

Beata Sieńko
Uniwersytet Wrocławski

Znaczenie przejścia na euro z punktu widzenia polityki pieniężnej realizowanej w Polsce

Wprowadzenie

Wejście do Unii Europejskiej spowodowało, że Polska mając status kraju z derogacją uczestniczy w III etapie Unii Gospodarczej i Walutowej. Warunkiem *sine qua non* przystąpienia Polski do jednolitego obszaru walutowego jest wypełnienie kryteriów konwergencji, które zostały sformułowane dla zapewnienia stabilnego wzrostu gospodarczego krajów strefy euro. Członkostwo Polski we wspólnym obszarze walutowym będzie oznaczać uzyskanie wysokiego poziomu stabilności gospodarczej, osiągnięcie niskiego poziomu inflacji oraz stóp procentowych, ale również nie pozostanie bez wpływu na kierunek polityki pieniężnej, realizowanej przez krajowy bank centralny.

W procesie przystąpienia Polski do wspólnego obszaru walutowego można wyróżnić cztery etapy. Pierwszy rozpoczął się wraz z podpisaniem przez Polskę porozumienia *Central Bank Agreement* w dniu 29 kwietnia 2004 roku¹, a zostanie zakończony wprowadzeniem Polski do Europejskiego Mechanizmu Kursowego II (ERM II)². W drugim Polska będzie zobowiązana do wypełnienia wszystkich kryteriów z Maastricht³, co pozwoli na ostateczne ustalenie kursu wymiany między złotym a euro, w rezultacie zaś doprowadzi do podjęcia przez Radę Ekofin decyzji o uchyleniu derogacji wobec Polski. Uchylenie statusu derogacji będzie równo-

¹ Umowa weszła w życie z dniem 1 maja 2004 roku, tj. z przystąpieniem Polski do Unii Europejskiej.

² ERM II jest wielostronnym systemem stałych kursów walutowych, które zostały wzajemnie względem siebie dostosowane. Ma on ustalony kurs centralny oraz standardowe pasmo wahań na poziomie +/- 15 %.

³ Od 30 kwietnia 2004 roku obowiązuje Polski Program Konwergencji zawierający prognozę trzyletniego rozwoju gospodarczego Polski, w tym analizę sytuacji finansów publicznych.

znaczne z rozpoczęciem etapu trzeciego, tj. procesu przygotowania kraju do wprowadzenia euro. Zakończy się on przystąpieniem Polski do wspólnego obszaru walutowego. Czwarty etap to okres płynnego wprowadzania euro do obiegu, kończący się wycofaniem złotego jako prawnego środka płatniczego w Polsce, a tym samym oznaczający zakończenie procesu wymiany złotych na euro przez Narodowy Bank Polski.

Kierunek rozwoju polskiej polityki pieniężnej

Ramy prawne rozwoju polskiej polityki pieniężnej określa art. 3 Ustawy z dnia 29 sierpnia 1997 roku o Narodowym Banku Polskim⁴, stanowiąc, iż podstawowym celem działalności NBP jest utrzymanie stabilnego poziomu cen, przy jednoczesnym wspieraniu polityki gospodarczej rządu, pod warunkiem jednak, że nie ogranicza to podstawowego celu NBP. Członkostwo Polski we wspólnym obszarze walutowym nie powinno spowodować zmiany w tym zakresie. Zgodnie bowiem z brzmieniem art. 105 Traktatu ustanawiającego Wspólnotę Europejską⁵ głównym celem Eurosystemu jest utrzymanie stabilności cen, a cel dodatkowy w postaci wspierania polityki gospodarczej Unii Europejskiej może być realizowany, o ile nie wpływa to ujemnie na cel podstawowy⁶.

Polityka pieniężna prowadzona przez Narodowy Bank Polski oparta jest na tzw. strategii bezpośredniego celu inflacyjnego, która zakłada ciągły cel inflacyjny na poziomie 2,5% z symetrycznym przedziałem dopuszczalnych wahań o szerokości od (- 1%) do (+1%). Ciągły cel inflacyjny oznacza, że poziom inflacji jest mierzony w cyklach miesięcznych i w stosunku miesiąc do analogicznego miesiąca poprzedniego roku⁷, a podstawę interpretacji celu inflacyjnego stanowi informacja podawana przez Główny Urząd Statystyczny o kształtowaniu się wskaźników inflacji liczonych jako zmiana cen towarów i usług konsumpcyjnych w danym miesiącu do analogicznego miesiąca poprzedniego roku. Rada Polityki Pieniężnej ponadto zaleca, dla dokonania prawidłowej oceny stopnia odchylenia inflacji od przyjętego celu inflacyjnego, stosowanie kwartalnych oraz średniorocznych wskaźników inflacji.

Zadaniem polityki pieniężnej prowadzonej przez bank centralny jest zapobieganie nadmiernym wahaniom inflacji, spowodowanym wstrząsami popytowymi lub podażowymi, w których rezultacie inflacja może znaleźć się przejściowo poza

⁴ Dz.U. z 2005 r., Nr 1, poz. 2.

⁵ Traktat ustanawiający Wspólnotę Europejską (TWE), tekst skonsolidowany (uwzględniający zmiany wprowadzone Traktatem z Nicei – Dz. Urz. UE z 24.12.2002 r., C 325).

⁶ Europejski Bank Centralny (2005), *Realizacja polityki pieniężnej w strefie euro*, luty 2005, s. 9.

⁷ Od 1999 do 2003 r. inflacja była mierzona wyłącznie w grudniu w stosunku do grudnia poprzedniego roku.

dopuszczalnym pasmem wahań. Wahania inflacji wewnątrz pasma, jako skutek występowania czynników koniunkturalnych, które równoważą się w dłuższym horyzoncie czasowym, nie powodują konieczności zmiany prowadzonej polityki pieniężnej, a tym samym interwencji banku centralnego.

Kierunek zmian poziomu stóp procentowych określany przez Radę Polityki Pieniężnej ma bezpośredni związek z kierunkiem realizowanej polityki pieniężnej, przy czym wpływ polityki pieniężnej na gospodarkę nie zależy wyłącznie od zmiany stóp procentowych, ale również od utrzymania ich na stałym poziomie w określonym przedziale czasowym, ponieważ prowadzi to do zamykania lub otwierania luki popytowej⁸. Oznacza to, iż podwyższenie stóp procentowych stanowi przejaw restrykcyjnego nastawienia, a skłonność do ich obniżania jest przejawem łagodnego nastawienia Rady Polityki Pieniężnej. Gdy projekcja inflacji wykazuje prawdopodobieństwo ukształtowania się inflacji powyżej 2,5%, Rada Polityki Pieniężnej będzie przyjmowała nastawienie restrykcyjne, nastawienie łagodne zaś, gdy wystąpi prawdopodobieństwo uzyskania poziomu inflacji poniżej 2,5%. W przypadku kształtowania się bieżącej inflacji blisko celu inflacyjnego, ustalonego na 2,5%, możliwe jest wystąpienie zarówno zjawiska podwyższenia, jak i obniżenia stóp procentowych przez bank centralny. Nastawienie takie jest określane jako neutralne, zmierzające do zapobieżenia odchyleniu inflacji od celu inflacyjnego w przyszłości.

Najbardziej korzystne dla Polski – zgodnie ze stanowiskiem Rady Polityki Pieniężnej wyrażonym w 2004 r. – wydaje się przyjęcie takiej strategii gospodarczej, która umożliwi stworzenie warunków pozwalających na wprowadzenie euro w najbliższym możliwym terminie. Oznacza to konieczność utrzymywania celu inflacyjnego oraz szerokości pasma wahań na niezmiennym poziomie, a także stosowanie systemu płynnego kursu walutowego do czasu przystąpienia Polski do ERM II. Konsekwentnie Rada Polityki Pieniężnej, określając cele polityki pieniężnej na 2005 r. jako priorytetowy, wskazała szybki powrót inflacji najpierw do przedziału wahań, a następnie do poziomu 2,5%. Powrót do celu inflacyjnego – według prognozy RPP – zależy będzie od wystąpienia takich zjawisk, jak: wpływ przystąpienia Polski do Unii Europejskiej na inflację, który może się okazać mniejszy od pierwotnie zakładanego, czy wystąpienie korzystnego i niespodziewanego wstrząsu podażowego, np. obniżka cen nośników energii na rynkach światowych⁹. Realizacja celu inflacyjnego nie może jednak następować zbyt gwałtownie, gdyż mogłoby to spowodować efekt odwrotny do oczekiwanego, tj. niepożądany wzrost poziomu inflacji, a także wzrost wahań produkcji i stóp procentowych. W maju 2005 r. Rada Polityki Pieniężnej oceniła na podstawie przygotowanej projekcji inflacji, iż bilans ryzyk dla przyszłej inflacji nie uległ znaczą-

⁸ Narodowy Bank Polski (2004), *Założenia polityki pieniężnej na rok 2005*, wrzesień 2004, s. 5.

⁹ *Ibidem*, s. 8.

cej zmianie, która spowodowałaby konieczność zmiany parametrów polityki pieniężnej. Stąd też w maju Rada postanowiła pozostawić stopy procentowe NBP na niezmiennym poziomie oraz utrzymać neutralne nastawienie w polityce pieniężnej¹⁰. W czerwcu Rada Polityki Pieniężnej zdecydowała się na obniżenie stóp procentowych i zmianę nastawienia w polityce pieniężnej na podejście łagodne. Konsekwentnie w lipcu i sierpniu nastąpiła kolejna obniżka stóp procentowych, a od września do listopada 2005 r. Rada utrzymywała poziom stóp procentowych na niezmiennym poziomie, jako rezultat nastawienia łagodnego.

Instrumenty polityki pieniężnej

Działania podejmowane przez Narodowy Bank Polski zmierzają do utrzymania stóp procentowych na takim poziomie, który będzie spójny z realizowanym celem inflacyjnym, a jednocześnie kształtują wysokość nominalnych krótkoterminowych stóp procentowych rynku pieniężnego. Wykorzystywane przez bank centralny do tego celu instrumenty polityki pieniężnej to: operacje otwartego rynku, operacje kredytowo-depozytowe oraz rezerwa obowiązkowa. Rentowność operacji otwartego rynku to: transakcje warunkowej i bezwarunkowej sprzedaży lub kupna papierów wartościowych oraz emisja 7-dniowych bonów pieniężnych. Wyznaczają ją stopa referencyjna NBP, która ma ponadto istotny wpływ na oprocentowanie lokat międzybankowych o zbliżonym terminie zapadalności. Stopa depozytowa i stopa lombardowa NBP wyznaczają odpowiednio maksymalną i minimalną granicę wahań stóp procentowych O/N (*overnight*) na rynku międzybankowym. W 2005 r. polski bank centralny wprowadził – wzorem stawki EONIA (*Euro Overnight Index Average*) obowiązującej w Eurosystemie – referencyjną stawkę POLONIA (*Polish Overnight Index Average*)¹¹ dla depozytów o terminie O/N. Wprowadzenie tego wskaźnika pozwoliło uzyskać rzeczywiste oprocentowanie krótkoterminowych lokat międzybankowych, co w dłuższym okresie powinno pozytywnie wpłynąć na rozwój rynku transakcji terminowych¹².

Obecność Polski w jednolitym obszarze walutowym jest warunkowana pełną harmonizacją instrumentów polityki pieniężnej polskiego banku centralnego z instrumentami polityki pieniężnej występującymi w Eurosystemie. W zestawie instrumentów wykorzystywanych przez Europejski System Banków Centralnych można wyróżnić operacje otwartego rynku, rezerwę obowiązkową, a także operacje banku centralnego na koniec dnia. Stosowane przez Europejski Bank Central-

¹⁰ Narodowy Bank Polski (2005), Rada Polityki Pieniężnej, *Raport o inflacji*, maj 2005, s. 49.

¹¹ Stawka POLONIA to średnia stawka O/N ważona wielkością transakcji na rynku depozytów międzybankowych.

¹² Szerzej: Narodowy Bank Polski (2005), *Instrumenty polityki pieniężnej na tle płynności sektora bankowego w 2004 roku*, s. 36–37.

ny operacje otwartego rynku¹³, podobnie jak operacje otwartego rynku dokonywane przez NBP, mają na celu określenie właściwego poziomu stóp procentowych, odpowiednie zarządzanie płynnością rynku, a także wskazują kierunki nastawienia w prowadzonej polityce pieniężnej. W ramach operacji otwartego rynku Eurosystem posługuje się pięcioma rodzajami instrumentów, tj.: transakcjami odwracalnymi, transakcjami bezwarunkowymi (*outright*), emisją certyfikatów dłużnych, swapami walutowymi i przyjmowaniem depozytów terminowych¹⁴. Wejście do strefy euro spowoduje, iż wykonywanie operacji polityki pieniężnej odbywać się będzie w Polsce na zasadach i warunkach obowiązujących w pozostałych państwach należących do jednolitego obszaru walutowego.

Członkostwo Polski w ERM II

Wraz z przystąpieniem Polski do Unii Europejskiej, stosownie do brzmienia art. 124 TWE, polska polityka kursowa stała się przedmiotem zainteresowania wszystkich pozostałych państw członkowskich. Stąd też określenie poziomu kursu centralnego złotego w relacji do euro w ramach systemu ERM II nastąpi przy udziale krajów członkowskich UE. Polityka gospodarcza Polski jako państwa uczestniczącego w ERM II musi zaś być spójna z przyjętym kursem centralnym.

Decyzja o wprowadzeniu Polski do systemu ERM II jest uwarunkowana odpowiednim rozwojem sytuacji makroekonomicznej kraju, a w szczególności uzyskaniem stabilnego kursu walutowego, aby w okresie dwóch lat od wejścia do ERM II Polska mogła spełnić wszystkie pozostałe kryteria konwergencji. Stabilny kurs walutowy pozwoli na przystąpienie do ERM II, a jednocześnie wskutek nadmiernego strumienia przepływów kapitałowych może – choć nie musi – spowodować zaburzenie na rynku walutowym. Czynnikiem minimalizującym wystąpienie ryzyka walutowego jest poprawa sytuacji polskich finansów publicznych, w tym znaczące obniżenie wysokości zadłużenia zagranicznego.

Członkostwo Polski w systemie ERM II spowoduje, iż bank centralny będzie – celem utrzymania oczekiwanego poziomu inflacji oraz zapewnienia stabilnego kursu złotego do euro – podejmował działania interwencyjne na rynku walutowym, w tym zmiany stóp procentowych wynikające z konieczności dostosowania poziomu krótkoterminowych stóp procentowych do poziomu stóp procentowych Europejskiego Banku Centralnego oraz konieczności obniżenia poziomu stóp długoterminowych. Obecność Polski w ERM II spowoduje, iż odchylenie kursu rynkowego od kursu centralnego poza dopuszczalne wartości pasma wahań będzie uruchamiać obligatoryjną interwencję zarówno narodowego banku centralnego, jak i Europejskiego Banku Centralnego. Oznacza to ograniczenie autonomii pol-

¹³ Operacje otwartego rynku ESBC dzielą się na: podstawowe operacje refinansujące, dłuższe operacje refinansujące, operacje dostrajające i operacje strukturalne.

¹⁴ Szerzej: Europejski Bank Centralny (2005), *Realizacja...*, s. 17 i n.

skiej polityki pieniężnej, a także wskazuje, że uczestnictwo w ERM II może umożliwić przyjętą przez Radę Polityki Pieniężnej realizację strategii bezpośredniego celu inflacyjnego¹⁵.

Korzyści i zagrożenia

Wraz z przystąpieniem Polski do wspólnego obszaru walutowego nastąpi w stosunku do euro eliminacja ryzyka kursowego wynikającego z nieoczekiwanych wahań kursu walutowego, skutkujących spadkiem poziomu aktywów lub wzrostem poziomu zobowiązań¹⁶. Stabilny kurs walutowy powinien spowodować napływ do Polski nie tylko bezpośrednich inwestycji zagranicznych wskutek ograniczenia ryzyka inwestycyjnego, lecz także wzrost inwestycji krajowych, wywołany obniżeniem poziomu stóp procentowych. Oczekiwane obniżenie stóp procentowych powinno bowiem przyczynić się do wzrostu popytu na kredyt konsumpcyjny oraz inwestycyjny ze względu na mniejszy koszt tych kredytów. Wzrost poziomu inwestycji prowadzi zaś do zwiększenia akumulacji kapitału, a w konsekwencji do wzrostu PKB przy niezmiennych nakładach pracy i rozwoju gospodarczego kraju.

Korzyści związane z wejściem Polski do strefy euro nie wykluczają konieczności poniesienia rzeczywistych kosztów. Zwiększenie wolumenu kredytu może bowiem spowodować konieczność zastosowania odpowiednich instrumentów nadzorczych przez bank centralny w celu przeciwdziałania osłabieniu złotego oraz utrzymaniu stabilności systemu finansowego kraju. Wypełnienie fiskalnego kryterium konwergencji może uruchomić wzrost deficytu cyklicznego, a tym samym spowodować, że poziom wzrostu gospodarczego będzie niższy niż pierwotnie założony. Wystąpieniem potencjalnego ryzyka obciążone jest także wypełnienie kryterium sztywnego kursu w ramach systemu ERM II, które może utrudnić prowadzenie polityki pieniężnej. Należy wskazać, iż ryzyko takie może wystąpić, jeżeli poziom stóp procentowych okaże się nieodpowiedni do równoległego wypełnienia kryterium inflacji i kursu walutowego, w szczególności gdy kurs centralny zostałby ustalony na niewłaściwym poziomie lub nastąpiłaby aprecjacja w wyniku napływu kapitału¹⁷.

Bilans kosztów i korzyści przemawia na rzecz przystąpienia Polski do strefy euro, aczkolwiek zmniejszenie ryzyka makroekonomicznego powodować będzie równocześnie zmniejszenie stopnia samodzielności w polityce pieniężnej i polityce kursowej.

¹⁵ Ministerstwo Finansów (2005), *Integracja Polski ze strefą euro: uwarunkowania członkostwa i strategia zarządzania procesem*, sierpień 2005.

¹⁶ Narodowy Bank Polski (2004), *Raport na temat korzyści i kosztów przystąpienia Polski do strefy euro*, luty 2004.

¹⁷ *Ibidem*, s. 41.

Podsumowanie

Przystąpienie Polski do strefy euro będzie oznaczać integrację polskiego rynku finansowego z rynkami finansowymi krajów należących do wspólnego obszaru walutowego oraz zwiększenie konkurencji na rynku towarów i usług.

Podstawowym zadaniem dla Polski, w ramach realizacji przyjętych kryteriów konwergencji, jest wprowadzenie reform, które doprowadzą do uzyskania deficytu finansów publicznych na poziomie 3% PKB i jednocześnie pozwolą na utrzymanie go na niezmiennym poziomie. Spełnienie tego warunku daje rękojmię realizacji pozostałych kryteriów, takich jak zapewnienie niskiej stopy inflacji, niskiego poziomu długoterminowych stóp procentowych oraz trwałej równowagi kursu walutowego.

Akcesja Polski do wspólnego obszaru walutowego to z jednej strony wypełnienie kryteriów konwergencji mających na celu zapewnienie stabilnego wzrostu gospodarczego, z drugiej zaś zakończenie długotrwałego i wieloaspektowego procesu integracji europejskiej.

Ograniczenie autonomii polskiej polityki pieniężnej wraz z przystąpieniem do strefy euro nie oznacza zmiany nadrzędnego jej celu, tj. utrzymania stabilności cen, który ponadto jest łączony w Eurosystemie z zasadą otwartej gospodarki rynkowej, wolnej konkurencji oraz swobodnej i efektywnej alokacji zasobów.

Meaning of introducing the euro zone for monetary policy in Poland

Summary

In May 2004, Poland became a full member of the European Community, but not a member with full membership rights. The introduction of the European Union means for Poland to accept a common monetary policy together with the other euro zone countries. First of all our country must perform the Maastricht convergence criteria. They are characterised by the stability of prices, the level of long-term interest rates and exchange rate stability.

The introduction of the euro in Poland will result in the elimination of transaction costs connected with existence of the exchange rate between the zloty and the euro. Adopting the single currency will support the integration of the Polish financial market into that of the euro zone. It also should improve the conditions of financing for Polish enterprises.

As a result of introducing the euro in Poland, will be cost of losing independent monetary policy. But the same way benefits should be large because the accession to the euro zone is an investment in long term economic growth.