadku zaś sytuacji A jest inaczej. Bank centralny wówczas zmuszony jest poważnie rozważyć podwyżkę stopy procentowej. Wobec powyższego można powiedzieć, że fakt bardzo niskiej dynamiki wydajności pracy w strefie euro powoduje, że bank ten zmuszony jest niejako prowadzić bardziej restrykcyjną politykę pieniężną niż działałoby się wówczas gdyby wydajność ta rosła wyraźnie szybciej. Oczywiście niska dynamika wydajności pracy nie jest sama w sobie prawdopodobnie spowodowana wprowadzeniem euro. Z drugiej strony można powiedzieć, że likwidacja walut narodowych nie doprowadziła do uruchomienia procesu ekonomicznego, którego jednym ze skutków byłby dynamiczny wzrost wydajności pracy. Poza tym zastanawiający jest fakt, że do owego bardzo silnego spadku tempa zmian wydajności pracy doszło właśnie po wprowadzeniu euro. O tym, że spadek jest znaczący świadczy pewien bardzo ciekawy fakt. Okazuje się, że w przypadku każdego dojrzałego kraju członkowskiego OECD charakteryzującego się posiadaniem suwerenności monetarnej, czyli posiadaniem prawa do prowadzenia polityki pieniężnej średnie tempo wzrostu wydajności pracy było w okresie 1999-2006 wyższe od średniego tempa zmian odnotowanego w przypadku strefy euro.

### **2.11 Procesy inflacyjne**

Pojawia się czasem argument, że w okresie funkcjonowania strefy euro nie doszło do pojawienia się zjawisk kryzysowych. Opinie taką wyraża m. in. B. Rokicki<sup>21</sup>. Należy przyznać, że faktycznie niektóre wskaźniki makroekonomiczne prezentowały się w okresie funkcjonowania strefy euro stosunkowo korzystnie. Stosunkowo niski był np. poziom inflacji. Warto zauważyć, że średni poziom wskaźnika CPI w latach 1999-2006 w przypadku Eurolandu wynosił 2,1%. Był więc on bardzo niski nawet na tle innych krajów dojrzałych np. na tle USA. Z drugiej strony warto jednak pamiętać, że utrzymywanie bardzo niskiego poziomu inflacji jest wartością, ale osiąganie szybkiego tempa wzrostu gospodarczego jest wartością większą.

Warto też zauważyć, że tak niski poziom inflacji wynikał w dużej części z tego, że strefa euro charakteryzowała się niskim tempem wzrostu PKB. Twierdzenie to ma silne podstawy empiryczne. Jeżeli bowiem np. weźmiemy pod uwagę wyłącznie kraje dojrzałe należące do

---

<sup>21</sup> B. Rokicki, Pierwsze lata funkcjonowania wspólnej waluty oraz dalsze perspektywy, Biuletyn Analiz UKiE, nr 15 z października 2005 r.

OECD to okaże się, że w ich przypadku korelacja między średnim poziomem inflacji (CPI) odnotowanym w latach 1999-2006 a średnim poziomem wzrostu gospodarczego odnotowanym w tych samych latach ukształtowała się na poziomie 0,60. Można więc powiedzieć, że to co jest uważane za sukces strefy euro tzn. osiągnięcie bardzo niskiego poziomu inflacji jest paradoksalnie objawem słabości tego obszaru. Gdyby bowiem zapytać mieszkańca obszarów strefy euro, czy wolałby inflację rzędu 2,1% i tempo wzrostu gospodarczego 2% jak miało to miejsce średnio rzecz biorąc w okresie funkcjonowania Eurolandu, czy też np. inflację 3,1% jak w Australii i „australijskie” tempo wzrostu gospodarczego na poziomie 3,3% to wydaje się, że mógłby preferować jednak wariant drugi.

Należy w tym miejscu przytoczyć wypowiedź S. Nieckarza<sup>22</sup>. W wypowiedzi dla „Gazety Prawnej” zauważył on, że kraje uczestniczące w procesie konwergencji makroekonomicznej, czyli chcące szybko się rozwijać i doganiać „resztę świata” mają niejako prawo do wyższej inflacji niż kraje dojrzałe. Badania empiryczne pokazują, że stwierdzenie to ma poważne podstawy. Z drugiej strony w gronie samych krajów wschodzących należących do OECD korelacja między średnim tempem wzrostu gospodarczego w latach 1999-2006 a średnim poziomem inflacji w badanym okresie wynosiła  $-0,16$ . Po pierwsze więc nie była to korelacja bardzo znacząca, po drugie wynikała ona w pewnym stopniu z przykładu Turcji, która charakteryzując się bardzo wysoką inflacją osiągała niezłe, ale jednak nienajlepsze tempo wzrostu PKB. Najlepszym tempem wzrostu gospodarczego w badanym okresie charakteryzowały się Korea Południowa (5,7%) oraz Węgry (4,3%). W każdym z tych krajów średnia inflacja była niższa od 7 %.

## **2.12 Nakłady inwestycyjne**

Okres 8 lat poprzedzających utworzenie strefy euro (czyli okres 1991-1998) charakteryzował się bardzo niskim średnim tempem wzrostu nakładów inwestycyjnych w krajach, które później tą strefę utworzyły. Z danych OECD wynika bowiem, że średnie realne tempo wzrostu nakładów inwestycyjnych w latach 1991-1998 w grupie krajów strefy euro ukształtowało się na poziomie zaledwie 1,1%. Tak niska dynamika nakładów była więc jedną ze słabości omawianej grupy krajów. Aby problem ten zarysować bardziej szczegółowo warto zauważyć, że zdecydowana większość krajów członkowskich organizacji OECD cechowała się wyższą dynamiką nakładów inwestycyjnych niż miało to miejsce w strefie euro. Po roku 1999 sytuacja ta uległa tylko niewielkiej zmianie. Należy obiektywnie przyznać, że średnie

tempo wzrostu nakładów inwestycyjnych w strefie euro poprawiło się. Nadal było jednak niższe od analogicznego tempa odnotowanego dla całej organizacji OECD. Stosunkowo niskie tempo inwestycji w strefie euro musi niepokoić. Niezależnie bowiem od tego, czy Polska wejdzie do strefy euro czy też zachowa polskiego złotego jako walutę narodową szybki rozwój Eurolandu leży w naszym interesie. Strefa euro jest bowiem ważnym rynkiem zbytu dla naszych przedsiębiorstw.

W tym kontekście warto zwrócić uwagę na jeszcze jeden aspekt omawianego tu zagadnienia. Warto nawiązać do przebiegu dyskusji na posiedzeniach Rady Polityki Pieniężnej. Przebieg tych dyskusji prezentowany jest w formie tzw. zapisków. Wynika z nich, że część członków Rady zauważa, że wysoka dynamika nakładów inwestycyjnych jest pożądana dlatego, gdyż wpływając na modernizację polskiej gospodarki sprzyja wzrostowi tzw. potencjalnego wzrostu gospodarczego<sup>23</sup>. Na zasadzie analogii można przyjąć, że wysokie tempo nakładów inwestycyjnych w strefie euro mogłoby również przy innych czynnikach niezmiennych prowadzić do poprawy potencjalnego tempa wzrostu PKB w Eurolandzie. Pojawia się uzasadniony pogląd (reprezentowany m. in. przez A. Sławińskiego), że bank centralny może stopy obniżać wówczas gdy bieżące tempo wzrostu jest niższe od potencjalnego, zmuszony jest natomiast je podwyższać gdy tempo bieżące jest od tempa potencjalnego wyższe<sup>24</sup>. Można więc powiedzieć, że w interesie gospodarki danego kraju leży tworzenie warunków dla wzrostu tempa potencjalnego. Skoro jest tak, że wysoka dynamika inwestycji poprawia owe tempo potencjalne to silny wzrost nakładów inwestycyjnych trzeba by z tego punktu widzenia oceniać pozytywnie. Niestety jak to wcześniej wskazałem w latach 1999-2006 średnie tempo wzrostu nakładów inwestycyjnych w strefie euro było stosunkowo niskie. Było np. niższe niż w przypadku wyraźnej większości tych krajów członkowskich OECD, które charakteryzują się posiadaniem prawa do prowadzenia własnej polityki pieniężnej.

---

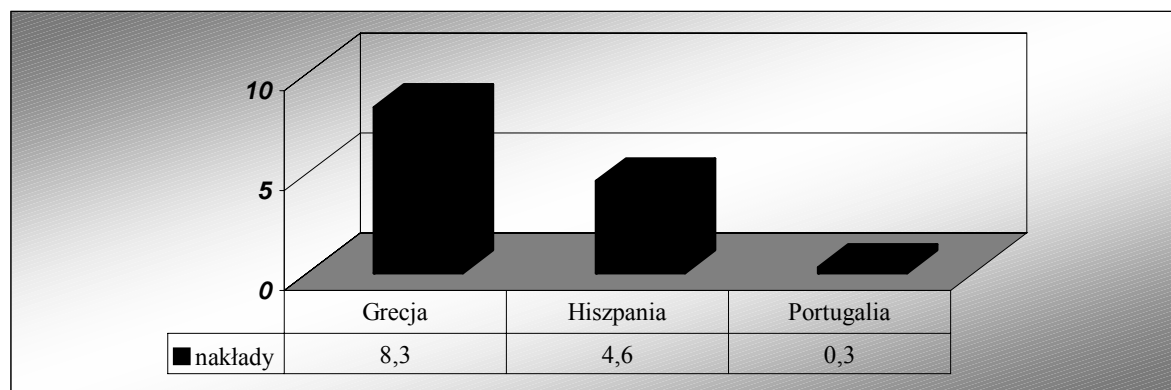
<sup>22</sup> S. Nieckarz, Rozwój gospodarki nie przekroczył naszych możliwości, „Gazeta Prawna”, z 12 lipca 2007 r.

<sup>23</sup> Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym RPP w dniu 25 lipca 2007 r.

<sup>24</sup> A. Sławiński, Ryzyko utraty kontroli nad wysokością realnej stopy procentowej w systemie izby walutowej, „Ekonomista” nr 2, 2007 r.



Wykres 7: Średnie realne tempo zmian nakładów inwestycyjnych w Grecji, Hiszpanii i Portugalii w latach 1999-2006 (w %)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie bazy danych OECD.

Warto wskazać na doświadczenia krajów grupy G-3: Grecji, Hiszpanii i Portugalii. Doświadczenia te są bardzo różne (wykres 7). Z jednej strony mamy bowiem do czynienia z bardzo pozytywnym przykładem Grecji, gdzie tempo wzrostu nakładów inwestycyjnych było bardzo wysokie. Z drugiej strony w Portugalii<sup>25</sup> tempo to po wejściu tego kraju do strefy euro zdecydowanie spadło i w latach 1999-2006 było bardzo niskie. Skoro więc dwa kraje o stosunkowo niskim poziomie PKB per capita (Grecja, Portugalia) charakteryzowały się zupełnie inną dynamiką nakładów inwestycyjnych po roku 1999 to oznacza to, że fakt wprowadzenia euro nie był sam w sobie czynnikiem pozytywnym. Gdyby bowiem tak było to również w przypadku Portugalii tempo wzrostu nakładów byłoby bardzo wysokie. Moim zdaniem przykład ten pokazuje, że to jednak inne czynniki niż fakt zamiany waluty narodowej na euro zdecydowały o wystąpieniu boomu inwestycyjnego w Grecji. Warto przy okazji zauważyć, że w okresie 8 lat przed wprowadzeniem euro wysoką dynamiką nakładów inwestycyjnych cechowała się Irlandia, natomiast po wejściu do strefy euro tempo wzrostu nakładów inwestycyjnych w przypadku tego kraju znacząco obniżyło się. Z pewnością zaprezentowane przykłady pokazują, że możliwy jest szybki rozwój nakładów inwestycyjnych przy zachowaniu swej waluty narodowej.

### 2.13 Polityka EBC a aktywność gospodarcza krajów członkowskich strefy euro

Należy zastanowić się w jakim stopniu polityka pieniężna EBC oddziałuje nie tylko na sytuację makroekonomiczną całej strefy euro, ale też na sytuację poszczególnych jej krajów członkowskich. Można zbadać związek między poziomem realnej stopy krótkoterminowej w

<sup>25</sup> W Portugalii doszło do recesji w 2003 r.

roku T w strefie euro a realnym tempem zmian PKB w roku T+1 (tabela 7). Generalnie okazuje się, że związek ten jest stosunkowo nieznaczny. Wiadomo, że realne stopy wpływają na realną sferę gospodarki. Z tego też powodu być może związki między wspomnianymi realnymi stopami a aktywnością gospodarczą występują w nieco innym układzie czasowym. Warto np. zbadać związek między poziomem realnej stopy krótkoterminowej w roku T a realnym tempem zmian PKB w roku T+2. Okazuje się, że w tym przypadku korelacja w odniesieniu do prawie wszystkich krajów strefy euro ma charakter wyraźnie ujemny. Ten przykład pokazuje, że charakter polityki EBC uwidocznił w poziomie realnej stopy krótkoterminowej wywiera wpływ na przyszłą aktywność gospodarczą zarówno w Eurolandzie, jak i w poszczególnych krajach członkowskich. Dotychczasowe rozważania pokazują, że kanał stopy procentowej w strefie euro funkcjonuje tyle tylko, że impulsy ze sfery monetarnej do sfery realnej przekazywane są z pewnym opóźnieniem. Opóźnienie to bliższe jest okresowi 2 lat niż okresowi 1 roku.

Siła oddziaływania polityki pieniężnej na poszczególne elementy składowe PKB może być zróżnicowana. Szczególnie warto podkreślić związek między poziomem realnej stopy krótkoterminowej w roku T a realnym tempem zmian nakładów inwestycyjnych w roku T+2. W tym przypadku mamy do czynienia z korelacją o charakterze silnie ujemnym.

Tabela 7: Poziom wskaźnika korelacji między realną stopą krótkoterminową w strefie euro w roku T a realnym tempem zmian PKB w roku T+2 w latach 1999 –2006 (w %).

Kraj	Korelacja
Austria	-0,90
Finlandia	-0,82
Holandia	-0,74
Hiszpania	-0,74
Niemcy	-0,73
Luksemburg	-0,70
Belgia	-0,70
Francja	-0,42
Włochy	-0,23
Portugalia	-0,13
Irlandia	-0,10
Grecja	0,34

*Źródło: Opracowanie własne na podstawie bazy danych OECD.*

Bardzo silnie ujemny poziom korelacji występuje szczególnie w odniesieniu do krajów założycielskich EWG z wyjątkiem Luksemburga. Powyższe obliczenia pokazują, że aktywność inwestycyjna przedsiębiorstw w strefie euro uwarunkowana jest m. in.

charakterem polityki EBC. Można jednak zauważyć, że wpływ tej polityki na aktywność gospodarczą jest najsilniejszy w odniesieniu do największych krajów Eurolandu, natomiast w przypadku np. Grecji, Irlandii czy Portugalii związek ten jest jednak słabszy.

#### **2.14 Kurs walutowy a aktywność gospodarcza krajów członkowskich strefy euro**

Gospodarka strefy euro jest gospodarką stosunkowo otwartą. Świadczy o tym fakt, że relacja sumy eksportu i importu do PKB w Eurolandzie kształtuje się na wyraźnie wyższym poziomie niż w USA<sup>26</sup>. Z tego powodu istotne znaczenie wśród kanałów transmisji impulsów monetarnych w strefie euro odgrywa kanał kursu walutowego. Aby o tym się przekonać należy wprowadzić pojęcie impulsu dolarowego. Rozumie się przez nie roczną stopę zmiany kursu dolara względem euro. Dla każdego roku objętego badaniami można obliczyć również poziom zmiany owego impulsu. Wahania impulsu dolarowego mają wpływ na realne procesy gospodarcze. Wpływ ten uwidacznia się jednak z pewnym opóźnieniem. Aby o fakcie tego wpływu przekonać się można obliczyć korelację między zmianą impulsu dolarowego w roku T a realnym tempem zmian PKB w roku T+1. Okazuje się, że dla żadnego z badanych krajów korelacja nie przyjmuje wartości ujemnej. Można więc powiedzieć bardzo ogólnie, że umacnianie się dolara służy przyspieszeniu przyszłego tempa wzrostu gospodarczego w strefie euro. Osłabianie kursu dolara zaś wywiera wpływ negatywny. Są to prawidłowości generalne. Mimo wszystko kanał kursu walutowego odgrywa ważne znaczenie w kształtowaniu aktywności gospodarczej w strefie euro. Oczywiście siła powiązania między zmianą impulsu dolarowego w roku T a realnym tempem zmian PKB w roku T+1 w odniesieniu do poszczególnych krajów strefy euro jest bardzo zróżnicowana. Okazuje się, że najsłabsza jest w przypadku krajów małych: Grecji, Irlandii, Portugalii. Niska jest także w przypadku Hiszpanii. Te przykłady pokazują, że związki między polityką pieniężną EBC wpływającą na wahania kursu walutowego a realną sferą gospodarki są najsilniejsze w przypadku krajów dużych. Okazuje się więc, że jednolita polityka pieniężna w różnym stopniu wywiera wpływ na gospodarki poszczególnych krajów członkowskich strefy euro.

O ile związki między wahaniami kursu walutowego a przyszłym realnym tempem zmian PKB w strefie euro są stosunkowo silne o tyle związki między wahaniami kursu a realnym tempem zmian eksportu są jeszcze silniejsze (tabela 8). Okazuje się, że poziom wskaźnika korelacji między zmianą impulsu dolarowego w roku T a realną zmianą eksportu w roku następnym kształtował się w latach 1999-2005 na poziomie 0,67.

Tabela 8: Poziom wskaźnika korelacji między impulsem dolarowym w roku T a realnym tempem zmian eksportu strefy euro T+1 (kolumna 1), poziom wskaźnika korelacji między zmianą impulsu dolarowego w roku T a realnym tempem zmian eksportu strefy euro T+1 (kolumna 2), poziom wskaźnika korelacji między impulsem dolarowym w roku T a realnym tempem zmian importu strefy euro T+1 (kolumna 3), poziom wskaźnika korelacji między zmianą impulsu dolarowego w roku T a realnym tempem zmian importu strefy euro w roku T+1 (kolumna 4).

Impuls	Zmiana impulsu	Impuls	Zmiana impulsu
eksport	eksport	import	Import
0,40	0,67	0,10	0,46

*Źródło: Opracowanie własne na podstawie bazy danych Gazet Gieldy „Parkiet” oraz bazy danych OECD. Przez impuls dolarowy rozumie się roczną stopę zmiany kursu dolara względem euro.*

Ten przykład wskazuje, że kanał kursu walutowego ma szczególne znaczenie dla wahań aktywności eksportowej w Eurolandzie. Jest to ważne zważywszy na fakt dużej otwartości gospodarki strefy euro. W przeszłości zdarzało się z tego powodu, że niektórzy przywódcy krajów członkowskich Eurolandu krytykowali politykę EBC za zbyt silny poziom kursu euro w stosunku do dolara USA. Korelacja między zmianami impulsu dolarowego w danym roku a realną zmianą importu w roku następnym w strefie euro również ma charakter dodatni. Poziom owej korelacji jest jednak niższy niż w przypadku eksportu. Oznacza to, że polityka EBC wywierając wpływ na wahania kursu walutowego oddziałuje głównie na eksport.

## 2.15 Interwencje walutowe

Niektóre banki centralne w swojej polityce wykorzystują interwencje walutowe. Z tego instrumentu korzysta często np. Bank Japonii. W przeszłości były jednak wypadki, że interwencji walutowych dokonywał także EBC. Były to jednak sytuacje bardzo wyjątkowe. Można sądzić, że pod tym względem polityka EBC jest podobna do polityki amerykańskiego banku centralnego, który również stara się realizować zasadę czysto płynnego kursu walutowego. Warto zauważyć, że zdarzały się w przeszłości przypadki, że FED i EBC podejmowały w podobnym okresie bardzo podobne działania. Np. latem 2007 r. banki te zwiększały płynność banków komercyjnych w związku z kryzysem na rynku kredytów hipotecznych w USA i zagrożeniem, iż kryzys ten wpłynie także na sytuację innych krajów. Współpraca między bankami centralnymi jest generalnie czymś pozytywnym. Sądzę, że zamiast likwidować prawa poszczególnych banków centralnych do prowadzenia własnej polityki pieniężnej należy raczej utrzymywać praktykę współpracy między bankami centralnymi

<sup>26</sup> E. Łon, Dolar a koniunktura na rynku akcji, „Bank”, nr 10, 2005, s. 50-53.

zwłaszcza w sytuacjach kryzysowych. Wówczas będzie to traktowane jako dobrowolny przykład opartej na poszanowaniu suwerenności współpracy poszczególnych krajowych organów władzy monetarnej. Warto tutaj w tym miejscu przywołać opinie K. Rybińskiego, który zauważa, że o ile koncepcja powołania globalnego banku centralnego jest z przyczyn politycznych bardzo trudna do wyobrażenia o tyle współpraca między poszczególnymi bankami centralnymi byłaby czymś bardziej naturalnym<sup>27</sup>. Sądzę, że pogląd ten jest zasadny. Trudno oczekiwać aby np. Norwegowie, Tajlandczycy, czy Brazylijczycy chcieli zlikwidować swe banki centralne i powołać w ich miejsce jeden globalny bank centralny. Myślę, że po prostu chcieliby raczej bronić swej suwerenności. To zupełnie naturalne.

### **3 Wybrane problemy dyskusyjne**

#### **3.1 Autonomia polityki pieniężnej w warunkach kursu płynnego**

Pojawia się czasem w debacie publicznej argument, że prowadzenie własnej polityki pieniężnej przy systemie kursu płynnego jest bardzo trudne. Pojawia się wówczas ryzyko destabilizujących przepływów kapitału krótkoterminowego. Sądzę, mimo wszystko, że choć prowadzenie polityki pieniężnej przy systemie kursu płynnego jest w przypadku krajów wschodzących zadaniem niełatwym to jednak wykonalnym. Warto przecież pamiętać, że wiele krajów Azji np. (Korea Płd, Tajwan, Tajlandia) oraz niektóre kraje skandynawskie (Norwegia, Szwecja), czy też np. Chile stosują kurs płynny. Mimo pewnych elementów ryzyka z tym związanych radzą sobie całkiem nieźle, osiągając korzystne wskaźniki makroekonomiczne. Szczególnie godnym podkreślenia jest przykład tzw. „tygrysów azjatyckich”. Kraje te mimo tego, że część z nich przeżyła około 10 lat temu kryzys walutowy, nie zlikwidowały swych walut narodowych. Mimo więc ryzyka związanego z prowadzeniem własnej polityki pieniężnej kraje te utrzymują suwerenność monetarną. Co więcej w przypadku niektórych z nich zmiana kursu stałego na kurs płynny okazała się posunięciem korzystnym. Kraje te dzięki temu powróciły na drogę wysokiego i stosunkowo ustabilizowanego tempa wzrostu PKB.

Mówi się wprawdzie czasami o perspektywie utworzenia waluty „asian”<sup>28</sup>. Mogłoby to wiązać się z perspektywą likwidacji niektórych dotychczasowych walut azjatyckich. Na razie niewiele jednak wskazuje na to, aby do realizacji tej koncepcji doszło. Znając silne

---

<sup>27</sup> K. Rybiński, *Globalizacja w trzech odsłonach, offshoring – globalne nierównowagi – polityka pieniężna*, Difin, Warszawa 2007, s. 330.

<sup>28</sup> „My, nasz złoty i globalizacja”, 21 września 2006 r., „Czwartek u Ekonomistów”, PTE.

przywiązanie krajów azjatyckich do suwerenności trudno oczekiwać aby wyrzekły się one szybko swego prawa do prowadzenia własnej polityki pieniężnej. Być może nawet do tego w perspektywie najbliższych 100 lat nie dojdzie. Ze zjawiskiem kursu płynnego wiąże się zagadnienie potrzeby prognozowania jego zmian. Nie jest to zadanie łatwe. Podejmowanie prób takich prognoz także przez osoby pracujące w banku centralnym jest jednak wskazane. Oczywiście zmiany kursów walut wschodzących w stosunku do dolara USA wykazują pewne podobieństwa. Mimo wszystko jednak zachowanie poszczególnych walut narodowych wykazuje swoją specyfikę. Oczywiście nie można wykluczyć, że o zachowaniu kursu złotego wobec euro, czy też złotego wobec dolara USA decydują czynniki globalne. Trzeba to jednak badać. Można sądzić, że również rola czynników krajowych jest tutaj niemała. Z pewnością poznawanie przyczyn kształtowania zmian kursów walutowych należy uznać za istotne wyzwanie badawcze stojące przed także i naszym bankiem centralnym. W ramach reżimu kursu płynnego możliwe jest także dokonywanie interwencji walutowych. Podczas przesłuchania na Komisji Finansów Publicznych ówczesny kandydat na prezesa NBP S. Skrzypek stwierdził, że w szczególnych przypadkach zastosowanie takich interwencji może być wskazane. Mówiąc bardziej generalnie prowadzenie polityki pieniężnej przy systemie kursów stałych jest zadaniem niełatwym, ale takim któremu można z pewnością podołać.

### **3.2 Stopy procentowe a członkostwo w strefie euro**

Pojawia się czasem argument, że wejście do strefy euro stwarza szansę na niskie stopy procentowe. Z argumentem tym można jednak polemizować. Warto w tym kontekście przeprowadzić odpowiednie badania. W tym celu można skorzystać z bazy danych jednego ze stanowych oddziałów amerykańskiego banku centralnego. Chodzi o bazę danych oddziału tego banku w S. Louis. Ciekawe może być zbadanie poziomu realnych stóp krótkoterminowych w okresie funkcjonowania strefy euro. Okazuje się, że średni poziom takich stóp w latach 1999-2006 wynosił w strefie euro 1,0% (tabela 9). Zdarzały się jednak przypadki nawet krajów wschodzących w odniesieniu do których poziom owej stopy był niższy. Dwoma takimi przykładami są Malezja (0,8%) i Tajlandia (0,5%). Na bardzo zbliżonym poziomie realne stopy utrzymywała również Korea Pd. Te przykłady bardzo wyraźnie pokazują, że możliwe jest utrzymywanie bardzo zbliżonego do typowego do strefy euro poziomu krótkoterminowych stóp realnych w przypadku krajów wschodzących, do których zalicza się także Polska. Możliwe, że kluczowe znaczenie dla kraju wschodzącego ma to, aby realne stopy krótkoterminowe nie przekroczyły pewnej niebezpiecznej dla gospodarki granicy.

Tabela 9: Średni poziom realnej stopy krótkoterminowej w wybranych krajach w latach 1994-1998 oraz 1999-2006 (w %) oraz kierunek zmian średniego poziomu realnej stopy krótkoterminowej w latach 1999-2006 w stosunku do lat 1994-1998.

Kraj	1994-1998	1999-2006	Kierunek zmian
Australia	4,1	2,2	spadek
Chile	5,8	2,2	spadek
Chiny	-1,0	2,2	wzrost
Dania	2,7	1,1	spadek
Filipiny	4,4	2,5	spadek
Indonezja	4,0	2,5	spadek
Izrael	3,3	4,8	wzrost
Japonia	0,4	0,5	wzrost
Kanada	3,7	1,4	spadek
Korea Południowa	7,2	1,5	spadek
Malezja	2,0	0,8	spadek
Meksyk	5,4	4,8	spadek
Norwegia	3,1	2,7	spadek
Nowa Zelandia	5,8	3,7	spadek
RPA	5,7	4,3	spadek
Singapur	2,1	1,2	spadek
<b>Strefa euro</b>	<b>3,0</b>	<b>1,0</b>	spadek
Szwajcaria	1,6	0,5	spadek
Szwecja	4,9	1,7	spadek
Tajlandia	4,5	0,0	spadek
Turcja	-1,9	9,0	wzrost
USA	2,9	0,9	spadek
Wenezuela	-5,6	11,8	wzrost
Wielka Brytania	4,3	3,3	spadek

Źródło: Opracowanie własne na podstawie bazy danych amerykańskiego banku centralnego (FED).

Warto w tym momencie odwołać się do badań prowadzonych dla gospodarki polskiej. Badania te prowadziłem dla lat 1995-2006. Okazuje się, że z o wiele wyższym realnym tempem zmian nakładów inwestycyjnych mieliśmy do czynienia w naszym kraju wówczas gdy realna stopa krótkoterminowa w roku poprzednim była nie wyższa od 3% niż w latach pozostałych. Jeśli w danym roku T realna stopa krótkoterminowa ukształtowała się na poziomie 3% bądź niższym, to w roku następnym średnie realne tempo zmian nakładów inwestycyjnych wynosiło 14,9% i było zawsze dodatnie. Jeśli zaś w danym roku realna stopa krótkoterminowa była wyższa od 3 %, to w roku następnym średnie realne tempo zmian nakładów inwestycyjnych ukształtowało się na poziomie zaledwie 1,9%. Załóżmy roboczo, że realna stopa krótkoterminowa na poziomie równym 3% bądź od niego niższym to stopa niska. Okazuje się, że po roku w którym stopa była niska dochodziło do sytuacji, w której realne tempo zmian nakładów inwestycyjnych było nie tylko zawsze dodatnie, ale co równie ważne było wyższe od realnego tempa zmian PKB. Prowadzone nakłady inwestycyjne stwarzają

szanse na modernizację polskiej gospodarki. Dzięki temu zwiększa się także poziom potencjalnego wzrostu gospodarczego. Można więc powiedzieć, iż utrzymywanie realnych stóp krótkoterminowych na niskim poziomie stwarzało dogodne podstawy dla modernizacji gospodarki. Skłaniało bowiem właśnie do prowadzenia inwestycji, które są naszej gospodarce tak bardzo potrzebne.

Oczywiście trzeba obiektywnie przyznać, że zdarzały się wypadki gdy w danym roku realne tempo zmian nakładów inwestycyjnych było dodatnie mimo tego, że w roku poprzednim realna stopa krótkoterminowa była wyższa od 3%. Mimo wszystko jednak można generalnie powiedzieć, że niski poziom realnych stóp krótkoterminowych sprzyja wzrostowi gospodarczemu. Okazuje się np. że poziom korelacji między wysokością realnej stopy krótkoterminowej w roku T w naszym kraju a realnym tempem zmian nakładów inwestycyjnych w roku następnym wedle danych za lata 1995-2006 wynosił  $-0,81$ . Potrzebne są co prawda dalsze badania, ale tezę o potrzebie utrzymywania realnych stóp krótkoterminowych w naszym kraju w dłuższym okresie na poziomie niższym bądź równym 3% należy uznać za uzasadnione. W tym kontekście warto zwrócić uwagę na to, że taki poziom realnej stopy krótkoterminowej (niższy lub równy 3%) jest możliwy do uzyskania w przypadku krajów mających własną walutę i własny bank centralny. Szczególnie interesujące dla Polski są w tym kontekście przykłady innych krajów wschodzących. Warto zauważyć, że w latach 1999-2006 niższe od 3% realne stopy krótkoterminowe występowały w Chile (2,2%), w Chinach (2,2%) w Indonezji (2,5%), na Filipinach (2,5%), a także jak już wcześniej wspomniano w Malezji, Tajlandii i Korei Pd.

Utrzymywanie stóp na umiarkowanie niskim poziomie może być dla polskiej gospodarki korzystne. Z jednej bowiem strony stopy te są na tyle niskie, że zachęcają do inwestowania, z drugiej zaś skłaniają oszczędzających do lokowania swych oszczędności na lokatach złotowych. Lokaty te z natury rzeczy oferowane są głównie przez banki działające w naszym kraju. W związku z tym taki właśnie, czyli umiarkowanie niski poziom stóp krótkoterminowych przeciwdziała *ceteris paribus* wpływowi polskich oszczędności za granicę. Warto zauważyć, że w latach 1999-2006 krótkoterminowe stopy procentowe ukształtowały się na niższym poziomie niż w latach 1994-1998 w przypadku wielu krajów świata. W dużym stopniu wynikało to z analizy przyczyn wystąpienia kryzysów walutowych w krajach Azji Południowo-Wschodniej.



W okresie poprzedzającym kryzys realne stopy krótkoterminowe były w wielu krajach azjatyckich stosunkowo wysokie. Sprzyjało to napływowi kapitału krótkoterminowego na tamtejsze rynki finansowe<sup>29</sup>. W pewnym momencie doszło jednak do zmasowanego wycofania się tego kapitału. Wtedy zaobserwowano, że wysokie realne stopy procentowe mogą być niekorzystne dla gospodarki kraju wschodzącego, mogą grozić destabilizacją sytuacji makroekonomicznej. W związku z tym po kryzysie walutowym stopy te po prostu obniżono. Uczyniono tak np. w Korei Południowej, w Indonezji, na Filipinach czy w Tajlandii. Należy więc korzystać z doświadczeń krajów Azji Południowo-Wschodniej i utrzymywać realne stopy procentowe na umiarkowanie niskim poziomie. Do tego jednak, jak pokazały prezentowane dotychczas przykłady nie trzeba wcale wchodzić do strefy euro. Warto przy okazji zauważyć, że jak to słusznie zauważył w zorganizowanej przez Gazetę Giełdy „Parkiet” debacie obecny szef Komisji Nadzoru Finansowego S. Kluza bardzo niskim poziomem stóp procentowych charakteryzują się Czechy, które przecież do strefy euro nie należą<sup>30</sup>.

### **3.3 Kryterium deficytu budżetowego a wzrost gospodarczy**

Istotnym elementem polityki gospodarczej jest polityka budżetowa. Jej charakter może być różnie określany. Czasami w tym kontekście mówi się o ekspansywnej oraz o restrykcyjnej polityce budżetowej. Można by dokonując podziału na te dwa rodzaje polityki odwołać się do jednego z kryteriów konwergencji opisanego w Traktacie z Maastricht. Oczywiście chodziłoby w tym momencie o relację salda budżetowego do PKB. Można założyć, że jeśli w danym kraju przestrzegane jest kryterium konwergencji, czyli występuje albo nadwyżka budżetowa albo relacja deficytu budżetowego do PKB jest niższa od 3%, to w takim kraju prowadzona jest budżetowa polityka o charakterze restrykcyjnym. Jeśli zaś w danym kraju mamy do czynienia z relacją deficytu budżetowego do PKB wyższą od 3 %, to wówczas mówimy o polityce ekspansywnej. Pojęcia te są oczywiście pewnym uproszczeniem i można wyobrazić sobie inne definicje ekspansywnej i restrykcyjnej polityki budżetowej.

Z badań przeze mnie przeprowadzonych wynika, że generalnie rzecz biorąc przestrzeganie budżetowego kryterium konwergencji służy gospodarce poszczególnych krajów. Okazuje się bowiem, że kraje, w których w latach 1999-2006 zawsze przestrzegano budżetowego

---

<sup>29</sup> H. Żywiecka, Przyczyny i mechanizm kryzysów walutowych ze szczególnym uwzględnieniem znaczenia międzynarodowych przepływów kapitałów, „Materiały i Studia” NBP, nr 145, 2002 r.

<sup>30</sup> Zapis z przebiegu debaty „Euro bez pośpiechu” opublikowany został na łamach Gazety Giełdy „Parkiet” z 9-11 lipca 2005 r.

kryterium konwergencji osiągały wyższe średnie realne tempo wzrostu PKB niż kraje, w których przynajmniej raz kryterium to przestrzegane nie było. Można stwierdzić, że kraje w których zawsze przestrzegane było budżetowe kryterium konwergencji prowadziły politykę ostrożną, natomiast kraje, w których kryterium to choćby raz nie było przestrzegane prowadziły politykę elastyczną. Są to oczywiście umowne pojęcia, ale pomocne w toku dalszych rozważań. Okazuje się, że są takie przykłady krajów prowadzących politykę elastyczną w przypadku których średnie realne tempo wzrostu PKB było wyższe niż w przypadku średniego poziomu tego wskaźnika dla grupy krajów prowadzących politykę ostrożną. Krajami tymi były: Grecja, Hong Kong, Węgry, Słowacja oraz Tajwan.

Tabela 10: Średnie realne tempo zmian PKB w wybranych krajach w przypadku, których przynajmniej w jednym roku relacja deficytu budżetowego do PKB była wyższa od 3 % PKB w latach 1999-2006 (w %).

Kraj	PKB
Hongkong	5,3
Węgry	4,4
Słowacja	4,0
Tajwan	4,0
Polska	3,7
Cypr	3,7
Czechy	3,7
Izrael	3,3
USA	2,9
Wielka Brytania	2,7
Strefa euro	2,1
Japonia	1,4

*Źródło: Opracowanie własne na podstawie bazy danych MFW oraz bazy danych OECD.*

Ponieważ w tym opracowaniu przedstawiam argumenty przemawiające przeciwko członkostwu Polski w strefie euro, to szczególnie interesujące są w tym kontekście przykłady krajów, które w latach 1999-2006 w strefie euro nie przebywały. Chodzi tu więc o wszystkie wyżej wymienione kraje, z wyjątkiem Grecji. Z tego fragmentu rozważań wynika, że niektóre kraje charakteryzujące się suwerennością monetarną prowadziły czasami politykę elastyczną polegającą na nieprzestrzeganiu przynajmniej w jednym roku budżetowego kryterium konwergencji (tabela 10). Można więc powiedzieć, że uznały one, iż prowadzenie takiej polityki leży w ich interesie. Wynika z tego, że można w uzasadnionych wypadkach nie przestrzegać budżetowego kryterium konwergencji a mimo to, osiągnąć wysokie tempo wzrostu PKB. Jeśliby nawet jednak przyjąć, że rygorystyczne przestrzeganie budżetowego kryterium konwergencji jest korzystne dla gospodarki, to przecież można prowadzić taką politykę nie likwidując swojej waluty narodowej. Świadczą o tym, choćby przykłady Islandii,

Korei Południowej oraz Singapuru. Co ciekawe w Islandii pojawiły się w 2006 r. głosy mówiące o potrzebie przystąpienia tego kraju do strefy euro pomimo braku członkostwa Islandii w UE<sup>31</sup>. Warto jednak podkreślić, że przeciwnikiem przyjęcia euro przez Islandię jest tamtejszy szef banku centralnego. Z drugiej strony powstaje oczywiście pytanie, czy przystąpienie Islandii do strefy euro w przypadku braku członkostwa w UE jest w ogóle możliwe.

### **3.4 Wahliwość kursu walutowego a wzrost gospodarczy**

Pojawia się czasem argument, że wejście Polski do strefy euro mogłoby zmniejszyć poziom ryzyka kursowego związanego z działalnością polskich przedsiębiorstw a szczególnie tych, które prowadzą wymianę z zagranicą bądź np. korzystają z kredytów walutowych. Warto jednak pamiętać, że nawet po wejściu do strefy euro przedsiębiorstwa działające w naszym kraju odczuwałyby skutki wahań kursu walutowego. Okazuje się, że występuje silny związek między wahaniami kursu euro wobec dolara USA a sytuacją makroekonomiczną krajów członkowskich strefy euro. Trzeba też pamiętać, że przecież nie cały polski eksport jest denominowany w euro. Z najnowszych danych GUS wynika, że eksport poza strefę euro stanowi ok. 48% eksportu ogółem. Oczywiście wybierając drogę suwerenności monetarnej Polska stoi przed zadaniem minimalizowania negatywnych skutków ryzyka walutowego.

Z pewnością silne wahania kursowe gospodarce nie służą. Z drugiej strony trudniej jednak udowodnić, że umiarkowane wahania mają wpływ jednoznacznie negatywny. Wprawdzie większość badań empirycznych pokazuje, że stałość kursu sprzyja rozwojowi handlu międzynarodowego, ale są i takie badania które przynoszą wnioski nieco inne<sup>32</sup>. Stwierdzenie, że wahliwość kursu na umiarkowanym poziomie sprzyja handlowi międzynarodowemu jest tezą kontrowersyjną, ale nie pozbawioną pewnych podstaw. Warto przykładowo zauważyć, że z kursem płynnym z natury rzeczy wiąże się występowanie okresów zarówno szczególnie korzystnego, jak i szczególnie niekorzystnego z punktu widzenia eksporterów kształtowania się kursu. Można zauważyć, że okres szczególnie korzystnego dla eksporterów kursu zachęca przedsiębiorstwa do zdobywania nowych rynków zbytu. Zdobywanie ich mobilizuje te przedsiębiorstwa do pozostania na nich nawet wówczas gdy kurs przejściowo stanie się dla eksportu mniej opłacalny.

---

<sup>31</sup> Informowała o tym PAP w notatce z dnia 26 kwietnia 2006 r.

<sup>32</sup> Ł. Tarnawa, Zmienność czy siła?, „Gazeta Bankowa”, nr 5, z 3 lutego 2003 r., s. 33.

Mimo wszystko jednak trzeba przyznać, że silna wahliwość kursu generalnie rzecz biorąc gospodarce szkodzi. Można się o tym przekonać porównując ze sobą zmienność kursu walutowego ze średnim realnym tempem zmian PKB w latach 1999-2006 w grupie 26 krajów wschodzących (tabela 11). Dla każdego z tych krajów można policzyć w przypadku każdego roku procentową zmianę kursu dolara USA względem waluty narodowej tego kraju. Następnie takie samo wyliczenie można przeprowadzić dla pozostałych krajów i na tej podstawie wyliczyć poziom odchylenia standardowego dla każdego kraju. Odchylenie to jest liczone na bazie danych pokazujących średnią procentową zmianę kursu dolara USA względem waluty krajowej. Roboczo można nazwać tak obliczone odchylenie walutowym odchyleniem standardowym. Okazuje się, że pomiędzy poziomem walutowego odchylenia standardowego w latach 1999-2006 a średnim realnym tempem zmian PKB w tym samym okresie występowała korelacja ujemna na poziomie  $-0,47$ . Okazuje się więc, że faktycznie wysoka wahliwość kursu gospodarce nie służy. Z drugiej jednak strony do tego, aby utrzymywać niską zmienność kursu walutowego nie trzeba likwidować własnej waluty narodowej. Trzeba tylko po prostu prowadzić odpowiednią politykę gospodarczą. Warto tu wskazać choćby na przykład Korei Południowej, która osiąga szybkie tempo wzrostu gospodarczego charakteryzując się umiarkowanie niską wahliwością kursu walutowego.

Jeśliby jednak uznać, że ryzyko walutowe jest czynnikiem aż tak negatywnym, że warto z nim walczyć bardzo radykalnie, to zawsze przecież istnieje możliwość przyjęcia choćby na okres przejściowy kursu stałego np. wobec euro. Oczywiście nawet wówczas ryzyko kursowe nie zniknie, gdyż będzie dotyczyło przedsiębiorstw prowadzących działalność wymiany z zagranicą z krajami spoza strefy euro. Podsumowując można stwierdzić, że wysoka wahliwość kursu generalnie gospodarce szkodzi, ale wahania umiarkowane nie są przeszkodą w rozwoju kraju. Można w tym momencie przywołać słowa G. Beckera, który powiedział, „wielość walut nie jest przeszkodą w osiągnięciu dobrobytu”. Należy dodać, że konsekwencją występowania wielu walut jest właśnie występowanie ryzyka kursowego. Bo nawet jeśli wszystkie one (co jest praktycznie mało prawdopodobne) byłyby powiązane za pomocą kursu stałego to i tak możliwe byłoby zawsze przejście do kursu płynnego przynajmniej w pewnym zakresie<sup>33</sup>.

---

<sup>33</sup> W. Michalczyk, J. Michalczyk, Rodzaje reżimów kursowych i problem wyboru między nimi w: Regionalizacja i globalizacja we współczesnym świecie, AE we Wrocławiu, 27 maja Wrocław 2007.

Tabela 11: Średni poziom wskaźnika zmienności kursu walutowego oraz średnie realne tempo zmian PKB w wybranych krajach wschodzących w latach 1999-2006 (w %).

Kraj	Zmienność kursu	PKB
Jordan	0	5,6
Chiny	1,3	9,3
Malezja	2,3	5,4
Indie	4,3	4,1
Peru	5,7	4,1
Sri Lanka	5,8	4,7
Meksyk	6,3	3,1
Izrael	6,8	3,3
Korea Południowa	7,9	5,7
Tajlandia	8,4	5,0
Filipiny	9,5	4,6
Maroko	10,6	3,6
Chile	10,8	3,7
Polska	11,6	3,7
Rosja	12,6	6,7
Węgry	14,4	4,4
Egipt	14,5	4,6
Czechy	15,0	3,7
Indonezja	16,2	4,4
Kolumbia	18,8	2,9
Pakistan	22,0	5,0
Wenezuela	26,3	2,9
Brazylia	27,4	2,8
RPA	28,8	3,9
Turcja	63,2	3,8
Argentyna	82,6	2,0

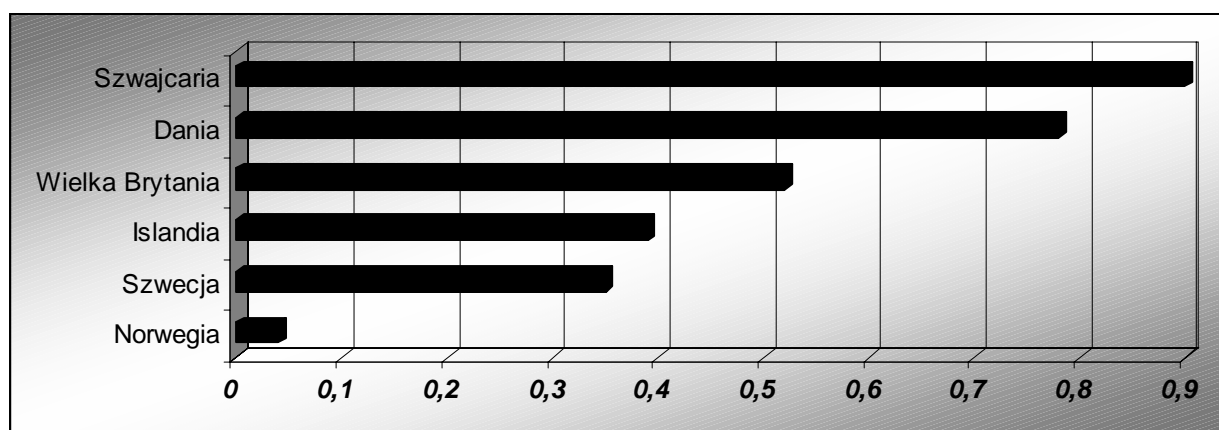
*Źródło: Opracowanie własne na podstawie bazy danych Międzynarodowej Statystyki Finansowej oraz bazy danych MFW. Przez zmienność kursu walutowego rozumie się poziom odchylenia standardowego obliczony na podstawie danych z lat 1999-2006 pokazujących procentową zmianę kursu waluty krajowej w stosunku do dolara USA.*

### **3.5 Związki między polityką EBC a polityką innych wybranych banków centralnych**

Analizując lata 1999-2006 warto sprawdzić, jaką politykę pieniężną prowadziły poszczególne banki centralne w Europie. W tym celu można zastanowić się, czy wszystkie te banki naśladowały w swych decyzjach politykę EBC, czy też przeciwnie niektóre z nich prowadziły politykę bardziej samodzielnie. Okazuje się, że mieliśmy do czynienia z sytuacją drugą. Aby wysnuć taki wniosek można obliczyć poziom wskaźnika korelacji między zmianą realnej stopy krótkoterminowej w strefie euro a zmianą realnej stopy krótkoterminowej w wybranych krajach: w Szwecji, Islandii, Wlk. Brytanii i Szwajcarii (wykres 8). Okazuje się, że poszczególne banki wybrały różną strategię. W przypadku Danii i Szwajcarii poziom wyżej wymienionego wskaźnika korelacji jest bardzo wysoki. Wynika z tego, że decyzje banków centralnych w Danii i Szwajcarii podążały za decyzjami Europejskiego Banku Centralnego.

Można powiedzieć, że banki te wybrały politykę naśladownictwa. W przypadku Szwecji, Wlk. Brytanii oraz Islandii a także Norwegii poziom wyżej wymienionego wskaźnika korelacji był niższy. Oznacza to, że banki te prowadziły politykę bardziej elastyczną.

Wykres 8: Średni poziom wskaźnika korelacji między zmianą realnej stopy krótkoterminowej w strefie euro a zmianą realnej stopy krótkoterminowej w wybranych dojrzałych krajach europejskich w latach 1999-2006.



Źródło: Opracowanie własne na podstawie bazy danych OECD.

Okazuje się, że w krajach, w których banki centralne podążały za decyzjami EBC średnie tempo wzrostu gospodarczego było w latach 1999-2006 wyraźnie niższe niż w krajach, w których banki centralne prowadziły politykę bardziej samodzielą. Okazuje się, że w przypadku utrzymania suwerenności monetarnej bank centralny może wybrać różną strategię. Jeśli z jakiś powodów uzna, że naśladowanie polityki EBC byłoby strategią słuszną to może taką strategię wdrażać w życie. Co ciekawe strategię taką można wybrać nawet wówczas gdy dany kraj nie należy do Unii Europejskiej. Pokazuje to przykład Szwajcarii. Doświadczenie badanych lat pokazuje, że wybór strategii bardziej elastycznej okazał się być wyborem słusznym. Po to, aby mieć możliwość takiego wyboru Polska musi mieć prawo do prowadzenia własnej polityki pieniężnej. Wybór taki nie jest w żaden sposób wyborem zamknięcia się na świat. Przeciwnie jest to wybór, którego konsekwencją jest właśnie możliwość swobodnego czerpania z doświadczeń innych krajów. Co więcej nie można wykluczyć, że to właśnie NBP wymyślił taki cel działalności banku centralnego, który potem będzie wdrażany także przez inne banki centralne. Warto przykładowo zauważyć, że strategię bezpośredniego celu inflacyjnego po raz pierwszy zastosował Bank Nowej Zelandii i potem inne banki centralne strategie te przyjmowały.

### **3.6 Strefa euro a Wielka Brytania, Dania i Szwecja**

Często w debacie na temat ewentualnego członkostwa Polski w strefie euro dokonuje się porównania kondycji gospodarek Eurolandu z sytuacją gospodarczą Danii, Wlk. Brytanii oraz Szwecji. Wsuwane są argumenty, że kraje te rozwijają się szybciej niż strefa euro. Jest to prawda, aczkolwiek warto tu wprowadzić pewne rozróżnienie. Okazuje się mianowicie, że w latach 1999-2006 z pewnością szybciej od strefy euro rozwijały się Wlk. Brytania oraz Szwecja. W przypadku Danii sytuacja była odmienna. Średnie realne tempo wzrostu PKB w Danii było niemal równe analogicznemu tempu w strefie euro. Czasem, wysuwany jest pewien kontrargument. Mówi się mianowicie, że porównywanie Polski do Danii, Szwecji i Wlk. Brytanii jest bardzo ryzykowne, gdyż w przeciwieństwie do Polski są to kraje bogate o ugruntowanej tradycji występowania gospodarki rynkowej. Nie kwestionując tej różnicy między Polską a Danią, Szwecją czy Wlk. Brytanią mam pewną propozycję metodologiczną.

### **3.7 Debata o ewentualnym członkostwie w strefie euro a grupa porównawcza**

Można powiedzieć, że w gronie zwolenników wejścia do strefy euro pojawia się pewien spór. Niektórzy mówią o potrzebie jak najszybszego wejścia do Eurolandu inni wyrażają pogląd, aby z decyzją tą nie spieszyć się (np. E. Pietrzak)<sup>34</sup>. Uważam, że porównywanie funkcjonowania strefy euro z innymi krajami ma sens, przy czym porównania te mogą mieć nieco różny cel. Jeśli będziemy się zastanawiać, czy Polska powinna wejść do strefy euro jak najszybciej tzn., że dyskutować będziemy o tym, czy do strefy euro powinien wejść kraj wschodzący. Wówczas trzeba będzie porównać dokonania gospodarcze uboższych krajów strefy euro z krajami wschodzącymi. Jeśliby zaś założyć, że Polska powinna wejść do strefy euro w perspektywie znacznie dłuższej tzn. wówczas gdy będzie już krajem dojrzałym, to z tego punktu widzenia kluczowe znaczenie ma porównanie funkcjonowania strefy euro z krajami dojrzałymi. Mówiąc nieco inaczej skoro obecnie Polska jest krajem wschodzącym to trzeba zastanawiać się nad tym, czy Polska winna wejść do strefy euro czy też utrzymać suwerenność monetarną właśnie jako kraj wschodzący. Jeśli natomiast będziemy spierać się o to, czy Polska powinna wejść do strefy euro za np. 20 lat, kiedy będzie już krajem dojrzałym, to wówczas istotne będzie zastanawianie się, nad tym czy właśnie Polska powinna podjąć taką a nie inną decyzję, jako kraj dojrzały. Z dzisiejszej perspektywy z punktu widzenia dyskusji o tym, czy Polska powinna jak najszybciej wejść do strefy euro kluczowe znaczenie

---

<sup>34</sup> E. Pietrzak, M. Markiewicz, *Finanse, bankowość i rynki finansowe*, Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego, Gdańsk 2007.

ma przede wszystkim porównanie sytuacji naszego kraju z krajami wschodzącymi, a także sytuacji uboższych krajów strefy euro także z wyżej wymienionymi krajami wschodzącymi. Z tego punktu widzenia warto policzyć, średnie tempo wzrostu gospodarczego w krajach wschodzących charakteryzujących się suwerennością monetarną w latach 1999-2006.

### **3.8 Doświadczenia Grupy G-3, GKU oraz Grupy SM-27**

Dla Polski jako kraju wschodzącego kluczowe znaczenie ma odpowiedź na pytania, czy jedyną drogą prowadzącą do szybkiego wzrostu gospodarczego może być przyjęcie euro, czyli rezygnacja z waluty narodowej. Aby na to pytanie odpowiedzieć trzeba oczywiście przeprowadzić pewne badania empiryczne. Do badań tych skłoniła mnie m. in. wypowiedź byłego szefa FED A. Greenspana, który w wywiadzie dla Tygodnika „Wprost” zasugerował, że trzeba oceniać doświadczenia funkcjonowania strefy euro. Badanie tych doświadczeń jest szczególnie ważne z punktu widzenia porównywania poziomu tempa wzrostu gospodarczego uboższych krajów strefy euro z takimi krajami wschodzącymi, które nie pozbyły się swej waluty narodowej. Do grupy uboższych krajów strefy euro zaliczyłem: Grecję, Hiszpanię i Portugalię (grupa G-3). Uczyniłem tak dlatego, że są to takie kraje strefy euro, które według danych z 2006 r. charakteryzują się najniższym poziomem PKB per capita. Warto w tym miejscu zastanowić się jakie tempo wzrostu gospodarczego jest charakterystyczne dla tych właśnie krajów w okresie gdy były one członkami Eurolandu. Po pierwsze można wyliczyć, średnie tempo wzrostu PKB dla wspomnianej grupy G-3 za lata 1999-2006. Okazuje się, że średnie tempo wzrostu PKB dla lat 1999-2006 dla wspomnianej grupy wynosiło 3,1%. Warto jednak przypomnieć, że posługiwanie się tą liczbą niesie pewne ryzyko. Wiadomo przecież, że Grecja weszła do strefy euro dopiero w roku 2001.

Z tego punktu widzenia należy dokonać kolejnych obliczeń. Można np. wyliczyć średnie tempo wzrostu PKB dla grupy uboższych krajów strefy euro (w skrócie GKU – Grupa Krajów Uboższych). Oczywiście dla lat 2001-2006 pod uwagę brane byłyby: Grecja, Hiszpania oraz Portugalia, a za lata 1999-2000 tylko Portugalia i Hiszpania. Okazuje się, że średnie tempo wzrostu PKB dla wspomnianej wyżej GKU ukształtowało się w latach 1999-2006 na poziomie 3,2% (tabela 12). Można przedstawić jeszcze inne wyliczenia. Dla np. samej grupy G-3 średnie tempo wzrostu PKB za lata 2001-2006 wynosiło 2,8%. Niezależnie jakim okresem posłużymy się dane te wskazują na to, że tempo wzrostu uboższych krajów strefy euro było dotychczas średnio rzecz biorąc raczej jak na kraje wschodzące stosunkowo niskie.



Tabela 12: Średnie realne tempo zmian PKB w 27 krajach wschodzących posiadających prawo do prowadzenia własnej polityki pieniężnej oraz w średnie realne tempo zmian w GKU w latach 1999-2006 (w %).

Chiny	9,3
Rosja	6,7
Korea Południowa	5,7
Jordan	5,6
Malezja	5,4
Pakistan	5,0
Tajlandia	5,0
Sri Lanka	4,7
Filipiny	4,6
Egipt	4,6
Indonezja	4,4
Węgry	4,4
Peru	4,1
Indie	4,1
Tajwan	3,95
RPA	3,9
Turcja	3,8
Polska	3,7
Chile	3,7
Czechy	3,7
Maroko	3,6
Izrael	3,3
<b>GKU</b>	<b>3,2</b>
Meksyk	3,1
Wenezuela	2,9
Kolumbia	2,9
Brazylia	2,8
Argentyna	2,0

Źródło: Opracowanie własne na podstawie bazy danych MFW. GKU (Grupa Krajów Uboższych) obejmuje Grecję, Hiszpanię i Portugalię dla lat 2001-2006 oraz Hiszpanię i Portugalię dla lat 1999-2000.

Aby o tym się przekonać można porównać ze sobą średnie tempo wzrostu gospodarczego dla grupy GKU za lata 1999-2006 ze średnim tempem wzrostu dla grupy 27 krajów wschodzących, których cechą było posiadanie własnej waluty narodowej. Kraje te charakteryzowało więc posiadanie suwerenności monetarnej i z tego powodu grupę tych krajów można określić grupą SM 27. Mówiąc bardzo ogólnie tempo wzrostu gospodarczego w grupie SM 27 było w tym okresie wyższe niż tempo wzrostu w grupie uboższych krajów w strefie euro. Może czasem pojawiać się pogląd, że taki wynik porównania jest rezultatem tego, że w gronie krajów SM 27 znalazły się i takie w przypadku których początkowy poziom PKB per capita był bardzo niski a więc zgodnie z hipotezą konwergencji kraje te powinny w toku kolejnych lat rozwijać się bardzo szybko. Można jednak przedstawić pewien

kontrargument. Warto zauważyć, że w grupie krajów SM 27 są i takie, których poziom PKB per capita jest jak na kraje wschodzące stosunkowo wysoki. Chodzi w tym momencie np. o Izrael, Koreę Południową, Tajwan, Chile czy też Turcję. Z danych międzynarodowych wynika, że są to kraje o poziomie PKB per capita zbliżonym do poziomu tego wskaźnika obliczanego dla uboższych krajów strefy euro. Mimo wszystko jednak było tak, że zarówno Izrael, jak i Korea Południowa, a także Tajwan, Chile i Turcja rozwijały się w latach 1999-2006 szybciej niż grupa GKU.

Z powyższych rozważań płynie ważny wniosek. Okazuje się mianowicie na podstawie doświadczeń dotychczasowego funkcjonowania strefy euro, że kraje wschodzące aby się szybko rozwijać nie muszą likwidować własnej waluty narodowej, że możliwy jest szybki rozwój w warunkach utrzymania prawa do prowadzenia własnej polityki pieniężnej. Z drugiej strony nie twierdzą oczywiście, że niemożliwy jest rozwój kraju uboższego w strefie euro. Byłby to bowiem wniosek bardzo nieobiektywny. Myślę jednak, że przeciwnicy wchodzenia do strefy euro mogą na podstawie analizy zaprezentowanego tu materiału badawczego otrzymać kolejne argumenty na rzecz swego stanowiska. Oczywiście zdaję sobie sprawę, że jak to pokazują dane z lat 1999-2006 kraje wschodzące, które utrzymały swoją suwerenność monetarną przeżywały czasem okresy bardzo trudne. Zdarzało się, że w niektórych latach w krajach tych dochodziło wręcz do spadku PKB w ujęciu realnym. Wystarczy wymienić choćby Argentynę, czy Wenezuelę. Z kolei były jednak i takie kraje wschodzące w przypadku których w badanym okresie do realnego spadku PKB nigdy nie dochodziło. Myślę, że zadaniem przeciwników wejścia Polski do strefy euro jest ciągle podejmowanie prób skonstruowania alternatywy dla członkostwa Polski w strefie euro. W toku dalszych rozważań postaram się zarysować pewne elementy takiej alternatywy. Zdaję sobie oczywiście sprawę, że tak naprawdę alternatyw może być wiele. Mówiąc ogólnie istotą alternatywy powinno być wykorzystanie doświadczeń tych krajów, które utrzymując własną walutę narodową i własny bank centralny osiągały pożądane także i przez nas cele makroekonomiczne.

### **3.9 Modele integracji a likwidacja walut narodowych**

Proces międzynarodowej integracji gospodarczej oceniany jest z reguły pozytywnie. Warto jednak pamiętać, że modeli integracji może być wiele. Przyjmuje się, że najbardziej luźną formą integracji jest strefa wolnego handlu, najbardziej zaś zaawansowaną unia walutowa. Można powiedzieć, że konsekwencją pogłębiania integracji jest przenoszenie praw suwerennych na szczebel ponadnarodowy. Z tego punktu widzenia w debacie o modelach

integracji uwzględniane muszą być z natury rzeczy także przesłanki polityczne. Warto bowiem zauważyć, że nie wszystkie kraje gotowe są uczestniczyć w takim modelu integracji, który w znacznym stopniu ogranicza ich suwerenność. O tym zaś, że głębokie formy integracji (np. unia walutowa) wiążą się z ograniczeniem suwerenności pisał np. T. Kowalak<sup>35</sup>. Warto w tym miejscu zastanowić się, czy wprowadzenie jednej waluty na obszarze obejmującym pewną grupę krajów jest koniecznym warunkiem korzystnej integracji gospodarczej.

Należy zauważyć, że wiele międzynarodowych organizacji integracyjnych opiera się na zasadzie utrzymania prawa poszczególnych krajów członkowskich do prowadzenia własnej polityki pieniężnej. Istnieją oczywiście unie walutowe np. w Afryce, ale spośród krajów uznawanych za kraje dojrzałe bądź wschodzące przez bank inwestycyjny Morgan Stanley jedynie niewielka część tych krajów uczestniczy w takim modelu integracji gospodarczej, którego zasadą jest likwidacja waluty narodowej. Warto w tym miejscu dokonać pewnego porównania. Jego istotą będzie porównanie średniego tempa wzrostu PKB w przypadku kilku wybranych organizacji integracyjnych ze średnim tempem wzrostu PKB dla strefy euro w latach 1999-2006.

### **3.10 Wzrost gospodarczy strefy euro na tle wzrostu gospodarczego innych organizacji**

Do powyższego porównania można wykorzystać dane o tempie wzrostu gospodarczego w poszczególnych krajach członkowskich kilku organizacji. Organizacjami tym są: MERCOSUR, ASEAN, NAFTA oraz EFTA. Organizacje te różnią się nieco między sobą. Są wśród nich zarówno takie, które utworzone zostały stosunkowo dawno (EFTA rok 1960). Jest jednak wśród nich także NAFTA. Układ o powołaniu tej organizacji wszedł w życie dopiero w roku 1989. Dwie z tych organizacji (MERCOSUR oraz ASEAN) obejmują głównie kraje wschodzące. Z kolei NAFTA i EFTA to organizacje zrzeszające przede wszystkim kraje dojrzałe. Dokonałem obliczenia średniego tempa wzrostu PKB odnotowanego w latach 1999-2006 w grupie krajów tworzących MERCOSUR. Następnie tych samych obliczeń dokonałem na podstawie grupy krajów tworzących ASEAN, NAFTA i EFTA. Później porównałem średnie tempo wzrostu PKB obliczone dla tych wszystkich przypadków w odniesieniu do badanego okresu ze średnim tempem wzrostu dla strefy euro (tabela 13).

---

<sup>35</sup> T. Kowalak, Integracja rynków kapitałowych w Unii Europejskiej, Twigger, Warszawa 2006.

Tabela 13: Realne tempo zmian PKB strefy euro oraz średnie realne tempo zmian w grupie wybranych krajów członkowskich w latach 1999-2006 (w %).

	Strefa euro	MERCOSUR	ASEAN	NAFTA	EFTA
1999	3,0	-1,9	4,6	4,6	2,4
2000	3,9	-0,3	6,3	5,2	3,8
2001	1,9	-1,1	2,6	0,9	2,2
2002	0,9	-4,2	5,0	1,8	0,5
2003	0,8	4,0	5,2	1,9	1,2
2004	2,0	7,7	6,0	3,8	4,6
2005	1,4	5,4	5,4	3,0	4,0
2006	2,6	5,8	6,2	3,6	2,8
1999-2006	2,1	1,9	5,2	3,1	2,7

Źródło: Opracowanie własne na podstawie bazy danych MFW. Przez „wybrane kraje członkowskie” rozumie się te kraje, które były członkami danych organizacji przez cały okres lat 1999-2006.

Okazało się, że w przypadku tylko organizacji MERCOSUR tempo wzrostu gospodarczego było niższe niż w przypadku strefy euro. Wynika z tego ważny wniosek. Można mianowicie powiedzieć, że tempo wzrostu gospodarczego w przypadku organizacji MERCOSUR było stosunkowo niskie przy czym, co warto podkreślić było ono bardzo niskie szczególnie w latach 1999-2002. Wynika z tego, że prowadzenie własnej polityki pieniężnej niesie ze sobą ryzyko popełnienia błędu. Warto w tym miejscu podać przykład Argentyny, która utrzymując suwerenność monetarną zastosowała w pewnym okresie politykę kursu stałego, doprowadziło to do negatywnych konsekwencji. Później jednak, kiedy kurs stały stał się znów płynny tempo wzrostu gospodarczego było bardzo wysokie. Należy podkreślić, duży sukces organizacji ASEAN. Jest to o tyle istotne, że jej członkami z wyjątkiem Singapuru są kraje wschodzące. Jest to przykład szczególnie interesujący dla Polski jako kraju wschodzącego. Wynika bowiem z niego to, że kraj wschodzący, aby uczestniczyć w korzystnym dla siebie modelu integracji gospodarczej nie musi wcale likwidować swej waluty narodowej. Powyższe przykłady pokazują, że kraj wybierający drogę suwerenności monetarnej stoi przed zadaniem niełatwym. Jeśli jednak jego polityka będzie sprzyjała stworzeniu podstawy dla długookresowego wzrostu gospodarczego to, aby się szybko rozwijać nie musi on likwidować swej waluty narodowej.

O stosunkowo niskim tempie wzrostu gospodarczego w strefie euro świadczy jeszcze inny argument. Aby argument ten wysunąć należy porównać tempo wzrostu PKB w poszczególnych 4 organizacjach (MERCOSUR, ASEAN, NAFTA, EFTA) z dokonaniem w tej mierze strefy euro. Z danych za lata 1999-2006 wynika, że w żadnym z tych 8 lat tempo wzrostu gospodarczego w strefie euro nie było jednocześnie wyższe od tempa we wszystkich

4 wyżej wymienionych organizacjach. Najczęściej w gronie 5 badanych organizacji strefa euro zajmowała z punktu widzenia tempa wzrostu PKB najwyższą 3 miejsce. Raz tylko w roku 2001 było to miejsce drugie.

### **3.11 Konsensus Waszyngtoński a wzrost gospodarczy**

Likwidacja walut narodowych nie jest jak to wynika z przedstawionych badań warunkiem rozwoju gospodarczego. Co ciekawe można także powiedzieć, że warunkiem rozwoju kraju wschodzącego nie jest dokładne przestrzeganie zasad tzw. Konsensusu Waszyngtońskiego. Zasad tych jest 10. Zostały one sformułowane przez MFW. Obejmują one m. in.: liberalizację finansową, otwarcie na zagraniczne inwestycje bezpośrednie oraz prywatyzacje i deregulację. W swojej książce o globalizacji K. Rybiński przypomina, że zestaw reform aplikowany przez MFW krajom rozwijającym się w wyżej wymienionym tzw. Konsensusie Waszyngtońskim wcale nie prowadził do poprawy perspektyw wzrostu, a wręcz przeciwnie znacznie szybciej rozwijały się kraje, które wielu z proponowanych reform nie wdrożyły. Jak pisze K. Rybiński w szczególności kraje azjatyckie rozwijały się znacznie szybciej niż kraje latynoamerykańskie, poza Chile, które było wyjątkiem potwierdzającym regułę<sup>36</sup>. Przykład ten pokazuje, że faktycznie dróg rozwoju jest wiele. Szybki rozwój krajów azjatyckich nie wynikał zaś z pewnością z likwidacji walut narodowych, gdyż do likwidacji tej po prostu nie doszło. O tym, że przykład krajów azjatyckich jest tu szczególnie interesujący świadczy inny fragment książki K. Rybińskiego, który pisze, że takie kraje jak Chiny, Tajwan, Korea, Malezja, Singapur czy Indie o wiele sprawniej niż Europa przygotowują się do wyzwań XXI wieku i radykalnie zwiększają zdolność swoich przedsiębiorstw i całych gospodarek do tworzenia innowacji a szczególnie istotną rolę pełni w tym procesie administracja publiczna. Jak wiadomo wszystkie przywołane w tym przykładzie przez K. Rybińskiego kraje zachowują prawo do prowadzenia swojej polityki pieniężnej.

### **3.12 Dostęp do rynków finansowych**

Pojawia się czasem argument, że wejście Polski do strefy euro ułatwiłoby naszym przedsiębiorstwom dostęp do rynku finansowego tej strefy. Warto jednak pamiętać, że ewentualne korzyści z tego tytułu nie byłyby prawdopodobnie znaczne. Rozumiem oczywiście, że jeśli inwestor giełdowy z Eurolandu miałby do wyboru kupno papierów dłużnych emitowanych w złotych i papierów dłużnych emitowanych w euro przynoszących

---

<sup>36</sup> K. Rybiński, *Globalizacja w trzech odsłonach...*, op. cit., s. 122.

takie same dochody odsetkowe to przy podobnej sytuacji fundamentalnej emitentów mogłyby preferować emisje w euro. Z drugiej jednak strony trzeba zauważyć, że o tym jakim zainteresowaniem cieszyłyby się emisje papierów dłużnych decydowałyby jednak w dużym stopniu wspomniana wyżej charakterystyka fundamentalna emitentów. Można założyć, że przedsiębiorstwo działające w naszym kraju charakteryzujące się korzystnymi perspektywami rozwoju oraz np. pożądanymi poziomami wskaźników płynności powinno znaleźć nabywców emitowanych papierów niezależnie od waluty emisji.

Oczywiście fakt emisji w euro stwarza szansę, gdyż znika wówczas ryzyko kursowe. Jeśli natomiast nabywca ze strefy euro kupuje papiery dłużne denominowane w złotych to w takim wypadku ryzyko to pojawia się. W związku z powyższym przyjęcie strategii rozwoju w oparciu o utrzymanie prawa do prowadzenia własnej polityki pieniężnej wymaga podejmowania takich działań, które sprzyjać będą budowaniu zaufania do polskiego złotego. Trzeba też zauważyć, że ewentualna likwidacja polskiego złotego mogłaby doprowadzić do wzrostu zainteresowania lokowaniem oszczędności przez gospodarstwa domowe w funduszach inwestujących na giełdach zagranicznych. Nie byłoby to do końca zjawiskiem pozytywnym. Oczywiście jeśliby tego typu inwestycje przynosiły wysoką stopę zwrotu to zwiększałoby to wartość aktywów finansowych będących w dyspozycji polskich gospodarstw domowych. Z drugiej jednak strony gospodarka polska potrzebuje kapitału. Z tego powodu fakt występowania ryzyka kursowego skłania ceteris paribus osoby fizyczne w naszym kraju do powierzania swych oszczędności funduszom inwestującym głównie na polskim rynku finansowym.

### **3.13 Bezpośrednie inwestycje zagraniczne**

Mówi się czasem także, że ewentualne wejście Polski do Euroalndu stanowiłoby istotną przesłankę wzrostu dynamiki bezpośrednich inwestycji zagranicznych w naszym kraju. Trzeba jednak przypomnieć, że bardzo silny napływ tych inwestycji bezpośrednich do Irlandii miał miejsce wówczas gdy kraj ten nie przystąpił jeszcze do strefy euro. Oznacza to, że przedsiębiorcom dokonującym bezpośrednich inwestycji zagranicznych w Irlandii nie przeszkadzało to, że kurs funta irlandzkiego podlega wahaniom. Co ciekawe przykład Irlandii jest tu szczególnie interesujący dlatego, że gospodarka tamtego kraju stanowi przykład tzw. małej gospodarki otwartej, czyli takiej dla której ryzyko kursowe ma duże znaczenie. Co więcej przykład Irlandii ewidentnie pokazuje, że nawet kraj o dużym udziale wymiany z zagranicą w PKB może bardzo szybko się rozwijać bez likwidacji swej waluty narodowej.

Na fakt, że o rozwoju bezpośrednich inwestycji zagranicznych decydują inne czynniki niż kurs walutowy zwraca uwagę m. in. A. Kaźmierczak<sup>37</sup>. Przy okazji należy podkreślić, że nawet były minister finansów M. Gronicki zauważył, że ryzyko kursowe nie jest tym czynnikiem, który ma wpływ na skalę napływu wspomnianych bezpośrednich inwestycji zagranicznych. Oczywiście należy też zauważyć, że kraje azjatyckie które przeszły kryzys walutowy mogą być prezentowane jako przykłady tych krajów, w przypadku których suwerenność monetarna może stwarzać duże ryzyko. Należy zauważyć, że istotą tamtych kryzysów było bardzo silne osłabienie waluty krajowej. Ogólnie rzecz biorąc miało ono jednak odmienny wpływ na poszczególne przedsiębiorstwa. Można np. założyć, że przedsiębiorstwa zorientowane proeksportowo mogły odnieść z tytułu osłabienia kursu waluty krajowej nawet pewne korzyści. Pamięć o tamtym kryzysie może więc przyciągać do krajów wschodzących takich jak Polska, takie bezpośrednie inwestycje zagraniczne, które są właśnie silnie zorientowane proeksportowo. Należy też przypomnieć, że nawet w „Raporcie na temat korzyści i kosztów przystąpienia Polski do strefy euro” opublikowanym przez NBP w 2004 r. zauważa się, że istnieją takie badania empiryczne, które wskazują nie na negatywny, ale na pozytywny wpływ ryzyka kursowego na inwestycje<sup>38</sup>. Zakłada się w tych badaniach, że fakt ryzyka kursowego zwiększa oczekiwaną stopę zwrotu z inwestycji.

#### **4 Polityczne i społeczne aspekty koncepcji likwidacji walut narodowych**

##### **4.1 Stopień chęci posiadania własnego państwa a euro**

Warto też pamiętać, że po to aby zintegrować silnie obszar strefy euro podejmowane są także działania polegające na przenoszeniu kolejnych praw suwerennych ze szczebla krajów członkowskich na szczebel ponadnarodowy. Można zauważyć, że chęć do wykonywania praw suwerennych w poszczególnych dziedzinach życia jest w dużym stopniu związana z postawą obywateli danego kraju członkowskiego UE wobec wspólnego pieniądza. Aby o tym się przekonać wystarczy choćby przestudiować Raporty Komisji Europejskiej wydawane pod nazwą „Eurobarometru”. Interesujące wyniki badań przynoszą numery „Eurobarometru” z roku 2000 i z roku 2004. W roku 2004 opublikowano „Eurobarometr”, w którym zamieszczono wyniki badań na temat kompetencji krajów członkowskich i kompetencji UE. Wymieniono 27 dziedzin życia (np. polityka zagraniczna, wymiar sprawiedliwości, zagadnienia bezrobocia). Dla każdego kraju członkowskiego UE można wyliczyć liczbę tych

---

<sup>37</sup> Wspomina o tym w swych wypowiedziach A. Kaźmierczak.

<sup>38</sup> „Raport na temat korzyści i kosztów przystąpienia Polski do strefy euro”, NBP, Warszawa 2004, s. 49.

dziedzin życia, w których większość obywateli danego kraju chciałaby aby dane zagadnienie regulowane było na szczeblu krajowym a nie na szczeblu UE (tabela 14).

Tabela 14: Liczba dziedzin życia, w których zdaniem ankietowanych obywateli danego kraju kompetencje powinien mieć kraj członkowski a nie UE (spośród 25 dziedzin, dane zaprezentowane w kwietniu 2000, kolumna 2 oraz spośród 27 dziedzin, dane zaprezentowane w lutym 2004, kolumna 4 ).

Kraj i miejsce- 2000	Eurobarometr – 2000	Kraj i miejsce - 2004	Eurobarometr – 2004
1. Szwecja	18 (z 25)	1. Finlandia	19
2. Dania	17 (z 25)	1. Szwecja	19
2. Wielka Brytania	17 (z 25)	3. Wielka Brytania	17
4. Finlandia	16 (z 25)	4. Luksemburg	16
5. Irlandia	14 (z 25)	5. Dania	15
6. Grecja	13 (z 25)	6. Austria	13
6. Portugalia	13 (z 25)	7. Niemcy	12
8. Austria	12 (z 25)	8. Holandia	11
9. Niemcy	9 (z 25)	9. Irlandia	10
10. Belgia	8 (z 25)	10. Belgia	9
10. Francja	8 (z 25)	10. Francja	9
10. Hiszpania	8 (z 25)	12. Hiszpania	6
10. Holandia	8 (z 25)	12. Portugalia	6
14. Luksemburg	6 (z 25)	12. Włochy	6
15. Włochy	2 (z 25)	16. Grecja	4

Źródło: Opracowanie własne na podstawie „Eurobarometru” nr 52 oraz „Eurobarometru” nr 60. Przyjęto, że jeżeli procent ankietowanych obywateli opowiadających się za tym, aby dany kraj miał kompetencje w danej dziedzinie życia był wyższy lub równy od procentu ankietowanych obywateli opowiadających się za tym, aby te kompetencje miała UE, to ankietowani obywatele opowiadają się za tym, aby kompetencje te miał kraj członkowski.

Mówiąc wprost wskaźnik ten pokazuje stopień chęci posiadania własnego państwa. To bowiem, czy dany organizm społeczny jest państwem czy też jednostką niższego rzędu zależy też od liczby ważnych kompetencji. Z badań „Eurobarometru” opublikowanego w roku 2000 wynika, że najwyższym poziomem wyżej zdefiniowanej chęci posiadania własnego państwa charakteryzowali się: Szwedzi, Duńczycy, Brytyjczycy i Finowie. Wynik tego badania jest bardzo ciekawy. Wiadomo przecież, że ani Wlk. Brytania, ani Dania, ani też Szwecja nie przystąpiły do strefy euro. Można więc powiedzieć, że wysokiemu stopniowi poczucia



potrzeby posiadania własnego państwa towarzyszyła decyzja o utrzymaniu własnej waluty narodowej. Podobne wyniki badań zaprezentowano w „Eurobarometrze” z 2004 r. Przykłady te pokazują, że nastawienie Duńczyków, Szwedów, Brytyjczyków i Finów jest stabilne. Warto natomiast zauważyć, że spadła nieco chęć wykonywania kompetencji na szczeblu krajowym u Hiszpanów, Greków i Portugalczków. Była ona zresztą już niska w roku 2000. Płynie z tego trochę niepokojący wniosek. Dla krajów uboższych UE typowe jest zjawisko znacznej chęci przekazania praw suwerennych na rzecz UE w wielu dziedzinach życia. Możliwe, że mieszkańcy tych krajów wiążą poprawę poziomu swego życia nie tyle z własną polityką gospodarczą a przede wszystkim z pomocą finansową UE. Tym samym może pojawiać się zjawisko zaniku faktycznej chęci posiadania własnego państwa. Gdyby doszło do tego w przypadku także Polski byłoby to oczywiście procesem bardzo groźnym. Z tego powodu trzeba bronić prawa naszego kraju do prowadzenia własnej polityki pieniężnej.

#### **4.2 Wprowadzanie euro a opinia publiczna**

Można zastanowić się nad tym, jaki jest społeczny odbiór koncepcji wprowadzenia euro. Trzeba sprawdzić, jakiego typu poglądy w tym względzie reprezentowane są przez przedstawicieli krajów członkowskich Eurolandu, ale też przez przedstawicieli tych krajów, które do strefy euro obecnie nie należą. Na początku warto przytoczyć badania prowadzone na grupie obywateli krajów członkowskich strefy euro. Warto wspomnieć, że od jesieni 1999 r. w ramach „Eurobarometru” prezentowany jest wskaźnik pokazujący poparcie dla koncepcji Europejskiej Unii Monetarnej z jedną walutą – euro. Okazuje się, że na przestrzeni okresu funkcjonowania Eurolandu nastroje w tym względzie nieco zmieniały się, ale zmiany te nie miały charakteru zasadniczego. Aby o tym się przekonać wystarczy zestawić ze sobą choćby wyniki ankiet z jesieni 1999 r. oraz z wiosny 2005 r. W pierwszym z tych przypadków liczba zwolenników euro wynosiła 60%, przeciwników było zaś 32%. Według z kolei z wiosny 2005 r. liczba zwolenników euro nieznacznie zmniejszyła się wynosząc 59%. Wzrosła natomiast do 35% liczba przeciwników tej waluty. Generalnie wydaje się, że w strefie euro przeważają zwolennicy jednej waluty. Tak można by sądzić na podstawie przytoczonych badań „Eurobarometru”.

Z drugiej strony wiele do myślenia dają badania prowadzone przez Taylor Nelson Sofres prowadzone na zlecenie londyńskiego instytutu Open Europe. Z badań tych wynika, że aż 49% mieszkańców Eurolandu chce powrotu do walut narodowych. Wyniki tych badań są bardzo ciekawe. Okazuje się bowiem, że liczba przeciwników euro jest w samym Eurolandzie

bardzo wysoka. Co ciekawe dzieje się tak, pomimo tego, że nie ma żadnych określonych formalnie procedur wychodzenia danego kraju ze strefy euro. Uważam, że z powodu m. in. wyników przytoczonych badań należy zmierzać do wypracowania tego typu procedur. Skoro jak wynika to z badań wyżej przytoczonych aż 49% mieszkańców Eurolandu chce powrotu do walut narodowych, to warto choćby poważnie potraktować ich oczekiwania i zastanowić się nad stworzeniem procedur wyjścia ze strefy euro.

Można zastanowić się nad tym, dlaczego w strefie euro liczba przeciwników wspólnej waluty nie jest mała. Moim zdaniem wynika to z doświadczeń funkcjonowania tej strefy. Być może mieszkańcy krajów strefy euro rozczarowali się tempem wzrostu gospodarczego w swoich krajach. Oczywiście tego typu teza jest szczególnie uzasadniona w odniesieniu do Niemców, Francuzów i Włochów. Właśnie we Francji, Niemczech czy Włoszech tempo wzrostu PKB było w latach 1999-2006 bardzo niskie. Ciekawe jest jednak również to, że jak to wynika z badań Taylor Nelson Sofres wielu Portugalczyków i Greków chciałoby powrotu do swych walut narodowych. Tutaj właśnie pojawia się pewien problem.

Pisałem już właśnie o braku formalnych procedur wyjścia ze strefy euro. Warto jednak wskazać na to, że ewentualna restytucja waluty narodowej wiązałaby się także z pewnymi problemami natury czysto ekonomicznej. Należy w tym kontekście odnotować wypowiedź byłego doradcy prezesa NBP Krzysztofa Jakubiszyna. W wypowiedzi dla miesięcznika „Bank” stwierdził on, że gdyby np. Portugalia chciała powrotu do waluty narodowej to nie mogłoby to być dawne escudo<sup>39</sup>. Zdaniem K. Jakubiszyna z restytucją waluty narodowej wiązałoby się bowiem tzw. wyzerowanie rynków finansowych. Pojęcie to jest niezbyt zrozumiałe. Należy zauważyć, że w jednej z debat sejmowych były prezes NBP L. Balcerowicz sam przyznał, że pojęcia tego nie rozumie. Być może warto by więc wspólnie zastanowić się nad tym, co pojęcie to może faktycznie oznaczać.

---

<sup>39</sup> Wypowiedź K. Jakubiszyna zacytowana została w artykule „Bilet w jedną stronę” opublikowanym na łamach miesięcznika „Bank”, nr 3, 2003 r.

Tabela 15: Procent ankietowanych osób opowiadających się za utrzymaniem waluty narodowej (kolumna 2) oraz procent ankietowanych osób opowiadających się za likwidacją waluty narodowej i jej zamianą na euro (kolumna 3).

Kraj	Zwolennicy waluty narodowej	Zwolennicy euro
Wielka Brytania	77	19
Łotwa	64	22
Litwa	62	25
Cypr	62	33
Polska	58	32
Szwecja	58	35
Czechy	59	37
Estonia	56	36
Bułgaria	47	36
Słowacja	48	41
Węgry	49	43
Dania	47	49
Malta	41	46
Rumunia	36	45

Źródło: Opracowanie własne na podstawie wyników badań Taylor Nelson Sofres prowadzone na zlecenie londyńskiego instytutu Open Europe.

Interesujące jest nie tylko to, jaki stosunek do euro mają obywatele krajów członkowskich Eurolandu, ale co na ten temat sądzą przedstawiciele krajów wschodzących, które do strefy euro nie przystąpiły. Również w tym wypadku warto odwołać się do badań „Eurobarometru” oraz do badań Taylor Nelson Sofres (tabela 15). Z badań prowadzonych przez „Eurobarometr” wynika jeden bardzo ciekawy wniosek. Okazuje się oto, że zdecydowanymi przeciwnikami wprowadzania euro są Estończycy, Łotysze i Litwini. Co ciekawe zarówno Litwa, jak i Łotwa oraz Estonia przyjęły kurs stały. Jego istotą jest powiązanie rodzimej waluty z euro. W związku z tym polityka pieniężna w tych krajach dostosowana jest do polityki EBC. Kraje te oczywiście mają suwerenność monetarną, ale system kursu stałego powoduje, że swoboda w zakresie kształtowania polityki stóp procentowych jest w pewnym stopniu ograniczona. Pomimo to właśnie w tych krajach przeważa niechęć do euro. Pojawia się pytanie, czym można by to wytłumaczyć. Jedną z możliwych interpretacji nawiązuje do różnicy między tempem wzrostu gospodarczego w wymienionych 3 krajach nadbałtyckich a tempem wzrostu gospodarczego w strefie euro, nawet w krajach uboższych tej strefy. Trudno oczywiście wnikać w intencje respondentów, ale całkiem możliwe, że znaczna ich część rozumuje, iż skoro tempo wzrostu gospodarczego na Litwie, Łotwie, i w Estonii jest bardzo wysokie to po wejściu do strefy euro mogłoby się obniżyć. Warto bowiem, zauważyć, że np.

tempo wzrostu gospodarczego Irlandii, która, kilka lat przed wejściem do strefy euro rozwijała się bardzo szybko spadło po wejściu do tej strefy<sup>40</sup>.

#### **4.3 Referendum w sprawie ewentualnego członkostwa Polski w strefie euro**

Warto przy okazji wskazać, że zarówno rząd K. Marcinkiewicza, jak i rząd J. Kaczyńskiego nie określiły daty przyjęcia przez Polskę euro. Wskazuje się w tym kontekście na wagę referendum. O potrzebie jego przeprowadzenia wspomina wiele osób. Już 5 listopada 2004 r. podczas debaty sejmowej o potrzebie przeprowadzenia referendum mówiła G. Masłowska. O tym, iż debata ogólnonarodowa powinna zakończyć się właśnie przeprowadzeniem referendum mówił C. Mech. Należy podkreślić, że ważne znaczenie ma wyrażona przez prezydenta RP Lecha Kaczyńskiego opinia, że potrzeba referendum w tej sprawie wynika z faktu, iż ewentualne członkostwo w strefie euro wiązałoby się z przekazaniem części narodowej suwerenności. Można zauważyć, że referenda w sprawie członkostwa danego kraju w strefie euro odbyły się w Danii i Szwecji. W obu krajach większość głosujących opowiedziała się za zachowaniem własnej waluty narodowej. Sądzę, że debata o potrzebie członkostwa Polski w strefie euro bądź o potrzebie zachowania złotego jako waluty narodowej będzie jedną z najważniejszych debat, która będzie miała miejsce na przestrzeni najbliższych kilku lat. Należy przypomnieć, że referendum takie może być przeprowadzone na mocy zapisów polskiej Konstytucji.

#### **4.4 Euro a suwerenność**

Problem wprowadzenia euro wiąże się z zagadnieniem suwerenności. Wskazywała na to H. Gronkiewicz-Waltz. W artykule wstępnym zamieszczonym na łamach jednego z numerów miesięcznika „Bank i Kredyt” zauważyła ona, że kraje tworzące strefę euro zrezygnowały dobrowolnie z pewnej części swej suwerenności<sup>41</sup>. W podobnym duchu wypowiadał się podczas spotkania ze studentami AE we Wrocławiu G. Kołodko<sup>42</sup>. Również A. Bratkowski i J. Rostowski sformułowali następującą alternatywę: suwerenność czy unia monetarna<sup>43</sup>. Warto pamiętać, że proces likwidacji walut narodowych jest procesem, u którego podstaw leżą nie tylko przesłanki ekonomiczne, ale też i polityczne. Jeden z czołowych federalistów J. Monet przytaczał zdanie Rueffa twierdzącego, że „albo Europa będzie monetarna albo nie

---

<sup>40</sup> Średnie realne tempo wzrostu PKB w Irlandii w latach 1995-1998 było bardzo wysokie i wynosiło 9,5%. Po wejściu do strefy euro spadło, gdyż w latach 1999-2006 kształtowało się na poziomie 6,5%.

<sup>41</sup> Wypowiedź ta zamieszczona została w artykule wstępnym miesięcznika „Bank i kredyt”, nr 12, 1998 r.

<sup>42</sup> Informacje tą podał Przegląd Uniwersytecki w nr 4 z 2003 r.

<sup>43</sup> A. Bratkowski i J. Rostowski, Kiedy koniec złotego?, BRE Bank CASE, Warszawa 1999, s. 25.

będzie jej wcale”<sup>44</sup>. Pojawiają się koncepcje budowy Stanów Zjednoczonych Europy w oparciu o kraje członkowskie Eurolandu. Opowiada się za tym m. in. obecny premier Belgii<sup>45</sup>. Można w tym miejscu przytoczyć wypowiedź byłego szefa doradców R. Reagana a jednocześnie byłego szefa Narodowego Ośrodka Badań Ekonomicznych M. Feldsteina, który wyraża pogląd, że celem wprowadzania jednej waluty w Europie jest budowa Federalnego Państwa Europejskiego<sup>46</sup>. Z jednego z opracowań wydawanych przez Polski Instytut Spraw Międzynarodowych wynika, że problem związków między wprowadzaniem euro a zagadnieniami politycznymi podnoszony był także przed referendum w Szwecji. Na zagadnienie to zwracała m. in. uwagę tamtejsza Partia Centrum<sup>47</sup>. Zdaniem jej przedstawicieli wprowadzanie euro jest drogą do federalizacji Europy.

Warto też przytoczyć zdanie byłego prezydenta Niemiec R. Herzoga, który również posługuje się pojęciem Federalnego Państwa Europejskiego<sup>48</sup>. Na łamach pisma „Welt am Sonntag” twierdzi on, że budowa takiego państwa jest celem federalistów. Również były pracownik Komisji Europejskiej Conelly wyraża bardzo ciekawy pogląd. Jego zdaniem wprowadzanie wspólnej waluty służy budowie paneuropejskiego superpaństwa<sup>49</sup>. O tym, iż posiadanie własnej waluty narodowej jest najwyższym atrybutem suwerenności przekonuje także były główny ekonomista WGI R. Mbewe<sup>50</sup>. Trzeba w tym momencie z dużym uznaniem powitać zapowiedź prezydenta RP Lecha Kaczyńskiego, który wyraził pogląd, iż w sprawie wejścia Polski do strefy euro powinno odbyć się referendum. Prezydent naszego państwa słusznie bowiem stwierdził, że ewentualne wejście do strefy euro oznaczałoby częściową rezygnację z narodowej suwerenności<sup>51</sup>. Pojawia się czasem problem na jakiej podstawie prawnej można by zorganizować takie referendum. Wyrażany jest pogląd, że trudno byłoby je przeprowadzić na podstawie art. 90 polskiej Konstytucji, gdyż już na mocy Traktatu Akcesyjnego została niejako wyrażona zgoda na przyszłe przekazanie prawa do prowadzenia polityki pieniężnej ze

---

<sup>44</sup> M. Bassoni, Narodziny euro a poszerzenie Unii Europejskiej, w: „Do jakiej Unii zmierzamy?”, pod red. A. Mani, B. Płomyk, Uniwersytet Jagielloński, Kraków 2001.

<sup>45</sup> Wspominał on o tym podczas swego pobytu w Polsce w dniu 13 kwietnia 2007r.

<sup>46</sup> M. Feldstein, EMU and International Conflict, „Foreign Affairs”, no. 6, 1997, s. 60-62.

<sup>47</sup> K. Sochacka, Szwecja, Dania i Wlk. Brytania a Unia Gospodarcza i Walutowa, Biuletyn z 18 września 2003r., nr 52, Biuro Analiz - Polski Instytut Spraw Międzynarodowych, s. 914.

<sup>48</sup> R. Herzog, Czy w Unii Niemcy są jeszcze demokracją parlamentarną?, „Międzynarodowy Przegląd Polityczny”, nr 2, 2007 r., s. 5-13.

<sup>49</sup> T. Kubin, Unia Gospodarcza i Walutowa a pogłębianie integracji politycznej, Studia Europejskie, nr 1, 2006 r.

<sup>50</sup> Wspominał on o tym podczas czata internetowego z czerwca 2002 r.

<sup>51</sup> L. Kaczyński wspominał o tym w wypowiedzi dla pisma „El Mundo”, o czym informowała „Gazeta Wyborcza” w artykule „Lech Kaczyński: Referendum o euro w 2010?”, z 8 października 2006 r.

szczebla NBP na szczebel EBC. Warto jednak zauważyć, że każde prawo można zmienić i również ta zgoda może być cofnięta.

Niezależnie od tego typu dywagacji można ogłosić referendum w sprawie ewentualnego wejścia Polski do strefy euro na podstawie art. 125 polskiej Konstytucji, który mówi o tym, że referendum może być ogłoszone w sprawie ważnej dla państwa<sup>52</sup>. Trzeba w tym miejscu przypomnieć, że w przeszłości miały już miejsce referenda w sprawie wejścia danego kraju do strefy euro. Odbyły się one w Danii<sup>53</sup> i Szwecji<sup>54</sup>. W każdym z tych przypadków zakończyły się one zwycięstwem przeciwników euro. Sądzę, że sprawa ewentualnej likwidacji polskiej waluty narodowej jest sprawą tak ważną, że referendum w tej sprawie powinno się odbyć. Niewątpliwie przekazanie prawa Polski do prowadzenia polityki pieniężnej na szczebel ponadnarodowy byłoby przekazaniem ogromnie ważnego atrybutu suwerenności. J. Mazur twierdzi wręcz, że likwidacja polskiego złotego oznaczałaby likwidację państwa polskiego<sup>55</sup>. Pogląd ten może wydawać się bardzo radykalny, ale w tym miejscu warto odwołać się do opinii R. Herzoga. Otóż były prezydent Niemiec zauważa, że prawo obowiązujące w Niemczech stanowione jest w dużej mierze przez organy ponadnarodowe. Z tego punktu widzenia zadaje ciekawe pytanie „czy Niemcy są wciąż demokracją parlamentarną”? To tak jakby chciał zapytać o to, czy Niemcy które przecież jak wiadomo zgodziły się na likwidację swojej waluty narodowej są nadal w pełnym tego słowa znaczeniu państwem. Można wręcz zadać takie pytanie, czy kraje członkowskie strefy euro są wciąż państwami skoro nie ma żadnych procedur wychodzenia ze strefy euro.

Trzeba w tym miejscu przytoczyć sytuację z 2005 r. Prezes EBC J. Trichet zapytany o to, czy możliwa jest restytucja walut narodowych stwierdził, że to tak samo jakby pytać czy Alabama czy Alaska mogłyby ustanowić swoją walutę<sup>56</sup>. Trzeba też zauważyć, że w statystyce międzynarodowej strefa euro traktowana jest na równi z państwami. Np. w wydawanym przez MFW cyklicznym opracowaniu „World Economic Outlook” prezentowane są dane makroekonomiczne dla strefy euro, natomiast nie ma prezentowanych odrębnych danych dla jakiegokolwiek innej organizacji międzynarodowej takiej jak np. NAFTA, ASEAN, EFTA czy MERCOSUR. Także OECD prezentuje dane statystyczne na temat strefy euro. Banki

---

<sup>52</sup> Stanowi o tym art. 125 Konstytucji RP.

<sup>53</sup> Odbyło się ono w dniu 28 września 2000 r.

<sup>54</sup> Odbyło się ono w dniu 14 września 2003 r.

<sup>55</sup> J. Mazur, Likwidacja polskiego złotego likwidacją polskiego państwa, Tygodnik „Głos”, z 1 lipca 2002 r.

<sup>56</sup> Wspomina o tym Gazeta Giełdy „Parkiet” w numerze z dnia 3 czerwca 2005 r.

inwestycyjne dokonując oceny perspektyw kształtowania się koniunktury na rynkach finansowych np. na rynku akcji również wyodrębniają strefę euro jako osobny obiekt rozważań analitycznych obok Japonii czy USA. To wszystko wskazuje na to, że z ekonomicznego punktu widzenia strefa euro bądź jest już państwem bądź nabiera cech państwa. Oczywiście można też przytoczyć argumenty podważające taką tezę. Są to głównie argumenty natury świadomościowej. Przede wszystkim niewiele osób zadaje sobie pytanie o to, czy strefa euro jest państwem. Polak wyjeżdżający na wakacje do Francji nie powie z reguły swemu rozmówcy, że wyjeżdża do strefy euro tylko, że właśnie wyjeżdża do Francji. To oczywiście wskazuje na to, że tożsamość narodowa jest wciąż silna. Biorąc jednak pod uwagę fakt, że likwidacja państwa może odbyć się także w warunkach pokojowych i bez nazywania rzeczy po imieniu czułem się zobowiązany przedstawić także i polityczne aspekty wprowadzania euro.

Może rodzić się zarzut, że w swoim opracowaniu przyjmuję prymat polityki nad ekonomią. Nie traktuję tego jednak jako zarzut. Polityka to roztropna troska o dobro wspólne. Z tego punktu widzenia ocenianie spraw ekonomicznych z punktu widzenia tak rozumianej polityki nie może być oceniane negatywnie. Oczywiście suwerenność państwa nie jest wartością najwyższą w życiu, nie jest to też np. dogmat wiary. Z pewnością jednak suwerenność własnego państwa jest wartością bardzo ważną. Wskazywał na to, prezydent RP Lech Kaczyński. Podczas pobytu na Litwie w dniu 3 maja 2006 r. przyznał on, że największą wadą UE jest to, że nie możemy sami podejmować decyzji w pewnych sprawach, w których chętnie byśmy te decyzje podejmowali. Trzeba też podkreślić, że skutkiem pojawiania się koncepcji likwidacji walut narodowych było pojawienie się projektu Konstytucji dla Europy. Co ciekawe projekt konstytucji poparty został przez EBC. Świadczą o tym Raporty roczne tej instytucji z 2005 r. i 2006 r. Można więc powiedzieć, że w interesie EBC leży pogłębianie integracji europejskiej. Trzeba sobie jednak zadać pytanie, czy takie pogłębianie integracji nie leży aby w sprzeczności z dążeniem do utrzymania własnego państwa. Warto przytoczyć w tym miejscu wypowiedź L. Mażewskiego, który na łamach miesięcznika „Arkana” stwierdził, że „dalsza ewolucja UE w kierunku państwa federalnego sprawi, że państwa narodowe miałyby mniejsze kompetencje niż dziś stany w USA. W takiej sytuacji coraz więcej spraw byłoby rozstrzygane przez Komisję Europejską albo Parlament Europejski a coraz mniej przez parlamenty narodowe”<sup>57</sup>.

---

<sup>57</sup> L. Mażewski wyraził taki pogląd w ankiecie „Demokracja, PiS, liberalizm”, opublikowanej na łamach czasopisma „Arkana”, nr 4, 2007r., s. 67.

## **5 Istota i zalety suwerenności monetarnej**

### **5.1 Swoboda w zakresie wyboru celów banku centralnego**

Suwerenność monetarna definiowana jest jako prawo do prowadzenia własnej polityki pieniężnej. Posiada ona ważne zalety (schemat 1). Przede wszystkim dzięki posiadaniu suwerenności monetarnej możliwe jest określanie formalnych i faktycznych celów działania własnego banku centralnego. Jest to szczególnie ważne zważywszy na fakt, że decyzje banku centralnego wywierają istotny wpływ nie tylko na przebieg procesów inflacyjnych, ale także na poziom aktywności gospodarczej. Warto w tym miejscu przytoczyć opinię A. Sławińskiego, którego zdaniem wysoce restrykcyjna polityka RPP w latach 1999-2000 w połączeniu z silną aprecjacją kursu polskiego złotego przyczyniła się do wyhamowania tempa wzrostu gospodarczego w naszym kraju<sup>58</sup>. Z drugiej strony uważam, że polityka Rady w obecnym składzie służy dobrze polskiej gospodarce. Wynika z tego, że co prawda osoby prowadzące krajową politykę pieniężną mogą popełniać pewne błędy, ale lepiej uczyć się na tych błędach niż likwidować prawo Polski do prowadzenia własnej polityki pieniężnej. Istnieją nawet opinie, że bank centralny może w pewnym stopniu wpływać na sytuację panującą na rynku pracy. Co więcej wydaje się, że decyzje banku centralnego mogą także oddziaływać na zmiany cen akcji oraz innych aktywów.

Słynny ekonomista F. Modigliani prezentował pogląd zgodny z przesłaniem tzw. nowej syntezy neoklasycznej, że zarówno polityka budżetowa, jak również polityka pieniężna mogą wywierać stabilizujący wpływ na przebieg cyklu koniunkturalnego<sup>59</sup>. Uważał on, że we współczesnej gospodarce rola polityki pieniężnej jest bardzo znaczna. Wypada zgodzić się z tym stwierdzeniem. Biorąc to pod uwagę trzeba tak określić formalne cele banku centralnego, aby jak najbardziej efektywnie mógł on oddziaływać na procesy makroekonomiczne. W wielu krajach świata banki centralne określają tzw. bezpośredni cel inflacyjny. Może być on określony punktowo (np. 3%), lub przedziałowo (np. 2-4%). Nie jest jednak wcale powiedziane, że również w najbliższej przyszłości cel ten stanie się powszechnie akceptowany przez wszystkie banki centralne świata. Uważam, że zamiast wchodzić do strefy euro należy ciągle zastanawiać się nad tym jak określać formalne cele działania NBP.

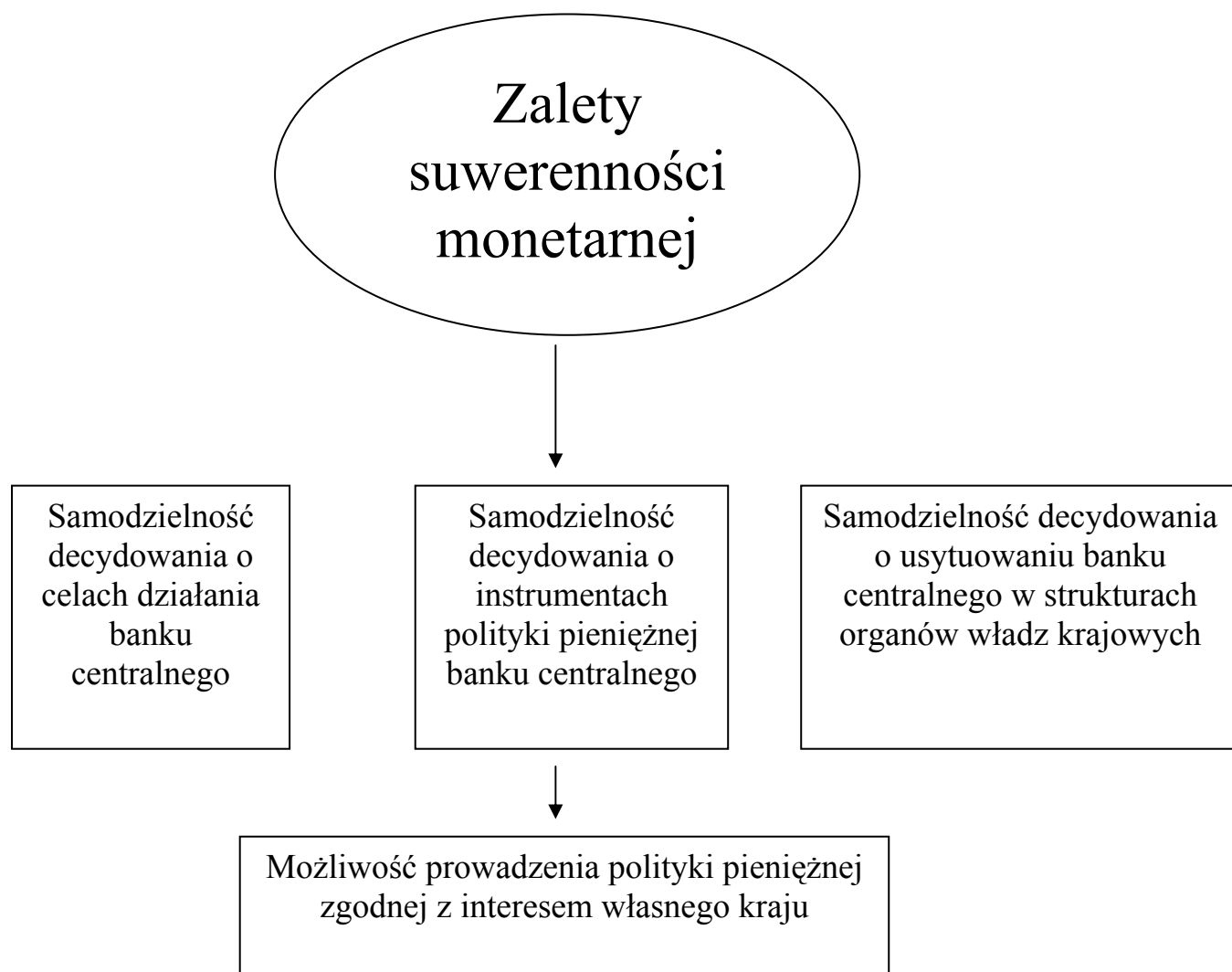
---

<sup>58</sup> Pogląd taki A. Sławiński wyraził np. w wywiadzie dla Gazety Bankowej, „Kredyt zaufania”, „Gazeta Bankowa”, nr 13, z 29 marca 2004 r., s. 11.

<sup>59</sup> B. Snowdon, H. R. Vane, Rozmowy z wybitnymi ekonomistami, Dom Wydawniczy Bellona, PTE, Warszawa 2003, s. 333.



Schemat 1: Elementy suwerenności monetarnej.



Źródło: Opracowanie własne.

Warto przy okazji zauważyć, że nawet obecnie sformułowany w ustawie o NBP cel działania naszego banku centralnego daje mu stosunkowo dużą swobodę. Ustawa o NBP mówi przecież, że bank ten zobowiązany jest wspierać politykę gospodarczą rządu o ile nie szkodzi to trosze o stabilność polskiego pieniądza. Można więc powiedzieć, że to członkowie RPP mogą decydować we własnym gronie bądź we współdziałaniu z innymi polskimi instytucjami jak cel ten należy interpretować. Byłoby rzeczą pożądaną, aby prawo wspólnotowe dawało nam pełną swobodę w określaniu celów działania NBP. Mówiąc o celach banku centralnego

warto wspomnieć o ważnej wypowiedzi A. Sławińskiego. Na łamach miesięcznika „Ekonomista” stwierdza on, że celem działania banku centralnego powinna być polityka antycykliczna<sup>60</sup>. Wedle tej interpretacji stopy procentowe mogą być obniżane wówczas gdy tempo wzrostu gospodarczego kształtuje się na niższym poziomie od potencjalnego, trzeba je natomiast podwyższać wtedy gdy bieżące tempo jest wyższe od potencjalnego.

Sądzę, że byłoby rzeczą bardziej właściwą, aby zamiast likwidować naszą walutę narodową pogłębiać badania naukowe nad wysokością potencjalnego tempa wzrostu PKB w naszym kraju. Jak wyżej wspomniałem obecny cel działania NBP może być interpretowany z pewną dozą elastyczności. Jest szczególnie ważne, aby bank centralny uwzględniał w swych decyzjach, na ile leży to w jego możliwościach, troskę o wzrost gospodarczy. Można powiedzieć, nieco paradoksalnie, że troskę tę można zauważyć także wówczas gdy bank centralny stopy podwyższa. Ważne jest bowiem z jaką intencją to czyni. Warto w tym momencie przywołać ciekawą wypowiedź zaliczanej do grypy „jastrzębi” H. Wasilewskiej-Trenkner. W dniu 1 czerwca 2007 r. wyraziła ona pogląd, że podwyżki stóp powinny być również „bezpieczne dla gospodarki”. W podobnym duchu wypowiadał się niegdyś M. Noga. Moim zdaniem te przykłady pokazują, że skoro nawet zwolennicy podwyżek stóp wyrażają troskę o to, aby podwyżki te nie zaszkodziły aktywności gospodarczej tzn. że politykę obecnej Rady ocenić można pozytywnie.

## **5.2 Swoboda w zakresie wyboru instrumentów banku centralnego**

Drugą zaletą suwerenności monetarnej jest prawo do określania instrumentów realizacji polityki pieniężnej. Wiąże się z tym także uprawnienie do swobodnego określania tzw. reżimu kursowego. Możemy więc dzięki temu decydować, czy w Polsce będzie występował kurs całkowicie płynny, czy też np. kurs stały. Ciekawą propozycję zgłosił J. Karwowski opowiedział się on za przyjęciem stabilnego kursu płynnego kierowanego. Jest to koncepcja bliska moim poglądom aczkolwiek nie wykluczam, że także i koncepcja kursu stałego ma swe zalety o czym wspominał C. Mech. Kurs płynny kierowany może być dla polskiej gospodarki korzystny, gdyż z jednej strony zmniejsza w pewnym stopniu ryzyko kryzysu walutowego a z drugiej poprzez fakt dopuszczenia interwencji walutowych umożliwia dbanie przez NBP o poziom kursu sprzyjający polskim eksporterom.

---

<sup>60</sup> A. Sławiński, Ryzyko..., op. cit., „Ekonomista” nr 2, 2007.

Warto wspomnieć, że nasz bank centralny publikuje co kwartał „Raport o sytuacji w przedsiębiorstwach”. Prezentowane są tam informacje o wysokości tzw. kursu granicznego złotego wobec euro i złotego wobec dolara USA. Prowadzenie takich badań jest ze wszech miar wskazane, dzięki temu możliwe jest określenie właściwego momentu, w którym potrzebne byłoby przeprowadzenie interwencji walutowych. Prowadzenie takich interwencji w gospodarce rynkowej nie jest niczym dziwnym. Dokonuje ich np. Bank Japonii. Wiadomo, że prowadził je na mniejszą skalę EBC. Również w oficjalnych dokumentach EBC wskazuje się, że możliwe jest dokonywanie takich interwencji przez polski bank centralny. W kontekście instrumentów banku centralnego warto zastanowić się nad bardzo ważnym problemem. Trzeba mianowicie podejmować badania mające odpowiedzieć na pytanie, czy w dobie globalizacji w celu zwiększenia skuteczności krajowej polityki pieniężnej nie należałoby na pewną skalę wykorzystać instrumentów administracyjnych. W końcu przecież NBP korzystał z nich np. w 1997 r. kiedy to w celu realizacji polityki pieniężnej nasz bank centralny przyjmował oszczędności od gospodarstw domowych.

Jednym z ważnych instrumentów polityki pieniężnej są operacje otwartego rynku. Mogą one kształtować wielkość agregatów pieniężnych. Obecnie trwa ważny spór wśród ekonomistów. O sporze tym pisali np. A. Wojtyna i K. Rybiński. Z jednej strony A. Greenspan twierdzi, że współczesna inflacja ma charakter globalny. Z drugiej strony prezes Banku Anglii uważa, że jest ona wywołana przez czynniki krajowe. Niezależnie od tego kto ma rację wolałbym aby to nasz bank centralny samodzielnie określał źródła polskiej inflacji i prowadził politykę zgodną z naszymi polskimi interesami. Bardzo zainteresowała mnie wypowiedź A. Wojtyny, którą wygłosił on w trakcie przesłuchań w senacie RP wtedy gdy był jeszcze kandydatem na członka RPP. Powiedział on wówczas, że trzeba ciągle pracować nad wypracowaniem modelu, który potrafiłby określić źródła przebiegu procesów inflacyjnych w naszym kraju<sup>61</sup>. Postulat ten jest jak najbardziej słuszny. Po to jednak, aby taki model był nam przydatny musimy mieć prawo do prowadzenia własnej polityki pieniężnej. Wówczas bowiem będziemy mieli możliwość skorzystania z wniosków płynących z tego modelu.

### **5.3 Instytucjonalne aspekty suwerenności monetarnej**

Ważną zaletą suwerenności monetarnej jest prawo do określenia miejsca polskiego banku centralnego w strukturze organów polskiej władzy państwowej. Przede wszystkim warto w tym miejscu podkreślić, że Narodowy Bank Polski jest władzą monetarną. Nawet H.

Gronkiewicz-Waltz będąc sama zwolennikiem wejścia Polski do strefy euro przyznaje na łamach miesięcznika „Bank i Kredyt”, że członkostwo w strefie euro oznacza likwidację niezależnej władzy monetarnej w poszczególnych krajach członkowskich Eurolandu. Bardzo wielkie zasługi w wypracowaniu koncepcji traktowania naszego banku centralnego jako władzy monetarnej miał J. Wolniak<sup>62</sup>. Moim zdaniem Narodowy Bank Polski jest organem polskiej władzy monetarnej. Przede wszystkim jest to instytucja mająca swe umocowanie w polskiej Konstytucji. Prezes NBP podobnie jak prezes Trybunału Konstytucyjnego składa corocznie sprawozdanie przed sejmem RP. Ponadto członkowie RPP wybierani są przez organy polskiej władzy ustawodawczej (sejm, senat) oraz wykonawczej (prezydent). Poza tym na banknotach i monetach emitowanych przez NBP widnieje godło Rzeczypospolitej Polskiej. Warto też wspomnieć, że prezes NBP może być pociągnięty do odpowiedzialności przed Trybunałem Stanu oczywiście tylko w wyjątkowych sytuacjach. Te wszystkie przykłady pokazują, jak ogromnie ważnym także z prawnego punktu widzenia organem państwa polskiego jest NBP. Oczywiście bardzo ważne jest aby nasz bank centralny współpracował z innymi organami państwowymi. Sądzę, że obecny prezes NBP S. Skrzypek jest bardzo pozytywnie nastawiony do takiej współpracy. Mówiąc o owej współpracy warto nawiązać jeszcze raz do celów naszego banku centralnego. Skoro NBP jest zobowiązany do wspierania polityki gospodarczej rządu to warto, aby członkowie Rady podejmowali rozmowy właśnie z rządem. Wówczas możliwe byłoby wspólne zastanowienie się nad tym jaką politykę pieniężną można prowadzić, aby ten ustawowy cel NBP jak najlepiej realizować.

W tym kontekście warto wspomnieć o jednej z prac A. Wojtyny. Przytacza on w niej wyniki badań Jordana<sup>63</sup>. Wynika z nich, że zbyt wysoka niezależność banku centralnego może mieć negatywne konsekwencje dla gospodarki. Mówiąc bardzo ogólnie może skracać okresy ożywienia i pogłębiać zjawiska recesyjne. Możliwe więc, że dobrym rozwiązaniem byłoby współdziałanie NBP z rządem przy zachowaniu oczywiście szacunku dla odrębności obu instytucji. Szczególnie ważny jest ton wypowiedzi członków rządu i członków RPP, w których formułują oni swe oczekiwania względem siebie. Sądzę, że wypowiedzi obecnego prezesa NBP S. Skrzypka są w tej mierze bardzo wyważone. Warto w tym momencie

---

<sup>61</sup> A. Wojtyna poglądy taki wyraził w trakcie 54-ego posiedzenia senatu RP, 13 i 14 stycznia 2004 r.

<sup>62</sup> J. Wolniak, E. Łon, Narodowy Bank Polski jako osoba prawa publicznego w: Finanse, bankowość i ubezpieczenia, pod. red. K. Jajugi, M. Łyszczaka, Akademia Ekonomiczna we Wrocławiu, Wrocław 2001, s. 197-201.

<sup>63</sup> A. Wojtyna, Alternatywne strategie dezinflacji, Raporty CASE, nr 32, 1999.

przypomnieć, że 13 lutego 2006 r. doszło do spotkania premiera K. Marcinkiewicza z przedstawicielami zarządu NBP oraz z członkami RPP. Kilka dni wcześniej (19 stycznia 2006r.) A. Wojtyna stwierdził, że „z czysto makroekonomicznego punktu widzenia byłbym skłonny zgodzić się, że pewne możliwości w łagodzeniu polityki pieniężnej występują, a na pewno są warte dyskusji i znalezienia najlepszej decyzji”<sup>64</sup>. Wskazał ponadto na to, że pojawia się problem tzw. ryzyka politycznego. Możliwe więc, że takie spotkania przedstawicieli rządu z przedstawicielami NBP, w tym z członkami RPP mogłyby pomóc lepszemu porozumieniu między różnymi organami polskiej władzy państwowej, co mogłoby sprzyjać prowadzeniu korzystnej polityki pieniężnej.

#### **5.4 Suwerenność monetarna a ryzyko aprecjacji kursu polskiego złotego**

Czasem podnoszony jest argument, że jeśli Polska nie weszłaby do strefy euro zwłaszcza wówczas gdyby nie weszła szybko, to w takim wypadku pojawiałyby się poważne ryzyko wystąpienia silnej presji aprecjacyjnej. Zwolennicy takiego poglądu mogliby dowodzić, że umocnienie złotego prowadziłoby do pogorszenia rentowności polskiego eksportu co mogłoby negatywnie wpływać na konkurencyjność polskich przedsiębiorstw. Warto jednak podkreślić, że umocnienie złotego na przestrzeni najbliższych kilku lat wcale nie jest pewne. Wszelkie prognozy kursu walutowego należy bowiem wysuwać z dużą ostrożnością. Pojawia się np. pytanie, dlaczego kurs naszej waluty miałby się wzmacniać? Istnieje pogląd zgodnie, z którym do aprecjacji tej mogłoby dojść w konsekwencji napływu bezpośrednich inwestycji zagranicznych oraz napływu funduszy unijnych. W tym momencie rodzi się jednak pewna wątpliwość. Hossa na rynku akcji rodzi się wówczas gdy po pierwsze mało kto w jej nadejście wierzy, a ponadto gdy trudno podać fundamentalne przesłanki przyszłego wzrostu kursów akcji. Skoro więc wielu ekonomistów zdaje się sądzić, że kurs złotego będzie się umacniał to może dojść do procesu przeciwnego. Nie jest to oczywiście pewne, ale zakładanie nieuchronnej aprecjacji naszej waluty również jest ryzykowne. Ponadto warto zauważyć, że od czasu wejścia do UE kurs złotego wzmocnił się a mimo to dynamika eksportu jest stosunkowo wysoka. Ponadto z badań NBP wynika, że wahliwość oraz poziom kursu walutowego są barierą rozwoju dla jedynie ok. 10 % przedsiębiorstw. Procent ten zresztą zmniejszył się na przestrzeni ostatnich kilku lat. Jeśliby nawet doszło do umocnienia złotego to przy jednoczesnej poprawie wydajności pracy nie musiałoby to mieć silnie negatywnego wpływu na rentowność eksportu. Oczywiście mogą być takie okresy, w których umocnienie

---

<sup>64</sup> A. Wojtyna wypowiedział się w ten sposób dla agencji Reutersa w dniu 11 lutego 2006 r.

to stwarzałyby ryzyko dla kursu walutowego. Ryzyko to byłoby szczególnie istotne w sytuacji utrzymywania wysokich stóp realnych oraz spadku dynamiki wzrostu gospodarczego u naszych partnerów handlowych. Zjawisko to można jednak próbować łagodzić poprzez odpowiednią politykę pieniężną, w tym np. interwencje walutowe.

Można podać jeszcze inne argumenty. Istnieje oczywiście pewne ryzyko, że polski złoty umocniłby się na tyle, że zaszkodziłoby to rentowności polskiego eksportu, ale przecież w przypadku wejścia do strefy euro takie zagrożenie również mogłoby się pojawić. Uwidoczniłoby się ono zwłaszcza wówczas gdy doszłoby do silnego wzmocnienia kursu euro względem dolara amerykańskiego. Omawiając ten problem warto podkreślić, że trend umacniania się kursu rodzimej waluty nie jest wcale typowy dla krajów wschodzących. Pokazują to np. lata 1999-2006. Na podstawie danych MFW można obliczyć średnią procentową zmianę kursu rodzimej waluty względem dolara USA w badanym okresie. Okazuje się, że aż w przypadku 19 krajów doszło do deprecjacji ich walut. W przypadku jednego kraju miała miejsce stabilizacja waluty, a tylko w przypadku 7 doszło do aprecjacji. Wynika z tego, że charakterystyczny dla krajów wschodzących w ostatnich 8 latach był raczej trend osłabiania kursu rodzimej waluty. Z tego m. in. powodu formułowanie prognozy o umocnieniu kursu polskiego złotego w perspektywie najbliższych kilku lat może być obciążone dużym ryzykiem.

## **6. Zasadność długoterminowej prognozy makroekonomicznej**

Czasami może pojawiać się pytanie, czy w opracowaniu poświęconym analizie makroekonomicznych skutków ewentualnego wejścia Polski do strefy euro powinna znaleźć się długoterminowa prognoza makroekonomiczna. Warto zastanowić się nad tym, czy zasadne jest dokonanie długoterminowej prognozy wzrostu gospodarczego oraz innych miar aktywności gospodarczej. Z pewnością można sobie wyobrazić oszacowanie przewidywanego średniego tempa wzrostu PKB w okresie np. do 2030 r. przy założeniu członkostwa Polski w strefie euro np. w roku 2012. Próby takie były podejmowane. Można jednak powiedzieć, że dokonywanie takich długoterminowych prognoz obciążone jest dużym ryzykiem. Możliwe oczywiście jest sporządzenie prognozy średniego tempa wzrostu nakładów inwestycyjnych konsumpcji prywatnej czy też eksportu dla np. dwóch wariantów: członkostwa w strefie euro i braku tego członkostwa.

Moim zdaniem jednak podejmowanie na tej podstawie decyzji o wejściu do strefy euro bądź pozostawaniu poza tą strefą budzi wątpliwości. Dokonanie takich prognoz opiera się na szeregu założeniach. Samo przyjęcie tych założeń jest również pewną prognozą. Z tego punktu widzenia radziłbym raczej unikać posługiwania się tego typu prognozami. Załóżmy np. że pewien ekonomista, nawet bardzo wybitny dysponujący dużą wiedzą z zakresu metod ilościowych sporządziłby pewną prognozę wzrostu gospodarczego dla scenariusza członkostwa w strefie euro i dla scenariusza braku akcesji. Załóżmy, że wyszłoby mu, że jeśli Polska weszłaby do strefy euro to średnie tempo wzrostu PKB na przestrzeni najbliższych powiedzmy 30 lat wyniosłoby 4,13%, gdyby zaś Polska nie weszła to tempo ukształtowałoby się na poziomie założmy 3,89%. Czy jednak tego typu szacunki graniczyłyby z pewnością. Moim zdaniem raczej nie. Przecież nawet wysuwanie prognoz rocznych obarczone jest ryzykiem. Tym bardziej więc prognozy wieloletnie mogą być zawodne. Nawet w okresie gospodarki nakazowo-rozdzielczej plany wieloletnie dotyczyły okresu z reguły kilku lat. Tymczasem w gospodarce rynkowej, która w mniejszym stopniu poddaje się kontroli państwa zjawiska makroekonomiczne są w długim okresie trudno przewidywalne.

Wielu ekonomistów wydaje się przyjmować tezę, że wejście do strefy euro jest z pewnością bardziej korzystne dla polskiej gospodarki niż niewchodzenie do tej strefy. Mam jednak wątpliwości czy przyjmowanie takiej pewności nie jest aby zbyt ryzykowne. W tym miejscu posłużę się pewnym przykładem. Załóżmy, że 12 wybitnych ekonometryków umieszczono by w pewnym budynku. Każdy z nich mieszkałby w oddzielnym pokoju. Wykorzystując swoją najlepszą wiedzę i działając zgodnie z najlepszą wolą każdy z nich mógłby dokonać prognozy średniego tempa wzrostu PKB w przypadku akcesji Polski do strefy euro i w przypadku braku tej akcesji dla lat np. 2010-2030. Jestem przekonany, że wyniki byłyby bardzo różne. Oczywiście można by przyjąć, że np. najbardziej wybitny z tych ekonometryków, mający największy dorobek naukowy, uczestniczący często w konferencjach naukowych zostałby uznany za takiego, który jest najbardziej godny zaufania. Wtedy można by przyjąć, że jego prognozy byłyby najbardziej wiarygodne. Czy decyzja o likwidacji własnej waluty narodowej powinna jednak zależeć od zdolności prognostycznej jednego ekonometryka? Mam co do tego duże wątpliwości.

Dokonywanie tak szczegółowych prognoz długoterminowych jest trudne z tego choćby powodu, że w przyszłości mogą pojawić się zjawiska zupełnie nieoczekiwane. Może np. dojść do załamania koniunktury na rynkach akcji strefy euro, może też zmienić się zupełnie model

integracji europejskiej. Kto w roku 1982 przewidywał, że za 7 lat w Polsce odbędą się wolne wybory do Senatu i że zmieni się system gospodarczy. Myślę, że takich osób było mało. Jeżeli nawet takie osoby były to nawet wierząc w swoje prognozy zakładały pewnie w momencie ich formułowania, że prognozy te są oparte na dużym ryzyku. Podam jeszcze jeden przykład. Biura maklerskie zajmują się często wyceną akcji spółek giełdowych. Dokonywane są szacunki przyszłych przepływów pieniężnych. Określany jest poziom stopy dyskontowej za pomocą której przepływny te są dyskontowane. Ciekawe, że większość owego typu prognoz obejmuje okres kilku lat. Każdy analityk wie, że im dłuższy okres prognozy tym większe ryzyko. Wraz z napływem nowych informacji na temat działalności spółki, jej wycena fundamentalna a w związku z tym także prognozowany poziom przyszłych przepływów pieniężnych może się istotnie zmienić. Skoro więc dokonywanie prognoz długoterminowych dla konkretnej spółki obarczone jest dużym ryzykiem to tym bardziej tworzenie długoterminowych prognoz dla danej gospodarki jest ryzykiem jeszcze większym. Biorąc to pod uwagę radziłbym aby w „Raporcie o kosztach i korzyściach z tytułu wejścia do strefy euro” skoncentrować się na charakterystyce owych kosztów i korzyści bez tworzenia szczegółowych długoterminowych prognoz. Warto w tym miejscu przytoczyć opinię obecnego przewodniczącego Komisji Nadzoru Finansowego S. Kluzy, który będąc jeszcze głównym ekonomistą banku BGŻ pisał, że „wyliczanka korzyści i możliwych strat związanych z wprowadzeniem Polski do strefy euro jest zdecydowanie prostsza od dokonania bilansu tego działania”<sup>65</sup>.

Jeśli zaś mimo wszystko prognozy takie byłyby stworzone to zalecałbym aby bardzo wyraźnie zaznaczyć, że są one obarczone wysokim poziomem ryzyka. Często fundusze inwestycyjne w swoich reklamach prezentują, co jest zupełnie zrozumiałe historyczne stopy zwrotu z inwestycji. Chcą się pochwalić i ja to całkowicie rozumiem. Ale ostatnio Komisja Nadzoru Finansowego podejmowała działania mające skłonić fundusze do prezentowania w tych reklamach w sposób bardzo wyraźny, że wyniki historyczne nie gwarantują osiągnięcia podobnych wyników w przyszłości. Myślę, że analogicznie twórcy Raportu mogliby gdyby uznali za wskazane przy tworzeniu długoterminowych prognoz zaznaczyć bardzo wyraźnie, że prognozy te obarczone są bardzo wysokim ryzykiem. Generalnie zalecałbym jednak

---

<sup>65</sup> Wypowiedź ta została sformułowana przez S. Kluzę w ankiecie „Jakie są plusy i minusy zastąpienia złotego przez euro?”, opublikowanej na łamach nr 5 miesięcznika „Bank” z maja 2004 r.



powstrzymanie się w owym Raporcie od sporządzania tego typu prognoz. Jest to tylko oczywiście pewna sugestia.

## **7. Alternatywa wobec koncepcji członkostwa Polski w strefie euro**

### **7.1 Istota alternatywy wobec koncepcji członkostwa Polski w strefie euro**

Przedstawiając argumenty przemawiające za pozostawianiem Polski poza strefą euro trzeba zastanowić się nad tym, jaka jest alternatywa wobec koncepcji likwidacji polskiego złotego. Mówiąc ogólnie istotą alternatywy jest jak najlepsze wykorzystanie suwerenności monetarnej Polski (schemat 2). Oczywiście nasz kraj wybierając tą niełatwą drogę stoi przed problemem minimalizacji ryzyka związanego z posiadaniem własnej waluty. Istotą takiego ryzyka jest np. możliwość pojawienia się kryzysu walutowego. Pojęcie takiego kryzysu może być oczywiście różnie definiowane. Z pewnością jego objawem jest silne osłabienie kursu waluty krajowej. Ważne jest też to, że nie każde takie osłabienie musi prowadzić do dramatycznych skutków makroekonomicznych. Przykładowo kiedy doszło do kryzysu walutowego w niektórych krajach azjatyckich pojawił się w nich spadek PKB w ujęciu realnym. Spadek ten był często bardzo znaczny. Z kolei w przypadku Brazylii silne osłabienie kursu reala brazylijskiego nie przyniosło tak groźnych skutków. Możliwe, że wynikało to z odmiennego poziomu relacji sumy eksportu oraz importu do PKB. Mówiąc ogólnie otwartość gospodarek azjatyckich jest przeważnie wyższa od stopnia tej otwartości dla np. Argentyny i Brazylii. Otwartość gospodarki polskiej nie jest z kolei aż tak wysoka jak w przypadku mniejszych krajów Azji, ale też z drugiej strony nie jest tak niska jak w przypadku np. Brazylii.

### **7.2 Limit zagraniczny dla OFE**

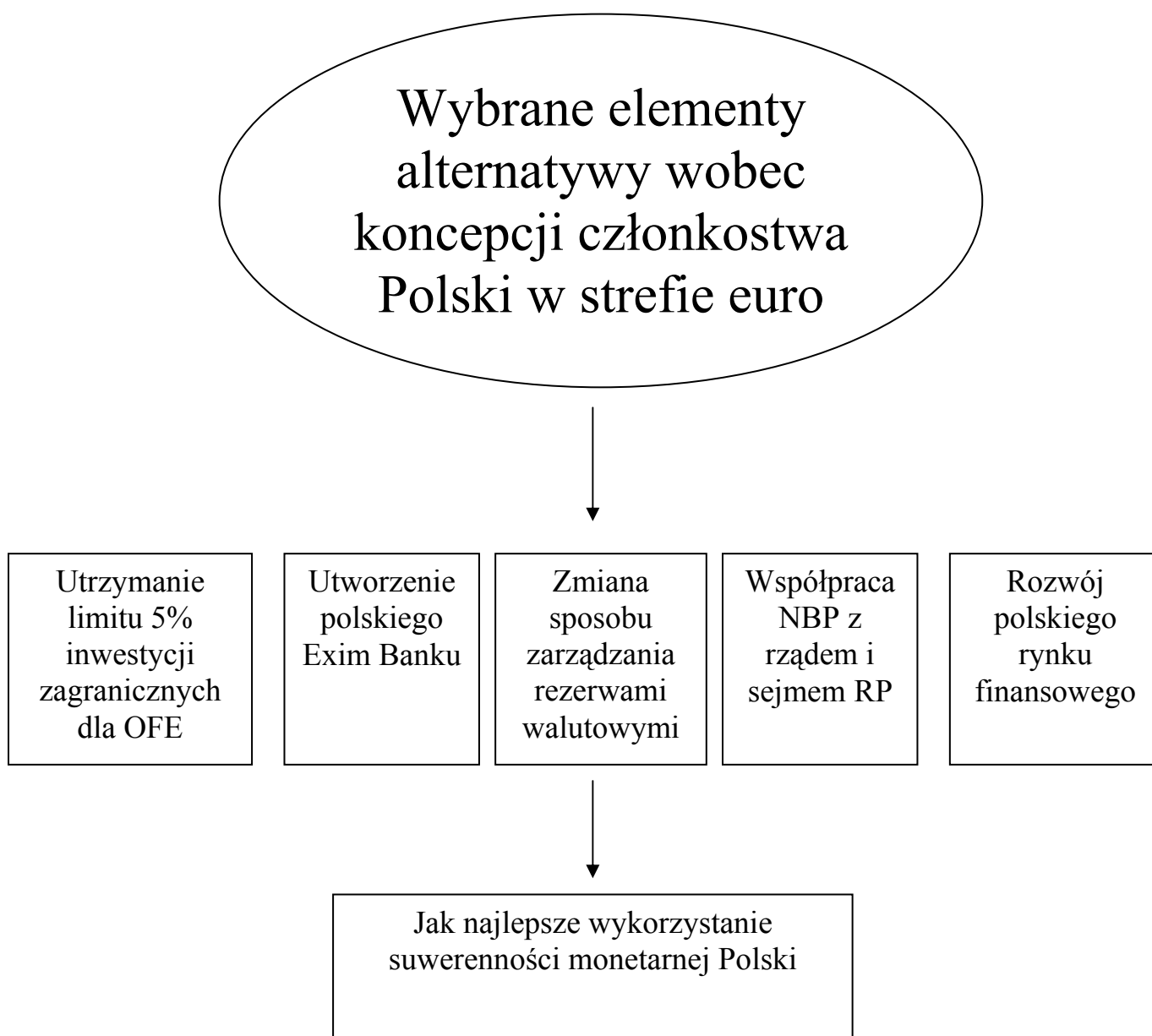
Z pewnością Polska wybierając drogę utrzymania polskiego złotego stoi przed problemem ryzyka kursowego. Jedną z metod ograniczania poziomu tego ryzyka jest np. utrzymanie bądź nawet zmniejszanie dotychczasowego limitu inwestycji zagranicznych dla OFE. Ważne jest aby fundusze emerytalne działające w ramach tzw. II filaru lokowały składki przyszłych emerytów w krajowe aktywa<sup>66</sup>. Wspierany byłby przez to rozwój polskiej gospodarki. Utrzymywanie zasady, że OFE inwestują niemal wyłącznie w naszym kraju prowadzi do tego, że zmniejsza się ryzyko wystąpienia kryzysu walutowego. Z powodu ograniczeń

---

<sup>66</sup> L. Sobolewski, Więcej zagranicy w portfelach OFE, Gazeta Giełdy „Parkiet”, z 12 lipca 2007 r. Niechęć wobec koncepcji zwiększenia limitu inwestycji zagranicznych dla działających w ramach II filaru funduszy emerytalnych wyraża także P. Kuczyński w wypowiedzi dla „Gazety Wyborczej” z 24 lipca 2007 r. stwierdza on, że „Wpływ 30 % kapitałów za granicę Polski zmniejszy możliwość pozyskiwania kapitałów przez polskie spółki, a to z kolei nie poprawi sytuacji na naszym rynku pracy”.

ustawowych fundusze te nie mogą sprzedać szybko krajowych papierów skarbowych po to tylko aby zamienić je na zagraniczne papiery dłużne emitowane przez Skarb Państwa. W rezultacie popyt na polskie obligacje skarbowe ze strony OFE jest bardziej stabilny niż byłby w przypadku wzrostu limitu zagranicznego z 5% do np. 30%. Warto pamiętać, że fundusze emerytalne do 40% aktywów mogą inwestować na polskim rynku akcji.

Schemat 2: Alternatywa dla koncepcji członkostwa Polski w strefie euro.



Źródło: Opracowanie własne.

Pojawia się czasem argument, że można by dopuścić możliwość większego niż obecnie lokowania aktywów funduszy w akcje zagraniczne, gdyż miałyby to sprzyjać dywersyfikacji ryzyka. Warto jednak pamiętać, że fundusze emerytalne inwestujące na giełdzie warszawskiej także mogą dokonywać owej dywersyfikacji. Na GPW w Warszawie wchodzi przecież coraz więcej spółek z różnych branż. To powoduje, że dywersyfikacja jest możliwa także i w sytuacji utrzymania dotychczasowego stanu prawnego.

Lokowanie składek w kraju przez OFE pociąga za sobą określone korzyści bezpośrednie i pośrednie. Istotą korzyści bezpośrednich jest to, że fundusze emerytalne kupują akcje i papiery dłużne poszczególnych podmiotów na rynku pierwotnym. W ten sposób finansowany jest bezpośrednio rozwój naszych przedsiębiorstw a także deficyt budżetowy. Pojawiają się jednak również pozytywne konsekwencje pośrednie. Polegają one głównie na tym, że reprezentowany przez OFE popyt na polskie akcje zwiększy szansę na pojawienie się hossy na polskim rynku akcji. Prowadzi to do pojawienia się pozytywnego efektu bogactwa, czyli efektu majątkowego oraz tzw. efektu inwestycyjnego. Istotą efektu majątkowego jest to, że wraz ze wzrostem kursów akcji rośnie optymizm ich posiadaczy, co zwiększa skłonność inwestorów giełdowych do powiększenia konsumpcji prywatnej. Przyczynia się to do ożywienia aktywności gospodarczej. Efekt inwestycyjny polega z kolei na tym, że hossa zachęca nowe spółki do wchodzenia na giełdę warszawską. W rezultacie za pomocą nowych inwestycji przyśpieszany jest wzrost gospodarczy.

Co ciekawe na znaczenie związków między zachowaniem się indeksów giełdowych a przyszłymi tendencjami w zakresie nakładów inwestycyjnych zwrócono uwagę podczas jednego z ostatnich posiedzeń RPP<sup>67</sup>. Inwestowanie składek przyszłych emerytów w kraju stwarza szansę na osiągnięcie wysokiej stopy zwrotu. Jak pokazują badania w dłuższym okresie wyższą średnią stopą zwrotu charakteryzują się kraje wschodzące niż kraje dojrzałe. Polska jest zaś krajem wschodzącym. Biorąc to pod uwagę można oczekiwać, że zachowanie indeksu giełdowego w naszym kraju może być z tego powodu jeszcze przez wiele lat lepsze od zachowania indeksu giełdowego w krajach dojrzałych.

Wyrażana jest czasem nadzieja na to, że lokowanie przez OFE składek na rynkach zagranicznych może w pewnym stopniu uchronić oszczędzających przed skutkami pojawienia się ewentualnego krachu giełdowego na GPW w Warszawie. Sądzę jednak, że byłoby to

trudne. Dotychczasowa historia polskiej giełdy pokazuje, że wtedy gdy dochodziło do bessy na giełdzie warszawskiej pojawiała się ona również na rynkach zagranicznych. Było tak np. w latach 2000-2002. Z tego powodu trudno uwierzyć, aby na skutek powiększenia limitu zagranicznego zarządzający funduszami mogli uchronić w znacznym stopniu posiadaczy składek przed skutkami krachu na giełdzie warszawskiej. Można też powiedzieć, że jeśli zarządzający danym funduszem osiągać będzie dobre wyniki w zarządzaniu to nie jest to uwarunkowane przynajmniej w decydującym stopniu możliwością inwestowania za granicą. Warto w tym miejscu powołać się np. na świetne wyniki osiągane niegdyś przez jeden z funduszy zarządzany przez R. Neymana. Fundusz ten osiągał dobre wyniki mimo tego, że inwestował praktycznie tylko w Polsce. Tak dobry poziom wyników wynikał więc nie z dużej możliwości geograficznej dywersyfikacji, ale przede wszystkim ze znacznych talentów zarządzającego.

Wydaje się, że zamiast powiększać limit zagraniczny dla OFE należy raczej podejmować działania zmierzające do powiększenia udziału w strukturze aktywów tych funduszy krajowych pozaskarbowych papierów dłużnych. Można podać w tym kontekście jeszcze jeden argument. Z danych międzynarodowych wynika otóż, że w przypadku np. chilijskich funduszy emerytalnych udział aktywów zagranicznych w aktywach tamtejszych OFE przekroczył 5 % dopiero wtedy gdy relacja aktywów ogółem tych funduszy do PKB kształtowała się na poziomie prawie 40%. Tymczasem obecnie w przypadku Polski relacja ta jest o wiele niższa. Z zadowoleniem należy przyjąć ostatnie wypowiedzi prezesa Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie L. Sobolewskiego oraz z P. Pelca sprzeciwiających się powiększeniu poziomu limitu zagranicznego.

### **7.3 Utworzenie Eximbanku**

W debacie publicznej wysuwany jest czasami argument, że wejście do strefy euro mogłoby doprowadzić do ożywienia polskiego eksportu. Mam co do tego wątpliwości. We wcześniejszych fazach opracowania wskazałem zresztą na to, że możliwe jest dynamiczne powiększanie eksportu bez likwidacji własnej waluty narodowej. Mimo wszystko jednak warto zastanowić się w jaki sposób można zwiększać dynamikę polskiego eksportu w przypadku pozostawania poza strefą euro. Sądzę, że jednym z rozwiązań może być utworzenie Exim Banku<sup>68</sup>. O potrzebie powołania do życia takiej instytucji wspominał np. R.

---

<sup>67</sup> Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym RPP w dniu 25 lipca 2007 r.

<sup>68</sup> E. Łon, Są dobre wzory, „Gazeta Bankowa” nr 33, z dnia 16 sierpnia 2004, s. 20-21.

Mbawe. Również kilka lat temu Ministerstwo Gospodarki przeprowadziło ankietę wśród polskich eksporterów. Okazało się, że ok. 50% z nich opowiada się za utworzeniem proeksportowego banku ze środków państwowych. Również w tym roku na łamach pisma „Rynki zagraniczne” zaproponowano utworzenie Exim Banku powołując się m. in. na oczekiwania eksporterów<sup>69</sup>. Utworzenie takiej instytucji jest potrzebne tym bardziej, że w wielu krajach świata banki takie działają, co stwarza przedsiębiorstwom z tych krajów dogodne warunki rozwoju. Osobiście również opowiadam się za koncepcją utworzenia polskiego Exim Banku. Do jego powołania można by wykorzystać odpowiednie zapisy prawa bankowego. Rada Ministrów może taki bank utworzyć na podstawie rozporządzenia. Przedmiotem działalności polskiego Exim Banku mogłoby być: udzielanie kredytów, gwarancji i poręczeń, prowadzenie doradztwa w zakresie wejścia na rynki zagraniczne, ułatwianie poszczególnym podmiotom gospodarczym zorientowanym proeksportowo wejście na GPW w Warszawie. O potrzebie utworzenia Exim Banku wspominam dlatego, że u źródeł dużego sukcesu krajów azjatyckich leżała m. in. aktywna polityka proeksportowa. Wydaje się więc, że warto z tych wzorców korzystać. Myślę, że pozytywnie należy ocenić także stworzenie rynku New Connect. Za pomocą tego rynku poszczególne spółki zwłaszcza te działające w sektorze nowoczesnych technologii mogą pozyskiwać kapitał na inwestycje. Może to zwiększać proeksportowe szanse polskiej gospodarki. Jest to krok w bardzo dobrym kierunku.

#### **7.4 Zmiana sposobu zarządzania rezerwami walutowymi**

Istotne znaczenie w polityce NBP ma zarządzanie rezerwami walutowymi. Szczególnie ważne jest to, aby wyrażając troskę o bezpieczeństwo i płynność starać się zwiększyć rentowność zarządzania rezerwami walutowymi. Z wypowiedzi wiceprezesa NBP K. Rybińskiego wynika, że nasz bank centralny zamierza poszerzyć listę aktywów uwzględnianych przy zarządzaniu rezerwami o akcje i obligacje przedsiębiorstw. Uważam, że jest to posunięcie bardzo rozsądne aczkolwiek niosące pewne ryzyko. Istnieją takie banki centralne jak np. Bank Norwegii, które angażują część swych aktywów na rynku akcji. Wydaje się więc, że również w przypadku NBP prowadzenie takiej polityki byłoby możliwe. Angażowanie się przez bank centralny na rynku akcji może budzić kontrowersje, ale w przeszłości rozważano przecież takie koncepcje. Np. wtedy gdy w USA pojawiła się nadwyżka budżetowa (1999-2001) zastanawiano się nad polityką lokacyjną banków centralnych w sytuacji przewidywanego zmniejszenia emisji amerykańskich skarbowych

---

<sup>69</sup> [www.rynkizagraniczne.pl](http://www.rynkizagraniczne.pl).

papierów dłużnych. W dyskusji pojawiały się pomysły aby banki centralne kupowały akcje spółek notowanych na giełdzie nowojorskiej<sup>70</sup>. Wedle koncepcji wiceprezesa NBP uwzględnianie akcji spółek przy zarządzaniu rezerwami walutowymi możliwe byłoby po wejściu do strefy euro. Sądzę jednak, że taką politykę można by prowadzić także w sytuacji utrzymania prawa Polski do prowadzenia własnej polityki pieniężnej. Jeśliby udział akcji kształtował się na umiarkowanym poziomie ryzyko związane z zarządzaniem rezerwami nie zwiększyłyby się bardzo znacząco. Dzięki temu mogłoby natomiast poprawić się rentowność zarządzania rezerwami a tym samym mógłby powiększyć się poziom zysków NBP przekazywanych do budżetu państwa.

### **7.5 Rozwój polskiego rynku finansowego**

Pojawia się czasem argument, że wejście do strefy euro mogłoby poprawić dostęp polskich przedsiębiorstw do zagranicznych rynków finansowych. Problem ten był już przedmiotem dotychczasowych rozważań. Warto jednak na problem ten spojrzeć z nieco innego jeszcze punktu widzenia. Polska wybierając drogę suwerenności monetarnej stoi przed problemem stworzenia dogodnych warunków dla rozwoju krajowego rynku finansowego. Szczególnie ważne znaczenie ma utrzymanie dotychczasowej struktury własnościowej GPW w Warszawie. Gdyby natomiast doszło do jej prywatyzacji ważne jest to aby większościowy pakiet akcji tej instytucji zachował Skarb Państwa. Uważam jednak, że utrzymanie dotychczasowego stanu własnościowego byłoby lepszym rozwiązaniem. Minister Skarbu Państwa W. Jasiński słusznie wskazuje na to, że Skarb Państwa powinien odgrywać decydującą rolę w akcjonariacie giełdy warszawskiej<sup>71</sup>. Moja opinia jest dokładnie taka sama. Myślę, że jednym z zadań giełdy powinno być ułatwianie polskim przedsiębiorstwom szczególnie tym małym i średnim wchodzenie na giełdę. Trzeba przyznać, że większość giełd światowych jest prywatna. Inwestorzy giełdowi znają jednak takie powiedzenie: „większość często nie ma racji”. Tak może być i w tym przypadku.

Polska utrzymując państwowy charakter giełdy poszła drogą wprawdzie dość wyjątkową i trudną, ale słuszną. Z danych statystycznych wynika przecież, że GPW w Warszawie znajduje się w czołówce europejskich giełd pod względem liczby debiutów giełdowych. Jednym z

---

<sup>70</sup> D. Tymoczko, Ewolucja systemu finansowego a skuteczność instrumentów polityki pieniężnej, „Bank i kredyt”, 2002, nr 3.

<sup>71</sup> Świadczy o tym odpowiedź ministra W. Jasińskiego na interpelację G. Masłowskiej w sprawie planów prywatyzacji GPW w Warszawie.

kluczowych czynników sprzyjających rozwojowi polskiego rynku akcji powinno być utrzymanie dotychczasowego poziomu limitu inwestycji zagranicznych dla OFE na poziomie 5%. Warto zauważyć, że od czasu wprowadzenia reformy emerytalnej indeks WIG zachowywał się o wiele lepiej od wielu indeksów krajów dojrzałych, w tym także od indeksu ogólnoświatowego. Było to spowodowane m. in. tym, że uwarunkowania prawne skłaniały fundusze emerytalne do angażowania kapitału na GPW w Warszawie. Sprzyjało to rozwojowi rodzimego rynku finansowego. W przeszłości trwała dyskusja o potrzebie wprowadzenia tzw. podatku giełdowego. Ostatecznie został on wprowadzony. Nie doprowadziło to do negatywnych konsekwencji a przynajmniej nie były one znaczne. Z pewnością fakt wprowadzenia podatku nie umożliwił pojawienia się hossy na GPW w Warszawie. Z drugiej strony gdyby w przyszłości doszło do zdecydowanego pogorszenia sytuacji na rynku akcji w naszym kraju można by rozważyć możliwość zniesienia tego podatku.

#### **7.6 Współpraca banku centralnego z rządem i sejmem RP**

Wskazana byłaby współpraca banku centralnego z rządem. Dzięki temu można by uniknąć ewentualnych silnych sporów między przedstawicielami władzy monetarnej oraz władzy fiskalnej. Należałoby zastanowić się nad zniesieniem ustawowego ograniczenia zgodnie, z którym członek RPP może pełnić swoją funkcję tylko jedną kadencję. Organami powołanymi do desygnowania członków Rady są: sejm, senat i prezydent. Jeśliby dany organ mianował konkretną osobę na członka Rady i później okazałoby się, że osoba ta pełni bardzo dobrze swoją funkcję to nie ma moim zdaniem racjonalnego powodu aby ograniczać tej osobie możliwość pełnienia funkcji w kadencji kolejnej. Można by również zastanowić się nad tym aby np. raz na kwartał konferencja prasowa po posiedzeniu RPP odbywała się na posiedzeniu Komisji Finansów Publicznych. Dzięki temu zintensyfikowana byłaby współpraca banku centralnego z sejmem RP. Należy też poprzeć zamierzenia NBP zmierzające do przyśpieszenia momentu publikacji wyników głosowania na decyzyjnych posiedzeniach Rady nad wnioskami o zmianę poziomu stóp procentowych banku centralnego.

#### **Wnioski końcowe**

Po pierwsze, strefa euro charakteryzuje się niskim tempem wzrostu gospodarczego. Bardzo słaba jest dynamika wydajności pracy. Stopień powiązania cykli koniunkturalnych poszczególnych krajów członkowskich z cyklem koniunkturalnym strefy euro jest zróżnicowany. Mimo zmniejszenia poziomu ryzyka kursu walutowego dynamika eksportu do

innych krajów Eurolandu jest przeważnie niższa niż dynamika eksportu realizowanego poza obszarem tej strefy. Trudno dostrzec jednoznaczne objawy realnej konwergencji. Wiarygodność inwestycyjna największych krajów członkowskich strefy euro jest generalnie niższa od wiarygodności kilku krajów dojrzałych, które zachowały swą walutę narodową.

Po drugie, suwerenność monetarna, czyli prawo do prowadzenia polityki pieniężnej stwarza szereg szans. Dzięki temu możliwe jest określanie formalnych i faktycznych celów banku centralnego, określanie instrumentów polityki pieniężnej, a także sposobu usytuowania władzy monetarnej w strukturze organów władzy państwowej. Badania empiryczne pokazują, że możliwe jest osiągnięcie szybkiego wzrostu gospodarczego, a także utrzymywanie realnych stóp krótkoterminowych na umiarkowanym poziomie przy utrzymaniu własnej waluty narodowej. Likwidacja polskiego złotego oraz co się z tym wiąże likwidacja prawa naszego kraju do prowadzenia własnej polityki pieniężnej stanowiłaby silne ograniczenie suwerenności naszego państwa. Z tego powodu sprawa ewentualnego członkostwa Polski w strefie euro powinna zostać rozstrzygnięta w referendum.

Po trzecie, istotą alternatywy wobec koncepcji likwidacji polskiego złotego jest jak najlepsze wykorzystanie suwerenności monetarnej Polski. Szczególnie ważne jest zmniejszenie ewentualnych niekorzystnych skutków wahań kursu walutowego. W tym celu konieczne wydaje się być utrzymanie dotychczasowego poziomu limitu inwestycji zagranicznych dla OFE. Należy również rozważyć możliwość utworzenia polskiego Exim Banku. Warto podjąć działania zmierzające do pewnej zmiany sposobu zarządzania rezerwami walutowymi. Należy stworzyć dogodne warunki dla rozwoju polskiego rynku finansowego, w tym utrzymać GPW w Warszawie w rękach Skarbu Państwa. Pożądane wydaje się być także wzmocnienie współpracy między NBP a rządem i sejmem RP.



## **Bibliografia:**

- Barro R. J., Makroekonomia, PWE, Warszawa 1997,
- Bassoni M., Narodziny euro a poszerzenie Unii Europejskiej, w: „Do jakiej Unii zmierzamy?”, pod red. A. Mani, B. Płomyk, Uniwersytet Jagielloński, Kraków 2001,
- Bratkowski A. i Rostowski J., Kiedy koniec złotego?, BRE Bank CASE, Warszawa 1999,
- Feldstein M., EMU and International Conflict, „Foreign Affairs”, no. 6, 1997,
- Gedymin O., Strategie gospodarcze Tajwanu, Niemiec, Chile, PWN, Białystok 1999,
- Herzog R., Czy w Unii Niemcy są jeszcze demokracją parlamentarną?, „Międzynarodowy Przegląd Polityczny”, nr 2, 2007,
- Karwowski J., Polityka kursowa w Polsce: czy rzeczywiście nie ma alternatywy dla euro w: Rynki finansowe wobec procesów globalizacji, pod red. L. Pawłowicza, R. Wierzby, Uniwersytet Gdański-Gdańska Akademia Bankowa, tom II, Gdańsk-Jurata 2003,
- Kaźmierczak A., Integracja Polski ze strefą euro - szanse i wyzwania w: Nauki finansowe wobec współczesnych problemów gospodarki polskiej, pod red. J. Czekaja, Tom IV, Akademia Ekonomiczna w Krakowie, Kraków 2004,
- Kosiur D., Polski złoty czy euro? „Myśl Polska”, nr 51, z 17 grudnia 2006,
- Kowalak T., Integracja rynków kapitałowych w Unii Europejskiej, Twigger, Warszawa 2006,
- Kubin T., Unia Gospodarcza i Walutowa a pogłębianie integracji politycznej, Studia Europejskie, nr 1, 2006,
- Lech Kaczyński: Referendum o euro w 2010?, „Gazeta Wyborcza” z 8 października 2006,
- Łon E., Dolar a koniunktura na rynku akcji, „Bank”, nr 10, 2005,
- Łon E., Konwergencja makroekonomiczna a koniunktura na rynku akcji, Studia Prawno-Ekonomiczne, Tom LXXXII, 2005,
- Łon E., Makroekonomiczne uwarunkowania koniunktury na polskim rynku akcji w świetle doświadczeń międzynarodowych, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, Poznań 2006,
- Łon E., Są dobre wzory, „Gazeta Bankowa” nr 33, z dnia 16 sierpnia 2004,
- Mazur J., Argumenty za i przeciw Unii Gospodarczej i Walutowej, Tygodnik „Głos”, z dnia 31 sierpnia 2002,
- Mazur J., Likwidacja polskiego złotego likwidacją polskiego państwa, Tygodnik „Głos”, z 1 lipca 2002,
- Mazur J., Unia walutowa jako instrumentalna przesłanka zbieżności makroekonomicznej państw członkowskich Unii Europejskiej, cykl artykułów opublikowanych na przełomie 2002r. i 2003r. w Tygodniku „Głos”,
- Mażewski L., Wyraził taki pogląd w ankiecie „Demokracja, PiS, liberalizm”, opublikowanej na łamach czasopisma „Arkana”, nr 4, 2007r.,
- Mech C., Wystarczy powiązać złotówkę z euro, przyjmować go nie trzeba, „Nasz Dziennik”, 7-8 lipca 2007,
- Michalczyk W., Michalczyk J., Rodzaje reżimów kursowych i problem wyboru między nimi w: Regionalizacja i globalizacja we współczesnym świecie, AE we Wrocławiu, 27 maja Wrocław 2007,
- Muczyński M., Polska polityka proeksportowa w świetle badań potrzeb eksportowych podlaskich przedsiębiorstw, referat na XVI konferencję Młodych Ekonomistów zorganizowaną w 2005,

Nieckarz S., Rozwój gospodarki nie przekroczył naszych możliwości, „Gazeta Prawna”, z 12 lipca 2007,

Pietrzak E., Markiewicz M., Finanse, bankowość i rynki finansowe, Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego, Gdańsk 2007,

Rokicki B., Pierwsze lata funkcjonowania wspólnej waluty oraz dalsze perspektywy, Biuletyn Analiz UKiE, nr 15 z października 2005,

Rybiński K., Globalizacja w trzech odsłonach, offshoring – globalne nierównowagi – polityka pieniężna, Difin, Warszawa 2007,

Skrzypczyński P., Analiza synchronizacji cykli koniunkturalnych w strefie euro, Materiały i Studia, nr 210, 2006,

Sławiński A. wywiad dla Gazety Bankowej, „Kredyt zaufania”, „Gazeta Bankowa”, nr 13, z 29 marca 2004,

Sławiński A., Ryzyko utraty kontroli nad wysokością realnej stopy procentowej w systemie izby walutowej, „Ekonomista” nr 2, 2007,

Sławiński A., Sojusz z Tatarami, „Rzeczpospolita” z 31 grudnia 2005,

Snowdon B., Vane R. H., Rozmowy z wybitnymi ekonomistami, Dom Wydawniczy Bellona, PTE, Warszawa 2003,

Sobolewski L., Więcej zagranicy w portfelach OFE, Gazeta Giełdy „Parkiet”, z 12 lipca 2007,

Sochacka K., Szwecja, Dania i Wlk. Brytania a Unia Gospodarcza i Walutowa, Biuletyn z 18 września 2003r., nr 52, Biuro Analiz - Polski Instytut Spraw Międzynarodowych,

Tarnawa Ł., Zmienność czy siła?, „Gazeta Bankowa”, nr 5, z 3 lutego 2003,

Tymoczko D., Ewolucja systemu finansowego a skuteczność instrumentów polityki pieniężnej, „Bank i kredyt”, 2002, nr 3,

Wojtyna A., Alternatywne strategie dezinflacji, Raporty CASE, nr 32, 1999.

Wojtyna A., wypowiedź w trakcie 54-ego posiedzenia senatu RP, 13 i 14 stycznia 2004 r.

Wojtyna A., wypowiedź dla agencji Reutersa w dniu 11 lutego 2006 r.

Wolniak J., Łon E., Narodowy Bank Polski jako osoba prawa publicznego w: Finanse, bankowość i ubezpieczenia, pod. red. K. Jajugi, M. Łyszczaka, Akademia Ekonomiczna we Wrocławiu, Wrocław 2001,

Wywiad z S. Skrzypkiem pt.: „Popatrzmy na Irlandię” zamieszczonego na łamach „Naszego Rynku Kapitałowego” we wrześniu 2007r.

Żywiecka H., Przyczyny i mechanizm kryzysów walutowych ze szczególnym uwzględnieniem znaczenia międzynarodowych przepływów kapitałów, „Materiały i Studia” NBP, nr 145, 2002 r.

### **Inne źródła:**

„My, nasz złoty i globalizacja”, 21 września 2006 r., „Czwartek u Ekonomistów”, PTE,

Art. 125 Konstytucji RP,

Gazeta Giełdy „Parkiet” z dnia 3 czerwca 2005,

„Raport na temat korzyści i kosztów przystąpienia Polski do strefy euro”, NBP, Warszawa 2004,

Przegląd Uniwersytecki nr 4 z 2003,

Notatka PAP z dnia 26 kwietnia 2006,

Odpowiedź ministra W. Jasińskiego na interpelację G. Masłowskiej w sprawie planów prywatyzacji GPW w Warszawie,

Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym RPP w dniu 25 lipca 2007,

Oświadczenie G. Masłowskiej z 27 maja 2004 r. wygłoszone podczas obrad sejmiku RP,

Przesłuchanie S. Kurowskiego jako kandydata na członka RPP przed Komisją Finansów Publicznych w dniu 6 stycznia 2004,

Wypowiedź C. Mecha w artykule A. Steca, Fundusze emerytalne chcą inwestować na zagranicznych giełdach więcej niż 5 % zgromadzonych środków, opublikowanym w dniu 2 stycznia 2002 r. na łamach „Gazety Wyborczej”,

Wypowiedź K. Jakubiszyna w artykule „Bilet w jedną stronę” opublikowanym na łamach miesięcznika „Bank”, nr 3, 2003,

Wypowiedź H. Gronkiewicz-Waltz w artykule wstępnym miesięcznika „Bank i kredyt”, nr 12, 1998,

Wypowiedź P. Kuczyńskiego dla „Gazety Wyborczej” z 24 lipca 2007 r.,

Wypowiedź S. Kluzy w ankiecie „Jakie są plusy i minusy zastąpienia złotego przez euro?”, opublikowanej na łamach nr 5 miesięcznika „Bank” z maja 2004,

Zapis z przebiegu debaty „Euro bez pośpiechu”, Gazeta Giełdy „Parkiet” z 9-11 lipca 2005.

## **Spis tabel:**

Tabela 1: Średni poziom różnicy między realnym tempem zmian PKB w danym kraju a realnym tempem zmian PKB strefy euro w latach 1999-2006 (w punktach procentowych).

Tabela 2: Poziom siły powiązania między cyklem koniunkturalnym w danym kraju a cyklem koniunkturalnym strefy euro.

Tabela 3: Wzrost poziomu PKB per capita w poszczególnych krajach strefy euro w latach 1999-2006 oraz w latach 2001 – 2006 (w %).

Tabela 4: Miejsce danego kraju w rankingu wskaźnika ryzyka kraju obliczanego przez miesięcznik „Euromoney” w marcu 1999 r., w marcu 2001 r. oraz w marcu 2007 r. (w %).

Tabela 5: Średnie tempo zmian wartości eksportu w krajach strefy euro w latach 1989-1998 oraz w latach 1999-2006 (w %).

Tabela 6: Udział eksportu do innych krajów strefy euro w eksporcie ogółem w krajach strefy euro w 1999 roku i w 2005 roku (w %).

Tabela 7: Poziom wskaźnika korelacji między realną stopą krótkoterminową w strefie euro w roku T a realnym tempem zmian PKB w roku T+2 w latach 1999 –2006 (w %).

Tabela 8: Poziom wskaźnika korelacji między impulsem dolarowym w roku T a realnym tempem zmian eksportu strefy euro T+1 (kolumna 1), poziom wskaźnika korelacji między zmianą impulsu dolarowego w roku T a realnym tempem zmian eksportu strefy euro T+1 (kolumna 2), poziom wskaźnika korelacji między impulsem dolarowym w roku T a realnym tempem zmian importu strefy euro T+1 (kolumna 3), poziom

wskaźnika korelacji między zmianą impulsu dolarowego w roku T a realnym tempem zmian importu strefy euro w roku T+1 (kolumna 4).

Tabela 9: Średni poziom realnej stopy krótkoterminowej w wybranych krajach w latach 1994-1998 oraz 1999-2006 (w %) oraz kierunek zmian średniego poziomu realnej stopy krótkoterminowej w latach 1999-2006 w stosunku do lat 1994-1998.

Tabela 10: Średnie realne tempo zmian PKB w wybranych krajach w przypadku, których przynajmniej w jednym roku relacja deficytu budżetowego do PKB była wyższa od 3 % PKB w latach 1999-2006 (w %).

Tabela 11: Średni poziom wskaźnika zmienności kursu walutowego oraz średnie realne tempo zmian PKB w wybranych krajach wschodzących w latach 1999-2006 (w %).

Tabela 12: Średnie realne tempo zmian PKB w 27 krajach wschodzących posiadających prawo do prowadzenia własnej polityki pieniężnej oraz w średnie realne tempo zmian w GKU w latach 1999-2006 (w %).

Tabela 13: Realne tempo zmian PKB strefy euro oraz średnie realne tempo zmian w grupie wybranych krajów członkowskich w latach 1999-2006 (w %).

Tabela 14: Liczba dziedzin życia, w których zdaniem ankietowanych obywateli danego kraju kompetencje powinien mieć kraj członkowski a nie UE (spośród 25 dziedzin, dane zaprezentowane w kwietniu 2000, kolumna 2 oraz spośród 27 dziedzin, dane zaprezentowane w lutym 2004, kolumna 4).

Tabela 15: Procent ankietowanych osób opowiadających się za utrzymaniem waluty narodowej (kolumna 2) oraz procent ankietowanych osób opowiadających się za likwidacją waluty narodowej i jej zamianą na euro (kolumna 3).

### **Spis wykresów:**

Wykres 1: Tempo wzrostu PKB w strefie euro (czarny słupek) oraz w krajach dojrzałych ogółem (biały słupek) w latach 1999-2006 (w %).

Wykres 2: Średnie tempo zmian wolumenu eksportu w strefie euro oraz w krajach dojrzałych ogółem w latach 1989-1998 oraz w latach 1999-2006 (w %).

Wykres 3: Relacja salda w rachunku bieżącym do PKB w Grecji (pierwszy słupek), Hiszpanii (drugi słupek), Portugalii (trzeci słupek) oraz w grupie nowo uprzemysłowionych krajów Azji (czwarty słupek) w latach 1999-2006 (w %).

Wykres 4: Udział dolara USA (czarny słupek) oraz euro (biały słupek) w strukturze światowych rezerw walutowych w latach 1999-2005 (w %).

Wykres 5: Średnia stopa zwrotu w grupie 11 krajów strefy euro w latach 1999-2006 (w %).

Wykres 6: Średnie tempo zmian wydajności pracy w strefie euro oraz w krajach dojrzałych będących członkami OECD w latach 1999-2006 (w %).

Wykres 7: Średnie realne tempo zmian nakładów inwestycyjnych w Grecji, Hiszpanii i Portugalii w latach 1999-2006 (w %)

Wykres 8: Średni poziom wskaźnika korelacji między zmianą realnej stopy krótkoterminowej w strefie euro a zmianą realnej stopy krótkoterminowej w wybranych dojrzałych krajach europejskich w latach 1999-2006.

### **Spis schematów:**

Schemat 1: Elementy suwerenności monetarnej.

Schemat 2: Alternatywa dla koncepcji członkostwa Polski w strefie euro.