

*Alojzy Z.Nowak, Kazimierz Ryc, Jerzy Żyżyński **

Potencjalne skutki wprowadzenia euro dla Polski

1. Uwagi ogólne

W okresie najbliższych lat realizowany będzie strategiczny cel przystąpienia Polski do Unii Europejskiej. Priorytety i zadania, związane z realizacją procesu dostosowawczego, wyznacza „Narodowa Strategia Integracji”. Obejmują one z jednej strony dostosowania w obszarze prawa, z drugiej, kształtowanie struktur i mechanizmów gospodarczych tak, aby Polska harmonijnie włączyła się do grona nowoczesnych krajów Europy.

Trzeba być jednak świadomym tego, że choć formalnie przystąpienie Polski do Unii będzie aktem zaznaczonym konkretną datą – i wiele wskazuje na to, że nie bardzo odległą – to w rzeczywistości integracja będzie procesem znacznie dłuższym, składającym się przynajmniej z dwóch etapów, pod pewnymi względami istotnie różniących się jakościowo. Mamy tu na myśli:

- okres dostosowawczy, przed formalnym przystąpieniem do Unii;
- okres przejściowy, trwający do wygaśnięcia różnych wynegocjowanych wyłączeń.

Strategia integracji jest określona z jednej strony przez diagnozę stanu polskiej gospodarki, z drugiej – przez obraz gospodarki europejskiej. Jesteśmy przy tym świadomi, że gospodarka europejska będzie ulegać sukcesywnym przekształceniom w trakcie „krzepnięcia” Unii Gospodarczej i Walutowej (UGW) i w rezultacie zmian związanych z postępującym procesem globalizacji gospodarki światowej. Proces integracji gospodarki polskiej musi być więc dynamicznym dostosowaniem do tego zmieniającego się systemu.

* Prof. dr hab. **Alojzy Z.Nowak** – kierownik Zakładu Międzynarodowych Stosunków Gospodarczych, Wydział Zarządzania, Uniwersytet Warszawski; prof. dr hab. **Kazimierz Ryc** – kierownik Katedry Gospodarki, Wydział Zarządzania, Uniwersytet Warszawski, kierownik Katedry Ekonomii, Wyższa Szkoła Przedsiębiorczości i Zarządzania w Warszawie; prof. dr hab. **Jerzy Żyżyński** – Wydział Zarządzania, Uniwersytet Warszawski, członek Rady Społecznej przy Centrum Studiów Strategicznych.

Chociaż w ostatecznym rezultacie integracja Polski z Unią powinna stać się czynnikiem trwale stabilizującym naszą gospodarkę, to jednak w trakcie tego – w zasadniczej strukturze, jak wyżej określiliśmy, dwuetapowego – procesu mogą wystąpić zarówno czynniki i okoliczności oddziałujące stabilizująco, jak i destabilizująco.

Doceniając rolę głębokich zmian instytucjonalnych, które w tym procesie muszą w Polsce nastąpić (głównie w sferze prawa) po to, aby stworzyć warunki dla procesów integracyjnych w takich dziedzinach jak przepływ towarów, usług, kapitału i siły roboczej, warunki konkurencji, ochrony konsumentów, ochrony środowiska, polityki strukturalnej i integracji finansowej, w tej części rozważań ograniczymy się do zagadnień makroekonomicznych.

2. Wskaźniki makroekonomiczne w Polsce a kryteria z Maastricht

Jak wiadomo, zgodnie z Traktatem z Maastricht kraje integrujące się i aspirujące do Unii Gospodarczej muszą spełnić tzw. kryteria konwergencji, czyli osiągnąć określone, świadczące o ustabilizowaniu gospodarki, wartości podstawowych parametrów makroekonomicznych. Jest to niezbędne dla włączenia ich systemów gospodarczych do jednego wspólnego organizmu, którego możliwości dynamicznego i stabilnego rozwoju byłyby wysoce prawdopodobne.

W rezultacie obowiązujące nas dostosowania makroekonomiczne będą obejmowały przede wszystkim:

- obniżenie inflacji do poziomu prawdopodobnie nie wyższego niż 3%;¹
- obniżenie długoterminowych stóp procentowych do wielkości jednocyfrowej;²
- aprecjację złotego w stosunku do innych walut tak, aby parytet siły nabywczej zbliżył się do relacji przynajmniej 1:1,2, zamiast jak obecnie 1:1,5-1,6;
- faktyczną likwidację deficytu budżetowego, trudną do uniknięcia, gdy za cel przyjmie się ustabilizowanie systemu pieniężnego kraju;³
- zmniejszenie i zrjonalizowanie ogólnego obciążenia fiskalnego.⁴

W tablicy 1 zestawione są podstawowe wielkości makroekonomiczne opisujące stan polskiej gospodarki.

¹ Inflacja nie powinna przekraczać średniej trzech krajów o najniższej inflacji o więcej niż 1,5 punktu procentowego.

² Ocenia się, że średni poziom długoterminowych stóp procentowych dla trzech krajów o najniższej inflacji będzie wynosił nieco ponad 8%.

³ Poziom dopuszczalnego deficytu określono w wysokości 3%, niemniej jednak uważa się, że dla skutecznego, trwałego wyeliminowania chronicznej inflacji deficyt powinien być sprowadzony do zera.

⁴ Obciążenie fiskalne, jak to dalej uzasadniamy, nie jest ogólnie biorąc wyższe niż w krajach członkowskich UE, ale jego struktura i przepisy wymagają dostosowania do Unii.

Tablica 1. Podstawowe wskaźniki makroekonomiczne dotyczące Polski w latach 1991-1997

Wyszczególnienie	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Realne tempo wzrostu PKB (deflator PKB)	-7,0	2,6	3,8	5,2	7,0	6,1	6,9	5,6	4,5
Inflacja cen dóbr konsumpcyjnych	71,1	42,4	34,6	30,7	26,8	19,4	14,9	12,0	8,5
Inflacja cen konsumpcyjnych XII/XII	60,4	44,3	37,6	29,5	21,6	18,5	13,2	8,6	8,1
Nominalna stopa oprocentowania depozytów	38,0	38,0	35,0	30,5	23,5	19,3	20,9	18,5	-
Realna stopa procentowa depozytów */	-4,4	3,4	4,3	3,55	4,1	4,35	8,9	10,0	-
Nominalna stopa oprocentowania kredytu	62,6	49,1	45,8	42,2	36,7	25,3	24,9	26,5	-
Realna stopa procentowa kredytu */	20,2	14,5	15,1	15,4	17,3	10,4	12,9	18,0	-
Kurs rynkowy dolara	1,07	1,36	1,80	2,25	2,40	2,68	3,26	3,52	3,7
Inflacja kursu dolara	11,8	27,1	32,4	25,0	6,7	11,7	21,6	8,0	5,1
Zmiana kursu do wskaźnika inflacji w %	-	-	-1,7	-4,4	-	-6,5	5,9	-3,6	-3,1
Wzrost cen od 1990 r.	1,7	2,4	3,3	4,3	5,4	6,5	7,5	8,4	9,1
Wzrost kursu od 1990 r.	1,1	1,4	1,9	2,4	2,5	2,8	3,4	3,7	3,9
Saldo obrotów handlu zagranicznego w mld zł	0,90	4,03	8,26	9,83	14,9	34,4	54,4	44,2	43,2
Saldo handlu zagranicznego w % PKB	-	-	-	-	-	-	-	-8,4	-7,3
Należności zagraniczne NBP w mld zł	5,07	7,74	13,5	21,4	41,5	56,5	79,4	98,7	109
Należności zagraniczne NBP w % PKB	6,11	6,74	8,66	10,2	14,4	15,6	17,8	18,8	18,4
- w tym w walutach wym. W mld zł	5,03	7,74	10,1	15,5	37,5	53,0	-	-	-
Należności zagraniczne NBP w % PKB	6,07	6,74	6,49	7,35	13,0	14,6	-	-	-

Udział dochodów budżetu w PKB	25,4	27,2	29,5	30,0	29,3	27,5	26,9	24,6	21,7
Udział wydatków budżetu w PKB	29,2	33,2	32,3	32,7	31,9	30,0	28,2	27,3	23,8
Deficyt budżetowy w % PKB	-	-	-	-	-	-	-	-2,7	-2,2
	3,73	6,01	2,79	2,73	2,60	2,53	1,33		

*/ Stopy realne depozytów i kredytów liczone względem inflacji roku następnego.

Źródło: roczniki GUS i biuletyny NBP.

Lata 1998 i 1999 – wielkości szacunkowe według prognoz do budżetu na 1999 r. („Rzeczpospolita” 255/1998); dane dotyczące stóp procentowych w 1998 r. według informacji finansowych w „Rzeczpospolitej” z końca października 1998 r.

Ujmujemy tu szerszy zakres danych niż te, które bezpośrednio decydują o zgodnym z wymaganiami przebiegu procesu dostosowawczego. Dane te mówią więcej o „stanie zdrowia” gospodarki; podajemy też najświeższe prognozy związane z opracowaniem projektu budżetu przez ministerstwo finansów.

Jak widać, minione lata przyniosły znaczny postęp w realizacji dostosowań makroekonomicznych – na przykład inflacja w okresie 1991-1997 zmniejszyła się blisko sześciokrotnie (w 1998 r. obniżyła się do poziomu jednocyfrowego), poziom deficytu budżetowego spełnia kryteria z Maastricht (aczkolwiek po obniżeniu w 1997 r. do 1,33% PKB, w 1998 był niewiele niższy od 3%). Dane te wskazują jednak na istnienie pewnych wewnętrznych strukturalnych oporów, czyli zjawisk, które utrudniają proces dostosowań i stabilizacji, przeciwdziałają mu lub generują wysokie koszty ogólnogospodarcze transformacji.

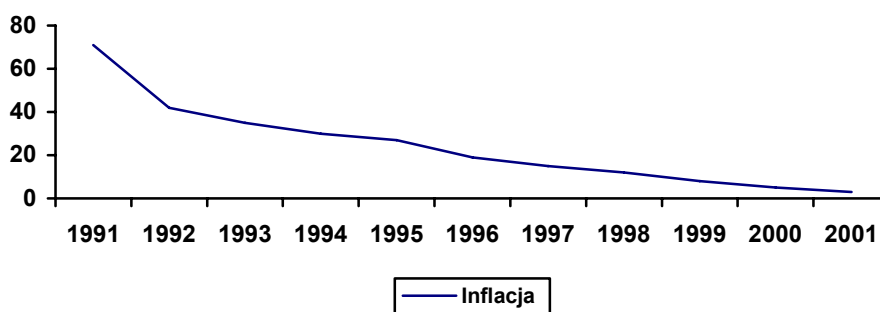
Świadczy o tym wysokie ujemne saldo obrotów handlu zagranicznego, które w 1997 r. osiągnęło ponad 12% PKB i co prawda według ocen ministerstwa finansów w latach 1998 i 1999 ma obniżyć się odpowiednio do ponad 8% i ponad 7%, to jednak będzie nadal bardzo wysokie. Wysoka jest realna stopa oprocentowania kredytów, co staje się źródłem pewnych niekorzystnych skutków w procesach inwestycyjnych oraz w kształtowaniu systemu finansowego. Wysoki jest poziom należności zagranicznych NBP – wzrósł on z nieco ponad 6% PKB w 1991 r. do blisko 18% w 1997 r., a w latach następnych będzie kształtował się na poziomie ponad 18%, skutkiem czego muszą być wysokie koszty interwencji NBP dla stabilizacji poziomu pieniądza. Zwraca też uwagę radykalne obniżanie udziału państwa w gospodarce, mierzone stosunkiem wydatków budżetu do PKB: które zmniejszyło się z 33% w 1992 r. do 28,2% w 1997 r. i planowanych w 1999 r. 23,8%. Jednocześnie zmniejsza się stopień obciążenia gospodarki, mierzony udziałem dochodów budżetu w PKB – z 30% w 1994 r. do 26,9% w 1997 i planowanych 21,7% w 1999 r.

Omówimy teraz podstawowe kwestie związane z realizacją pożądanego poziomu mierników procesu dostosowawczego.

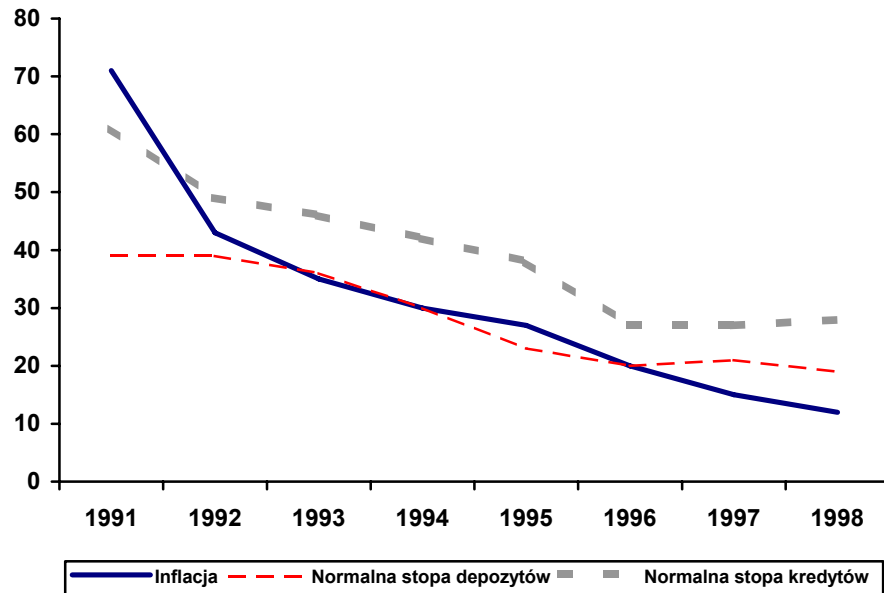
2.1. Inflacja

Niewątpliwie osiągnięto sukces w ograniczaniu inflacji, co ilustruje wykres 1, i jak się wydaje, dojście w 2001 r. do poziomu 2,8% – choć jest poważnym wyzwaniem dla polityki pieniężnej – może być realne. Pomimo to mamy niekorzystną sytuację w kształtowaniu się stóp procentowych. (Por. wykres 2.) Nominalnie są one cały czas wysokie, gdyż ich poziom jest związany z wysoką inflacją, jednak jednocześnie ze znacznym jej zmniejszeniem ich realny poziom wykazywał silny wzrost – dotyczy to szczególnie oprocentowania kredytów. Podczas gdy realne stopy dla depozytów na początku lat 90. były ujemne, potem bardzo niskie (w 1997 r. osiągając 9%, a w 1998 r. ponad 10%), to stopy dla kredytów co prawda zeszły z poziomu 20% w 1991 r. do kilkunastu procent w latach następnych, ale z powodu tego, że pomimo zmniejszającej się inflacji nominalnie spadają nieznacznie lub utrzymują się na względnie stabilnym poziomie, realnie mają bardzo wysoki poziom – pomimo pewnego spadku w 1996 r. w 1998 r. osiągnęły prawie 18%. Należy przy tym pamiętać, że jest to poziom przeciętny, zaś w niektórych bankach dochodzi do ponad 20%.

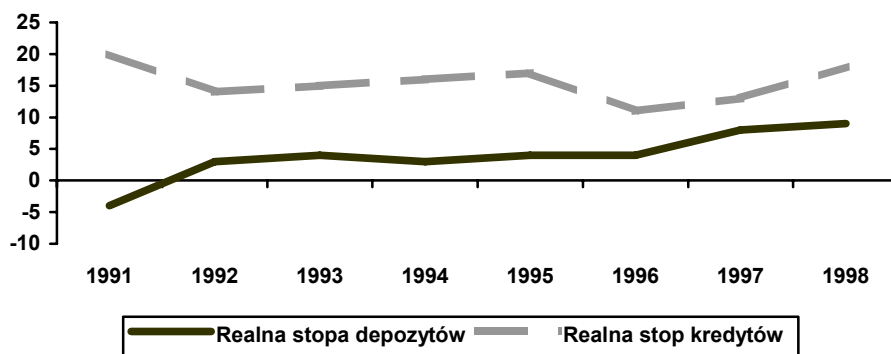
Wykres 1. Kształtowanie się inflacji i cel inflacyjny (2,8% w 2001 r.)



Wykres 2. Inflacja i nominalne stopy procentowe



Wykres 3. Realne stopy oprocentowania depozytów i kredytów



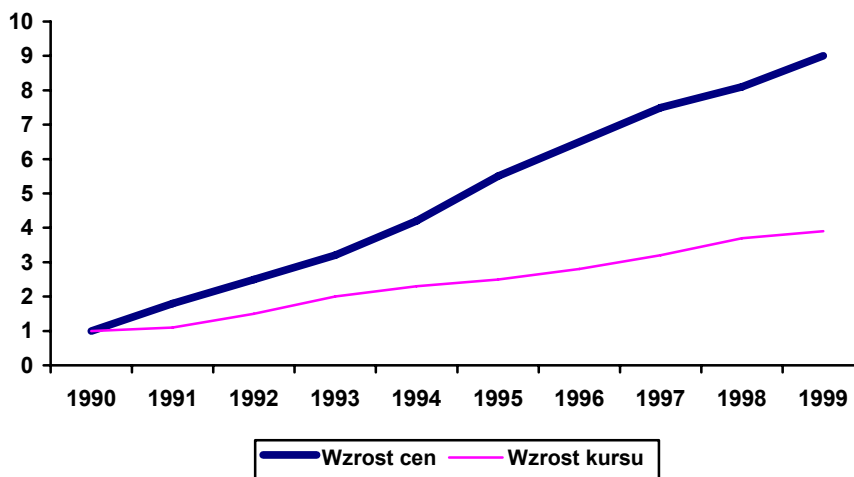
Wykres 3 ilustruje z kolei kształtowanie się stóp realnych. Liczone są one w stosunku do inflacji roku następnego, gdyż tylko wtedy poziom realny jest właściwie oddany. Jak widzimy, po zmniejszeniu się realnego oprocentowania

kredytów w 1996 r., w 1997 nastąpiło jego ponowne zwiększenie, a w 1998 r. zarysowała się wyraźna tendencja⁵ powrotu wysokich stóp realnych dla kredytów. Z kolei pomimo pewnego wzrostu realnego oprocentowania depozytów, w 1998 r. narastająca różnica między oprocentowaniem kredytów i depozytów wskazywała na wyraźną tendencję powrotu do wysokiego poziomu marż bankowych (różnicy między oprocentowaniem kredytów i depozytów).

2.2. Kurs złotego

W tabelicy 1 podano rynkowy kurs dolara oraz wskaźniki ukazujące jego zmiany na tle inflacji. Jak widzimy, aprecjacja złotego, przejawiająca się w wolniejszym od inflacji wzroście ceny dolara, była najsilniejsza w pierwszym okresie transformacji, ale miała miejsce praktycznie przez cały badany okres – wyjątkiem był rok 1997, gdy nastąpiła realna deprecjacja złotego (wzrost kursu dolara o prawie 6% przekraczał wzrost cen dóbr konsumpcyjnych). Wykres 4 ilustruje długookresowy efekt realnej aprecjacji złotego: podczas gdy od 1990 r. do 1997 ceny dóbr konsumpcyjnych nominalnie wzrosły 7,5-krotnie, to kurs dolara tylko 3,4-krotnie. Nastąpiła więc względna 2,2-krotna aprecjacja złotego (do roku 1999 wskaźnik aprecjacji wynosiłby 2,3).

Wykres 4. Kształtowanie się kursu złotego a inflacja



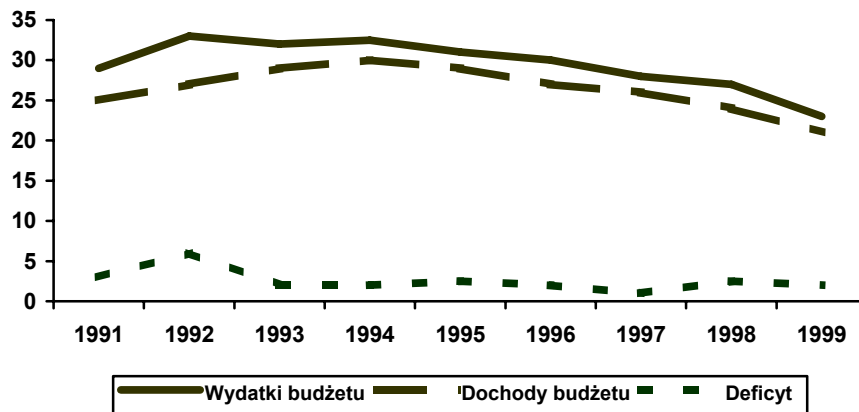
⁵ Dane dla 1998 r. są własnym, bardzo przybliżonym oszacowaniem na podstawie danych z końca października, nie są więc całkiem porównywalne z danymi za lata poprzednie, które zaczerpnięto z biuletynu statystycznego, dlatego mówimy nie o fakcie, a o zarysowującej się tendencji.

Według prognozy na 1999 r., realna aprecjacja w okresie 1997-1999 ma być co prawda niewielka, jednak wobec niepewności co do kształtowania się czynników zewnętrznych, do tych oszacowań trzeba podchodzić z wielką ostrożnością.

2.3. Deficyt budżetowy

Jeśli idzie o poziom deficytu budżetowego, to pomimo że w zasadzie osiągnięto w tym zakresie kryterium z Maastricht, to w dalszym ciągu dąży się do jeszcze większego jego obniżania. Powodem takiego podejścia jest

Wykres 5. Kształtowanie się wydatków, dochodów i deficytu budżetowego w relacji do PKB



przekonanie, że zrównoważenie budżetu ma zasadniczy wpływ na kształtowanie się stóp procentowych i zagregowanego popytu, a w rezultacie bilansu płatniczego, decydując tym samym o pozostałych parametrach makroekonomicznych i stabilności gospodarki.

Jak widać na wykresie 5, po zwiększeniu w 1992 r. udziału wydatków budżetu w PKB do poziomu nieco ponad 33%, w dalszych latach następowało sukcesywne ich zmniejszanie do poniżej 27% w 1997 r.; zaś dalszy spadek planowany do 1999 r. spowoduje obniżenie udziału wydatków do 23,8% (dochody nie przekroczą 22%). Przyniesie to zmniejszenie wskaźnika w okresie 1992-1999 o blisko 10 punktów procentowych, co stanowi prawie 30% wielkości tego wskaźnika.

Postawi to Polskę na pozycji lidera krajów obniżających udział państwa w gospodarce. Trzeba jednak podkreślić, że problem długookresowych i strukturalnych tego skutków wymaga głębszej analizy.

2.4. Poziom podatków

Analizując dane empiryczne można stwierdzić, że obciążenie fiskalne w ogólnym wymiarze jest zbliżone do poziomu krajów Unii Europejskiej. Stopy podatków dochodowych – tak od dochodów osobistych, jak i od zysków przedsiębiorstw – nie odbiegają od poziomu krajów europejskich, a od niektórych są nawet niższe.

Stosunkowo wysoka jest natomiast stopa podatku VAT (22%), która należy do najwyższych w Europie. (Chociaż, co należy także zaznaczyć, w niektórych krajach stawki podstawowe są jeszcze wyższe: np. w Norwegii 23%, w Szwecji 25%.) Tym samym Polska znacznie przekracza poziom wymagany przez Unię, która ustanowiła poziom 15% jako podstawową stawkę minimalną, dopuszczając dodatkowo możliwość znacznych jej redukcji – nawet do 0%.

Poziom stawki VAT jest ważny przede wszystkim z powodu wpływu na wewnętrzne warunki równowagi: wyższy poziom podatku VAT, jak i innych podatków pośrednich, powoduje wzrost cen i redukcję popytu. W rezultacie proces ten „przesuwa” równowagę w kierunku niższego poziomu produkcji. VAT jest także istotny z tego powodu, że odpisy od niego są źródłem wpłat do wspólnego funduszu Unii. Tak więc ustanowienie go na zbyt wysokim poziomie może spowodować wypływ z Polski znacznych środków i niepotrzebne uszczuplenie budżetu państwa – szczególnie niepożądane w sytuacji, gdy dąży się do równowagi budżetowej, a wiele dziedzin domaga się wyższego dofinansowania ze środków publicznych.

Ustanowienie odpowiedniego poziomu progów podatkowych ma w gospodarce otwartej niezwykle ważne znaczenie. Dotyczy to w szczególności relacji pomiędzy tzw. progami podatkowymi (czyli wielkościami dochodów, które podlegają kolejnym stopom progresywnej skali) z analogicznymi progami w innych krajach. W Polsce ta relacja związana jest dodatkowo z aktualnym kursem złotego. I tak, niedowartościowanie złotego w ujęciu siły nabywczej powoduje, że dochody podlegające u nas najwyższym stawkom podatku w przeliczeniu na waluty zachodnie znajdują się w granicach najniższych stawek tamtejszych systemów podatkowych. To sprawia, że z perspektywy podmiotu zachodniego (zachodnioeuropejskiego) uzyskiwany dochód bardzo szybko wchodzi w wysokie stopy podatkowe.

To „odczucie” wysokiego obciążenia podatkowego jest jednak problemem nie wysokich stóp, które są względnie niskie, lecz niedostosowania kursowego. A zatem oznacza to, że wciąż daleko nam do zrównania relacji kursu rynkowego z parytetem siły nabywczej.

Na pierwszy rzut oka wydawać się może, że w odniesieniu do opodatkowania przedsiębiorstw, celowe byłoby zmniejszenie tej części ogólnego obciążenia, która wynika z opodatkowania zysków przedsiębiorstw powstałych w wyniku

inwestycji zagranicznych, a to w celu przyciągnięcia tego rodzaju inwestycji.⁶ Niższe podatki mogłyby stanowić dodatkowy atut naszego kraju, obok niskich kosztów pracy.

Trzeba jednak pamiętać, że w tej kwestii istnieją silne ograniczenia ze strony finansów państwa: niewielkich możliwości zredukowania wydatków i konieczność równoważenia budżetu. Przy dość już znacznym i wzrastającym udziale przedsiębiorstw o pełnej własności zagranicznej lub ze znacznym udziałem kapitału zagranicznego, ulgi z tytułu inwestycji zagranicznych zaczynają stawać się ciężarem dla budżetu państwa.

Przesłanką wprowadzania ulgi podatkowej musi się więc stawać nie rodzaj własności, lecz korzystne z punktu widzenia gospodarki jako całości zachowanie ekonomiczne, sprowadzające się do tworzenia nowych miejsc pracy (inwestycje pracochłonne), inicjowania badań naukowych (inwestycje w badania i rozwój sprzyjające rozwojowi krajowych placówek naukowo-badawczych) itp.

Rekapitulując tę część rozważań należy powiedzieć, że przy istniejącej rozbieżności między parametrami makroekonomicznymi notowanymi obecnie w Polsce a poziomem docelowym i jednocześnie złożoności uwarunkowań strukturalnych zrealizowanie tych zmian musi być ze swej istoty trudne. Zapewne w kluczowych kwestiach możemy liczyć na wsparcie ze strony Unii – zwłaszcza merytoryczne i prawdopodobnie w jakiejś mierze także finansowe – jednakże pomoc taka nie będzie w stanie usunąć podstawowych zagrożeń, jakie mogą wystąpić z powodu dynamicznego i niemożliwego do pełnego rozpoznania charakteru zjawisk.

3. Integracja a przekształcenia w Unii

Niemożność dobrego rozpoznania zjawisk związanych z integracją wynika tak z braku dostatecznie głębokiego teoretycznego przebadania problemu, jak i z braku wzorców praktycznych. Kraje, które integrowały się ze Wspólnotami Europejskimi wcześniej, dokonywały tego w zupełnie innych warunkach. Zauważmy, że były to warunki daleko korzystniejsze zarówno ze względu na ich uwarunkowania wewnętrzne, jak i ówczesny stan rozwoju państw zrzeszonych w WE.

W naszym przypadku integracja zbiega się z trzema bardzo ważnymi i nie do końca rozpoznanymi procesami:

1. początkiem działania Unii Gospodarczej i Walutowej oraz wprowadzeniem wspólnej waluty euro;

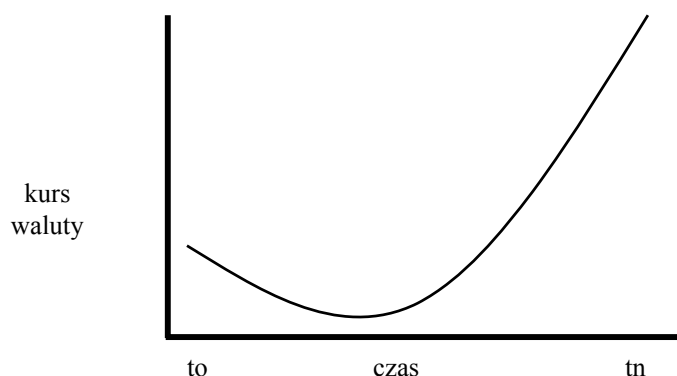
⁶ Nadawane inwestorom zagranicznym ulgi mają czasowy charakter i w wielu przypadkach już wygasają.

2. gwałtownie postępującej globalizacji rynków finansowych (kapitałowych i pieniężnych);
3. transformacji ustrojowej i przekształceń wewnętrznych krajów przystępujących do Unii.

Spróbujmy przeanalizować owe trzy problemy.

Ad.1. Można spodziewać się, że po trudnym dla wielu krajów „Piętnastki” okresie wypełniania kryteriów z Maastricht nastąpi – być może – lekkie osłabienie dyscypliny finansowej. Jednocześnie jednak mogą pojawić się istotne zmiany w sferze pieniądza, których podstawową przyczyną może być właśnie pozycja euro. W świetle naszej analizy, popartej m.in. badaniem literatury przedmiotu oraz licznymi wypowiedziami teoretyków i praktyków integracji walutowej w Europie Zachodniej, kurs euro powinien kształtować się według tzw. „J” przedstawionej na wykresie 6.

Wykres 6. Kształtowanie się kursu waluty według krzywej „J”



Na wykresie tym moment początkowy t_0 oznacza cenę wyjściową odpowiadającą koszykowi walut przekształconych w euro tuż przed jego wprowadzeniem. Cena ta jest wyrażona w pieniądzu zewnętrznym w stosunku do krajów UGW – np. w dolarze lub złotym (czy w koszyku walut). Po wymianie na euro kurs nowego pieniądza stopniowo obniża się do pewnego poziomu, by potem rozpocząć wzrost, prowadzący do wartości wyższej niż w momencie początkowym.

Taki przebieg procesu kształtowania się kursu euro mógłby jednak nastąpić dopiero po wstępnym okresie wzrostu wartości, przed momentem t_0 na wykresie. W pierwszej bowiem fazie, której czas trwania jest niestety trudny do określenia, cena euro może być stosunkowo wysoka. Główną przyczynę takiego stanu rzeczy upatruje się w zwiększającym się zaufaniu do wiodących gospodarek unijnych, dobrze przygotowanym procesie integracji walutowej, zaufaniu do Europejskiego Banku Centralnego. Co jednak równie ważne, przypuszcza się, że

niebagatelne znaczenie będą też mieć obawy przed perturbacjami na rynkach finansowych na świecie i przynajmniej częściowa obawa przed „wciągnięciem” do kryzysu walutowego amerykańskiego dolara.

Przyczynę wzrostu kursu euro upatruje się też w spodziewanym dużym popycie na tę walutę, ponieważ wielu inwestorów będzie restrukturyzować swoje aktywa na jej rzecz. Inwestycje w euro mają stanowić pewnego rodzaju zabezpieczenie przed utratą wartości aktywów poszczególnych inwestorów.

W dłuższej perspektywie wysoki kurs euro nie wydaje się jednak możliwy do utrzymania, gdyż pogarszałoby to konkurencyjność towarów i usług produkowanych przez państwa Unii. To zaś mogłoby stać się przyczyną dekoniunktury gospodarczej na tym wielkim obszarze (spadek zatrudnienia i poziomu inwestycji, wzrost deficytu handlowego itd.).

Po pierwszym okresie „eksplozji kursu” – którego czas trwania jest trudny do oszacowania – nastąpiłaby więc stabilizacja, a następnie opisywane przez nas procesy przebiegu według krzywej „J”.

W rezultacie wprowadzenia euro nastąpi likwidacja walut narodowych. Zniknie zatem konieczność utrzymywania przez banki centralne, wchodzące w skład Europejskiego Systemu Banków Centralnych (ESBC), rezerw dewizowych w walutach innych krajów UE. Zamiana rezerwowych aktywów pieniężnych na nową wspólną walutę euro doprowadzi więc do zwiększenia ilości pieniądza czynnego, który zostanie wprowadzony w „krwiobieg” życia gospodarczego zjednoczonej Europy.

Względna obfitość pieniądza oraz prawdopodobny wzrost optymizmu konsumentów, inwestorów i rządów przyniosą ożywienie, którego prawdopodobne efektywne wyniki nazywane już są „eurobiesiadą”. Jeśli zgodnie z zasadami cykliczności procesów gospodarczych po takim ożywieniu, spowodowanym wszak nadmierną ekspansją pieniężną, nastąpi recesja, to następstwem „eurobiesiady” będzie „eurokac”.

Tak więc, gdyby miało miejsce owo wynikające z teoretycznych rozważań ożywienie gospodarek Europy, to na pewno byłby to – ze względów politycznych – dobry czas dla negocjacji warunków przystąpienia Polski do Unii. Jeśli jednak popatrzymy na to zjawisko z perspektywy makroekonomicznej, to dla kraju spoza systemu UGW nie jest to okoliczność jednoznacznie korzystna.

Ta wątpliwość wynika z możliwych do przewidzenia skutków w relacjach kursowych, czyli z jego cykliczności. Spadek kursu waluty danego kraju w wyniku ożywienia koniunktury jest przede wszystkim rezultatem wzrostu importu i spadku eksportu, jakie mają miejsce na skutek zwiększenia popytu wewnętrznego. Proces taki polega na tym, że importerzy krajów wspólnej waluty zachęceni rosnącym popytem wewnętrznym zgłaszają zapotrzebowanie na waluty krajów, z którymi utrzymują stosunki handlowe. Z kolei przedsiębiorstwa eksportujące towary do innych krajów, na przykład do Polski, znajdując rosnący popyt

u siebie, ograniczają eksport, a więc nie pojawia się na ich rynku pieniężnym podaż walut. Oba te procesy podwyższają wartość walut na rynku pieniężnym.

Spadkowi kursu euro, czyli jego osłabieniu, towarzyszyć będzie więc prawdopodobnie względne umocnienie w stosunku do niego walut krajów spoza unii monetarnej, w tym Polski. Taki stan oznaczałby więc dalszą aprecjację złotego, czyli sytuację z pewnych względów korzystną (wzrost wartości aktywów złotych i wycenianych w złotych), z innych – niekorzystną (pogorszenie wyników ekonomicznych eksporterów).

Następujący w tej fazie spadek kursu euro będzie więc niekorzystny dla naszej gospodarki i działać będzie destabilizująco. Jak tymczasem wiadomo, w pierwszym okresie dla kraju integrującego się z tak wielkim organizmem gospodarczym jak Unia, najkorzystniejsze byłoby względne obniżenie wartości własnego pieniądza w stosunku do walut krajów goszczących po to, by rodzime przedsiębiorstwa znalazły się w finansowo korzystniejszej sytuacji. Niekorzystne inflacyjne skutki dewaluacji są wtedy amortyzowane przez pozostałe kraje bloku, a kraj stosujący ten manewr uzyskuje swego rodzaju „rentę kursową”. Taką wstępną dewaluację przeprowadzały kraje integrujące się w latach wcześniejszych.

Na wzrost kursu złotego wynikający z długookresowych tendencji strukturalnych, z jakimi mamy do czynienia obecnie i które byłyby prawdopodobnie kontynuowane, nałożyłaby się dodatkowo tendencja wzrostu kursu z powodu procesów zachodzących wewnątrz krajów Unii. Efektem tego mogłoby być znaczne przewartościowanie złotego ze wszystkimi negatywnymi konsekwencjami: spadek opłacalności eksportu i dekonstrukcja w branżach uzależnionych od eksportu, zwiększenie opłacalności importu i większa konkurencyjność dóbr importowanych w stosunku do produkcji krajowej, dekonstrukcja w przemyśle krajowym wypieranym z rynku wewnętrznego przez import, spadek zysków i trudności z dostosowaniem się do zwiększonych wymagań rynku, spadek inwestycji, wzrost bezrobocia itd.

Jeśli polityka pieniężna byłaby nastawiona, jak obecnie, na hamowanie zbyt szybkiej tendencji aprecjacyjnej, czyli wynikającej ze zwiększonego popytu na złotego i zwiększonej podaży walut zagranicznych, bank centralny byłby zmuszony do większego wykupu tych walut na rynku pieniężnym. Dla pozyskania złotych na ten cel musiałby jednak sprzedawać zwiększone ilości papierów wartościowych ze swoich zasobów, a to oznaczałoby konieczność zwiększenia stóp procentowych dla pozyskania popytu na nie. To z kolei jednak działałoby pobudzająco na kapitał spekulacyjny i mobilizowałoby go do dalszego napływu na nasz rynek. Alternatywą byłoby więc zwiększenie emisji pieniądza i/lub obniżenie innych parametrów polityki pieniężnej (stopy rezerw obowiązkowych i stóp procentowych banku centralnego). To z kolei mogłoby działać zbyt pobudzająco na rynek wewnętrzny i groziłoby zwiększeniem tendencji inflacyjnych

i destabilizacją, a więc byłoby zaprzepaszczeniem wielu lat z trudem i poświęceniami prowadzonej polityki stabilizacyjnej.

Taki przebieg wydarzeń wskazywałby więc, że trafne jest stwierdzenie, iż „złotemu w czasie integracji nie jest po drodze z euro”.

Z drugiej jednak strony zwróćmy uwagę, że tej w sumie negatywnej tendencji na rynku pieniężnym towarzyszyłaby – na pozór paradoksalnie – korzystna sytuacja na rynku dóbr. Jak powiedzieliśmy wyżej, możliwy wzrost popytu na złotego wynikałby między innymi ze zwiększonego popytu na import dóbr w krajach wspólnej waluty. Oznaczałoby to szansę na zwiększenie eksportu, ale przy przeciwdziałającej temu tendencji na rynku pieniężnym, kształtującej w toku wolnej gry popytu i podaży wzrost ceny złotego, osiągnięcie sukcesu eksportowego byłoby możliwe pod warunkiem postępu ekonomicznego, organizacyjnego i technologicznego, gdyż w wyniku aprecjacji wartość złotowa eksportu spadałaby. Można oczywiście powiedzieć, że dawałoby to szansę poprawy efektywności gospodarowania, ale jednocześnie trzeba pamiętać, że jeśli tak, to stanowi to ogromne wyzwanie dla polityki gospodarczej, a w tym w szczególności dla polityki przemysłowej, które powinny być zawczasu nastawione na kształtowanie warunków sprzyjających takim zmianom.

Zauważmy, że w krótkim okresie deprecjacja euro pogorszyłaby bilans handlowy krajów wspólnej waluty, w konsekwencji zaś dla krajów utrzymujących z tymi krajami stosunki handlowe, w tym dla Polski, nastąpiłaby poprawa bilansu.

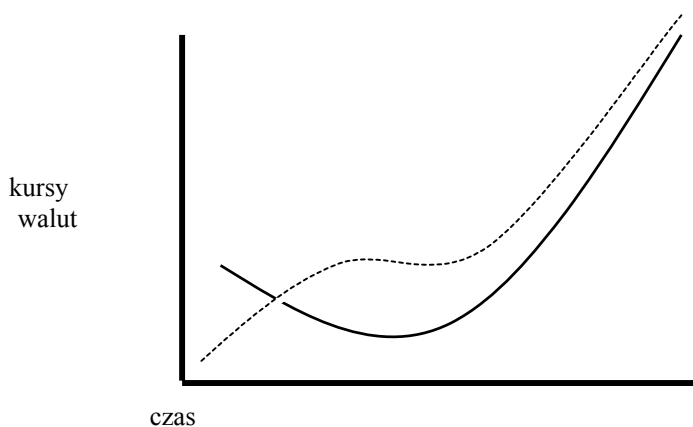
Przebieg krzywej „J” oznacza jednak, że w dłuższym okresie pierwsze tendencje ulegają „odwróceniu z nawiązką”, a więc po początkowym spadku kursu euro i osiągnięciu pewnego minimum, nastąpiłby jego wzrost – i w stosunku do niego złoty po aprecjacji podlegałby stopniowej względnej deprecjacji. Analiza krzywej „J” prowadzi więc do wniosku, że w dłuższym okresie następuje poprawa eksportu netto kraju, którego waluta uległa deprecjacji.

Jednak z punktu widzenia relacji kursowych, gdybyśmy nadal pozostawiali krajem zewnętrznym (dalej omówimy konsekwencje włączenia się do Unii), zamiana tendencji deprecyjacyjnej na aprecjacyjną euro, oznaczałaby odwrócenie presji na złotego z aprecjacji na deprecjację. Gdyby działanie strukturalnych tendencji aprecjacyjnych złotego nadal było silne, mielibyśmy amortyzujące, hamujące działanie, sprzyjające polityce ograniczania zbyt szybkiej aprecjacji. To jednak nie wydaje się prawdopodobne, raczej należy się spodziewać stopniowego wygaszania wewnętrznej presji aprecjacyjnej, gdyż polityka stabilizacji powinna już przynosić owoce w postaci niskiej inflacji, kursu złotego zbliżonego do parytetu siły nabywczej itd. Ta korzystna tendencja byłaby więc już niejako „poniewczasie”. Dodatkowo wydaje się, że w tym okresie zacznie już działać kalendarz procesu integracji, a więc wejdziemy do „węza walutowego”. To oznaczałoby zaś podwiązanie kursu złotego do kursu euro i innych walut Unii, narzucające konieczność podporządkowania polityki pieniężnej prymatowi

kursowemu: utrzymywanie kursu w granicach węża stanowiłoby praktycznie jedyny cel polityki pieniężnej.

Istotnym czynnikiem jest więc moment naszego przystąpienia do struktur Unii Europejskiej. Zakładając, że nastąpi to za jakiś czas, nie zaś bezpośrednio po ustanowieniu wspólnej waluty krajów Unii, możemy przyjąć, że w pierwszej fazie bylibyśmy jako kraj zewnętrzny wystawieni na symetryczne kształtowanie kursu naszej waluty w stosunku do euro, czyli relatywne umacnianie złotego. Potem można jednak oczekiwać, że wejście do struktury Unii zwiąże złotego z euro i walutami pozostałych krajów, tak więc nie będzie możliwe niezależne kształtowanie się jego kursu, gdyż będzie się on wahał w granicach wyznaczonych przez walutowego węża. (Ilustruje to wykres 7.)

Wykres 7. Kształtowanie się kursów złotego i euro po wymianie nań walut narodowych, zakładając zmianę kursu euro według krzywej „J”



kurs złotego: - - - - -

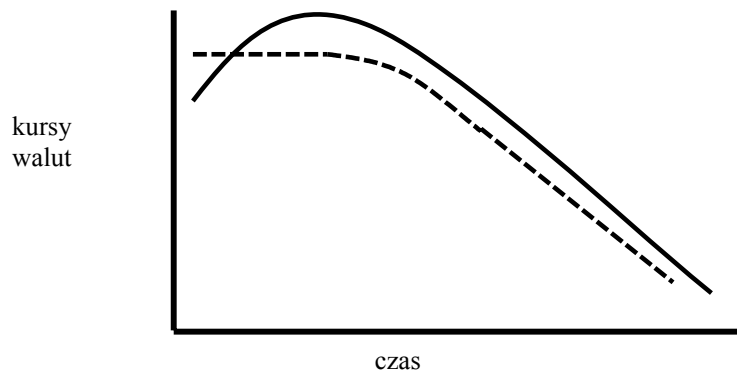
kurs euro: - - - - -

Jak przedstawia to wykres, po okresie względnej aprecjacji złotego po integracji bylibyśmy „skazani” na dalszą jej kontynuację i prawdopodobnie nie mielibyśmy możliwości dokonania „przedintegracyjnej dewaluacji”, jaka była stosowana zwykle przez kraje wstępujące do Unii. Taka dewaluacja jest uznawana za zabieg korzystny, gdyż „ustawia” przemysł krajowy na cenowo korzystniejszej pozycji w stosunku do importu i eksportu.

Chronologia naszego przystąpienia i uczestnictwa w nowym węźu walutowym ERM-2 wskazuje więc, że najkorzystniejsza dla nas byłaby odwrócona krzywa „J”, czyli taka sytuacja, w której kurs euro od początku rósłby, a potem spadał. (Por. wykres 8.)

Wykres 8. Kształtowanie się kursów złotego i euro po wymianie nań walut

narodowych, zakładając zmianę kursu euro według odwróconej krzywej „J”



kurs złotego: - - - - -
kurs euro: - - - - - - - - -

Oznaczałoby to więc najpierw wzrost ceny euro, i tendencję do względnego spadku kursu złotego, a następnie proces odwrotny. Tak więc zamiast wzrostu mielibyśmy zmniejszenie popytu na złotego, gdyż importerzy w krajach Unii nie zgłaszałiby zwiększonego popytu na nasze towary, natomiast dla eksporterów nastąpiłby okres dobrej koniunktury.

Jednakże wtedy w pierwszym okresie na mającą u nas miejsce strukturalną tendencję aprecjacyjną dla złotego nałożyłaby się taka sama tendencja ze strony euro, co łagodziłoby skutki naszych wewnętrznych procesów aprecjacyjnych. Dlatego przebieg krzywej dla złotego jest nie spadkowy, jak wynikałoby ze względu na symetrię wobec kształtowania się kursu euro, lecz prawie poziomy. To, w przeciwieństwie do skutków zarysowanych wyżej, znacznie ułatwiłoby politykę pieniężną i działałoby cementująco na politykę stabilizacyjną ostatnich lat.

Ad.2. Liberalizacja powiązań polskiej gospodarki z międzynarodowym rynkiem kapitałowym i pieniężnym, dokonująca się wraz z postępem integracji z Unią przypada na okres gwałtownego rozwoju tych rynków. Szacuje się, że obroty towarowe stanowią tylko 2% łącznych obrotów na rynkach międzynarodowych, a więc reszta to głównie obroty kapitałowe i pieniężne. Dodatkowo niedawne wydarzenia (kryzys w Japonii, Rosji etc.) dowodzą, że na stan gospodarki światowej zasadniczego wpływu nie mają już obroty w sferze realnej, ale obroty w sferze kapitału i pieniądza. Oznacza to, że aktywa finansowe nie stanowią – jak to było w ekonomii klasycznej – „cienia” obrotów dóbr realnych, ale w rzeczywistości to one zaczynają stanowić jądro procesów gospodarczych, a więc w pewnym sensie decydują o kształtowaniu się produkcji dóbr, czyli o poziomie i dynamice PKB w poszczególnych krajach.

Ogromne rozmiary przepływającego kapitału, który łatwo zmienia kierunek (mamy tu na myśli tzw. kapitał nomadyczny), stwarzają znaczne niebezpieczeństwo dla krajów otwierających swoją gospodarkę na te przepływy. Dotyczy to zwłaszcza krajów o niespójnej polityce monetarnej, fiskalnej i kursowej, tzw. niespójnej „policy-mix”.

W warunkach kraju transformującego gospodarkę z centralnie planowanej na rynkową realizowanie polityki w pełni spójnej pod względem parametrów monetarnych, fiskalnych i kursowych jest trudne, a praktycznie być może nawet niemożliwe. Znajdujemy się bowiem w sytuacji, gdy z jednej strony musi być prowadzona polityka stabilizacyjna, z drugiej zaś, dokonywane są głębokie przekształcenia strukturalne i realizuje się procesy budowania infrastruktury nowoczesnej gospodarki rynkowej.

Brak jest także silnych i w pełni ukształtowanych instytucji obsługujących rynki finansowe. Można powiedzieć, że wraz z procesem tworzone są kapitałowe i pieniężne relacje w gospodarce, powstaje nowoczesny układ prywatnej własności, powstają mechanizmy umożliwiające przepływ wolnych środków finansowych od jednostek nadwyżkowych (wierzycieli) do jednostek deficytowych (dłużników).

Jednakże niedorozwój tych instytucji, niski potencjał środków finansowych i brak wykształconych mechanizmów zabezpieczających w dalszym ciągu są w Polsce wyraźne. W rezultacie słabe są wewnętrzne „naturalne siły obronne” organizmu gospodarczego, które chroniłyby go przed zaburzeniami gospodarczymi w otoczeniu, czyli tzw. szokami zewnętrznymi.

Niespójność „policy-mix” wyraża się w Polsce między innymi w jednoczesnym utrzymaniu:

- wysokiej (zarówno nominalnie, jak i realnie) stopy procentowej,
- zaniżonego (w stosunku do parytetu siły nabywczej) kursu złotego,
- wysokiego deficytu finansów publicznych (skonsolidowanego deficytu budżetowego).

Powiązanie ze światowym rynkiem kapitałowo-pięniężnym objawia się, zgodnie z tym, co zostało wyżej powiedziane, w napływie kapitału krótko-terminowego z zagranicy. Jego dopływ, zgodnie z regułami rynku, powinien spowodować:

- obniżenie stopy procentowej,
- aprecjację rodzimej waluty,
- wzrost zagregowanego popytu.

Jednakże żadnego z tych następstw nie uznaje się w naszej gospodarce za pożądane. Obniżenie stopy procentowej oznaczałoby wzmoczoną kreację pieniądza przez system bankowy. Temu wszak bank centralny stara się zapobiec właśnie poprzez politykę wysokiej stopy procentowej i wysokich rezerw

obowiązkowych, gdyż podstawowym jego celem jest zwalczanie inflacji, konsekwentnie więc stosuje narzędzia sprzyjające dezinflacji.

Aprecjacja jest co prawda, jak pisaliśmy wcześniej, korzystna ze względu na wycenę w obcych walutach naszego majątku. Nie jest jednak pożądana, gdy przebiega w zbyt szybkim tempie, gdyż ceny uzyskiwane przez eksporterów nie zapewniają wtedy satysfakcjonującej ich (zwłaszcza przy tak wysokiej stopie procentowej) rentowności. Możliwości poprawy rentowności poprzez postęp technologiczny, organizacyjny i wzrost wydajności pracy, tak aby „uciec” przed spadkiem wartości walut zagranicznych, są wszak ograniczone ze względu na czas, ograniczone możliwości kredytowe ze strony słabego sektora finansowego, jak i samą wysoką stopę procentową (która nie tylko podraża kredyt, ale i tworzy atrakcyjniejsze kierunki zaangażowania dla pieniądza).

Wreszcie wzrost zagregowanego popytu nie jest pożądanym ze względu na to, że przeciwdziałałby zasadniczo polityce dezinflacji. Wzrost podaży pieniądza wynikający z napływu kapitału krótkoterminowego musi być więc intensywnie sterylizowany przez bank centralny, co oczywiście podsyca i tak wysoki poziom stopy procentowej.

Tak więc przy tego typu podejściu do polityki makroekonomicznej okazuje się, że dopływ kapitału krótkoterminowego nie przynosi korzyści, powoduje natomiast wiele strat. Można do nich zaliczyć w szczególności:

- wzrost krajowego popytu, pogłębiający presję inflacyjną;
- wysokie koszty sterylizacji następstw wzrostu rezerw dewizowych;
- praktyczny zanik dochodów z senioratu;
- utrzymywanie się wysokich kosztów obsługi, w sumie przecież nie nazbyt wielkiego, długu publicznego;
- znaczny deficyt finansów publicznych, przy wysokiej nadwyżce dochodów pierwotnych w budżecie państwa.

Straty są więc wymierne:⁷

- różnice w dochodach od aktywów krajowych i zagranicznych NBP (realnie o 5-8%);
- straty senioratu (ok. 2% PKB);
- straty budżetu i inwestorów krajowych z powodu nadmiernie wysokiej stopy procentowej (stopa procentowa w Polsce, którą nazwiemy stopą regulowaną przez NBP, jest wyższa od stopy rynkowej).

Jedyną praktycznie korzyścią są tu dochody z arbitrażu stóp procentowych, osiągane przez krajowych i zagranicznych uczestników rynku pieniężnego. Są to dochody banków, instytucji ubezpieczeniowych, innych instytucji finansowych,

⁷ Szacunki własne.

ale i spekulantów krajowych i zagranicznych, którzy nastawieni są na szybki zysk z krótkookresowych operacji na rynku finansowym.

Ad.3. Jak już zaznaczyliśmy w toku poprzednich rozważań, sam okres transformacji nie sprzyja spójnej „policy-mix”, a może nawet czyni ją niemożliwą. Z jednej bowiem strony, zdecydowanie mniejsza jest przewidywalność następstw posunięć realizowanych w polityce gospodarczej. Modele wypracowane przez teorię ekonomii dla krajów o ukształtowanej i stabilnej strukturze rynkowej mogą się w takiej sytuacji nie sprawdzać, gdyż inne są dynamiczne uwarunkowania tych modeli, a założenia nie są spełnione. Szczególnie wyraźnie widać to w polityce pieniężnej.

Z drugiej strony, omówione w punkcie 2 zagrożenia są zdecydowanie większe niż w przypadku innych mniej rozwiniętych krajów, przystępujących do Unii. Transformacja ustrojowa w połączeniu z restrukturyzacją zmieniają strukturę zasobów gospodarki, a to wywiera wpływ zarówno na politykę fiskalną, jak i pieniężną kraju. Znikają proste rezerwy wzrostu produktywności gospodarki, wynikające z restrukturyzacji istniejących zasobów, spadają przychody z prywatyzacji. Trudno jest przewidzieć następstwa nieokrzesłych zmian instytucjonalnych, dokonujących się co prawda wraz z postęпами integracji, ale nie całkiem nadążającymi za nimi – tak dzieje się chociażby z rozwojem sektora finansowego w ogóle, a bankowego w szczególności, ciągle jeszcze słabego jak na potrzeby kraju mającego znaleźć się w Unii.

4. Konieczność analizy scenariuszowej

Jak więc widać, omówione wyżej okoliczności zewnętrzne i wewnętrzne integracji Polski z Unią Europejską rodzą niepewność co do rezultatów w najbliższych latach, czyli w średnim okresie. (Jeżeli za długi okres będziemy uznawali osiągnięcie pełnego członkostwa w obu Uniach: Europejskiej i Walutowej.)

Z punktu widzenia polityki gospodarczej znajdujemy się więc w szczególnej sytuacji decyzyjnej: sytuacji wysokiego stanu niepewności, nieokreśloności przyszłych stanów tak otoczenia, jak i własnej gospodarki. Najbardziej efektywną z punktu widzenia trafności podjętych decyzji metodą postępowania musi być więc analiza scenariuszowa. W toku takiej analizy trzeba określić możliwe stany otoczenia i relacji gospodarki z tym otoczeniem.

Otoczenie może zmieniać się w odniesieniu do nas w sposób korzystny lub niekorzystny. Zmiany niekorzystne mogą mieć charakter przewidywalny lub nieprzewidywalny. Stosownie do zmian niekorzystnych, ale przewidywalnych możemy zawczasu podjąć odpowiednie działania asekuracyjne dla naszej gospodarki.

W sytuacji, gdy możliwe są zmiany niekorzystne i nieprzewidywalne, stosowaną metodą działania byłoby podjęcie tzw. strategii gry z naturą – pod czym rozumie się przeciwnika nieprzewidywalnego i projektuje własne działania na wypadek „niekorzystnych zagrań” przeciwnika, jakim jest otoczenie gospodarcze.

Z kolei możliwość określenia pewnych prawdopodobieństw zajścia niekorzystnych stanów otoczenia tworzy sytuację, którą nazywamy „działaniem w warunkach ryzyka”. Zważywszy jednak, że prawdopodobieństwa zajścia określonych sytuacji są praktycznie niemożliwe do wyznaczenia z góry, musimy zaakceptować stan niepewności.

Ostatnie wydarzenia na międzynarodowych rynkach finansowych (kryzys azjatycki i wydarzenia w Rosji) wskazują, że rzeczywiście należy mieć na uwadze pojawienie się nieprzewidywalnych wydarzeń.

Rozpatrzmy więc dwa scenariusze rezultatów integracji w średnim okresie: optymistyczny i pesymistyczny. Przez scenariusz optymistyczny rozumiemy taki przebieg zdarzeń, gdy otoczenie kształtuje się i reaguje w sposób przewidywalny i korzystny dla nas. Scenariusze pesymistyczne zakładają niekorzystne reakcje i stany otoczenia. Zważywszy, że nie są one przewidywalne, trzeba analizować różne warianty niekorzystnego kształtowania się zdarzeń. Dlatego przedstawimy różne warianty scenariuszy pesymistycznych.

Scenariusze takie mogłyby być podstawą analiz symulacyjnych, niekoniecznie w postaci skwantyfikowanych modeli matematycznych; symulacja może mieć też charakter analizy jakościowej czy gry decyzyjnej, realizowanej w gronie ekspertów. Naszym celem jest dostarczenie pewnych przesłanek do takich analiz i symulacji.

A. Scenariusz optymistyczny

1. Ma miejsce znaczny napływ kapitału na inwestycje bezpośrednie.

W 1998 r. dopływ tego typu kapitału przekroczył 10 mld USD, a od początku transformacji – blisko 30 mld USD. Bliska perspektywa przystąpienia Polski do Unii oraz parasol NATO sprawia, że napływ ten nasili się.

2. Jako że ciągle jeszcze mamy w Polsce do czynienia z niską ceną siły roboczej, co daje nam atut pewnej przewagi komparatywnej, nastąpi znaczny wzrost eksportu. Będzie to w coraz większym stopniu rezultatem działań inwestorów zagranicznych.

3. Dzięki wysokiej dynamice eksportu ewentualne ujemne saldo obrotów bieżących będzie kształtować się na bezpiecznym poziomie. Zawdzięczać to będziemy przewadze inwestycji bezpośrednich kapitału zagranicznego nad inwestycjami spekulacyjnymi (portfelowymi). Zaufanie inwestorów zagranicznych będzie wzbudzał dynamiczny wzrost eksportu.

4. Zwiększona swoboda wymienialności złotego i liberalizacja obrotów kapitałowych z zagranicą pozwoli na obustronny przepływ kapitału. Uwolni to

gospodarkę od kosztów sterylizacji rynku pieniężnego i przyczyni się do wzrostu przychodu od krajowych aktywów finansowych. Można powiedzieć, że prywatne inwestycje zagraniczne wyręczą NBP.

5. Stopniowa aprecjacja złotego będzie sprzyjać korzystnym zmianom struktury produkcji, będzie wywierać pożądany nacisk na obniżkę kosztów, postęp technologiczny, poprawę jakości wyrobów itp. Z drugiej zaś strony, aprecjacja złotego będzie sprzyjać dezinflacji i stworzy przestrzeń dla działania prawa jednej ceny.

6. Spadek inflacji umożliwi obniżenie stóp procentowych, co będzie zachętą dla inwestycji bezpośrednich rezydentów i cudzoziemców. Z kolei związany z dezinflacją i stabilizacją oraz normowaniem się parametrów makroekonomicznych spadek stóp procentowych będzie zniechęcał kapitał spekulacyjny.

Ta wydatnie obniżona stopa procentowa będzie jednak wciąż wyższa niż w krajach Unii, dzięki wyższej produktywności inwestycji, m.in. w rezultacie niższych kosztów ziemi i pracy. Ta wyższa atrakcyjność naszej stopy procentowej będzie więc nadal przyciągać oszczędności zagraniczne, które będą działać uzupełniająco w stosunku do oszczędności krajowych. Te ostatnie będą wzrastać wraz ze wzrostem dochodów dyspozycyjnych ludności.

7. Wysokie tempo wzrostu gospodarczego będzie oparte na wroście inwestycji, eksportu i konsumpcji prywatnej. Dzięki wszystkim wymienionym tu okolicznościom, utrzymywanie się tej korzystnej tendencji będzie trwałe, aż do czasu zbliżenia PKB *per capita* w Polsce do poziomu w Unii.

8. W Polsce nie wystąpią szybko objawy tzw. eurosklerozy, a więc konkurencyjność naszej gospodarki nie będzie maleć z postępem procesu konwergencji. Polacy chcą pracować, a ich wymagania płacowe nie są wysokie w porównaniu z krajami bogatego Zachodu; instytucje państwa opiekuńczego, bardzo rozwinięte w krajach Unii, nie zostaną w Polsce doprowadzone do analogicznego poziomu.

Tak optymistyczny scenariusz przemawiałby za jak najszybszym przystąpieniem do Unii. Należałoby więc wywierać nacisk na przyśpieszenie negocjacji akcesyjnych, zaś w płaszczyźnie makroekonomicznej działania powinny zmierzać w kierunkach:

- rozszerzenia wymienialności złotego,
- liberalizowania obrotów kapitałowych z zagranicą,
- prowadzenia umiarkowanie restrykcyjnej polityki pieniężnej,
- upłynnienia kursu walut,
- dopuszczania do dalszej aprecjacji złotego,
- możliwie szybkiego przystąpienia do ERM-2,
- ograniczenia i następnie eliminacji deficytu budżetowego.

W ramach tego optymistycznego scenariusza można też przyjąć, że bliskie członkostwo w Unii Europejskiej zabezpieczy proces integracji przed atakami kapitału spekulacyjnego. Dynamiczny wzrost gospodarki i ekonomiczne wsparcie ze strony UE umożliwią stosunkowo mało bolesne zdyscyplinowanie polityki fiskalnej i monetarnej oraz osiągnięcie spójności „policy-mix”.

Niestety jednak, ten optymistyczny scenariusz nie jest jedynym możliwym przebiegiem procesu integracji. Można się nawet obawiać, że bardziej prawdopodobne są inne scenariusze, którym nadamy miano pesymistycznych.

B. Scenariusze pesymistyczne

Rozważymy najpierw, jakie są możliwe przesłanki zadziałania w toku integracji procesów niekorzystnych dla polskiej gospodarki, które mogą spowodować, że zarysowany wyżej optymistyczny scenariusz nie stanie się rzeczywistością – przynajmniej nie w pełni.

1. Gospodarka Polski przez dłuższy czas będzie funkcjonować na peryferiach silnego systemu ekonomicznego, najpierw jako kraj aspirujący do Unii, a potem jako kraj pozostający poza UGW, co określa się w żargonie jako jej „outs”.

2. Polska może stać się miejscem, ku któremu zwróci swe zainteresowanie część unijnych spekulantów walutowych, którzy stracą źródło intratnych interesów w wyniku likwidacji walut narodowych i powstania jednej waluty.

3. Kapitał spekulacyjny, w tym także pochodzenia unijnego, będzie oceniał polski rynek nie w kategoriach oceny fundamentalnej, lecz technicznej (jeśli użyć terminologii giełdowej).

4. „Harce” kapitału spekulacyjnego będą powodowały silne wahania kursu złotego, co utrudni ocenę opłacalności inwestycji bezpośrednich, zwiększy ich ryzyko i ostatecznie spowolni napływ do Polski.

Wymienione przesłanki scenariuszy pesymistycznych integracji mają charakter czynników statycznych, a więc są „niekorzystnymi stanami rzeczywistości”. Są i inne przesłanki, wynikające z rozwoju pewnych procesów gospodarczych w Unii i w Polsce, wskazujące na możliwość niekorzystnego obrotu spraw. Przesłanki te nazwiemy dynamicznymi.

5. Przejściowe osłabienie euro, opisane wyżej jako rezultat przebiegu kształtowania się jego kursu według krzywej „J”, będzie dla Polski niekorzystne zwłaszcza przed wejściem naszego kraju do ERM-2. Nie tylko pogorszy to wyniki naszego handlu zagranicznego, ale ponadto niebezpiecznie skróci czas wyzbywania się podwartościowości złotego. Względna aprecjacja złotego będzie wtedy bardzo silna, a to nie pozwoli na zapobiegawczą deprecjację przed wejściem do ERM-2, jak to uczyniły inne kraje Unii przed wejściem do ERM-1 (Hiszpania, Włochy i inne).

6. Względna obfitość euro tuż po jego wprowadzeniu powinna prowadzić do obniżki stóp procentowych na rynku unijnym. Może to jednak nie dotyczyć rynku niemieckiego, gdzie stopa procentowa, od lat bardzo niska, raczej wzrośnie, dostosowując się do unijnej średniej. Zważywszy, że z Niemiec pochodzi większość kredytu handlowego dla polskich przedsiębiorstw, można oczekiwać przejściowego wzrostu stopy procentowej płaconej przez nasze podmioty gospodarcze od kredytów zagranicznych. Ponadto, wyżej wymieniona „eurobiesiada” zaniepokoi zapewne Europejski Bank Centralny, a kierowane monetarystycznym nastawieniem jego władze zastosują z pewnością restrykcyjną politykę pieniężną. To oznaczałoby tym bardziej podwyższenie stóp procentowych w stosunku do ich obecnego poziomu.

Te procesy pobudzą kształtowanie się stóp procentowych na naszym rynku pieniężnym. W dłuższej perspektywie stopy te co prawda obniżą się na rynku unijnym (odwrócona krzywa „J” w stosunku do stóp procentowych), lecz w najtrudniejszym dla nas okresie dostosowań makroekonomicznych mogą kształtować się niekorzystnie.

Łącznym następstwem przesłanek 5 i 6 będzie osłabienie polskiego eksportu, zwiększenie importu z obszaru Unii (słabszy euro), omówiona już presja na aprecjację złotego oraz wzrost kosztów obsługi długu (przejściowy wzrost stopy procentowej).

7. Przewrażliwienie niektórych krajów Unii na dumping handlowy za pomocą zaniżonego kursu waluty wywoła taką ich reakcję retorsyjną, która nie pozwoli na „profilaktyczną” dewaluację złotego przed przystąpieniem do nowego „węża walutowego” (ERM-2). To może być też powodem przyjęcia stosunkowo wąskiego pasma dopuszczalnych odchyłeń kursu w ramach owego „węża”. Nasi specjaliści oczekują, że będzie to pasmo takie, jak w ERM-1, tzn. $\pm 15\%$. Jest to chyba jednak przesadny optymizm. Najprawdopodobniej trzeba się więc będzie liczyć z tym, że wąskie pasmo dopuszczalnych odchyłeń kursowych i stosunkowo wysoki kurs złotego w momencie przystąpienia do „węża walutowego” bardzo utrudnią proces integracji.

Wyniknie to z tego, że znajdziemy się w „wężu” w fazie, gdy euro po przejściowym osłabieniu zacznie się umacniać (po przejściu punktu minimum na wykresie „J”). Sprzyjać będzie temu prawdopodobna recesja.

Ze względu na znaczną rolę w naszej gospodarce handlu z krajami spoza Wspólnoty, zwłaszcza z Europą Wschodnią, mocny euro, a za nim powiązany wężeń mocny złoty, stwarzać będzie sytuację bardzo niekorzystną.

Jednocześnie możliwa recesja w Unii ograniczy również nasz eksport (poprawa bilansu handlowego UE) zgodnie z działaniem efektu długookresowego w postaci osłabienia koniunktury i wzrostu kursu euro; tym bardziej że nie będzie można stosować dumpingu kursowego.

8. Powiązanie euro w „węźu walutowym” nie zabezpieczy bynajmniej złotego przed atakiem spekulantów. W przypadku takiego ataku – a to jest bardzo prawdopodobne wobec spodziewanego wysokiego kursu naszej waluty – będziemy bardziej osamotnieni w jego obronie niż obecni uczestnicy ERM-1. Najsilniejsi członkowie Unii wejdą to grona wspólnej waluty, zaś statut EBC nie pozwala na użycie dużych środków na wspieranie kursu walut krajów „outs”, czyli spoza unii monetarnej. Środkiem zabezpieczenia kursu złotego muszą być więc własne rezerwy dewizowe, a to, jak wiadomo, oznacza zarówno wysokie koszty, jak też dalsze podtrzymywanie niespójnej „policy-mix”.

9. Liberalizacja obrotów kapitałowych może spowodować, że zagraniczne podmioty finansowe (banki, firmy ubezpieczeniowe, fundusze inwestycyjne i emerytalne) w sytuacji zwiększonej niepewności co do rentowności polskich lokat – co będzie dość prawdopodobne wobec stosunkowo małych rozmiarów krajowego rynku kapitałowego – będą zainteresowane lokowaniem aktywów uzyskanych w Polsce (złotowych) za granicą. Aprecjacja złotego spowoduje, że polskie podmioty (przedsiębiorstwa i osoby indywidualne) poniosą straty. Nastąpi więc faktyczny transfer części polskiego dochodu narodowego za granicę. Rezultatem będzie spadek tempa wzrostu i ponowne zwiększenie presji inflacyjnej i stóp procentowych.

5. Wnioski dla polityki

Tak więc w ujęciu dynamicznym może się okazać, że zarówno mocny, jak i słaby euro będzie jednakowo niekorzystny ze względu na układ faz procesu integracji. Co prawda fazy te nie muszą być całkiem rozbieżne z układem naszych interesów ekonomicznych czy zawsze stać w opozycji do nich, jednak trzeba mieć na uwadze, że prawdopodobieństwo takiego niekorzystnego układu może być duże.

Scenariusze pesymistyczne można konstruować na kanwie scenariusza optymistycznego, analizując skutki zerwania poszczególnych ogniw łańcucha korzystnych (w scenariuszu optymistycznym) sprzężeń. Zgodnie z technikami organizacyjnymi reakcji na zagrożenia, można dokonywać w gronie ekspertów subiektywnej oceny prawdopodobieństwa zajścia poszczególnych niekorzystnych okoliczności. Wtedy można konstruować różne scenariusze pesymistyczne zależnie od kombinacji zdarzeń niekorzystnych. Takich możliwych scenariuszy jest oczywiście bardzo wiele, ale spośród tej mnogości można – właśnie poprzez analizę jakościową w gronie ekspertów – dokonać wyboru kilku możliwych sekwencji zdarzeń.

Można także przedstawić scenariusz zagrożeń, gdy wystąpią zakłócenia w obszarze polityki makroekonomicznej, która powinna prowadzić do spełnienia warunków członkostwa w Unii, a więc:

- redukcji deficytu budżetowego,
- umiarkowanie restrykcyjnej polityki pieniężnej,
- stopniowej aprecjacji złotego, z zachowaniem jego podwartościowości w momencie przystąpienia do ERM-2,
- obniżki stóp procentowych,
- w rezultacie zdławienia inflacji przy zachowaniu wysokiego tempa wzrostu.

Według naszej oceny zagrożenia te, jak wiele innych niekorzystnych zjawisk, mogą mieć swą podstawową przyczynę w działaniu nie krępowanego kapitału spekulacyjnego.

Tak więc, jako jeden z możliwych scenariuszy pesymistycznych może nastąpić taka oto sekwencja zdarzeń:

1. w rezultacie liberalizacji polskiego prawa z jednej strony i ograniczenia pola do działania inwestorów spekulacyjnych w krajach Unii z drugiej strony, następuje wzmożony dopływ kapitału spekulacyjnego;
2. wzrost długu NBP (na skutek zbyt kosztownych działań sterylizacyjnych, takich jak np. przyjmowanie wysoko oprocentowanych depozytów ludności i podmiotów gospodarczych) uniemożliwia sterylizację rynku pieniężnego, a możliwość stosowania tego instrumentu polityki pieniężnej zostaje przez wysokie zadłużenie banku zablokowana;
3. następuje znaczny wzrost kursu złotego;
4. skutkiem silnej aprecjacji złotego jest pogorszenie wyników handlu zagranicznego, recesja w branżach eksportowych i niebezpieczny wzrost ujemnego salda obrotów bieżących;
5. spowolnienie dopływu kapitału długoterminowego, w tym na inwestycje bezpośrednie, z powodu rosnącego ryzyka;
6. gwałtowny wzrost stopy procentowej;
7. ucieczka przedsiębiorstw zrażonych wysoką stopą procentową z polskiego rynku finansowego i wzrost zadłużenia przedsiębiorstw w walutach obcych;
8. odwrócenie kierunku przepływu kapitału;
9. ucieczka, w ślad za zagranicznym, rodzimego kapitału spekulacyjnego;
10. spadek kursu złotego;
11. wzrost kosztów obsługi długów zagranicznych, tak państwowych, jak i tych, które zaciągnęły przedsiębiorstwa;
12. bankructwa przedsiębiorstw i banków;
13. brak środków budżetowych dla wsparcia systemu bankowego; nieskuteczny (dziurawy) „parasol” Unii nad gospodarką zapadłego na gwałtowną chorobę kandydata do zjednoczenia;
14. inflacja, recesja, bezrobocie;
15. ratunek w emisji nowego pieniądza przez bank centralny;
16. oddalenie perspektywy integracji.

Znane są środki, które mogłyby przeciwstawić się tak niekorzystnemu obrotowi spraw:

1. dodatnie saldo budżetu państwa, a tym samym gotowość wsparcia systemu bankowego w warunkach kryzysu finansowego;
2. wysoki poziom rezerw dewizowych, bez względu na ich koszt;
3. zabezpieczenia administracyjne przed napływem kapitału spekulacyjnego.

Zastosowanie takich narzędzi oznacza jednak trudne do zaakceptowania przez społeczeństwo i partnerów politycznych skutki:

- trudny proces pośpiesznego redukcji deficytu budżetowego i wejście w nadwyżkę lub ustanowienie ustawowych mechanizmów fiskalnych osiągnięcia w krótkim czasie niezbędnych nadwyżek (specjalne podatki itp.);
- przedłużanie okresu niedofinansowania zadań socjalnych państwa, kultury, nauki i różnych dziedzin „cywilizacyjnych”, w imię „uzdrowienia finansów publicznych”;
- osłabianie przyszłych szans konkurencyjnych gospodarki w wyniku zaniedbań w finansowaniu nauki i kształcenia, nierealizowania uznanego wszak priorytetu inwestycji w kapitał ludzki;
- utrzymywanie fiskalizmu hamującego rozwój przedsiębiorczości;
- obciążenie podatników kosztami podtrzymywania systemu bankowego (rezerw dewizowych).

Po to wszak, by rachunek kosztów dostosowań polskiej gospodarki do gospodarki Unii był pełny, trzeba liczyć nie tylko bezpośrednie koszty omówionych przedsięwzięć, ale także koszt hedgingu. Wśród możliwych scenariuszy powinny znaleźć się też takie, które analizują przebieg zdarzeń zależnie od różnego kształtowania się oczekiwań podmiotów gospodarczych.

Literatura zalecana

1. G.Alogoskoufis, R.S.Portes, *International costs and benefits of EMU*, „*European Economy*”, Special Edition, no. 1/1991
2. F.Bergsten, *The impact of the euro on exchange rates and international policy cooperation w: EMU and the International Monetary System*, ed. T.Krueger, P.Masson, B.Turtleboom, IMF, Washington 1997
3. R.Dornbusch, C.Favero, F.Giavacci, *Immediate challenges for the European Central Bank*, „*Economic Policy*”, no. 26/1998
4. C.Goodhart, *The two concepts of money and the future of Europe*, London School of Economics, London 1996 (rękopis)
5. P.De Grauwe, W.Vanhaverbeke, *Is Europe an optimum currency area? Evidence from regional data w: Policy Issues in the Operation of Currency Unions*, ed. P.R.Masson, M.P.Taylor, Cambridge University Press, Cambridge 1993
6. P.Krugman, *Lessons of Massachusetts for EMU w: Adjustments and Growth in the European Monetary Union*, ed. F.Forres, F.Giavazzi, Cambridge University Press, Cambridge 1993
7. A.Z.Nowak, K.Ryć, J.Żyżyński, *Consequances of a High Interest Rate Policy in the Process of Disinflation – the case of Poland*, „*Journal of Interdisciplinary Economics*”, vol. 9, London 1998
8. A.Z.Nowak, K.Ryć, J.Żyżyński, *Stopa procentowa a konsumpcja i oszczędności w procesie dezinflacji*, „*Ekonomista*”, nr 3-4/1998
9. A.Z.Nowak, K.Ryć, J.Żyżyński, *Stabilizujące i destabilizujące skutki integracji gospodarki polskiej z Unią Europejską – ujęcie monetarne*, „*Studia Europejskie*”, nr 4/1997
10. R.Portes, H.Rey, *The emergences of the euro as an international currency*, „*Economic Policy*”, no. 26/1998