

ANDRZEJ SŁAWIŃSKI

15. RYZYKO UTRATY KONTROLI NAD WYSOKOŚCIĄ REALNEJ STOPY PROCENTOWEJ W SYSTEMIE IZBY WALUTOWEJ

WSTĘP

Celem niniejszego rozdziału jest przedstawienie, na przykładzie doświadczeń krajów bałtyckich¹, ryzyka, jakie wiąże się z wyrzeczeniem się możliwości prowadzenia polityki pieniężnej na skutek zastosowania systemu izby walutowej.

Doświadczenia związane ze stosowaniem systemu izby walutowej mają znaczenie uniwersalne. Mówią one o tym, jakie konsekwencje powstają w sytuacji, gdy bank centralny kraju, który nie jest członkiem unii walutowej zostaje pozbawiony możliwości wykorzystywania polityki pieniężnej do kontrolowania inflacji i przeciwdziałania narastaniu nierównowagi zewnętrznej.

W ostatnich latach sytuacja gospodarcza w krajach bałtyckich przyciągała wiele uwagi. Nie było tak jednak dlatego, że stosują one systemy izby walutowej. Tym, co przyciągało powszechną uwagę, było utrzymujące się w ich gospodarkach wysokie tempo wzrostu gospodarczego. Państwa bałtyckie stawiano często za wzór do naśladowania dla pozostałych krajów Europy Centralnej i Wschodniej. Rzadko jednak zauważano, że wysoki wzrost gospodarczy w krajach bałtyckich był okupiony narastaniem w ich gospodarkach nierównowagi wewnętrznej i zewnętrznej, co było w dużej mierze efektem stosowania systemów izb walutowych.

Przyznać trzeba, że negatywne konsekwencje zastosowania izb walutowych pojawiły się w krajach bałtyckich stosunkowo niedawno. Przez szereg lat izby walutowe przynosiły spektakularne korzyści.

¹ Jeśli zastosujemy kryteria formalne, izby walutowe mają Litwa i Estonia, a Łotwa stosuje system stałego kursu walutowego, ponieważ jej bank centralny ma możliwość udzielania bankom komercyjnym kredytów refinansowych.

Szybkie wprowadzenie pełnej wymienialności walut krajów bałtyckich i stałych kursów wymiany sprzyjało rozwojowi handlu zagranicznego, a w konsekwencji także wzrostowi gospodarczemu. Zastosowanie sztywnego kursu walutowego w małych otwartych gospodarkach przyniosło szybki spadek inflacji i jej ustabilizowanie na relatywnie niskim poziomie. Jednocześnie mechanizm izby walutowej zmuszał państwa bałtyckie do prowadzenia rozważnej polityki budżetowej; by zadłużenie rządu nie prowadziło do wzrostu premii za ryzyko na rynku obligacji, a w konsekwencji do wzrostu długoterminowych stóp procentowych. Wszystko to powodowało, że gdy kraje bałtyckie weszły w 2004 roku do Unii Europejskiej, panowało powszechne przekonanie, że spełnią one z łatwością kryteria z Maastricht i znajdą się w strefie euro już w 2007 roku, po 2-letnim pobycie w systemie ERM II.

Rzeczywistość okazała się inna. W latach 2005–2006 w krajach bałtyckich wystąpiło wyraźne przegrzanie koniunktury. Akcja kredytowa zaczęła rosnąć w zawrotnym tempie, osiągając w początkowych kwartałach 2006 roku na Litwie i w Estonii odpowiednio 60% i 70%. Wyraźnie wzrosła inflacja. Wzrosła na tyle, że w 2006 roku Estonia i Łotwa nie aplikowały już nawet o przystąpienie do strefy euro. Aplikacja Litwy została odrzucona pomimo tego, że przekroczenie kryterium inflacyjnego z Maastricht było w jej przypadku niewielkie.

Najbardziej charakterystyczne było jednak to, że kraje bałtyckie przestały określać swą datę wejścia do strefy euro, ogłaszając, że nastąpi w tym względzie kilkuletnie opóźnienie. Dlaczego jednak Litwa przestała mówić o swym szybkim wejściu do strefy euro w sytuacji, gdy w 2006 roku „zabrakło” jej do spełnienia kryterium inflacyjnego tylko 0,06%?

Przyczyną było to, że zastosowanie systemu izby walutowej oznacza, jak powiedzieliśmy, wyrzeczenie się możliwości wpływania na wysokość krajowych stóp procentowych. W 2006 roku Litwa tylko nieznacznie przekroczyła kryterium inflacyjne z Maastricht, ale inflacja w jej gospodarce rosła. Problem leżał w tym, że w ramach systemu izby walutowej Litwa nie mogła „po prostu” podnieść stóp procentowych, by zwiększyć prawdopodobieństwo spełnienia kryterium inflacyjnego w następnym roku. Przeciwnie, nie mając kontroli nad wysokością stóp procentowych, musiała pogodzić się z tym, że wystąpi niekorzystne sprzężenie zwrotne pomiędzy wzrostem inflacji i spadkiem realnych stóp procentowych.

Nie mając możliwości wpływania na wysokość swych stóp procentowych, kraje bałtyckie nie wiedzą, kiedy uda im się spełnić kryterium inflacyjne z Maastricht i wejść dzięki temu do strefy euro. Co więcej, nie jest to

ich obecnie główny problem gospodarczy. Jest nim to, że nie mogąc podnieść stóp procentowych i schłodzić przegrzanej koniunktury narażają się na coraz większe ryzyko narastania nierównowagi w ich gospodarkach. Jednym z jej spektakularnych symptomów jest występowanie dużych deficytów handlowych i szybki wzrost zadłużenia zagranicznego. Kraje bałtyckie znalazły się w sytuacji, w której upływ czasu nie jest ich sojusznikiem.

W chwili obecnej nie wiadomo jeszcze, czy zwiększająca się nierównowaga w bilansach płatniczych krajów bałtyckich i bardzo szybko rosnące ich zadłużenie zagraniczne zrodzą ryzyko kryzysu finansowego, czy też nastąpi samoistne osłabnięcie koniunktury i presji inflacyjnej w ich gospodarkach. Zrealizowanie się drugiego scenariusza umożliwiłoby krajom bałtyckim spełnienie kryterium inflacyjnego z Maastricht i wejście do strefy euro. Gdyby krajom bałtyckim udało się wejść do strefy euro, ich szybko rosnące zadłużenie zagraniczne stałoby się już tylko zadłużeniem krajowym. Nie rodziłoby *ryzyka kraju*. Im dłużej jednak kraje bałtyckie będą pozostawały poza strefą euro, tym większe może być ryzyko, że zawiśnie nad nimi groźba kryzysu finansowego.

ZAGROŻENIA ZWIĄZANE ZE STOSOWANIEM SYSTEMU IZBY WALUTOWEJ

Czasami angielska nazwa *currency board* bywa tłumaczona jako *zarząd walutą*. Tłumaczenie takie jest niefortunne, ponieważ chodzi o system instytucjonalny, w którym bank centralny zobowiązuje się ograniczać swoją działalność tylko do kupowania i sprzedawania walut po sztywnym kursie, który nie może już być zmieniony. Jeśli nawet bank centralny przeprowadza operacje otwartego rynku, to nie robi tego w stopniu, który neutralizowałby w sposób istotny charakteryzujący system izby walutowej automatyzm wpływu zmian rezerw walutowych na wielkość płynnych rezerw banków. Jeśli władza monetarna nie może wywierać wpływu na podaż płynnych rezerw na rynku międzybankowym, to nie może tym samym oddziaływać skutecznie na wysokość krótkoterminowych stóp procentowych.

Wszystko to sprawia, że władza monetarna kraju stosującego system izby walutowej nie tylko nie ma możliwości zmiany kursu walutowego. Traci także wpływ na wysokość krajowych stóp procentowych. Wyrzeka się więc możliwości „zarządzania” walutą krajową².

² W. Małecki, *Perspektywy uzyskania przez Polskę członkostwa w Unii Gospodarczej i Walutowej a kryterium stabilności kursowej*, Studia Finansowe 2005, nr 73.

W warunkach stosowania przez państwa bałtyckie sztywnych kursów walutowych wysokość ich krajowych krótkoterminowych stóp procentowych dostosowuje się do wysokości krótkoterminowych stóp procentowych występujących w strefie euro. Przyczyną jest, rzecz jasna, mobilność międzynarodowych przepływów kapitałowych. Przy braku ryzyka kursowego zmiany rynkowych stóp procentowych w Estonii i na Litwie uruchamiają krótkoterminowe przepływy kapitałowe, które dostosowują ich wysokość do wysokości stóp procentowych w strefie euro.

Zależność ta nie odnosi się jednak do realnej wysokości stóp procentowych. Niedoskonała mobilność czynników produkcji sprawia, że inflacja w państwie stosującym izbę walutową może różnić się od inflacji w unii walutowej, której pieniądź stanowi jego walutę rezerwową.

Brak możliwości wpływania przez władzę monetarną na wysokość realnych stóp procentowych powoduje, że izba walutowa jest systemem oddziałującym na gospodarkę procyklicznie, ponieważ bank centralny ma „związane ręce” i nie jest w stanie prowadzić antycyklicznej polityki pieniężnej.

Jeśli w kraju stosującym system izby walutowej tempo wzrostu gospodarczego przekracza tempo potencjalne, jego władze monetarne nie są w stanie podnieść stóp procentowych, by zmniejszyć ryzyko wzrostu inflacji. Co więcej, jeśli następuje już wzrost inflacji, to powoduje on spadek realnych stóp procentowych, co dodatkowo potęguje ekspansję gospodarczą.

Analogicznie, jeśli w kraju stosującym izbę walutową tempo wzrostu gospodarczego spada poniżej tempa potencjalnego, jego władze monetarne nie są w stanie obniżyć stóp procentowych, by zmniejszyć ryzyko recesji. Co więcej, im bardziej obniża się tempo wzrostu gospodarczego, tym bardziej rośnie ryzyko niewypłacalności przedsiębiorstw krajowych. Następuje wzrost wysokości długoterminowych stóp procentowych. Rośnie prawdopodobieństwo wystąpienia recesji.

Niekorzystne sprzężenie zwrotne pomiędzy spowolnieniem gospodarczym i wzrostem realnych stóp procentowych staje się szczególnie groźne, jeśli wcześniejsza ekspansja gospodarcza wywołała silny wzrost zadłużenia zagranicznego. Konsekwencją takiej sytuacji jest wzrost premii za ryzyko niewypłacalności kraju stosującego system izby walutowej. Następuje silny wzrost długoterminowych stóp procentowych, ponieważ inwestorzy zagraniczni mają świadomość, że władze monetarne kraju stosującego izbę walutową nie mają możliwości przeciwdziałania recesji.

Zagrożenia powyższe są jak najbardziej realne. Ilustrują je bardzo wyraziście doświadczenia Argentyny.

DOŚWIADCZENIA ARGENTYNY

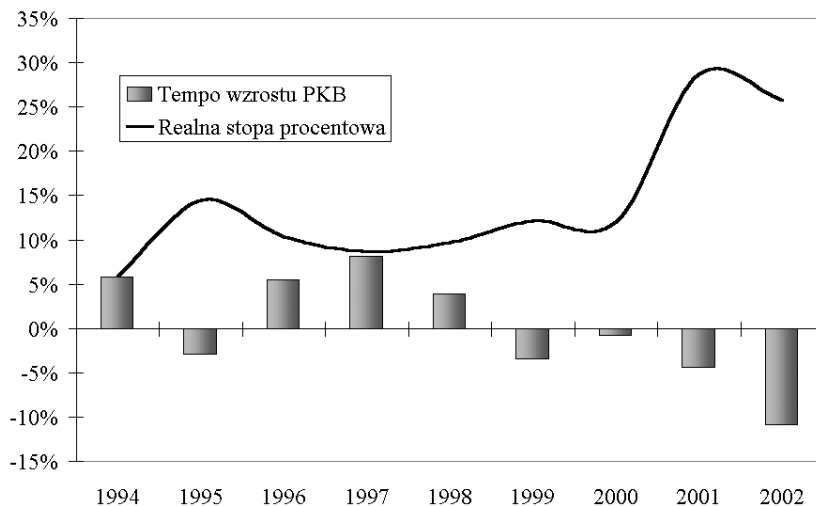
Argentyna zastosowała system izby walutowej w 1991 roku wprowadzając sztywny kurs wymiany peso w stosunku do dolara amerykańskiego. Początkowo system izby walutowej przyniósł Argentynie szereg korzyści. Uwolnił jej gospodarkę od hiperinflacji. Zmusił rząd do przeprowadzenia reform w systemie wydatków socjalnych. Z drugiej jednak strony, izba walutowa okazała się systemem, który uczynił Argentynę bezbronną wobec niekorzystnych dla niej szoków zewnętrznych.

Jedną z przyczyn było to, że Argentyna ustaliła sztywny kurs swej waluty tylko do dolara amerykańskiego, a nie do koszyka walut, którego struktura odzwierciedlałaby strukturę argentyńskiego eksportu. W sytuacji, gdy kurs argentyńskiego peso został ustalony w stosunku do dolara, 40% spadek kursu brazylijskiego reala, jaki pojawił się na początku 1999 roku, oznaczał bardzo silną aprecjację peso i spadek argentyńskiego eksportu. Podobne skutki miała trwająca od 1997 roku aprecjacja dolara amerykańskiego w stosunku do walut europejskich, a później w stosunku do euro.

Silna aprecjacja peso, zwłaszcza w stosunku do brazylijskiego reala, stała się jedną z głównych przyczyn tego, że w 1999 roku gospodarka Argentyny weszła w recesję. Co gorsze, w ramach systemu izby walutowej Argentyna nie miała możliwości, by się z tej recesji wydobyć. Przekształcony w izbę walutową Bank Argentyny nie mógł ani dokonać dewaluacji peso ani obniżyć stóp procentowych. Nie mógł więc pobudzić wzrostu gospodarczego, co zahamowałyby wywołany recesją spadek wpływów podatkowych i zwiększanie się deficytu budżetowego.

Sytuacja ta wywołała poważne obawy inwestorów. Źródłem ich niepokoju było właśnie to, że w ramach systemu izby walutowej władze Argentyny nie miały możliwości wydobywania gospodarki z recesji. W 2001 roku obawy inwestorów zmaterializowały się w postaci silnego wzrostu premii za ryzyko zawartej w stopach dochodowości argentyńskich obligacji. Spowodowało to, naturalną kolejną rzeczą, ogólny wzrost długoterminowych stóp procentowych w Argentynie, co pogłębiało recesję (wykres 2). Powstało fatalne w skutkach dla gospodarki argentyńskiej sprzężenie pomiędzy recesją i wzrostem stóp procentowych³.

³ W. Małecki, A. Sławiński, R. Piasecki, U. Żuławska, *Kryzysy walutowe*, PWN, Warszawa 2001, s. 63-66.



Wykres 1. Izba walutowa w Argentynie

Źródło: IFS

Dodatkowym czynnikiem, który zwiększał obawy inwestorów był szybko rosnący, wraz z przeszacowaniem peso, deficyt w obrotach bieżących. Rodziło to obawy inwestorów, czy Argentyna będzie w stanie spłacić swe zagraniczne zadłużenie. Było ono duże nie tylko ze względu na zadłużenie sektora publicznego, ale także dlatego, że argentyńskie firmy, nie obawiając się ryzyka kursowego, zaciągnęły dużo kredytów dewizowych.

Często wskazuje się na brak zrównowżenia budżetu jako czynnik, który odegrał decydującą rolę w załamaniu się systemu izby walutowej w Argentynie. Warto jednak zwrócić uwagę, że deficyt budżetowy Argentyny nie był duży. Dopiero w 2001 roku przekroczył nieznacznie 3% PKB. Niewielkie rozmiary deficytu budżetowego świadczą, że główną przyczyną załamania się systemu izby walutowej w Argentynie nie była nadmiernie ekspansywna polityka fiskalna, lecz wynikająca z samej istotny systemu izby walutowej niemożność prowadzenia przez władze monetarne polityki pieniężnej, która sprzyjałaby utrzymaniu się wewnętrznej i zewnętrznej równowagi w gospodarce⁴.

⁴ M. Feldstein, *Argentina's Fall. Lessons from the Latest Financial Crisis*, Foreign Affairs, March/April 2002, No. 2, Vol. 81, s. 8-14.

Doświadczenia Argentyny pokazały wyraziście, że wyzbycie się ryzyka kursowego, na drodze zastosowania izby walutowej, może oznaczać brak kontroli nad realną stopą procentową, a w konsekwencji brak kontroli nad ryzykiem niewypłacalności danego kraju, co może prowadzić w konsekwencji do kryzysu finansowego.

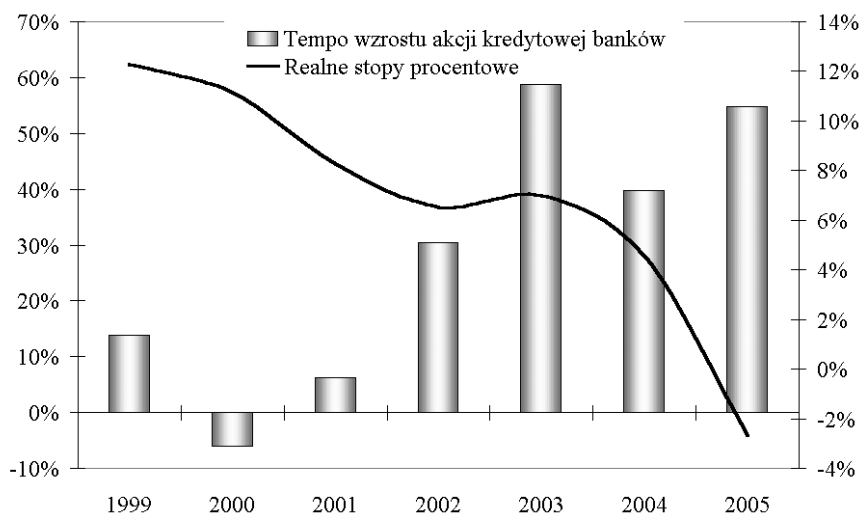
CZY KRAJOM BAŁTYCKIM MOŻE GROZIĆ KRYZYS FINANSOWY?

Okres funkcjonowania systemu izby walutowej w Argentynie charakteryzowała stosunkowo duża liczba niekorzystnych dla gospodarki argentyńskiej szoków zewnętrznych, na które izba walutowa – ze swym automatyzmem wpływu zmian rezerw walutowych na krajowe stopy procentowe – jest szczególnie wrażliwa.

Nawet w „dobrym” okresie funkcjonowania izby walutowej w Argentynie, występowały silne wzrosty krajowych stóp procentowych w okresach, gdy w wyniku kryzysów walutowych w Meksyku (1995), Azji (1997) i Rosji (1998), kapitał odpływał ze wszystkich krajów wschodzących. Wywoływane tym spadki rezerw walutowych Argentyny pociągały za sobą spadek płynnych rezerw argentyńskich banków i silny wzrost krajowych stóp procentowych.

Tego rodzaju szoki były jednak przejściowe. Prawdziwym problemem dla gospodarki Argentyny były trwałe zmiany kursu peso do walut krajów będących głównymi partnerami handlowymi Argentyny. Najpoważniejszym ciosem dla konkurencyjności argentyńskiego eksportu stanowiła wspomniana wcześniej 40% deprecjacja brazylijskiego reala w 1999 roku. Trwały i bardzo niekorzystny wpływ na argentyński eksport wywarła aprecjacja dolara w stosunku do walut europejskich w latach 1997–2001.

Kraje bałtyckie miały więcej szczęścia niż Argentyna. Dotknął je właściwie tylko jeden poważny szok zewnętrzny w postaci kryzysu walutowego w Rosji. Brak równie częstych jak w przypadku Argentyny niekorzystnych szoków zewnętrznych sprawił, że zapewniany przez system izby walutowej niski poziom stóp procentowych i łatwość dostępu do finansowania zewnętrznego sprzyjały szybkiemu wzrostowi gospodarczemu. Dlatego obecny problem krajów bałtyckich polega – jak powiedzieliśmy wcześniej – na tym, że gdy pojawiły się wyraźne symptomy przegrzania koniunktury ich władze monetarne nie mogły przeciwdziałać wytworzeniu się potencjalnie groźnego dla ich gospodarek sprzężenia zwrotnego pomiędzy szybkim wzrostem zadłużenia i spadkiem realnego poziomu stóp procentowych (wykres 2).



Wykres 2. Izba walutowa na Litwie

Źródło: IFS

Pojawia się w tej sytuacji pytanie, czy obecna faza ekspansji gospodarczej nie skończy się w krajach bałtyckich załamaniem na skutek wystąpienia podobnego jak w Argentynie kryzysu finansowego?

Zanim podejmiemy próbę odpowiedzi na to pytanie, warto zwrócić uwagę na to, że pod kilkoma względami kraje bałtyckie są w lepszej sytuacji niż Argentyna. Po pierwsze, kursy wymiany ich walut są ustalone wobec wspólnej waluty krajów, z którymi kraje bałtyckie mają największe obroty handlowe. Nie grożą im zatem negatywne zewnętrzne szoki w postaci aprecjacji ich walut w stosunku do walut krajów będących ich głównymi partnerami handlowymi, co było problemem Argentyny. Po drugie, kraje bałtyckie mają realne szanse wejść do unii walutowej, co nie było możliwe w przypadku Argentyny. Mają tym samym realną szansę „uwolnienia” się od systemu izby walutowej i związanych z nią zagrożeń. Po trzecie, kraje bałtyckie osiągnęły nadwyżki budżetowe. Ich rządy, w przeciwieństwie do rządu Argentyny, nie są poważnie zadłużone. Powoduje to, że szybko rosnące zadłużenie zagraniczne przedsiębiorstw nie wywołuje na razie pojawiania się premii za ryzyko zawartej w długoterminowych stopach procentowych.

Czy jednak – pomimo tych różnic, działających na korzyść krajów bałtyckich – nie grozi im jednak kryzys finansowy podobny do tego, jaki wydarzył się w Argentynie?

Wiele zależy od tego, czy kraje bałtyckie zdołają szybko wejść do strefy euro, gdzie ich zadłużenie zagraniczne stałoby się zadłużeniem krajowym, a osiągnięte przez nie deficyty w obrotach bieżących stałyby się tylko wskaźnikami koniunktury. Moment wejścia krajów bałtyckich do strefy euro zależy jednak od spełnienia przez nie kryterium inflacyjnego z Maastricht. W systemie izby walutowej władze monetarne nie mają skutecznych środków, by wpłynąć na inflację. Dlatego pozostaje im czekać na osłabienie koniunktury. Pytanie jest jednak, czy osłabienie koniunktury przyniesie osłabienie inflacji. To z kolei zależy od tego, ile potrwa okres obecnego przegrzania koniunktury i do jakiego poziomu wzrośnie inflacja. Im dłużej potrwa utrzymanie się inflacji na podwyższonym poziomie, tym większe będzie ryzyko, że utrwala się oczekiwania inflacyjne, rodząc inercję inflacji, co zmniejszałoby szanse na szybkie spełnienie kryterium z Maastricht.

Źródłem nadziei jest to, że procesy globalizacyjne spowodowały osłabienie inflacji w wielu krajach⁵. Same kraje bałtyckie są tego przykładem. W 2006 roku inflacja w Estonii i na Litwie była wyższa niż wymogi kryterium inflacyjnego z Maastricht, ale zadziwiająco wręcz niska jak na stan silnego przegrzania koniunktury w obu krajach.

Czy kraje bałtyckie mają komfort czekania? Być może nic się nie stanie. Być może wejdą bez większych przeszkód do strefy euro za kilka lat dzięki samoistnemu osłabieniu koniunktury i presji inflacyjnej w ich gospodarkach. Rzecz jednak w tym, że niektóre wskaźniki zadłużenia zagranicznego kraje bałtyckie mają już wyraźnie wyższe niż inne kraje wschodzące. Relacja wielkości zobowiązań płatnych w ciągu następnych 12 miesięcy do wielkości rezerw walutowych była w przypadku Estonii i Litwy bardzo wysoka (242% i 101%), przewyższając znacznie poziomy tej relacji w innych krajach⁶. Również relacja wielkości rezerw walutowych do wielkości krótkoterminowego zadłużenia zagranicznego Estonii i Litwy, wynosząc odpowiednio 50%⁷ i 60%⁸ kształtuje się wyraźnie gorzej niż w innych krajach wschodzących.

Na razie źródłem wiarygodności kredytowej krajów bałtyckich są ich nadwyżki budżetowe, nawet jeśli wziąć pod uwagę, że osiągnięcie ich w warunkach wysokiego tempa wzrostu gospodarczego jest relatywnie łatwiejsze.

⁵ *Globalisation and Inflation*, Speech by Charles Bean, London School of Economics, 24 October 2006, www.bankofengland.co.uk/publications/speeches/2006/speech281.pdf

⁶ *Directional Economics*, ING Bank, November 2006, s. 20.

⁷ *Republic of Estonia: 2006 Article IV Consultation – Staff Report; Staff Statement; Public Information Notice on the Executive Board Discussion, and Statement by the Executive Director for the Republic of Estonia*, s. 22, <http://www.imf.org>.

⁸ *Republic of Lithuania: 2006 Article IV Consultation – Staff Report and Public Information Notice on the Executive Board Discussion*, s. 33, <http://www.imf.org>

Problem leży jednak w tym, że im dłużej kraje bałtyckie będą pozostawały poza strefą euro, tym większe będzie ich zadłużenie zagraniczne. Może zwiększać się ryzyko, że wewnętrzny lub zewnętrzny szok uruchomi procesy kryzysowe.

Mechanizm kryzysu walutowego w Meksyku w 1995 roku w Azji Południowo-Wschodniej w 1997 roku oraz w Argentynie w 2001 roku polegał na tym, że ucieczka kapitału zagranicznego i wywołany nią spadek kursu spowodowały kryzys bankowy.

W krajach bałtyckich ich systemy bankowe stanowią w zdecydowanej większości filie i oddziały banków zagranicznych. Trudno dzisiaj przewidzieć, jakie byłyby ich reakcje na ewentualne załamanie się w obu krajach systemów izby walutowej.

Jakie szoki zewnętrzne mogłyby wywołać zahamowanie wzrostu w krajach bałtyckich? Mogłaby to być silna aprecjacja euro lub na przykład załamanie cen na rynku nieruchomości, stanowiącym w Estonii 15% PKB. Dzisiaj jednak trudno jest określić, co mogłoby być takim szokiem. Warto jednak pamiętać, że cokolwiek spowodowałoby spadek rezerw walutowych, to w krajach stosujących system izby walutowej implikuje to wzrost stóp procentowych. Charakteryzująca izby walutowe mechaniczna zależność bazy monetarnej od wielkości rezerw walutowych sprawia, że spadek rezerw walutowych spowodowałby radykalne zmniejszenie się bazy monetarnej obiegu i silny wzrost stóp procentowych. Bieg zdarzeń zależałby w dużej mierze od decyzji skandynawskich banków; od tego, czy zdecydowałyby się zwiększyć refinansowanie swych oddziałów w Estonii i na Litwie.

Rynki finansowe „pocieszają się”, że Estonia i Litwa, będąc w systemie ERM 2, mają prawo do korzystania z dużych linii kredytowych VSTFF (ang. *very short financing facility*) udostępnianych krajom członkowskim przez ECB w sytuacjach kryzysowych⁹. Jest to jednak pocieszenie słabe. Dostęp do VSTFF uzyskują kraje, których kurs spadł do granicy 15% pasma wokół parytetu. W przypadku Litwy i Estonii taki spadek kursu byłby już efektem całkowitego załamania się systemu izby walutowej ze wszystkimi tego konsekwencjami.

LEKCJE Z DOŚWIADCZEŃ KRAJÓW BAŁTYCKICH

Czasami można spotkać żartobliwe stwierdzenie, że izby walutowe wprowadzały kraje albo bardzo zdesperowane, albo małe. Kraje „zdesperowane” to

⁹ *Directional Economics*, ING Bank, November 2006, s. 37.

te, które zastosowały system izby walutowej, by powstrzymać hiperinflację, jak to było w przypadku Argentyny 1991 roku i Bułgarii 1997 roku. Kraje „małe” to te, które uważały, że – ze względu na charakteryzujący ich gospodarki wysoki stopień otwartości – mogą osiągnąć duże szybkie i duże korzyści z zastosowania izby walutowej.

„Renoma” izb walutowych wzrosła przejściowo po serii kryzysów walutowych w Azji Południowo-Wschodniej w 1997 roku. Uznano wtedy, że w warunkach zwiększonej mobilności międzynarodowych przepływów kapitałowych stosowanie stałego kursu walutowego może wręcz „prowokować” atak spekulacyjny. Dlatego zastanawiano się, czy w warunkach zwiększonej mobilności międzynarodowych przepływów kapitałowych nie byłyby najlepsze rozwiązania „czyste”, a więc albo system kursów sztywnych w formie izby walutowej albo system w pełni płynnych kursów walutowych¹⁰.

Kursy zmienne rzeczywiście się rozprzestrzeniły, jednakże zwłaszcza w krajach Azji nie był to bynajmniej czysty *floating*¹¹. Kraje azjatyckie tak naprawdę chciały (podobnie jak przed kryzysami walutowymi) nadal stabilizować kursy swych walut, ale nie chciały już (w wyniku doświadczeń tych kryzysów) ponosić ryzyka zobowiązania się do obrony określonego parytetu. Dlatego, jak na przykład Korea, dopuszczały wprawdzie do zmienności kursu, ale przeprowadzały jednocześnie duże interwencje walutowe (o czym świadczą duże przyrosty ich rezerw walutowych), by stabilizować kursy swych walut na poziomie sprzyjającym konkurencyjności cenowej eksportu.

Przewidywania o rozprzestrzenieniu się izb walutowych nieomal nie spełniły się wcale. Katastrofalne skutki załamania się izby walutowej w Argentynie w 2001 roku, radykalnie zmniejszyły atrakcyjność takiego systemu kursowego. Kryzys bankowy, jaki wystąpił w Argentynie po załamaniu się izby walutowej, spowodował między innymi paniczne wycofywanie wkładów przez ludność oraz długotrwałe protesty społeczne. Sygnalizowało to skalę potencjalnych zagrożeń, jakie mogą wiązać się ze stosowaniem izby walutowej.

Nasze wcześniejsze rozważania zwracały uwagę na to, że głównym źródłem tych zagrożeń jest to, że przyjęcie systemu izby walutowej oznacza wyrzeczenie się nie tylko możliwości prowadzenia polityki kursowej, ale także wyrzeczenie się możliwości wpływania na realną wysokość stóp procentowych.

W krajach bałtyckich stworzyło to na razie sytuację, w której wystąpiło niekorzystne sprzężenie zwrotne pomiędzy przegrzaniem koniunktury i wy-

¹⁰ S. Fisher, *Exchange Rate Regimes: Is the Bipolar View Correct?*, IMF, mimeo, 2001.

¹¹ L. Hernandez, P. J. Montiel, *Post-Crisis Exchange Rate Policy in Five Asian Countries: Filling in the “Hollow Middle”?*. Referat na konferencję “Exchange Rate Regimes: Hard Peg or Free Floating”, IMF Institute, Washington, March 19–20, 2001.

wołanym wzrostem inflacji spadkiem realnych stóp procentowych. Należy mieć nadzieję, że kraje te wejdą możliwie szybko do strefy euro unikając zagrożeń związanych ze wzrostem premii za ryzyko kraju, zawartej w wysokości długo-terminowych stóp procentowych.

Czynnikiem, który uniemożliwia im wejście do strefy euro, jest w dużej mierze nieadekwatność kryteriów z Maastricht do sytuacji obecnych krajów akcesyjnych. Zwrócił na to uwagę Willem Buitter, który uważa, że jeśli w gospodarce kraju akcesyjnego dokonał się proces dezinflacji, to jedynym kryterium wejścia do strefy euro powinno być spełnienie kryterium fiskalnego¹². Swoją propozycję Buitter streścił w określeniu *to set the date and the rate*, pod którym kryła się propozycja, by po spełnieniu przez dany kraj kryterium fiskalnego ustalać datę i kurs, przy którym określony kraj wchodziłby do strefy euro.

Propozycja Buittera miała umożliwić krajom akcesyjnym uniknięcie trudności, jakie mogłyby napotkać starając się spełnić kryterium stabilności kursu w świecie rosnącej mobilności krótkoterminowych przepływów kapitałowych. Odnosiła się zatem do takich krajów, jak Polska, Czechy, Słowacja i Węgry. W istocie jednak odnosi się ona także do krajów bałtyckich, które pomimo spełnienia „z nawiązką” kryterium fiskalnego nie mogły wejść do strefy euro ze względu na niefortunne dla nich zmaterializowanie się zagrożeń związanych ze stosowaniem izby walutowej w „przeddzień” oczekiwanej przez nie akcesji.

Kraje wyszechgradzkie mogą prowadzić politykę pieniężną, kontrolując dzięki temu pośrednio wielkość swego zadłużenia zagranicznego, nie mówiąc już o tym, że zmienność kursów ich walut stwarza ryzyko kursowe, co ogranicza wielkość zadłużenia zagranicznego przedsiębiorstw krajowych. Kraje bałtyckie takich możliwości nie mają. Mogą wpływać jedynie na to, by poprzez utrzymywanie nadwyżek budżetowych neutralizować ryzyko ich niewypłacalności rosnące wraz z powiększającą się wielkością ich zadłużenia zagranicznego.

Z punktu widzenia samej Unii Europejskiej lepiej byłoby kraje te przyjąć do strefy euro zamiast narażać je na ryzyko, że może je dotknąć kryzys finansowy. Gdyby Litwa i Estonia zostały przyjęte do strefy euro ich deficyty handlowe służyłyby już tylko jako wskaźniki koniunktury, nie będąc źródłem obaw inwestorów i wzrostu *ryzyka kraju*. Deficyty handlowe Litwy i Estonii przestałyby przyciągać uwagę; tak samo jak nie przyciągają jej duże deficyty

¹² W. H. Buitter, *An Attendant Godot? Financial instability risk for countries targeting Eurozone membership*, CEPR/ESI 8th Annual Conference: EMU Enlargement to the East and West, Hungarian National Bank, Budapest, 24–25 September, 2004.

handlowe Portugalii, Grecji i Hiszpanii. Również zadłużenie zagraniczne Litwy i Estonii byłoby problemem nie w sferze *ryzyka kraju*, lecz tylko stabilności systemów finansowych w obu krajach. Pozostawianie obu krajów poza strefą euro naraża je na ryzyko odpływu kapitału i wybuchu kryzysu finansowego.

Doświadczenia Litwy i Estonii stanowią kolejną ilustrację zagrożeń, jakie wiążą się ze stosowaniem izby walutowej. Wskazują, że załamanie się systemu izby walutowej w Argentynie może nie być wypadkiem odosobnionym.

ZAKOŃCZENIE

Historia gospodarcza mówi o tym, że kryzysy finansowe zdarzały się najczęściej w krajach, w których następował silny wzrost gospodarczy, finansowany napływem kapitału zagranicznego, który umożliwiał szybki wzrost akcji kredytowej i tworzenie się bąbli spekulacyjnych na rynku aktywów¹³. System izby walutowej, który miał dać krajom stosującym go stabilny wzrost gospodarczy i ochronę przed kryzysami finansowymi, okazywał się systemem, który zabezpiecza początkowo przed atakiem spekulacyjnym, ale w dłuższym okresie rodzi warunki zwiększające prawdopodobieństwo kryzysu finansowego.

Początkowo izba walutowa zabezpiecza określony kraj przed atakiem spekulacyjnym, ponieważ rynki nie podejmują spekulacji przeciwko walucie, której kursu wymiany władza monetarna nie może zmienić. Nie mają zresztą do tego powodu, ponieważ zastosowanie izby walutowej zmusza rząd do zrównoważenia budżetu. Z czasem jednak, gdy rośnie zadłużenie zagraniczne, rośnie wraz z nim prawdopodobieństwo kryzysu finansowego. W Argentynie zainicjował go nie klasyczny atak spekulacyjny przeciwko peso, lecz stopniowa wyprzedaż argentyńskich obligacji, która wywołała wzrost stóp procentowych.

Kryzys finansowy w Argentynie był efektem zbyt długiego stosowania systemu izby walutowej. Przed poważnym kryzysem bankowym nie uchronił Argentyny nawet dobry nadzór nad systemem bankowym, którego brak był jedną z przyczyn gwałtowności kryzysów finansowych w Azji Południowo-Wschodniej w latach 1997–1998. Rozwój wydarzeń w gospodarkach krajów bałtyckich sprawia, że trudno wykluczyć możliwość kryzysu finansowego mimo, że banki w tych krajach są tylko oddziałami banków zagranicznych.

¹³ P. J. R. Delargy, C. Goodhart, *Financial Crises: Plus ça change, plus c'est la même chose*, London School of Economics Financial Market Group and ESRS Research Centre, Special Paper Series, January 1999, s. 7.

Wprawdzie w okresie, gdy Argentynie groziło już załamanie izby walutowej, rząd osłabił nadzór bankowy, zezwalając bankom na kupowanie większych niż wcześniej ilości coraz bardziej ryzykownych papierów skarbowych, ale symptomatyczne było mimo wszystko to, że panika bankowa wybuchła w kraju, którego banki były długo dobrze nadzorowane i dobrze wyposażone kapitałowo¹⁴.

Gwałtowność kryzysu finansowego w Argentynie jest symptomem napięć, jakie mogą powstać w kraju, który wyrzeka się możliwości prowadzenia polityki pieniężnej, wprowadzając izbę walutową.

Polityka pieniężna polega w swej istocie na tym, by bank centralny zmieniał stopy antycyklicznie; podnosił je, gdy tempo wzrostu gospodarczego rośnie powyżej tempa potencjalnego, oraz obniżał je, gdy tempo wzrostu gospodarczego spada poniżej tempa potencjalnego. Zagrożenia, związane z funkcjonowaniem izby walutowej, polegają na tym, że władza monetarna nie może przeciwdziałać procyklicznym zmianom realnych stóp procentowych, które mogą prowadzić do szybkiego kumulowania się zjawisk nierównowagi w gospodarce.

W Argentynie brak możliwości wpływania władzy monetarnej na realną wysokość stopy procentowej w połączeniu z łatwością zewnętrznego finansowania stał się mieszkanką wybuchową. W przypadku krajów bałtyckich też tylko pozostaje nadzieja, że przegrzana koniunktura samoistnie osłabnie, nie prowadząc do nadmiernej ekspansji i jej późniejszego załamania (ang. *boom bust cycle*).

Kilka lat temu proponowano w Polsce stosowanie systemu izby walutowej¹⁵. Znaczenie doświadczeń Argentyny pomniejszono, argumentując, po części słusznie, że wystąpiły w jej przypadku dość specyficzne okoliczności. Obecne doświadczenia Litwy i Estonii mówią o tym, że zagrożenia związane ze stosowaniem izby walutowej mają wymiar uniwersalny, wynikający z samej istoty tego systemu.

Można powiedzieć, że kraje bałtyckie nie miały szczęścia, ponieważ zagrożenia, jakie wiążą się ze stosowaniem izby walutowej, zmaterializowały się w ostatnim nieomal momencie przed ich przystąpieniem do strefy euro. Istotnie tak właśnie było. Rzecz jednak w tym, że prawdopodobieństwo urzeczywistnienia się tych zagrożeń nie było małe. Ilustrują to obecne kłopoty, jakie

¹⁴ *Main Features of the Regulatory Framework of the Argentine Financial System*, Banco Central de la Republica Argentina, Buenos Aires 1999.

¹⁵ A. Bratkowski, J. Rostowski, *Wierzymy w euro*, [w:] *Kiedy koniec złotego?*, CASE, Warszawa 1999, s. 11–15; R. Antczak, *Polska na drodze do euro. Dylematy prawne i techniczne reżimu kursowego*, AE Poznań, mimeo, 17 XI 2005.

ze swą izbą walutową zaczyna mieć Bułgaria. Ona także, podobnie jak kraje bałtyckie, liczyła, że dzięki izbie walutowej wejdzie do strefy euro dwa lata po wejściu do Unii Europejskiej. Także w przypadku Bułgarii rzeczywistość okazała się inna. Przegrzanie koniunktury, wzrost inflacji i niemożności prowadzenia autonomicznej polityki pieniężnej sprawiły, że data wejścia Bułgarii do strefy euro stała się niepewna.

THE RISK OF LOSING CONTROL OF REAL INTEREST RATE LEVEL IN THE CURRENCY BOARD REGIME

SUMMARY

The chapter analyses how the implementation of currency board regimes affected Baltic states' prospects to join the euro zone. Not long ago it was expected that the currency board regime would enable Baltic States to quickly join into the Euro zone, i.e. two years after their accession to the EU. Such a scenario seemed almost certain. The recent prospects of joining the Euro zone by Baltic states seem to be distant and uncertain. The main reason for this dramatic change was the materialisation of risks, which are inherent to the currency board regime. Above all, the system is highly procyclical. The illustration is the negative feedback between the credit boom and the fall in real interest rates. Baltic states are facing not only the problem how to fulfill the Maastricht inflation criterion, but also the problem how to avoid a financial crisis, which might be triggered by the rapid growth of their foreign indebtedness.

