

Michał Pronobis

# Polska w strefie euro

MONOGRAFIE WYŻSZEJ SZKOŁY BANKOWEJ W GDAŃSKU



# Polska w strefie euro

F I N A N S E

Michał Pronobis

# Polska w strefie euro



Wydawnictwo C.H. Beck  
Warszawa 2008

Wydawca: Dorota Ostrowska-Furmanek

Redakcja merytoryczna: Urszula Cielniak

Recenzenci: prof. zw. dr hab. Marian Noga

prof. zw. dr hab. Leokadia Oręziak

prof. dr hab. Henryk Ćwikliński

prof. dr hab. Dariusz Filar

Projekt okładki i stron tytułowych: GRAFOS

Ilustracja na okładce: © Konstantin Inozemtsev/iStockphoto.com

Seria: Finanse

Podseria: Finanse międzynarodowe

Publikacja dofinansowana przez Wyższą Szkołę Bankową w Gdańsku



© Wydawnictwo C.H. Beck 2008

Wydawnictwo C.H. Beck Sp. z o.o.

ul. Bonifraterska 17, 00-203 Warszawa

Skład i łamanie: Krzysztof Ciężkowski

Druk i oprawa: Cyfrowe Centrum Druku, Bydgoszcz

ISBN 978-83-255-0262-1

# Spis treści

---

<b>Wprowadzenie</b> .....	7
<b>1. Geneza i teoretyczne podstawy integracji walutowej w Europie</b> .....	11
1.1. Implikacje rosnącego znaczenia ekonomii międzynarodowej .....	11
1.2. Początki ścisłej współpracy walutowej w Europie .....	15
1.3. Europejski System Walutowy .....	17
1.4. Unia Gospodarcza i Walutowa .....	22
1.4.1. Kryteria zbieżności nominalnej .....	23
1.4.2. Wprowadzenie euro .....	28
1.5. Koncepcja optymalnego obszaru walutowego jako teoretyczny fundament integracji monetarnej .....	30
1.6. Potencjalne korzyści z utworzenia unii walutowej .....	35
1.7. Potencjalne koszty wynikające z przyjęcia wspólnej waluty .....	41
1.8. Konkluzje .....	47
<b>2. Mechanizmy optymalizujące zdolność gospodarki do funkcjonowania w ramach unii walutowej</b> .....	49
2.1. Konwergencja nominalna – ocena adekwatności z perspektywy nowych krajów członkowskich .....	49
2.1.1. Efekt Balassy–Samuelsona – bariera wypełnienia kryterium inflacyjnego .....	51
2.1.2. Trudności ze spełnieniem kryterium stabilności kursu walutowego .....	54
2.1.3. Kryterium stóp procentowych – obiektywna ocena rynku .....	56
2.1.4. Mankamenty metodologiczne .....	56
2.2. Postęp procesu konwergencji realnej – faktyczna determinanta sukcesu w unii walutowej .....	57
2.2.1. Minimalizacja ryzyka wystąpienia szoków asymetrycznych .....	59
2.2.2. Skuteczność płynnego kursu walutowego jako mechanizmu akomodującego wstrząsy koniunkturalne .....	62
2.2.3. Elastyczny rynek pracy – podstawowy katalizator wstrząsów .....	64
2.2.4. Fiskalny amortyzator zaburzeń popytowych .....	66
2.3. Pożądany układ parametrów makroekonomicznych .....	67

---

2.4. Polityka kursowa przed akcesją do strefy euro .....	73
2.4.1. Wybór reżimu kursowego w okresie przedakcesyjnym .....	74
2.4.2. Optymalne <i>policy mix</i> wewnątrz ERM2 .....	79
2.4.3. Trudności z wyznaczeniem kursu centralnego .....	81
2.5. Konkluzje .....	83
<b>3. Ocena postępów konwergencji w wybranych krajach strefy euro oraz w grupie <i>accession countries</i> – analiza empiryczna .....</b>	<b>87</b>
3.1. Analiza kondycji gospodarek wybranych krajów UGW .....	88
3.1.1. Niemcy .....	89
3.1.2. Włochy .....	93
3.1.3. Grecja, Hiszpania i Portugalia .....	95
3.2. Kraje akcesyjne – ocena postępu konwergencji i stanu przygotowań do przystąpienia do strefy euro .....	102
3.2.1. Konwergencja makroekonomiczna .....	104
3.2.2. Konwergencja strukturalna .....	115
3.3. Konkluzje .....	126
<b>4. Polska przed akcesją do strefy euro – stan przygotowania gospodarki, podstawowe problemy i możliwości ich rozwiązania .....</b>	<b>129</b>
4.1. Charakterystyka sytuacji makroekonomicznej w Polsce w 2007 r. ....	129
4.2. Analiza gotowości do przyjęcia wspólnej waluty w Polsce – główne obszary konwergencji .....	135
4.2.1. Budżet .....	135
4.2.2. Sfera monetarna – inflacja, kurs, deficyt na rachunku bieżącym .....	139
4.2.3. Rynek pracy .....	145
4.2.4. Zbieżność cykliczna i synchronizacja polityk pieniężnych NBP i EBC .....	148
4.3. Konkluzje .....	154
Podsumowanie i wnioski końcowe .....	159
Spis internetowych źródeł danych .....	167
Spis skrótów .....	169
Bibliografia .....	171
Indeks .....	179

# Wprowadzenie

---

Po przystąpieniu Polski do Unii Europejskiej, kolejnym krokiem w kierunku dalszej integracji gospodarczej staje się wejście do strefy euro. Stanowi to zarazem duże wyzwanie dla krajowej polityki gospodarczej. Akcesja do Unii Gospodarczej i Walutowej ostatecznie przesądziłaby o pełnym włączeniu polskiej gospodarki w struktury jednolitego rynku, przestrzeni niczym nieskrępowanej wymiany. Krok ten wydaje się uzasadniony ekonomicznie, przede wszystkim ze względu na skalę wzajemnych powiązań ekonomicznych. Mimo to w kraju toczy się spór dotyczący faktycznej gotowości gospodarki do uczestnictwa w systemie wspólnego pieniądza, a co za tym idzie – wyboru właściwego terminu akcesji oraz potencjalnych korzyści i kosztów stąd wynikających. Istota tego sporu, w dużym uproszczeniu, sprowadza się do zderzenia argumentów za jak najszybszym przyjęciem euro z argumentami za maksymalnym odłożeniem tej operacji w czasie. Dyskusja zwolenników i przeciwników wejścia do strefy euro trwa i staje się coraz ostrzejsza, choć oparta jest solidnie zarówno o rozwiniętą teorię integracji monetarnej, jak i rozległe badania empiryczne przedmiotu. Brak jednoznacznego rozstrzygnięcia tej kwestii, a także sama jej waga dla polskiej gospodarki zachęca do podjęcia dodatkowych badań w tym kierunku.

Co istotne, niniejsza praca nie ma na celu weryfikować, czy wejście do strefy euro jest opłacalne czy nie i w związku z tym, czy należy przyjąć wspólną walutę. Kwestia przystąpienia Polski do UGW jest już przesądzona, problemem pozostaje jednak optymalne przygotowanie się do tego przedsięwzięcia, gwarantujące bezpieczeństwo i korzyści z funkcjonowania we wspólnym obszarze walutowym. Głównym problemem badawczym postawionym w niniejszej pracy jest zatem pytanie: **jak, przyjmując dzisiejsze warunki wyjściowe, optymalnie przygotować polską gospodarkę do funkcjonowania w strefie euro?**



Równocześnie sformułowano następujące problemy pomocnicze, aby z odpowiedzi na nie stworzyć swoistą metodę dojścia do celu finalnego niniejszej pracy:

1. Jakie warunki teoretyczne powinna spełniać gospodarka, aby można było powiedzieć, że jest optymalnie przygotowana do wejścia do unii walutowej?

2. Jakie utrudnienia wystąpić mogą w okresie przedakcesyjnym z perspektywy krajów obecnie kandydujących do strefy euro, w tym Polski? Jaki charakter mają te utrudnienia? Które z nich można rozwiązać przez oddziaływanie krajowej polityki gospodarczej, a które są czynnikami niezależnymi (egzogogenicznymi)?

3. Czy zalecenia teoretyczne dotyczące przygotowania gospodarki są uniwersalne? Czy też, ze względu na heterogeniczność struktur gospodarczych, są one odmienne dla poszczególnych krajów?

4. Czy zalecenia teoretyczne sprawdzają się w praktyce? Inaczej mówiąc, czy obserwacje empiryczne weryfikują postawione tezy? Czy doświadczenia krajów obecnie tworzących strefę euro potwierdzają słuszność zaleceń teoretycznych? Czy niezastosowanie się do nich istotnie spowodowało negatywne konsekwencje w UGW? Czy zastosowanie się do nich oznaczało z kolei sukces w UGW?

5. Jak na tle tej analizy prezentuje się Polska? Na jakim etapie konwergencji znajduje się dziś krajowa gospodarka? Czy można wskazać, dokonując dekompozycji przygotowania polskiej gospodarki do funkcjonowania w strefie euro, w których obszarach przygotowanie to jest mniej, a w których bardziej zaawansowane? Jak wypada ono na tle pozostałych gospodarek krajów akcesyjnych? Czy ewentualnie zidentyfikowane ubytki konwergencji uniemożliwiąć będą płynne funkcjonowanie gospodarki w strefie euro? Jakie problemy należy rozwiązać, aby gospodarka była gotowa do optymalnego uczestnictwa w UGW?

Niniejsza praca składa się z czterech rozdziałów. Pierwszy z nich opisuje przesłanki i genezę utworzenia unii walutowej w Europie, największy nacisk kładąc na problemy stąd wynikające. Zaprezentowano w nim ponadto potencjalne korzyści i koszty przyjęcia wspólnej waluty, a także zarys koncepcji optymalnego obszaru walutowego R. Mundella jako teoretycznego fundamentu integracji monetarnej.

W rozdziale drugim analizie poddano zasadność stosowania kryteriów konwergencji nominalnej wobec dzisiejszych krajów akcesyjnych oraz możliwość wystąpienia z tego tytułu ewentualnych zakłóceń w procesie optymalnego przygotowania się do wejścia do strefy euro. W rozdziale tym skupiono się również na cechach makroekonomicznych i strukturalnych, jakie powinny zostać wykształcone w gospodarce, aby była ona zdolna do właściwego funkcjonowania w strefie jednawalutowej. Podjęty został także temat pożądanego kształtu polityki kursowej w okresie przedakcesyjnym.

Trzeci rozdział niniejszej pracy stanowi empiryczną analizę kondycji gospodarczej wybranych krajów UGW, ze wskazaniem na czynniki determinujące zaobserwowaną sytuację w tych gospodarkach. Dokonano w nim także oceny postępów konwergencji i stanu przygotowań do przystąpienia do strefy euro w grupie krajów akcesyjnych. Zestaw branych pod uwagę parametrów sformułowano na gruncie odniesienia do zarysowanej w poprzednich rozdziałach teorii.

Czwarty rozdział jest próbą określenia stanu przygotowania polskiej gospodarki do przyszłej integracji monetarnej z Europą, precyzyjnego zidentyfikowania podstawowych obszarów problemowych (gdzie ewentualnie występować mogą znaczące luki konwergencji), a zarazem sformułowania pakietu niezbędnych dostosowań i reform. Intencją autora jest zaproponowanie rozwiązań, których wdrożenie zagwarantuje takie wyprofilowanie polskiej gospodarki, aby po wejściu do UGW czerpała ona realne korzyści z uczestnictwa w systemie wspólnego pieniądza.

Aby doprowadzić do rozwiązania podjętego problemu badawczego, zastosowano pogłębioną analizę literatury teoretycznej i empirycznej przedmiotu. Pozwoliło to na dokonanie syntezy opracowanych wniosków na podstawie wykorzystywanego w tych źródłach rozległego zbioru parametrów makroekonomicznych i strukturalnych. Dzięki temu możliwe było wszechstronne i kompleksowe uchwycenie wszystkich istotnych aspektów badanego obszaru.

Co ważne, dotychczas prowadzone badania w tej dyscyplinie w większości odnosiły się tylko do wybranych aspektów tematu, rzadko zaś koncentrowały się na całościowym ujęciu problemu. Tego typu szerokie analizy nieczęsto też przeprowadzano, implementując je do warunków polskich. Ponadto, jak już wcześniej wspomniano, nie dawały one jednoznacznych wyników, co sprawia, że podjęty problem nadal pozostaje otwarty, nierozwiązany. Fakty te uzasadniają celowość dodatkowych badań, a także dają podstawę do stwierdzenia, że niniejsza praca stanowi istotny wkład w dotychczasowy stan wiedzy z tej dziedziny. Wartością prezentowanej analizy może być także jej aktualność, co ma szczególne znaczenie, biorąc pod uwagę dynamiczny i żywiołowy charakter procesów konwergencji.

Ograniczeniem zakresu prowadzonych w pracy rozważań jest, po pierwsze, czas. Praca w większości uwzględnia stan faktyczny do 2007 r. Tymczasem, jak wspomniano, badany problem nie jest statyczny, podlega ciągłym zmianom. Po drugie, optymalizacja procesu przygotowań gospodarki do akcesji do strefy euro determinowana może być nie tylko przez czynniki leżące w zasięgu oddziaływania polityki gospodarczej, lecz także przez czynniki zewnętrzne, jak choćby sytuację koniunkturalną na świecie. W pracy przyjęto założenie neutralności

zewnątrznych warunków koniunkturalnych. Po trzecie, proces badawczy przeprowadzony zostanie momentami na wysokim poziomie uogólnienia (podejście *bird's eye view*). Autor ma świadomość, że można by zaproponować analizę głębszą, precyzyjniejszą. Praca musiałaby być jednak wówczas bardzo obszerna, czego zdołano uniknąć dzięki przyjętemu kompleksowemu podejściu. Z drugiej strony szerokie ujęcie problemu nie musi jednocześnie oznaczać jego spłylenia czy też formułowania zbyt powierzchownych wniosków.

# 1 Geneza i teoretyczne podstawy integracji walutowej w Europie

---

## 1.1. Implikacje rosnącego znaczenia ekonomii międzynarodowej

Współczesna gospodarka w coraz większym stopniu funkcjonuje w wymiarze międzynarodowym. Współzależności ekonomiczne między poszczególnymi krajami są faktem. Rozwój powiązań wykraczających poza tradycyjne granice gospodarki narodowej stał się ekonomiczną koniecznością i niejako naturalnym procesem formującym się już od wielu stuleci [Budnikowski i in. (red.), 1996, s. 20–21]. W przeszłości narodziny idei wolnego handlu oraz postępy w dziedzinie produkcji, której skala przekraczała chłonność rynków krajowych, stworzyły potrzebę liberalizacji międzynarodowej wymiany, dotychczas blokowanej przez protekcyjną politykę państw. W wyniku systematycznego powstawania nowych więzi zewnętrznych następował szybki wzrost obrotów handlowych. Zacieśnieniu wzajemnych stosunków gospodarczych sprzyjał dodatkowo awans technologiczny, obniżając koszty transportu i komunikacji. Świat stał się bardziej otwarty, a coraz głębsza symbioza ekonomiczna między krajami i regionami stanowiła źródło dynamicznego wzrostu gospodarczego. Zaczęto mówić o gospodarce globalnej.

Na gruncie teorii, korzyści, jakie odnosi gospodarka z tytułu większej otwartości na wymianę, w sposób systemowy opisywali już pionierzy klasycznej myśli ekonomicznej (m.in. Adam Smith, David Ricardo). Podkreślali oni, że rozwój specjalizacji gospodarek oraz handel międzynarodowy prowadzi do lepszego wykorzystania mocy wytwórczych oraz optymalnej, z punktu widzenia posiadanych zasobów, struktury produkcji [Budnikowski i in. (red.), 1996, s. 20–21]. Koncentracja nakładów w dziedzinach najbardziej produktywnych,

wzrost efektywności wytwarzania, a także poddanie gospodarki rygorom zagranicznej konkurencji jednoznacznie pozytywnie oddziałuje na wielkość dochodu narodowego. Szeroki rynek zbytu oraz ułatwiony dostęp do zewnętrznych zasobów produkcyjnych to argumenty za międzynarodową integracją ekonomiczną, ograniczającą bariery wzrostu gospodarczego [Kisiel-Łowczyk (red.), 1997, s. 206]. Poza wzrostem wolumenu handlu, transferem technologii oraz siły roboczej, otwarcie gospodarki na wymianę zagraniczną uruchomiło także międzynarodowe przepływy pieniądza. Było to niezbędne do regulowania wzajemnych płatności zewnętrznych. W późniejszym czasie, wraz z postęпами w liberalizacji przepływów kapitałowych między krajami, „umiędzynarodowienie” pieniądza służyć zaczęło finansowaniu rozwoju gospodarek uboższych, z drugiej zaś strony krajom o obfitych zasobach kapitału stworzyło przestrzeń do jego bardziej rentownego alokowania.

Tendencje do jednoczenia się rynków pod względem handlowym oraz będące tego pochodną stałe zwiększanie się masy pieniądza w obiegu międzynarodowym zmuszało uczestników procesu wymiany do poszukiwania odpowiedniej formuły unifikacji monetarnej, w celu ułatwienia rozliczeń płatniczych między krajami. Niejednolity pieniądz zakłócał bowiem obrót zewnętrzny, implikując brak stabilności i przejrzystości we wzajemnych relacjach cenowych, partnerów handlowych skazywał natomiast na ponoszenie uciążliwych kosztów transakcyjnych wynikających z zamiany jednej jednostki pieniężnej na drugą.

W czasach pieniądza kruszcowego ważnym krokiem w kierunku standaryzacji monetarnej okazała się likwidacja zjawiska bimetalizmu, czyli jednoczesnego występowania złota i srebra w charakterze środka płatniczego zarówno w obiegu krajowym, jak i międzynarodowym. Bimetalizm prowadził wówczas do ogromnego chaosu walutowego, gdyż cena tych dwóch kruszców ulegała ciągłym zmianom [Kowalewski, 2001a, s. 18–19]. W dobie pieniądza papierowego zaś wysiłki władz monetarnych zmierzały do ograniczenia wahań kursów walut wymiennych, bądź też całkowitego ich usztywnienia względem siebie. Doprowadziło to do powstania lokalnych unii walutowych oraz przyjmowania systemu waluty złotej [Skodlarski i in., 2004, s. 149–150].

Próby ujednoczenia jednostek pieniężnych przez tworzenie regionalnych obszarów walutowych polegały na wprowadzaniu w obrębie kilku krajów wspólnej waluty, bądź też na funkcjonowaniu różnych walut o sztywnych parytetach wymiennych względem siebie [Snider, 1967]. Sztywny kurs między kilkoma odrębnymi, w pełni wymiennymi walutami stanowił w takim przypadku substytut przyjęcia jednej waluty, co w konsekwencji miało stymulować międzynarodowe obroty handlowe oraz upłynniać regulowanie zewnętrznych płatności wewnątrz obszaru wspólnego pieniądza. Najbardziej znanymi przykładami

unii monetarnych w historii gospodarczej były: zawiązany w 1834 r. Związek Celny (*Zollverein*), obejmujący Prusy i pozostałe kraje niemieckie, który dał początek unii walutowej w przyszłym, zjednoczonym państwie niemieckim; powstała w 1865 r. Łacińska Unia Monetarna, w skład której wchodziły Francja, Włochy, Belgia, Szwajcaria, Grecja i Bułgaria; oraz utworzona w 1873 r. Skandynawska Unia Monetarna, zrzeszająca Szwecję, Danię i Norwegię [Bukowski, 2003]. Ostatnia z wymienionych unii odniosła zresztą największy sukces, przede wszystkim ze względu na bardzo pokrewny charakter gospodarek ją tworzących [Skodlarski i in., 2004, s. 150].

Wydarzeniem przełomowym w historii międzynarodowych stosunków walutowych było wprowadzenie systemu waluty złotej w drugiej połowie XIX w. [Kowalewski, 2001b, s. 46]. Jego istota polegała na ustaleniu sztywnego parytetu wymiany pieniądza krajowego na złoto. Pieniądz miał stuprocentowe pokrycie w kruszcu, bank centralny gwarantował bowiem pełną wymienialność waluty na złoto. Implikowało to ścisłe powiązanie podaży pieniądza krajowego z zasobem posiadanych rezerw złota w danym państwie [Begg i in., 1997, s. 440]. Nie zagłębiając się w tym miejscu w szczegóły funkcjonowania systemu, warto podkreślić, że wraz z przechodzeniem kolejnych państw na międzynarodową walutę złotą stał się on istotnym spoiwem gospodarki światowej, stanowiąc rdzeń procesu wymiany i płatności dewizowych między krajami [Kindleberger, 1993, s. 70]. Sztywne relacje pieniądza z kruszczem oznaczały bowiem istnienie systemu stałych kursów walutowych, uzyskiwanych przez zestawienie narodowych parytetów do złota. Stabilność kursowa utrzymywała rozwój światowego handlu i upowszechniała ruchy międzynarodowego kapitału. System umożliwiał także naturalne równoważenie gospodarek w sferze płatniczej przez twarde uzależnienie krajowej emisji pieniądza i poziomu inflacji od salda obrotów bieżących, co w sposób automatyczny dostosowywało zewnętrzną konkurencyjność [Friedman, 1994, s. 50–51].

Rozwijająca się integracja w dziedzinie kursowej została gwałtownie przerwana na kilkadziesiąt lat w wyniku dwóch wojen światowych. Na płaszczyźnie globalnej współpracy ekonomicznej nastąpił w tym czasie regres, w systemie zagranicznej wymiany i płatności pojawiły się liczne restrykcje, polityka gospodarcza zaś coraz wyraźniej zmierzała w kierunku protekcjonizmu. Kres tej błędnej pętli dezintegracji gospodarki światowej położył dopiero system z Bretton Woods, wprowadzając od 1944 r. zupełnie nowy obraz międzynarodowych stosunków walutowych.

Nowy ład monetarny był ucieleśnieniem powszechnego wówczas w świecie przekonania, że świeże doświadczenia coraz bardziej zamkniętych gospodarek wznoszenia barier antyimportowych, a także permanentnego manipulowania kursem w celu forsowania eksportu przyniosły ogólnogospodarcze szkody

[Lutkowski, 1996, s. 87]. System z Bretton Woods promował powrót do wolnej wymiany między krajami, przyjmując sztywny kurs walutowy jako rozwiązanie służące stabilności i płynności wielostronnych rozliczeń płatniczych. Konstrukcja kursu sztywnego polegała na stałej relacji wobec dolara amerykańskiego, który stanowił światową walutę rezerwową oraz niezmienną dolarową cenę złota – 35 dolarów za uncję (stąd powszechna nazwa systemu: dolarowo-złoty) [Krugman i in., 1997, s. 217]. Istotne jest, że zrezygnowano z zasady pełnego pokrycia emisji pieniądza złotem, redukując rolę kruszcu jedynie do zewnętrznej jednostki rozliczeniowej, wymiennej na dowolną walutę po obowiązującym parytecie. Złoto nie determinowało już zatem rozmiarów krajowej podaży pieniądza i zmian koniunktury. Bieżące kursy rynkowe mogły się odchylić od oficjalnego parytetu w wąskim przedziale wahań  $\pm 1\%$ , zobowiązując narodowe banki centralne do interwencji w przypadku napięć na rynku dewizowym. Głębsze korekty kursowe wymagały formalnej akceptacji Międzynarodowego Funduszu Walutowego [Kowalewski, 2001a, s. 36].

Zastosowane rozwiązanie przyczyniło się do ogromnego ożywienia wzajemnej wymiany w okresie powojennym. Globalny wzrost gospodarczy osiągnął wówczas niespotykaną dynamikę [Kowalewski, 2001a, s. 38]. Jednak z biegiem lat system w coraz mniejszym stopniu nadążał za żywiołowymi procesami zachodzącymi w gospodarce światowej. W konsekwencji w międzynarodowych relacjach walutowych zaczęły pojawiać się zakłócenia. Zmiany w gospodarce światowej, podważanie zaufania do dolara, narastanie globalnej nierównowagi płatniczej oraz brak możliwości dostatecznie elastycznego reagowania na szczeblu makro doprowadziły ostatecznie do rozpadu systemu z Bretton Woods<sup>1</sup>. W 1971 r. nastąpiło zerwanie stałej więzi dolara z kruszcem i odejście od reżimu sztywnych kursów wymiennych. Wiodące waluty świata podporządkowano mechanizmowi kursu płynnego [Lutkowski, 1996, s. 108–109].

---

<sup>1</sup> W latach sześćdziesiątych ubiegłego wieku coraz wyraźniejszy stawał się zasadniczy problem systemu walutowego przyjętego w Bretton Woods. Otóż, zgodnie z założeniami, w warunkach kursu sztywnego niezbędne było zagwarantowanie poszczególnym krajom odpowiedniego poziomu płynności międzynarodowej, co było podstawą sprawnego funkcjonowania systemu. Prowadziło to do wzmózonego zapotrzebowania na walutę amerykańską, która odgrywała rolę światowego pieniądza rezerwowego. Wzrost emisji dolara w celu odbudowy rezerw dewizowych na świecie, a tym samym zapewnienia wymiennalności pieniądza na bazie stałych kursów powodował chroniczny deficyt płatniczy amerykańskiej gospodarki. Depozyty dolarowe były bowiem zobowiązaniem Stanów Zjednoczonych wobec banków centralnych posiadających te zasoby. W pewnym momencie suma dolarów znajdująca się poza granicami Stanów Zjednoczonych zaczęła przewyższać rezerwy kruszczowe zgromadzone przez skarb amerykański w słynnym Forcie Knox, dolar zaś był formalnie wymienny na złoto po sztywnym parytecie. Rodziło to zupełnie realne niebezpieczeństwo kryzysu i całkowitego „wydrenowania” amerykańskich zasobów kruszcu, zwłaszcza że światowy „głód dolarowy” nasilał się wraz ze wzrostem wolumenu międzynarodowej wymiany. Globalny system rozliczeń walutowych stawał się coraz bardziej chwiejny [Lutkowski, 1996, s. 100–101].

Rozwiązanie systemu sztywnych parytetów między walutami w latach siedemdziesiątych XX w. narzucało gospodarce konieczność przystosowania się do silnych wahań kursowych. Nie było to łatwe, zwłaszcza w warunkach bardzo dużego już stopnia zintegrowania gospodarek i wzajemnej współzależności. Chaos na rynkach walutowych ewidentnie unaoczniał politykom gospodarczym, iż występowanie odrębnych walut, których kursy wymienne dodatkowo wykazują dużą niestabilność, to dla krajów uczestniczących w procesie międzynarodowej wymiany niepotrzebna przeszkoda hamująca rozwój. Gospodarki te funkcjonowały już bowiem jak system zrosniętych ze sobą organizmów. Stało się oczywiste, że potrzebne są nowe rozwiązania zmierzające do większej koordynacji na styku gospodarki krajowej ze światem zewnętrznym. Po rozpadzie systemu z Bretton Woods liderem postępów w dziedzinie międzynarodowej integracji ekonomicznej, zwłaszcza na gruncie zacieśnienia współpracy walutowej, stał się kontynent europejski.

## 1.2. Początki ścisłej współpracy walutowej w Europie

Od lat pięćdziesiątych XX w. w Europie coraz wyraźniej zaczęły się zarysowywać tendencje integracyjne. W 1957 r. na mocy Traktatu Rzymskiego powołano do życia EWG (Europejską Wspólnotę Gospodarczą), poprzedniczkę Unii Europejskiej. Współpraca gospodarcza w ramach EWG koncentrowała się w początkowej fazie na usuwaniu ograniczeń w handlu i stworzeniu scalonego rynku wewnętrznego, także z krajami trzecimi, przez powstanie jednolitej taryfy celnej i wspólnej polityki rolnej [Królak-Werwińska, 2005, s. 14]. Zjednoczone gospodarki europejskie rozwijały się w bardzo szybkim tempie, co implikowało olbrzymi przyrost wolumenu wzajemnych obrotów handlowych wewnątrz EWG.

Okoliczności zaistniałe pod koniec lat sześćdziesiątych ubiegłego wieku wymagały od Wspólnoty Europejskiej podjęcia nowego rodzaju wysiłku integracyjnego w sferze monetarnej. Globalny system walutowy, oparty na stałych kursach wymiennych, był bowiem wówczas bliski załamania, co zapowiadała m.in. dewaluacja franka francuskiego i rewaluacja marki niemieckiej w 1969 r. [Tsoukalis, 1977, s. 76]. Dotychczasowym osiągnięciom z zakresu europejskiej współpracy gospodarczej zagrażała perspektywa niestabilnych kursów walutowych, mogących zakłócić efektywne funkcjonowanie jednolitego rynku. Europa z wielką obawą podchodziła do nieuchronnie zbliżającego się rozregulowania mechanizmu sztywnych kursów. Duży stopień wzajemnej otwartości między gospodarkami europejskimi, zwłaszcza po uruchomieniu EWG, powodował wyjątkową wrażliwość na zmiany w relacjach kursowych walut krajów człon-



kowskich. Wysokie wahania kursów mogłyby także rozerwać system subsydiów i dopłat wyrównawczych, na którym oparta była wspólna polityka rolna – niezwykle istotny obszar europejskiej integracji. Utrzymaniu jednolitego poziomu cen i dochodów w rolnictwie stawały na przeszkodzie jakiegokolwiek korekty kursu walutowego w obrębie EWG [Kowalewski, 2001a, s. 124]. Niechęć do płynnych kursów wzmagają dodatkowo złe doświadczenia nad stosowaniem ich w Europie w okresie międzywojennym. Stabilność makroekonomiczną kraje starego kontynentu zdołały wówczas osiągnąć dopiero po wprowadzeniu sztywnego parytetu waluty względem kruszcu [Kowalewski, 2001a, s. 125].

W obliczu napięć w światowym systemie walutowym przywódcy krajów europejskich poważnie zaczęli dyskutować na temat zacieśnienia koordynacji w sferze monetarnej. Na szczycie w Hadze w 1969 r. Wspólnota Europejska formalnie zadeklarowała wolę utworzenia w przyszłości unii walutowej, co wieńczyć miało długoletni przebieg procesów integracyjnych na kontynencie [Oręziak, 1999, s. 17]. Opracowanie planu działania powierzono grupie ekspertów pod przewodnictwem ówczesnego premiera i ministra finansów Luksemburga Pierre'a Wenera [Szeląg, 2003, s. 12]. Trudno było oczywiście wyobrazić sobie wówczas unię monetarną polegającą na wprowadzeniu wspólnego pieniądza, przedmiotem zainteresowań było raczej zagwarantowanie stabilnych kursów wymiennych walut europejskich.

Pierwszym krokiem w wytyczonym kierunku było wprowadzenie nowego rozwiązania kursowego w miejsce coraz bardziej rozchwianego systemu z Bretton Woods. Na bazie raportu Wenera stworzony został mechanizm zwany „wężem w tunelu”, polegający na ustaleniu dla kursów wszystkich walut europejskich uczestniczących w systemie wąskiego pasma wahań ( $\pm 1,125\%$ ) względem siebie (wąz walutowy), przy jednoczesnym rozszerzeniu „tunelu” dopuszczalnych odchyłeń wobec dolara amerykańskiego do  $\pm 2,25\%$  [Szeląg, 2003, s. 14–15]. Po kolejnej dewaluacji i ostatecznym upłynnieniu kursu amerykańskiej waluty w 1973 r. zlikwidowany został „tunel” wahań w stosunku do dolara, co pozostawiało przy życiu jedynie sam rdzeń konstrukcji, czyli zakotwiczenie kursów wymiennych walut EWG przy przejściu na wspólny *floating* względem dolara [Lutkowski, 1996, s. 124].

Węża walutowego od samego początku cechowała jednak duża niestabilność, co wkrótce przesądziło o jego upadku. Permanentnie zmieniał się skład walut, których kursy były stabilizowane w ramach systemu, zbyt często również dokonywano korekty parytetów centralnych walut krajów członkowskich (do końca 1978 r. aż 17 razy) [Kowalewski, 2001a, s. 129]. Zasadniczo w „wężu” w miarę bez zakłóceń zdołały przetrwać jedynie nieliczne waluty tych krajów, które bardzo silnie powiązane były z gospodarką niemiecką. Negatywny wpływ

na realizację projektu Wenera miały też potężne perturbacje na globalnych rynkach finansowych, które skumulowały się w latach siedemdziesiątych XX w. Powszechne przechodzenie głównych walut na kursy płynne oraz kryzys naftowy stanowiły wstrząs dla międzynarodowego systemu walutowego, co załamało światową równowagę płatniczą i zepchnęło gospodarkę w recesję. Wydarzenia te były też bezpośrednim impulsem uniemożliwiającym dalsze pogłębianie współpracy monetarnej w Europie. Realizacja idei europejskiej unii walutowej musiała zostać odłożona na później [Oręziak, 1999, s. 17].

Uruchomienie węza walutowego było mimo wszystko bardzo ważnym (i, jak na Europę, pionierskim) przejawem prób scalenia gospodarek przez uściślenie współpracy walutowej i zapewnienia stabilizacji kursowej na integrującym się ekonomicznie kontynencie. Choć wprowadzone rozwiązanie dalekie było od doskonałości, jego ocenę łagodzą szczególne przeciwieństwa, w jakich przyszło mu funkcjonować. Schyłek systemu z Bretton Woods, zerwanie więzi dolara z kruszcem (zamknięcie „okienka ze złotem” w Banku Federalnym), a w efekcie urynkowanie mechanizmu kursowego na świecie stanowiło bardzo grząski grunt pod działania zmierzające do uporządkowania kwestii walutowych w Europie. Kraje EWG uświadomiły sobie ogrom przedsięwzięcia, jakim miałyby być operacja utworzenia unii walutowej. Podstawowy problem stanowiła spora rozbieżność (mierzona wskaźnikami makroekonomicznymi), jaka występowała między poszczególnymi gospodarkami na kontynencie [Kowalewski, 2001a, s. 130].

### 1.3. Europejski System Walutowy

Druga połowa lat siedemdziesiątych XX w. upłynęła pod znakiem napiętej sytuacji ogólnogospodarczej na całym świecie. Podwójny kryzys surowcowy, globalna dekonjunktura, perturbacje na międzynarodowych rynkach finansowych zakłóciły płynne funkcjonowanie mechanizmu „węza walutowego”, którego założeniem miało być osiągnięcie stabilizacji walutowej w Europie Zachodniej. Skłoniło to przywódców państw EWG do poszukiwania nowych, skuteczniejszych rozwiązań w sferze integracji monetarnej. W rezultacie w 1979 r. uruchomiono Europejski System Walutowy (ESW), konstrukcję stworzoną na bazie węza walutowego, jednak w radykalnie zmodyfikowanej postaci [Szeląg, 2003, s. 18]. Najważniejszymi elementami ESW były nowy mechanizm kursowy ERM (*Exchange Rate Mechanism*) oraz Europejska Jednostka Monetarnej ECU (*European Currency Unit*). ECU było formą koszyka walutowego, złożonego początkowo z 9 walut krajów EWG. Udział w obrotach handlowych i PKB całej Wspólnoty

determinował wagę waluty określonego kraju w koszyku ECU. Nowa jednostka monetarna stała się osią europejskiego obszaru walutowego, punktem odniesienia dla wszystkich walut objętych systemem. Każda waluta uczestnicząca w ERM miała bowiem ustalony stały kurs centralny wobec ECU. W wyniku skrzyżowania tych kursów otrzymywano siatkę bilateralnych (dwustronnych) kursów centralnych wobec walut wszystkich pozostałych państw członkowskich. Kursy te mogły poruszać się w ściśle określonym paśmie wahań. Przez większość czasu było to  $\pm 2,25\%$  wokół parytetu centralnego. Szerszą marżę odchyień  $\pm 6\%$  stosowano dla walut słabszych, np. włoskiego lira [de Gauwe, 2003, s. 107–109]. Banki centralne miały obowiązek interweniować na rynku walutowym w celu obrony kursu. Aby wzmocnić skuteczność interwencji walutowych, środki na korygowanie kursu mogły pochodzić nie tylko z zasobów krajowych rezerw dewizowych poszczególnych banków centralnych, lecz także ze specjalnego systemu kredytowego wbudowanego w ESW [więcej zob. Żukowski, 1999, s. 52].

Dzięki wprowadzeniu ECU oraz mechanizmu pomocy kredytowej w obrębie operacji interwencyjnych banków centralnych udało się jeszcze silniej scementować integrację walutową w Europie. Co ciekawe, znaczenie ECU jako waluty międzynarodowej rosło od momentu jej wprowadzenia, chociaż nie była ona fizycznie istniejącym pieniądzem (jej rola miała ograniczać się jedynie do jednostki rozrachunkowej w ESW). Jednak poza samą tylko funkcją pośrednika w wyznaczaniu wzajemnych kursów centralnych w ERM, ECU z czasem zyskało rangę znaczącej waluty rezerwowej banków centralnych, a także podstawowego środka rozliczeń transakcji finansowych wewnątrz EWG. W tym sensie ECU stało się rzeczywistym załącznikiem przyszłego wspólnego pieniądza w Europie.

Współpraca walutowa w ramach ESW trwała niemal 20 lat (1979–1998). Jej potężnym osiągnięciem było faktyczne ukonstytuowanie się względnej stabilności kursowej w Europie oraz przygotowanie podłoża pod pełną unię monetarną, utworzoną dwie dekady później. Nie oznacza to jednak, że funkcjonowanie ESW przebiegło zupełnie bezproblemowo. Przeciwnie, przetrwanie systemu wiązało się z dużym i solidarnym wysiłkiem całego kontynentu.

Trudności w utrzymaniu kursów europejskich walut w paśmie dopuszczalnych wahań wynikały początkowo z kilku przyczyn. Po pierwsze, gospodarki EWG, mimo zwiększającego się stopnia wzajemnej otwartości, charakteryzowały się strukturalnymi różnicami, głównie niejednorodnym poziomem PKB i inflacji. Poprawiająca się, lecz nadal niedostatecznie zaawansowana konwergencja ekonomiczna między krajami rodziła niemal naturalną potrzebę dokonywania co pewien czas korekt parytetów kursowych wewnątrz ERM [Kowalewski, 2001a, s. 142].

Po drugie, zagrożenia dla stabilizacji kursowej w Europie płynęły także z zewnątrz. W końcu lat siedemdziesiątych ubiegłego wieku gospodarką światową

wstrząsnął drugi kryzys naftowy, co rozdmuchało na nowo ognisko inflacji. Towarzyszyły temu rzecz jasna napięcia w międzynarodowym systemie walutowym. Na funkcjonowanie ESW szczególnie destrukcyjnie oddziaływały gwałtowne zmiany notowań waluty amerykańskiej. Spadek wartości dolara względem walut europejskich prawie zawsze doprowadzał do zakłóceń w relacjach kursowych między walutami krajów członkowskich. Główną siłą sprawczą tej negatywnej tendencji było nierównomierne rozkładanie się efektu deprecjacji dolara na waluty europejskie [Kowalewski, 2001a, s. 131]. Najsilniej umacniającą się walutą była w tych okolicznościach marka niemiecka (jako najpewniejsza lokata kapitału odpływającego od aktywów dolarowych), co wymuszało rewaluację jej kursu wobec pozostałych walut w ERM. Pozycja marki w systemie wynikała z niepodważalnej reputacji Bundesbanku i sukcesów gospodarczych RFN: dynamicznego rozwoju i najniższej inflacji. Aby dotrzymać kroku umacniającej się walucie niemieckiej i nie dopuścić do zerwania stałego kursu wobec niej, europejskie banki centralne musiały zacieśniać swoją politykę pieniężną. Rzecz w tym, że z początku oznaczało to duże koszty dla gospodarek krajów EWG, co w wielu przypadkach ostatecznie przełożyło się na zaniechanie bolesnego dostosowania stóp procentowych. Brak koordynacji polityki monetarnej w obrębie ESW skutkowało częstymi korektami w siatce parytetowej ERM: marka niemiecka drożała, inne waluty chwiały się i taniały (zwłaszcza frank francuski i lir włoski) [Pronobis, 2005a].

Z biegiem czasu skuteczny proces dezinflacji, a także postępy w dziedzinie zbieżności gospodarczej (konwergencji) zasadniczo ułatwiły funkcjonowanie ERM i zachowanie stabilnych kursów walutowych w Europie. Korekty parytetów centralnych odbywały się rzadziej, a ich zakres był coraz bardziej ograniczony. W ogromnej mierze było to zasługą zwrotu w polityce pieniężnej w krajach EWG, zwłaszcza we Francji, i jej przyporządkowania równowadze makroekonomicznej, zamiast, jak dotychczas, wyłącznie ekspansywnemu stymulowaniu wzrostu gospodarczego. Wzmocnienie koordynacji polityki pieniężnej w całej Europie łączyło się z uznaniem prymatu marki niemieckiej – najsilniejszej waluty na kontynencie, kotwicy kursowej, do której przywiązane zostały wszystkie waluty uczestniczące w systemie. Wymuszało to na bankach centralnych prowadzenie symetrycznej polityki pieniężnej wobec polityki Bundesbanku, by nie dopuścić do napięć w bilansach płatniczych i osłabienia pozostałych walut względem marki. Dostosowanie do rygoru niemieckich stóp procentowych zaowocowało obniżeniem i wyrównaniem się stóp inflacji w krajach EWG, co dodatkowo eliminowało rozbieżności między gospodarkami, trwale wspierając stabilizację kursową [Szeląg, 2003, s. 21].

Zdecydowane zmniejszenie fluktuacji kursów wymiennych pod koniec lat osiemdziesiątych XX w. dowodziło coraz większej skuteczności mechanizmu