

*Janusz Bilski**

POLSKA W ERM II – KORZYŚCI I ZAGROŻENIA

1. Uwarunkowania polskiej polityki kursowej

Warunkiem przystąpienia Polski do strefy euro jest spełnienie m. in. tzw. kryterium kursowego. Oznacza ono włączenie złotego do mechanizmu stabilizacji kursów ERM II. Wielu ekonomistów i polityków traktuje realizację przez Polskę tego kryterium jako problem natury raczej technicznej. Wyrazem tego jest często stosowany (także przez NBP) sposób wyznaczania daty włączenia złotego do ERM II. Kalkulacja ta wygląda następująco: jeżeli planujemy przystąpienie Polski do strefy euro w grudniu 2015 r., to powinniśmy wprowadzić naszą walutę do ERM II w grudniu 2013 r. ani dnia wcześniej.

Takie ujęcie problemu może sugerować, że funkcjonowanie złotego w mechanizmie stabilizacji kursów stanowi kłopot, który powinniśmy ograniczyć do niezbędnego minimum¹.

Przedstawione opinie przyjmują milcząco dwa założenia:

1) nie dopuszcza się możliwości wystąpienia sytuacji, w której Polska będzie potrzebowała więcej niż dwa lata na stabilizowanie kursu złotego do euro. Oznacza to również, że ograniczenie marż wahań EUR/PLN do poziomu $\pm 2,5\%$ jest bezpieczniejsze i łatwiejsze w ciągu 2 lat niż np. 4–5;

2) używanie kursów płynnych jest najlepszą metodą dostosowywania polskiej gospodarki do członkostwa w strefie euro.

Obydwa założenia są, mówiąc ogólnie, mało realne. Ich przyjęcie wynika z upowszechnienia się błędnego poglądu na temat roli kursu walutowego w procesie integracji gospodarczej.

Przyjęcie pierwszego założenia jest często uzasadniane przez naukowców i ekspertów niebezpieczeństwem wystąpienia kryzysów walutowych w przypadku rezygnacji z mechanizmu kursu płynnego. W tym stanowisku widać niekonsekwencje. Jeżeli złoty nie jest odporny na ataki kapitałów o charakterze spekulacyjnym, a NBP nie jest w stanie prowadzić wiarygodnej i skutecznej polityki kursowej, to dlaczego prawdopodobieństwo kryzysu walutowego jest mniejsze w ciągu 2 lat intensywnego ograniczania

* Dr hab. prof. nadzw. UŁ, kierownik Katedry Międzynarodowych Stosunków Gospodarczych Uniwersytetu Łódzkiego.

¹ Kryterium kursowe zakłada konieczność 2-letniego uczestnictwa w ERM II bez dewaluacji waluty.

marż wahań kursu złotego niż w okresie 4–5 lat? Tego racjonalnie wytłumaczyć nie można. Jest rzeczą oczywistą, że stopniowe, rozłożone w czasie, ograniczenie marż wahań jest działaniem pewniejszym i bezpieczniejszym.

Wiadomo również, że jeżeli w ciągu dwóch lat uczestnictwa złotego w ERM II wystąpią istotne napięcia kursowe, EBC przedłuży Polsce okres obowiązkowego udziału w mechanizmie stabilizacji kursów.

Przyjęcie drugiego założenia jest sprzeczne z samą ideą integracji walutowej. Wydaje się, że wielu polskich ekonomistów zapomniało o tym, że integracja walutowa to proces (nie edykt rządu czy decyzje władz monetarnych) oparty na stopniowej eliminacji wahań kursów walutowych i zbliżaniu rozwoju gospodarczego w krajach członkowskich. Istotą tego procesu jest stopniowe ograniczenie roli kursu walutowego jako instrumentu polityki gospodarczej. W tym czasie uruchamiane są mechanizmy substytuujące działania kursu w procesach wyrównawczych.

Trudno jest spotkać w literaturze na temat integracji walutowej pogląd, który dowodziłby, że kursy płynne nie działają dezintegracyjnie. Świadczy o tym również dotychczasowa historia tworzenia unii walutowej.

Celem artykułu jest polemika z przytoczonymi opiniami i przedstawianie argumentów przemawiających za szybkim wprowadzeniem złotego do ERM II. Nim przejdę do właściwego tematu rozważań, kilka uwag na temat terminologii z dziedziny mechanizmów kursowych.

Różnice w poglądach na temat wprowadzania złotego do ERM II widać wyraźnie również w warstwie semantycznej dyskusji. I tak, przeciwnicy szybkiego wprowadzenia polskiej waluty do ERM używają terminów: „usztynwienie kursu walutowego” lub „sztywny kurs”. Zwolennicy mówią raczej o „stabilizacji kursu” lub „stałych kursach”. Nie ma wątpliwości, że z punktu widzenia polityki gospodarczej termin „sztywne kursy” ma zabarwienie pejoratywne. Natomiast „stabilizacja kursów” ma pozytywne konotacje.

Oprócz odmiennych intencji i sympatii autorów używających tych terminów różnice wynikają również z odmiennych tłumaczeń angielskich terminów tych pojęć lub szerzej – klasyfikacji reżimów kursowych. Tak np. K. Rogoff² odróżnia kursy stałe od sztywnych używając dla pierwszych określenia „fixed” lub „pegged regimes”, dla drugich: „hard peg” lub „rigid exchange rate regimes”. MFW w swojej klasyfikacji nie jest tak konsekwentny; kurs „fixed” może być tłumaczony jako sztywny lub stały³. Fundusz wprowadza również termin „pegged exchange rate with horizontal bands”, co jest jednak określeniem niezręcznym, sugeruje bowiem, że mogą być „exchange rate” z „vertical bands”. Takie stanowisko MFW wynika z faktu, że instytucja ta musiała przygotować klasyfikację mechanizmów kursowych dla ok. 200 państw, które stosują najróżniejsze odmiany mechanizmów kursowych. Generalnie Fundusz podzielił reżimy kursowe na trzy kategorie:

- *pegged regimes*,
- *regimes with limited flexibility*,
- *floating*.

² K. S. Rogoff i in., *Evolution and Performance of Exchange Rate Regimes*, Occasional Paper nr 229, IMF 2004.

³ IMF Annual Report 2000, s. 163.

W każdej z tych kategorii występuje bardzo dużo różnego rodzaju rozwiązań hybrydowych, ale jeżeli „*pegged*” przetłumaczono jako kursy sztywne, to druga kategoria musi być tłumaczona jako kursy stałe z marżami wahań.

W polskiej literaturze z zakresu międzynarodowych stosunków walutowych od czasów St. Rączkowskiego i E. Drabowskiego termin „kurs sztywny” używany jest dla reżimów kursowych charakteryzujących się zupełnym brakiem elastyczności, jak np. *currency board* lub reżimy występujące w krajach o niewymienialnych walutach. Występowały one w krajach socjalistycznych i w krajach Trzeciego Świata (obecnie np. kurs CFA do euro). Reżimy te charakteryzują się brakiem marż wahań i nazywane będą „*hard peg*”. Kursy stałe to wszystkie rodzaje kursów *pegged* i *fixed* niezależnie od tego, jaka jest szerokość marż wahań i czy kraje stosują kotwicę kursową czy nie. W dalszej części artykułu termin „kurs stały” (*fixed*) będzie używany dla walut uczestniczących w ERM II. Stosowanie określenia „kurs sztywny” dla kursu charakteryzującego się łączną skalą wahań w wysokości 30% byłoby sprzeczne z logiką.

2. Niebezpieczeństwo stałych kursów walutowych?

W polskiej literaturze ekonomicznej kursy stałe (z marżami wahań) mają zdecydowanie złą reputację. Autorzy wymieniają dwie przyczyny, dla których Polska powinna wystrzegać się wprowadzenia reżimu stałych kursów:

- kursy stałe zwiększają niebezpieczeństwo występowania kryzysów walutowych,
- strategia bezpośredniego celu inflacyjnego (BCI) wyklucza aktywną politykę kursową.

Argument drugi opiera się na założeniu, że interwencje walutowe oddziałują na poziom krajowej bazy monetarnej. Mogą również zmieniać relacje między aktywami denominowanymi w walucie krajowej i zagranicznej, zakłócając politykę pieniężną i utrudniając osiągnięcie celu inflacyjnego. Stwierdzenie to można często spotkać w podręcznikach, które zalecają stosowanie kursów płynnych przy istnieniu strategii bezpośredniego celu inflacyjnego. Należy jednak pamiętać o tym, że zalecenia te są formułowane wobec państw, które nie uczestniczą w procesie integracji walutowej. Doświadczenia państw UE uczą, że tzw. praktyka gospodarcza może różnić się od modelowego opisu rzeczywistości. Wbrew zaleceniom teoretycznym wiele państw Europejskiego Systemu Walutowego do czasu wprowadzenia euro stosowało politykę *mix* polegającą na aktywnej polityce kursowej (stabilizowanie wahań w paśmie ok. $\pm 3\%$) i równocześnie realizowały strategię bezpośredniego celu inflacyjnego. To niepodręcznikowe podejście do polityki pieniężnej dało bardzo dobre rezultaty. Z teoretycznego i praktycznego punktu widzenia nie ma powodu, aby Polska nie mogła skorzystać z doświadczeń takich państw jak np. Hiszpania, Szwecja.

Argument pierwszy to jeden z wniosków kilkudziesięcioletniej dyskusji na temat wad oraz zalet stałych i zmiennych kursów walutowych. Dyskusji, która w ujęciu teoretycznym nie daje jednoznacznych odpowiedzi. Autorzy zajmujący się problematyką rozpoczęli od pewnego czasu badania empiryczne, które pozwolą statystycznie opisać zagrożenia wynikające ze stosowania różnych reżimów kursowych. Pozwoli to

na weryfikację analiz teoretycznych odnośnie do ryzyka występowania kryzysów walutowych w różnych mechanizmach kursowych.

Jedną z ciekawszych prób tego typu badań przeprowadził na początku XXI w. A. Bubula, I. Otker-Robe⁴. Nim jednak przejdę do omówienia wyników analizy chcę krótko przedstawić ewolucję mechanizmów kursowych w gospodarce światowej. Do początku lat 70. ubiegłego wieku, na mocy regulacji MFW, obowiązywały kursy stałe. Kursy płynne były stosowane bardzo rzadko, doraźnie w przypadku poważnych kryzysów walutowych. Miało to miejsce w sytuacjach, gdy władze monetarne nie były w stanie utrzymać kursu swojej waluty w dopuszczalnych marżach wahań. Po ustabilizowaniu rynków walutowych przywracano kursy stałe.

Kryzys dolara i nieudane próby reformy MFW na początku lat 70. spowodowały coraz powszechniejsze stosowanie kursów płynnych. W latach 80. i 90. obok kursów stałych i zmiennych pojawiły się nowe mechanizmy kursowe o charakterze hybrydowym, łączące w sobie cechy dwóch podstawowych reżimów kursowych.

Zmiany jakie dokonały się w międzynarodowym systemie walutowym zmusiły władze Funduszu do przygotowania nowej klasyfikacji kursów, która uwzględniałaby różnorodność stosowanych mechanizmów kursowych. I tak, w 1999 r. MFW wyróżnił 8 rodzajów reżimów kursowych. Są to: 1) porozumienie wykluczające istnienie pieniądza krajowego (np. oficjalna dolaryzacja lub unia walutowa), 2) zarząd walutowych (*currency board*), 3) konwencjonalne stałe kursy walutowe (*fixed peg arrangements*), 4) kursy stałe z marżami wahań (*pegged exchange rate within horizontal bands*), 5) pełzający parytet (*crawling peg*), 6) kursy wewnątrz pełzających marż wahań (*exchange rate within crawling band*), 7) kurs płynny kierowany (*managed floating*), 8) kurs płynny niezależny (*independent floating*).

Przedstawione 8 rodzajów kursów można zaszeregować do 3 kategorii kursowych, są to:

- kursy sztywne (pozycja 1 i 2),
- kursy stałe (pozycja 3, 4, 5, 6),
- kursy płynne (pozycja 7, 8).

Klasyfikacja ta umożliwia prześledzenie statystycznych zmian w częstotliwości występowania różnych mechanizmów kursowych od początku lat 90. Zmiany te przedstawiają się następująco:

- kursy płynne: 1990 – 49 państw, 2000 – 72 państwa, 2006 – 79 państw;
- kursy stałe: 1990 – 88 państw, 2000 – 56 państw, 2006 – 60 państw;
- kursy sztywne, unia walutowa: 1990 – 15 państw, 2000 – 45 państw, 2006 – 48 państw.

Przedstawione dane pokazują wyraźnie, że po okresie bardzo szybkiego upowszechnienia się kursów płynnych, ostatnie lata charakteryzowały się stabilizacją liczby państw stosujących ten mechanizm kursowy.

⁴ A. Bubula, I. Otker-Robe, *Are Pegged and Intermediate Exchange Rate Regimes More Crisis Prone?*, IMF Working Paper no 223, 2003.

Kursy stałe cechuje proces odwrotny; po okresie odchodzenia od tego mechanizmu w latach 90., w okresie 2000–2006 stabilizuje się liczba państw używających tego reżimu kursowego.

Prawdziwą eksplozję odnotowują kursy sztywne, jest to konsekwencją tworzenia licznych unii walutowych i coraz intensywniejszego procesu dolaryzacji państw rozwijających się.

Powracając do badań A. Bubula i I. Otter-Robe, Autorzy zastosowali powszechną w literaturze klasyfikację podziału na dwie lub trzy grupy mechanizmów kursowych⁵. Różnią się one jedynie stosowaną terminologią od klasyfikacji przedstawionej powyżej. Podział pierwszy, dychotomiczny, zwany też bipolarnym, wyróżnia reżimy stałych kursów (*fixed, pegged regimes*) i kursów płynnych (*floating regimes*). Do kursów stałych są zaliczane: unie walutowe, reżimy przyjmujące waluty innego kraju (dolaryzacja lub euroizacja), *currency board*, konwencjonalne stałe kursy, pełzające parytety we wszystkich odmianach. Grupę kursów płynnych tworzą: kierowany płynny i niezależny *floating*.

W trójdzielnej klasyfikacji mechanizmów kursowych wyróżnia się:

- kursy sztywne (*hard pegs*), które obejmują unie walutowe, *currency board* i przyjęcie innej waluty;
- pośrednie reżimy (*intermediate regimes*), które tworzą: konwencjonalne stałe, wszystkie rodzaje pełzających i aktywnie kierowany płynny (*tightly managed floats*);
- kursy płynne (*floating regimes*) obejmujące: kierowane płynne i niezależny *floating*.

Omawiana analiza efektywności poszczególnych reżimów kursowych wykazała, że najbardziej kryzysogenne są tzw. reżimy pośrednie⁶. Wyniki badań autorów przedstawia tab. 1.

Przedstawione w tab. 1 dane wskazują, że reżimy *hard peg* są najbardziej odporne na kryzysy we wszystkich grupach państw. Wnioski nie są takie oczywiste, jeżeli wyłączymy z grupy I unie walutowe i dolaryzację. Okaże się wtedy, że *currency board* są bardziej kryzysogenne w grupie państw rozwiniętych i na rynkach wschodzących niż kursy płynne.

Analizując efektywność reżimów kursowych przy zastosowaniu podziału bipolarnego, autorzy wykazali, że częstotliwość kryzysów walutowych przy zastosowaniu kursów płynnych (niezależnych i kierowanych) jest niewiele mniejsza od skłonności do kryzysów w grupie kursów stałych. W przypadku krajów rozwijających się wielkości te kształtują się na zbliżonym poziomie.

Wyniki te nie są zaskakujące, jeżeli wziąć pod uwagę wnioski z wcześniej przeprowadzonych badań (MFW – 1997)⁷, obejmujących lata 1975–1996, a więc okres upowszechniania się kursów płynnych. Analizy te wykazały, że częstotliwość występowania kryzysów przy zastosowaniu kursów stałych i płynnych jest bardzo zbliżona.

⁵ J. Bilski, *Międzynarodowy system walutowy*, PWE, Warszawa 2006, s. 239.

⁶ A. Bubula, I. Otter-Robe, *op. cit.*, s. 13.

⁷ *Ibidem*, s. 5.

Tabela 1. Występowanie kryzysów walutowych w przypadku użycia różnych reżimów kryzysowych w latach 1990–2001

Wyszczególnienie	Procentowy udział w poszczególnych rodzajach reżimów	Częstotliwość kryzysów w poszczególnych reżimach kursowych ^{a)}		
		wszystkie kraje badanej próby	kraje rozwinięte i rynki wschodzące	kraje rozwijające się
I. Sztywne kursy	7,14	0,41	0,29	0,44
Dolaryzacja	0,00	0,00	0,00	0,00
Unie walutowe	5,61	0,40	0,00	0,45
Currency board	1,53	0,55	0,64	0,44
II. Pośrednie reżimy	72,96	1,30	1,21	1,36
Konwencjonalne kursy stałe w stosunku do pojedynczych walut	23,47	1,54	1,08	1,70
Konwencjonalne kursy stałe w stosunku do koszyka walut	16,33	1,41	2,38	1,22
Kursy konwencjonalne z marżami wahań	11,22	1,26	1,19	1,47
Pełzające parytety	10,20	1,18	1,21	1,16
Stopa crowla ustalana ex ante	3,57	1,18	1,81	0,38
Stopa crowla ustalana ex post	6,63	1,18	0,61	1,42
Kroczące marże wahań	4,59	0,90	0,95	0,77
Stopa crowla ustalana ex ante	2,55	0,70	0,76	0,52
Stopa crowla ustalana ex post	2,04	1,44	1,42	1,49
Kurs płynny aktywnie kierowany	7,14	1,04	0,99	1,09
III. Pozostałe płynne kursy	19,90	0,72	0,52	0,88
Kurs płynny kierowany nieaktywnie	8,67	0,66	0,36	0,80
Niezależny kurs płynny	11,22	0,78	0,60	0,98
	100,00			
IV. Klasyfikacja bipolarna				
Kursy stałe	72,96	1,09	1,10	1,09
Kursy zmienne	27,04	0,79	0,61	0,92
Liczba obserwacji	19 853	19 853	7 485	12 368
Liczba kryzysów	196	196	68	128

^{a)} Częstotliwość kryzysów w poszczególnych reżimach kursowych jest obliczana jako ilość kryzysów w ogólnej liczbie obserwacji, w których występował ten mechanizm kursowy.

Źródło: A. Bubula, I. Otker-Robe, *Are Pegged and Intermediate Exchange Rate Regimes More Crisis Prone?*, IMF Working Paper no 223, 2003, s. 13.

Konkluzje te tylko w części potwierdzają obiegową prawdę, że kursy płynne są najlepszym rozwiązaniem z punktu widzenia sprawności funkcjonowania światowego systemu walutowego i odporności na kryzysy walutowe. Tak więc nie ma przekonujących dowodów świadczących o tym, że Polska stabilizując kurs złotego będzie w istotny sposób narażona na kryzysy walutowe.

3. Złoty w ERM II

Na początku 2007 r. tylko Polska, jako jeden z nowo przyjętych państw UE, stosowała w pełni płynny kurs walutowy⁸. Czechy mają kurs płynny kierowany, Węgry kurs stały z marżami wahań $\pm 15\%$ od kursu centralnego. Pozostałe kraje należą do ERM II⁹. Prowadzenie przez nowe państwa Wspólnoty aktywnej polityki kursowej nie wyklucza stosowania strategii bezpośredniego celu inflacyjnego. I tak, Czechy, Węgry, Słowenia (do 1 stycznia 2007) łączą działania stabilizacyjne w dziedzinie kursów z BCI. Pozostałe kraje mają kotwicę kursową.

Trzy kraje „starej” Wspólnoty pozostają poza strefą euro, są to: Wielka Brytania, Szwecja, Dania. Dania należy do ERM II z zadeklarowanym pasmem wahań $\pm 2,25\%$. Szwecja i Wielka Brytania są poza mechanizmem stabilizacji kursów. W opinii większości ekonomistów pozostawanie przez te kraje poza ERM II wynika raczej z decyzji politycznych, a nie ekonomicznych. Wielka Brytania demonstruje w ten sposób swą niezależność walutową, Szwecja robi co może, aby nie uczestniczyć w ERM II, ponieważ jest to jedyna szansa na niespełnienie kryteriów z Maastricht i odłożenie członkostwa w strefie euro. Pozycja walutowego outsidera W. Brytanii i Szwecji nie wpłynęła na wahania kursów ich walut, funt i korona utrzymują do euro stabilny kurs zmieniający się w granicach 1–1,5% w 2006 i na początku 2007 r.

W świetle przedstawionych faktów zupełnie niezrozumiała jest niechęć polskich władz monetarnych do włączenia złotego do ERM II¹⁰. Wydaje się, że obecnie nie ma praktycznie żadnego zagrożenia, gdy idzie o możliwość utrzymania złotego w dopuszczalnych marżach wahań. Dowodzi tego przeprowadzona analiza zmienności kursu złotego do euro.

Na przygotowanych dwóch rysunkach analizowałem wahania polskiej waluty do EUR. W pierwszym przypadku (rys. 1) przyjąłem jako kurs centralny rynkowy kurs złotego z 31 grudnia 2004 r. Analiza obejmowała lata 2005, 2006 i pięć miesięcy 2007 i opierała się na dziennych zmianach kursu EUR/PLN.

Kurs EUR/PLN w latach 2005–2007

Kurs centralny z 31.12.2004 r. 1 EUR = 4,0790 PLN

Górny punkt interwencyjny +15% – 3,4672

Dolny punkt interwencyjny –15% – 4,6909^a

Wariancja – 0,012

Odchylenie standardowe – 0,012

Odchylenie kwadratowe – 7,607

Odchylenie średnie – 0,092

⁸ Analiza obejmuje okres przed przystąpieniem Bułgarii i Rumunii, EBC Raport roczny 2006, s. 97.

⁹ Część państw, np. Litwa, Łotwa i Estonia, na zasadzie jednostronnego zobowiązania ogranicza pasmo wahań, np. Łotwa do $\pm 1\%$, Litwa i Estonia stosują *currency board*.

¹⁰ Mówiąc „władz monetarnych”, mam na myśli NBP i rząd. Wynika to z zapisów w Konstytucji RP, które stanowią, że politykę kursową prowadzi rząd w uzgodnieniu z NBP.

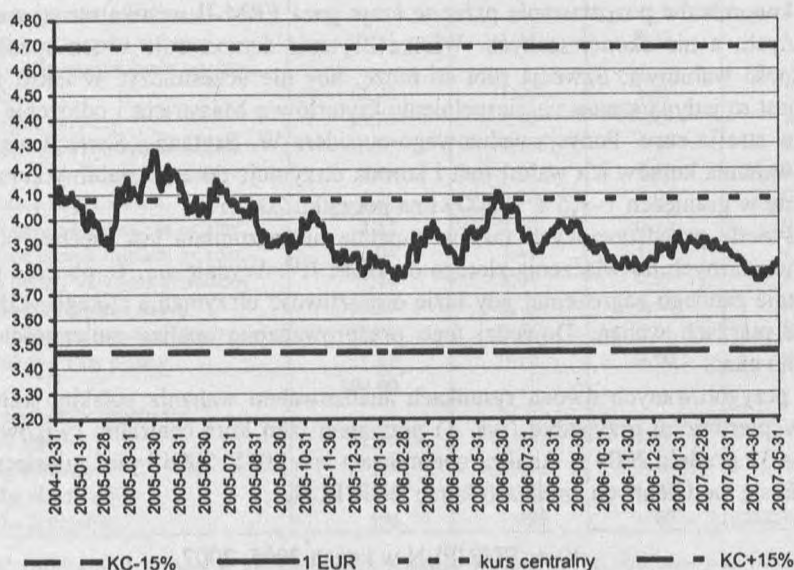
^a Na wykresie górny i dolny punkt interwencyjny jest odwrócony.

Odchylenie maksymalne 4,2756, w ujęciu procentowym maksymalna deprecjacja 4,8%

Odchylenie minimalne 3,7465, w ujęciu procentowym maksymalna aprecjacja 8,15%.

Jak wynika z obliczeń, w omawianym okresie PLN miał maksymalną deprecjację w stosunku do kursu centralnego w EUR w wysokości 4,8% i aprecjację na poziomie 8,15%. Oznacza to, że wahania przekroczyły w niewielkim stopniu 50% dopuszczalną marżę po „mocnej stronie” parytetu i ca 30% po słabej.

W drugim przypadku jako kurs centralny przyjąłem kurs rynkowy z 30 grudnia 2005.



Rys. 1 Kurs EUR/PLN w latach 2005–2007

Źródło: Opracowano na podstawie danych NBP.

Kurs EUR/PLN w latach 2006–V.2007

Kurs centralny z 30.12.2005 r, 1 EUR = 3,8598

Górny punkt interwencyjny +15% – 3,2808

Dolny punkt interwencyjny –15% – 4,4388

Wariancja – 0,006

Odchylenie standardowe 0,075

Odchylenie kwadratowe 1,991

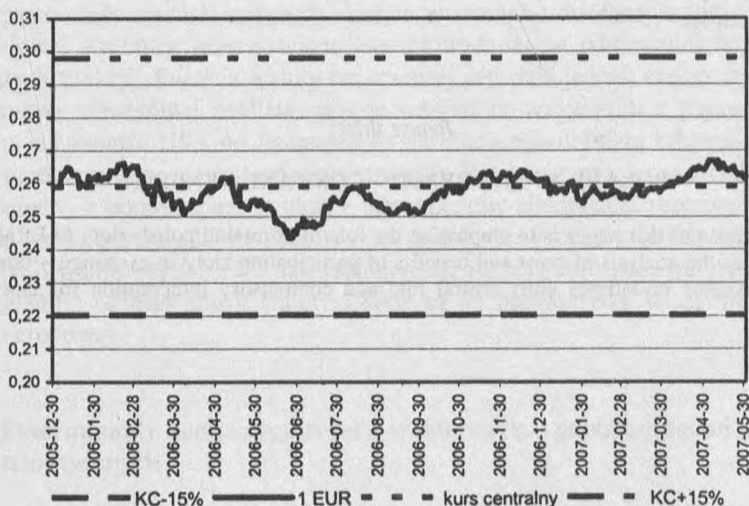
Odchylenie średnie 0,060

Odchylenie maksymalne 4,1065, w ujęciu procentowym maksymalna deprecjacja 6,39%

Odchylenie minimalne 3,7465, w ujęciu procentowym maksymalna aprecjacja 2,94%.

Jak wynika z przedstawionych wyliczeń, przyjęcie jako kursu centralnego kursu rynkowego z końca 2005 r. zmniejszyło całkowitą skalę wahań do 9,33% (6,39% + 2,94%) w porównaniu z 12,95% (8,15% + 4,80%) z pierwszego przykładu.

Zmniejszenie skali wahań wynikało z faktu, że kurs rynkowy z 30 grudnia 2005 r. znajdował się bliżej kursu średniego dla danego okresu. W ujęciu ilościowym wahania złotego były zbliżone i wynosiły w pierwszym przykładzie 1,2237 PLN, w drugim 1,1580 PLN.



Rys. 2. Kurs EUR/PLN w latach 2005–2007

Źródło: Jak na rys. 1.

Przedstawiona analiza nie pozostawia wątpliwości, że wprowadzenie złotego do ERM II nie tworzyło i nie tworzy najmniejszego zagrożenia dla utrzymania dopuszczalnych marż wahań. Co więcej, dane wskazują, że polskie władze monetarne mogą pomyśleć o utworzenie miękkich *target zones* na poziomie ok. 50% dopuszczalnych marż.

Wprowadzenie polskiej waluty do ERM II byłoby wyraźnym sygnałem dla rynków finansowych, że Polska poważnie traktuje przystąpienie do strefy euro, i byłoby również instytucjonalnym zakotwiczeniem złotego w europejskim mechanizmie stabilizacji kursów.

Jest jeszcze jeden powód, dla którego polska waluta jak najszybciej powinna znaleźć się w ERM II. Otóż okazuje się, że EBC będzie oceniał stopień konwergencji

nowych krajów członkowskich, analizując wszystkie kryteria zbieżności łącznie. Znaczy to, że poziom inflacji, stóp procentowych i innych będzie akceptowany przez Radę Zarządzającą jeżeli będzie temu towarzyszyła stabilizacja kursu. Tak wynika z ostatnich decyzji EBC w sprawie Słowacji. Oznacza to, że wymagane są paralelne postępy we wszystkich kryteriach z Maastricht. Nie można zatem koncentrować uwagi na wybranych kryteriach zbieżności, lekceważąc inne. Jest rzeczą oczywistą, że osiągnięcie zadowalającego poziomu inflacji w warunkach kursu płynnego nie gwarantuje, że utrzymane będzie tempo wzrostu cen po wprowadzeniu kursu stałego. Podobne problemy mogą dotyczyć poziomu stóp procentowych, a nawet zadłużenia.

Opóźnianie włączenia złotego do ERM II to blokowanie uruchomienia w polskiej gospodarce mechanizmów, które mogą absorbować szoki asymetryczne. Obecnie funkcję tę w decydującym stopniu pełni kurs waluty; potrzeba czasu, aby gospodarka wykształciła alternatywne wobec kursu instrumenty polityki dostosowawczej. Trzeba pamiętać, że proces, o którym mowa dokonywał się w krajach starej Wspólnoty w ciągu wielu lat.

Janusz Bilski

POLAND IN THE ERM II – COST AND BENEFITS

The purpose of this paper is to emphasize the role of accession polish zloty to ERM II. The paper provides the analysis of costs and benefits of participation zloty in exchange – rate mechanism. The Author investigate euro central rate and compulsory intervention for zloty period 2005-2007.