

Dorota Zbierchowska

ESTOŃSKA DROGA DO STREFY EURO – ZMAGANIA Z INFLACJĄ W WARUNKACH SYSTEMU IZBY WALUTOWEJ

Słowa kluczowe: *inflacja, system izby walutowej, przyjęcie euro, Estonia*

Abstrakt: Estonia stanowi przykład kraju, który od początku przemian transformacyjnych stosował sztywny reżim kursowy w postaci izby walutowej. Po skutecznym tłumieniu inflacji w pierwszym dziesięcioleciu transformacji wydawało się, że po przystąpieniu do Unii Europejskiej, a następnie do systemu ERMII, kraj ten zostanie szybko włączony do strefy euro. Jednak w kolejnych latach, charakteryzujących się wysokim wzrostem gospodarczym, gospodarka estońska nie mogła poradzić sobie ze spełnieniem kryterium stabilności cenowej. Dopiero w czasie kryzysu światowego i głębokiego załamania gospodarczego w tym kraju wszystkie kryteria konwergencji zostały spełnione, a Estonia od stycznia 2011 roku stanie się nowym członkiem unii walutowej. Celem artykułu jest znalezienie odpowiedzi na pytanie, czy procesy inflacyjne w gospodarce estońskiej były uwarunkowane funkcjonowaniem sztywnego systemu izby walutowej. Zostanie zbadane m.in. czy w praktyce występuje – zakładana w teorii – konwergencja tempa inflacji pomiędzy krajem stosującym system izby walutowej a krajem waluty rezerwowej.

ESTONIAN ROAD TO EURO AREA – A STRUGGLE WITH INFLATION WITHIN THE CURRENCY BOARD SYSTEM

Keywords: *Inflation, Currency Board System, Euro Adoption, Estonia*

Abstract: Estonia is an example of a country, which from the beginning of its transformation employed rigid course regime in the form of a currency board. After successful suppression of inflation in the first decade of transformation one could expect, that after joining the European Union and the ERMII system Estonia will soon become a member of the Euro area. However within the next few years of economic development Estonian economy could not fulfill the condition of stability of prices. Only in the time of the World Economic Crisis and Estonian great economic breakdown all criteria of convergence were satisfied. In January 2011 the country will become a member of the monetary union. The aim of this paper is to answer the question, whether processes of inflation in Estonian economy were conditioned by the presence of a rigid currency board system. One will examine here, whether there occurs - postulated in theory - convergence of inflation pace between a country employing a currency board system and a country with a reserve currency.

WPROWADZENIE

Estonia jako pierwsza spośród gospodarek Europy Środkowo-Wschodniej wprowadziła w 1992 roku system izby walutowej (*currency board*), czyli reżim kursowy, w którym władze monetarne są zobowiązane do utrzymania stałego kursu emitowanych środków płatniczych w stosunku do waluty rezerwowej i zabezpieczenia większości swoich zobowiązań rezerwami w postaci waluty rezerwowej, zagranicznych aktywów lub złota (Por. Antas 2001, s. 36).

Już w niedługim czasie od zastosowania tego rozwiązania kursowego można było zaobserwować w gospodarce estońskiej pozytywne rezultaty, związane przede wszystkim ze zwiększeniem dyscypliny polityki makroekonomicznej oraz zaimportowaniem z zewnątrz wiarygodnej polityki pieniężnej. Szybko pojawiły się także skutki w zakresie ograniczania inflacji. Z drugiej jednak strony stosowanie tego sztywnego reżimu kursowego pozbawiło estońskie władze monetarne możliwości prowadzenia autonomicznej polityki pieniężnej i swobody reakcji na zmieniające się warunki otoczenia, zwłaszcza w warunkach zjawisk kryzysowych.

Doświadczenie niemal dwóch dekad estońskich zmagania z inflacją w warunkach systemu izby walutowej pozwoli na wyciągnięcie wniosków odnośnie związków tego sztywnego reżimu kursowego z procesami inflacyjnymi. Celem artykułu jest znalezienie odpowiedzi na pytanie, czy procesy inflacyjne w Estonii były uwarunkowane funkcjonowaniem systemu izby walutowej. Przedstawiono okres stabilizacji gospodarki estońskiej - kiedy wykorzystanie systemu izby walutowej przyczyniło się do skutecznej walki z inflacją - w latach 90-tych i na początku XXI wieku przed wejściem do UE. Następnie analizie poddano przyczyny niemożności spełnienia przez Estonię kryterium inflacyjnego w kolejnych latach uczestnictwa w mechanizmie kursowym ERMII, a wreszcie implikacje światowego kryzysu gospodarczego dla osłabienia presji inflacyjnej w tym kraju i członkostwa gospodarki estońskiej w strefie euro od 1 stycznia 2011 roku.

Zgodnie z założeniami teoretycznymi, w długim okresie efektem stosowania systemu izby walutowej jest proces konwergencji tempa inflacji pomiędzy krajem stosującym system *currency board* a krajem/krajami waluty rezerwowej. Zweryfikowano więc, czy nastąpił proces konwergencji stóp inflacji pomiędzy Estonią a Niemcami (krajem, z którego walutą była związana korona estońska w latach 1992-1998) oraz Estonią a strefą euro w latach 1999-2010.

TŁUMIENIE INFLACJI PO WPROWADZENIU SYSTEMU IZBY WALUTOWEJ

O wystąpieniu ze strefy rubla i wprowadzeniu waluty narodowej oraz przyjęciu systemu izby walutowej na progu transformacji w Estonii zdecydowały względy polityczne, psychologiczne oraz gospodarcze, do których należy zaliczyć przede wszystkim hiperinflację (zob. Dąbrowski 1997, s. 16-32). Estonia przeprowadziła operację zerwania ze sferą rublową jednoetapowo, rubel rosyjski przestał być w tym kraju legalnym środkiem płatniczym 20 czerwca 1992 r., czyli w dniu wprowadzenia w obieg korony estońskiej. Fundamentem estońskiego systemu walutowego stały się przyjęte przez estoński parlament w maju 1992 r. trzy ustawy: prawo walutowe, ustawa o zabezpieczeniu korony estońskiej i prawo dewizowe (Korhonen 1999, s. 15). Te uregulowania prawne definiowały zasady funkcjonowania systemu izby walutowej w Estonii. Bank centralny podzielono na dwa departamenty: emisyjny i bankowy. Departament Emisyjny otrzymał uprawnienia *currency board* i odpowiadał za utrzymanie rezerw walutowych na poziomie 100% bazy monetarnej, zaś Departament Bankowy wypełniał inne typowo techniczne zadania banku centralnego, m.in. funkcję kredytodawcy ostatniej instancji, jednak jedynie do wysokości nadwyżki rezerw

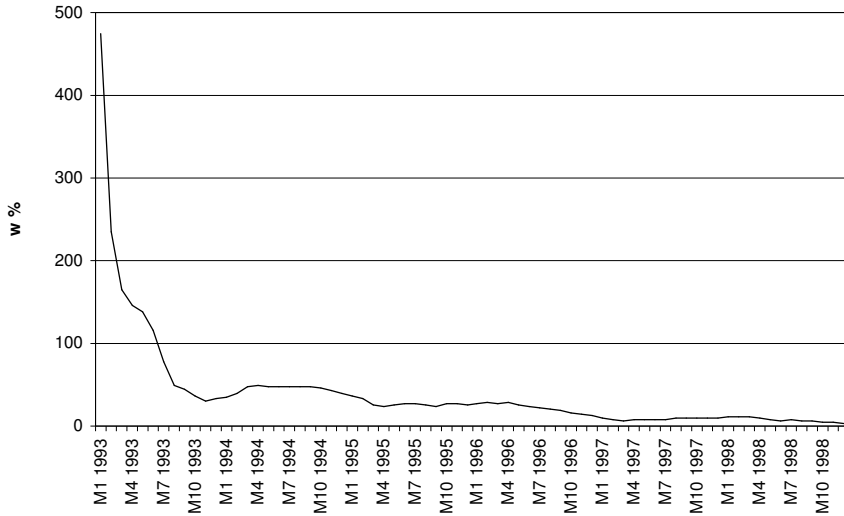
walutowych, (Knöbl, Sutt, Zavoico 1996, s. 13). Do przeprowadzenia reformy walutowej Estonia potrzebowała niezbędnych rezerw walutowych. Początkowo rezerwy walutowe pokrywały tylko 90% pasywów banku centralnego. Dopiero po odzyskaniu od państw zachodnich złota przedwojennej republiki oraz powiększeniu aktywów Banku Estonii o wartość lasów państwowych, wycenianych na 150 mln dolarów, został spełniony podstawowy warunek dotyczący wielkości rezerw. W drugim kwartale 1992 roku wynosiły one zaledwie 51,9 mln USD, na koniec czwartego kwartału 1992 roku już 170,2 mln USD, a na koniec roku 1993 ich poziom wzrósł aż do wysokości 386,1 mln USD.

Początkowy kurs walutowy ustalono na poziomie 8 koron estońskich za 1 markę, co oznaczało celowe zaniżenie parytetu. Działanie takie było zamierzone, gdyż w pierwszej fazie funkcjonowania systemu izby walutowej – ze względu na ogromne różnice pomiędzy estońską a niemiecką stopą inflacji – zakładano dużą realną aprecjację korony (Kowalewski, Gąsienica-Szostak, Tymuła 1996, s. 24). Powiązanie z marką niemiecką gwarantowało przejrzystość i prostotę całego mechanizmu, było też bardzo silnym czynnikiem stabilizującym (Zob. Sepp, Lättemäe, Randveer 2002, s. 333-335).

Efekty reformy walutowej w zakresie ograniczania inflacji uwidoczniły się w niedługim czasie. Wprowadzenie w Estonii systemu izby walutowej przyczyniło się do szybkiego opanowania hiperinflacji. Inflacja roczna z poziomu 1075% w 1992 roku obniżyła się do 90% w roku 1993 i 47,7% w 1994 roku. Jednocześnie wyraźnie zmniejszyło się tempo spadku wolumenu PKB. O ile w 1992 r. odnotowano spadek PKB aż o 21,6% w porównaniu z poprzednim rokiem, to w 1993 r. tempo spadku zmniejszyło się do 8,2%, a w 1994 r. do 1,6%. W 1995 roku po raz pierwszy odnotowano wzrost gospodarczy na poziomie 4,97% PKB. Był to najlepszy wynik wśród krajów nadbałtyckich w początkowym etapie reform. W całym okresie do końca lat 90. – biorąc pod uwagę roczne wskaźniki inflacji – w Estonii widoczny był utrzymujący się trend dezinflacyjny. Również dane przedstawione na wykresach 1. i 2., prezentujące kształtowanie się stopy inflacji w Estonii w ujęciu rok do roku w okresie: styczeń 1993 r. - grudzień 1998 r.¹, pokazują wyraźnie, że po wprowadzeniu systemu izby walutowej w Estonii mieliśmy do czynienia ze spadkiem stopy inflacji miesięcznej. Ważnym dowodem zaufania do nowego reżimu kursowego Estonii był ponadto zwiększony napływ kapitału zagranicznego w okresie po wprowadzeniu nowej waluty i systemu izby walutowej.

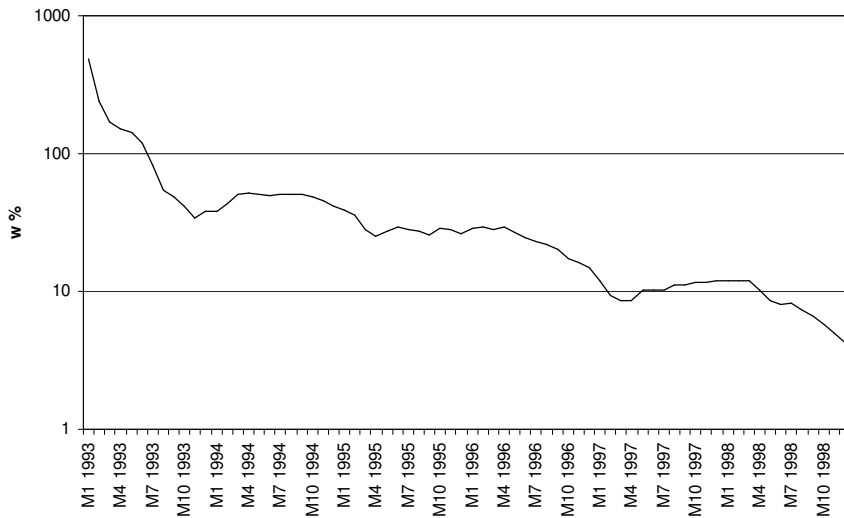
¹ Od stycznia 1993 roku dostępne są dla Estonii dane Międzynarodowego Funduszu Walutowego.

Wykres 1. Inflacja (CPI) w Estonii w okresie: styczeń 1993 – grudzień 1998 (dane miesięczne r/r)



Źródło: Dane IMF, IFS (3.06.2009).

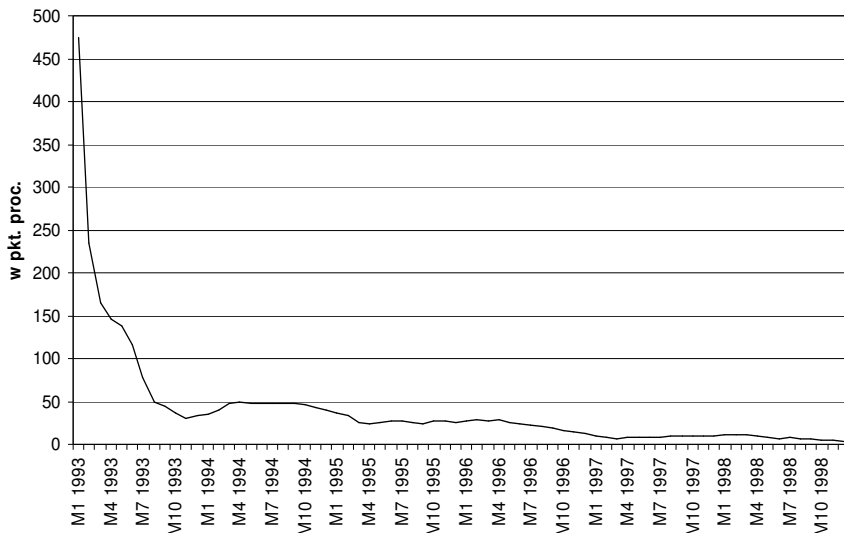
Wykres 2. Inflacja (CPI) w Estonii w okresie: styczeń 1993 – grudzień 1998 (dane miesięczne r/r) – skala logarytmiczna



Źródło: Dane IMF, IFS (3.06.2009).

Na wykresie 3. przedstawiono kształtowanie się różnic w stopach inflacji w Estonii oraz w Niemczech w okresie: styczeń 1993 – grudzień 1998. W analizowanym okresie wyraźnie widoczny jest proces konwergencji stóp inflacji pomiędzy Estonią a Niemcami, czyli krajem, z którego walutą została powiązana w systemie izby walutowej waluta estońska w latach 1992-1998. Po początkowo znacznych różnicach w stopach inflacji (sięgających w pierwszych miesiącach 1993 roku nawet kilkuset punktów procentowych), już w ostatnich miesiącach 1993 roku osiągnięto wynik poniżej 50 punktów procentowych, a pod koniec 1998 roku różnice te wynosiły zaledwie 3,9 punktu procentowego.

Wykres 3. Kształtowanie się różnic w poziomach inflacji w Estonii oraz w Niemczech w okresie: styczeń 1993 – grudzień 1998 (dane miesięczne r/r)

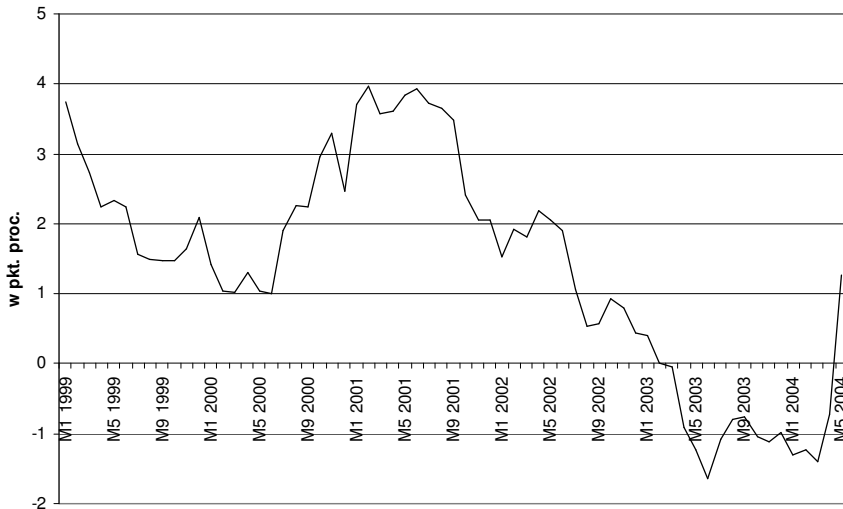


Źródło: Dane IMF, IFS (5.06.2009).

Praktyka funkcjonowania systemu izby walutowej w Estonii do końca 1998 roku dostarcza argumentów pozwalających uprawdopodobnić twierdzenie teoretyczne o zbieżności tempa inflacji oraz poziomu stóp procentowych pomiędzy krajem stosującym system izby walutowej a krajem waluty-kotwicy. Także po dokonaniu zmiany waluty rezerwowej na euro - w związku z wprowadzeniem wspólnej waluty od stycznia 1999 roku, kiedy to sztywny kurs korony estońskiej został ustalony na poziomie 1 euro = 15,6466 eek - można zaobserwować dalszą tendencję do zmniejszania różnic pomiędzy stopą inflacji w Estonii i w strefie euro –

zob. wykres 4. W sierpniu 1999 roku różnica ta wynosiła niespełna 1,5 pkt. procentowego, a w lutym 2000 r. 1,0 pkt. procentowy. Kolejne miesiące, aż do czerwca 2001 roku (kiedy to różnica osiągnęła najwyższy w tym okresie poziom 3,9 pkt. procentowego) pokazały odwrotną tendencję – do zwiększania się różnic w stopach inflacji analizowanych krajów. Było to związane ze wzrostem w tym czasie poziomu inflacji w Estonii – zob. wykres 5. Następnie w okresie od lipca 2001 roku aż do momentu wejścia Estonii do UE w maju 2004 roku zaobserwować można przyspieszony proces konwergencji tempa inflacji.

Wykres 4. Kształtowanie się różnic w poziomach inflacji w Estonii oraz w Niemczech w okresie: styczeń 1999 – maj 2004 (dane miesięczne r/r)

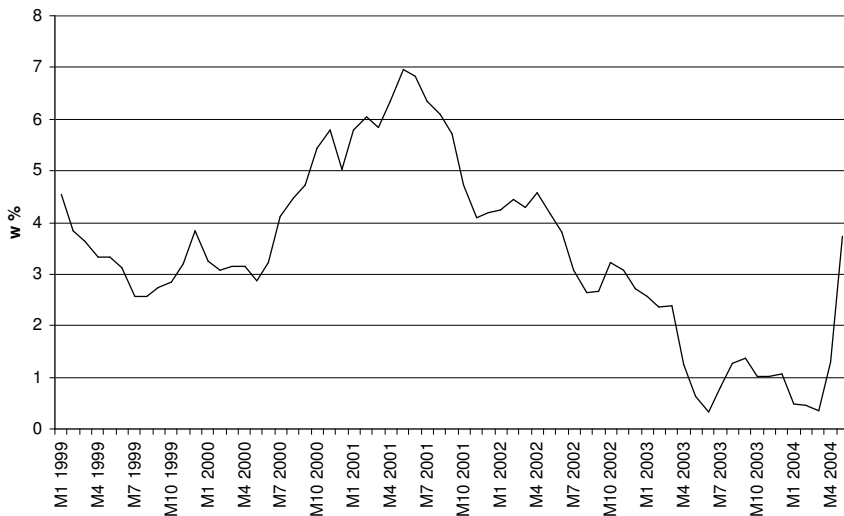


Źródło: Dane IMF, IFS (5.06.2009).

Pomimo że w latach 1992-2004 roku, za wyjątkiem okresu: lipiec 2000 –czerwiec 2001 występowała wyraźna tendencja do zmniejszania się różnic pomiędzy stopą inflacji w Estonii a stopą inflacji w Niemczech, a później w strefie euro, to w całym analizowanym okresie utrzymywały się one na dodatnim poziomie, co powodowało realną aprecjację korony estońskiej. Wpłynęło to na pogorszenie międzynarodowej konkurencyjności gospodarki oraz zmniejszenie konkurencyjności eksportu, którego wzrost był w analizowanym okresie zdecydowanie wolniejszy od tempa wzrostu importu. Znalazło to odzwierciedlenie w deficycie handlu zagranicznego oraz na rachunku płatniczym obrotów bieżących.

Realna aprecjacja korony estońskiej sprzyjała natomiast utrzymaniu inflacji na stosunkowo niskim poziomie. Jak pokazano na wykresie 5., w czerwcu 2003 r. i w marcu 2004 r. wskaźnik inflacji w Estonii (r/r) kształtował się na poziomie niespełna 0,5%. W analizowanym czasie wskaźać można również okresy wzrostu tego wskaźnika (maksymalnie do poziomu prawie 7% w maju 2001 r.).

Wykres 5. Inflacja (CPI) w Estonii w okresie: styczeń 1999 – maj 2004 (dane miesięczne r/r)



Źródło: Dane IMF, IFS (3.06.2009).

Przy ocenie skuteczności systemu izby walutowej w Estonii w latach 90. zdecydowanie uprawniony jest wniosek, iż w tym okresie system ten dobrze spełnił swoją rolę i poprzez znaczne obniżenie stopy inflacji przyczynił się do stabilizacji finansowej w tej gospodarce. Sztwy kurs walutowy i szybka liberalizacja przepływów kapitałowych sprzyjała rozwojowi wymiany z zagranicą oraz – z wyjątkiem niekorzystnych następstw kryzysu azjatyckiego i rosyjskiego – osiągnięciu wysokich wskaźników wzrostu gospodarczego. Stopa inflacji średniorocznej w 1999 roku osiągnęła najniższy poziom (3,29%) od czasu wprowadzenia systemu izby walutowej.

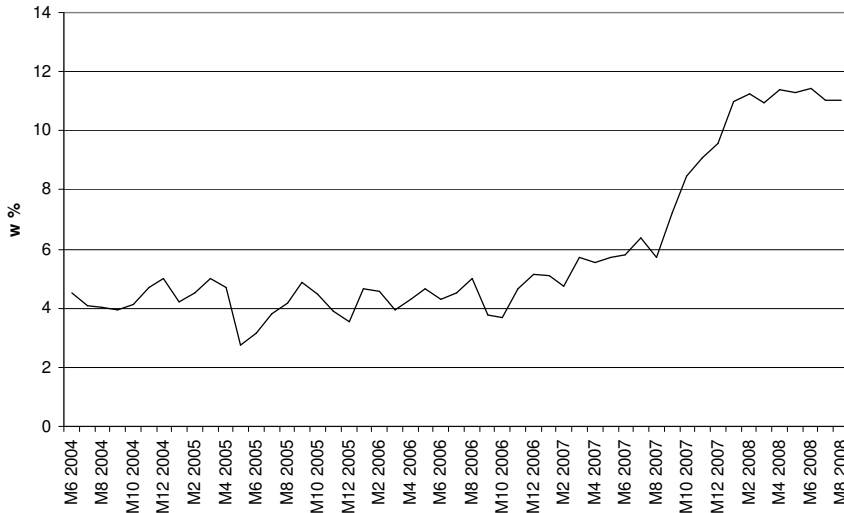
Wątpliwości w jednoznacznej ocenie wyników stosowania tego reżimu kursowego w zakresie ograniczania inflacji pojawiają się po 2000 roku, kiedy to sytuacja inflacyjna w Estonii nie była już tak korzystna i nastąpiło odwrócenie trendu dezinflacyjnego. W 2000 roku odnotowano stopę inflacji o 0,73 pkt. procentowego wyższą niż rok wcześniej, a w 2001 roku o 1,7

pkt. procentowych wyższą w porównaniu z rokiem ubiegłym. Kolejne dwa lata przyniosły spadek inflacji rocznej do poziomu 1,34% w 2003 roku, czyli rok przed wejściem w struktury Unii Europejskiej. Jednak po paśmie wyraźnych sukcesów gospodarczych Estonii, zaliczanej do „tygrysów nadbałtyckich”, od 2004 roku i akcesji do UE zaczęły pojawiać się symptomy wskazujące na istnienie znacznych ograniczeń związanych ze stosowaniem tego restrykcyjnego rozwiązania kursowego.

PROBLEMY Z INFLACJĄ W MECHANIZMIE KURSOWYM ERM II

Po wejściu Estonii w struktury UE estońskie władze monetarne wyznały wyraźny kierunek: od systemu izby walutowej do strefy euro. Przyjęcie euro traktowano jako strategię wyjścia z systemu *currency board* (zob. Brixiova, Morgan, Wörgötter 2010, s. 204). Na wniosek Estonii, już od 28 czerwca 2004 r. korona estońska została włączona do mechanizmu kursowego ERM II. Władze estońskie utrzymały swoje zobowiązanie stosowania zarządu walutą, jak również niezmienny sztywny kurs korony estońskiej do euro, tj. 1 euro = 15,6466 koron estońskich. W tym kraju nie wykorzystano więc standardowo przyjmowanego pasma odchyień $\pm 15\%$ od kursu parytetowego. Estonia, podobnie jak Litwa i Łotwa, nie dokonała zmiany stosowanego rozwiązania kursowego na bardziej elastyczne. Tak restrykcyjna polityka kursowa okazała się w dłuższym okresie bardzo nieskuteczna, doprowadziła bowiem do znacznego pogorszenia salda bilansu handlowego oraz bilansu obrotów bieżących (Zob. Stefański 2007, s. 108). Ponadto, przy bardzo szybkim wzroście gospodarczym zaczęły pojawiać się poważne problemy z inflacją (zob. wykres 6.), co uniemożliwiło Estonii w kolejnych latach uczestnictwa w ERM II spełnienie kryterium konwergencji dotyczącego stabilności cenowej. W tabeli 1. w Aneksie pokazano, że w roku 2006 Estonii zabrakło niespełna 2 pkt. proc. do osiągnięcia wartości referencyjnej, zaś w 2008 roku różnica ta dramatycznie się zwiększyła. W Raporcie o konwergencji z maja 2008 roku odnotowano, że Estonia w okresie referencyjnym od kwietnia 2007 roku do marca 2008 roku zanotowała 12-miesięczną średnią stopę inflacji HICP na poziomie 8,3%, czyli ponad 5 pkt. procentowych wyższą od wartości referencyjnej przewidzianej w Traktacie, która dla tego okresu wyniosła 3,2%, (zob. *Raport o konwergencji...* 2008, s. 43).

Na wykresie 6. zaprezentowano tempo inflacji w Estonii od wejścia do ERM II do miesiąca poprzedzającego wybuch kryzysu gospodarczego.

Wykres 6. Inflacja (CPI) w Estonii w okresie: czerwiec 2004 – sierpień 2008
(dane miesięczne r/r)

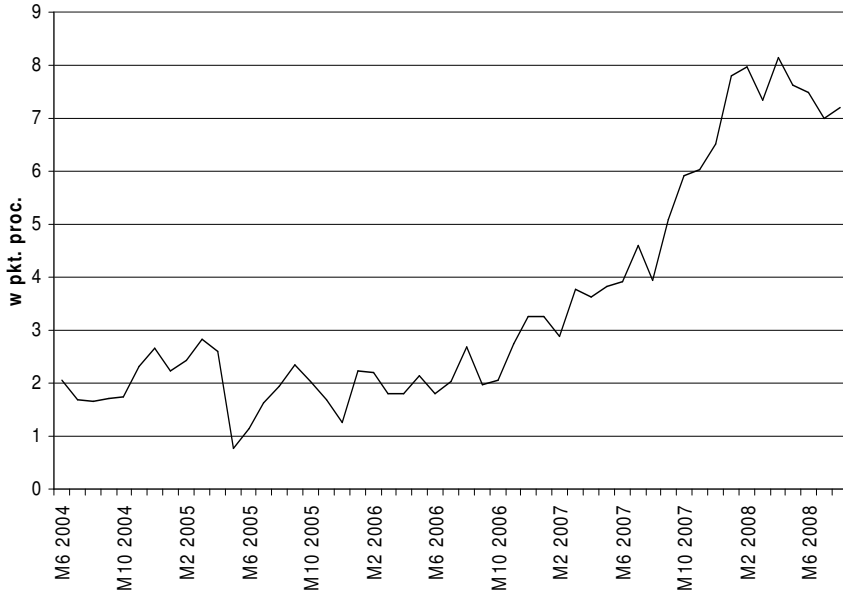
Źródło: Dane IMF, IFS (5.06.2009).

Od czerwca 2004 roku do początku 2007 roku stopa inflacji oscylowała wokół poziomu 4%, następnie tempo inflacji uległo gwałtownemu przyspieszeniu i w styczniu 2008 roku przekroczyło 10% (r/r). Takie kształtowanie się wskaźników inflacji w Estonii związane było z szybkim wzrostem popytu krajowego, wynikającym z ożywienia gospodarczego po 2004 roku, podwyżki podatków pośrednich i cen kontrolowanych związanych z przystąpieniem do UE, a także wzrost cen żywności oraz ropy naftowej (Por. Przybylska-Kapuścińska 2007, s. 214). Wysoka presja inflacyjna w tym kraju spowodowana była również dużymi wzrostami płac, znacznie przekraczającymi wzrost wydajności pracy i presji popytowych w gospodarce (zob. *Raport o konwergencji...* 2006b s. 41-42). Oznacza to, że zawiodły dostosowania w sferze realnej, jakie są niezbędne w warunkach stosowania systemu izby walutowej. W następstwie wzrostu cen energii, żywności, podatków i cen kontrolowanych zacieśnianie się rynku pracy pociągało za sobą znaczne ryzyko wystąpienia efektów drugiej rundy, które znalazły odbicie w większych i przedłużających się wzrostach płac i inflacji.

Po nasileniu procesów inflacyjnych od czerwca 2004 roku załamaniu uległ proces konwergencji stóp inflacji pomiędzy Estonią a średnią dla krajów należących do strefy euro – zob. wykres 7. Co prawda, do czerwca 2007 roku różnice te utrzymywały się na poziomie poniżej 4 pkt. procen-

towych, ale w kolejnych miesiącach zaobserwowano gwałtowne zwiększenie tych różnic, aż do poziomu 8 pkt. procentowych w lutym i kwietniu 2008 roku. W długim okresie stosowania izby walutowej ujawniły się więc problemy z dalszą konwergencją tempa inflacji pomiędzy Estonią a krajami waluty rezerwowej - euro.

Wykres 7. Kształtowanie się różnic w poziomach inflacji w Estonii oraz w strefie euro w okresie: czerwiec 2004 – sierpień 2008 (dane miesięczne r/r)



Źródło: Dane IMF, IFS (5.06.2009).

Od momentu wejścia do Unii Europejskiej szybkemu wzrostowi gospodarczemu w Estonii towarzyszyła wysoka dynamika kredytów udzielanych sektorowi prywatnemu. Kredyty dla sektora prywatnego stanowiły w 2004 roku 63,1% PKB, a w 2006 roku już 86% PKB (zob. *Analiza sytuacji gospodarczej...* 2007, s. 14). Ponadto, brak ryzyka kursowego powodował, że zdecydowana większość kredytów udzielana była w walutach obcych. Skutkowało to więc wzrostem zadłużenia zagranicznego banków estońskich. Przy niepokojąco niskim poziomie aktywów rezerwowych (na koniec 2006 roku w Estonii stan oficjalnych rezerw walutowych wynosił zaledwie 45% krótkookresowego zadłużenia zagranicznego, stanowiącego poziom bezpieczeństwa) oraz wysokim poziomem deficytu na rachunku obrotów bieżących, stanowiło to poważne symptomy zagrożenia dla rów-

nowagi gospodarczej kraju. Zaczęły pojawiać się nawet opinie ekonomistów na temat potencjalnego załamania gospodarczego w krajach nadbałtyckich, w tym Estonii (Sławiński 2007, *Risks Rising... 2007, Eastern Europe... 2007*). W 2007 roku nasiliły się także spekulacje – którym oficjalnie zaprzeczano – na temat dewaluacji łata i korony estońskiej oraz porzucenia sztywnego systemu kursowego na Łotwie i w Estonii (Dougherty 2007; Rimsevics 2007; Roman 2007). W połowie 2007 roku, w obawie przed nagłym załamaniem gospodarczym, banki komercyjne zaczęły ograniczać akcję kredytową w krajach bałtyckich. Z powodu ogromnego uzależnienia gospodarki estońskiej od napływu kapitału zagranicznego nastąpił spadek dynamiki konsumpcji, co spowodowało spowolnienie gospodarcze. W Estonii wzrosło znacznie zagrożenie stagflacją (dynamika PKB w I kwartale 2008 r. wyniosła zaledwie 0,1%, a jednocześnie inflacja w kwietniu 2008 r. ukształtowała się na najwyższym od początku lat 90-tych poziomie 11,4%).

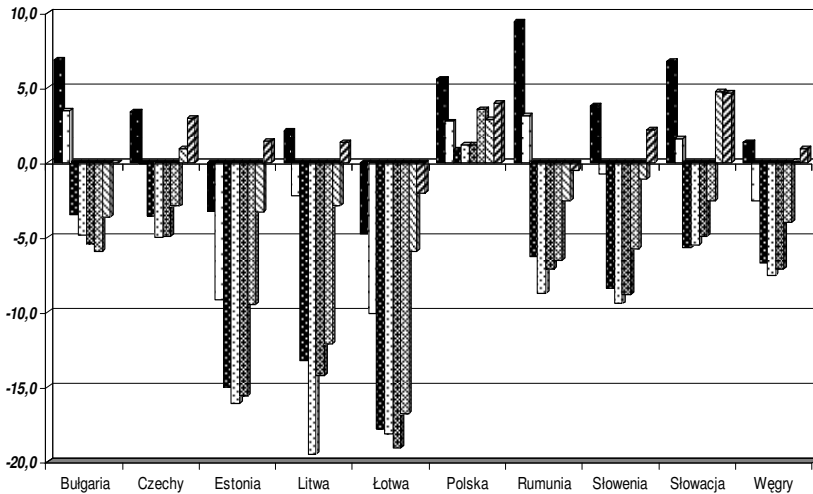
W latach 2004 – 2008, po włączeniu w struktury UE, w Estonii mieliśmy do czynienia z niemożnością spełnienia kryterium inflacyjnego związanego z wejściem do strefy euro. Powyższa analiza pokazała, że problemy te – obok czynników charakterystycznych także dla innych państw EŚW – były w znacznym stopniu uwarunkowane stosowaniem w tym kraju sztywnego rozwiązania kursowego w postaci izby walutowej. Uniemożliwiała ono prowadzenie aktywnej polityki monetarnej, pozwalającej elastycznie reagować na sytuację gospodarczą w kraju i poza granicami.

KRYZYS GOSPODARCZY JAKO DETERMINANTA SPEŁNIENIA KRYTERIUM STABILNOŚCI CENOWEJ

Negatywne konsekwencje stosowania systemu izby walutowej w Estonii ujawniły się szczególnie podczas ostatniego kryzysu finansowego. Gospodarka estońska, podobnie jak inne kraje Europy Środkowo-Wschodniej, okazała się bardzo wrażliwa na skutki kryzysu globalnego i bardzo silnie doświadczyła kryzysu zaufania. Efekt oddziaływania światowego kryzysu finansowego był bowiem największy za pośrednictwem kanału finansowego. Nagłe zahamowanie napływu kapitału zagranicznego i jego ucieczka z regionu wyraźnie przyśpieszyło i pogłębiło tendencje obserwowane w Estonii od połowy 2007 roku. Bardzo szybko spadła dynamika akcji kredytowej, pociągając za sobą spadek cen nieruchomości. Załamaniu uległ także popyt wewnętrzny, co w konsekwencji doprowadziło w Estonii do najgłębszego kryzysu gospodarczego od początku lat 90. (Por. *Analiza sytuacji gospodarczej...* 2009, s. 56). Załamanie gospodarcze w Estonii odnotowano już w III kwartale 2008 roku, a w kolejnych kwartałach go-

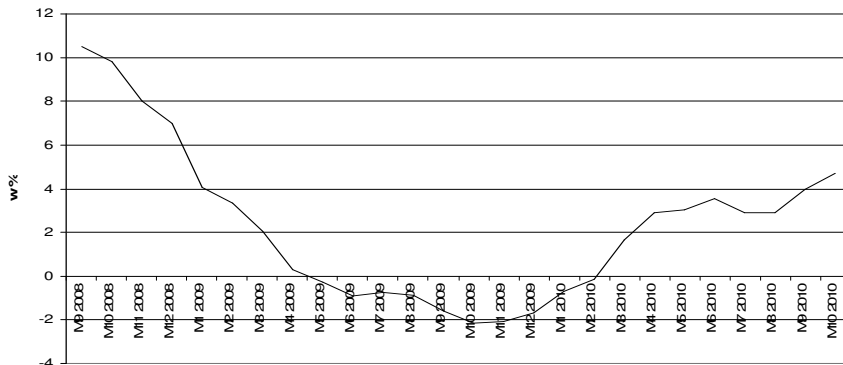
spodarka ta doświadczyła jednych z największych w EŚW, dwucyfrowych (sięgających ponad 15% w I, II i III kw. 2009 roku) spadków wolumenów PKB (zob. wykres. 8). Estonia oraz Litwa i Łotwa najszybciej i najdotkliwiej wśród wszystkich krajów regionu odczuły więc skutki kryzysu (szerzej zob. Slay, Pospišilová 2009).

Wykres 8. Dynamika wolumenu PKB w Estonii na tle pozostałych krajów Europy Środkowo-Wschodniej w okresie III kw. 2008 – II kw. 2010 – dane kwartalne (r/r)



Źródło: Dane IMF, IFS (10.12.2010).

Jedną z najważniejszych konsekwencji kryzysu – jak się paradoksalnie okazało pozytywną dla Estonii – był spadek stóp inflacji. W Estonii, która przed wybuchem kryzysu charakteryzowała się dwucyfrowymi – jednymi z najwyższych wskaźników inflacji w regionie – w wyniku globalnego osłabienia koniunktury zaobserwowano proces gwałtownej dezinflacji, momentami przechodzącej w deflację – zob. wykres 9. Spadek ogólnego poziomu cen w Estonii utrzymywał się nieprzerwanie w okresie od maja 2009 r. do lutego 2010 r. Taką sytuację w zakresie inflacji należy analizować przede wszystkim na tle silnej redukcji wydatków wewnętrznych i poważnych dostosowań w gospodarkach nadbałtyckich. (zob. *Raport o konwergencji...* 2010, s. 43).

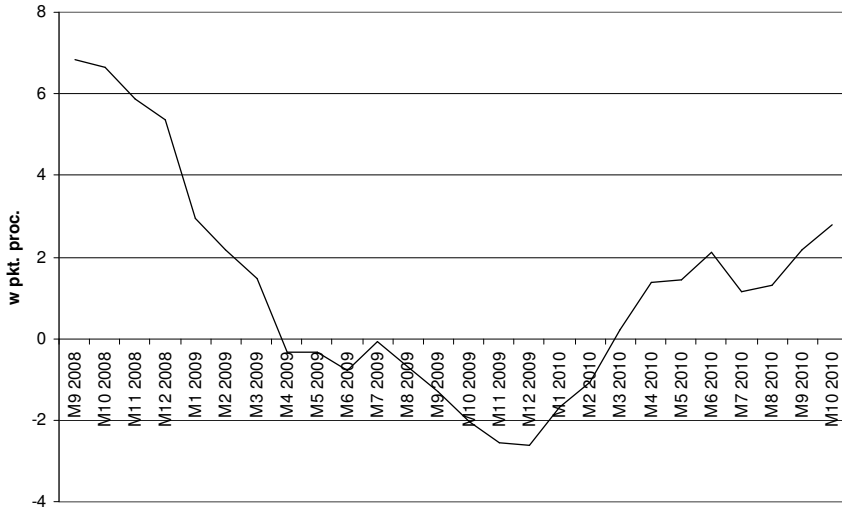
Wykres 9. Wykres 6. Inflacja (CPI) w Estonii w okresie: wrzesień 2008 – październik 2010 (dane miesięczne r/r)

Źródło: Dane IMF, IFS (10.12.2010).

Natomiast sytuacja finansów publicznych w Estonii była wysoce stabilna i pomimo znaczącego spadku aktywności gospodarczej kraj ten miał najniższy poziom długu krajowego sektora instytucji rządowych i samorządowych w całej UE. Dyscyplina finansów publicznych umożliwiła więc Estonii wypełnienie kryteriów konwergencji gospodarczej. Jednak spełnienie kryterium stabilności cenowej przez Estonię, było możliwe dopiero na skutek głębokiego załamania gospodarczego. Dopiero bowiem osłabienie koniunktury gospodarczej przyniosło Estonii osłabienie inflacji i spełnienie kryterium zbieżności, z którym gospodarka ta nie mogła poradzić sobie w okresie wysokiego wzrostu gospodarczego. Wykres 10. pokazuje, że właśnie w okresie załamania gospodarczego mieliśmy do czynienia z przyspieszonym procesem konwergencji stóp inflacji w Estonii i strefie euro.

Analiza kształtowania się różnic w poziomach inflacji w Estonii i strefie euro może jednak wskazywać na fakt – który podkreślany był także w ostatnim Raporcie o konwergencji – że istnieją poważne obawy co do perspektyw utrzymania inflacji w tym kraju na niskim poziomie. Wraz ze wzrostem stopy inflacji w Estonii od II kwartału 2010 roku ponownie zwiększyły się również analizowane różnice. Ponadto, ponowny wzrost PKB – przy systemie sztywnego kursu walutowego (do którego zaliczamy zarówno system izby walutowej, jak i uczestnictwo w unii monetarnej) – spowoduje, iż podstawowy trend aprecjacji realnego kursu walutowego przejawia się prawdopodobnie w wyższej inflacji. Symptomy tego zjawiska możemy zaobserwować w październiku 2010 r., kiedy to poziom inflacji w Estonii ponownie przekroczył 4%.

Wykres 10. Kształtowanie się różnic w poziomach inflacji w Estonii oraz w strefie euro w okresie: wrzesień 2008 – październik 2010 (dane miesięczne r/r)



Źródło: Dane IMF, IFS (10.12.2010).

Wydaje się więc, że spełnienie kryterium stabilności cenowej przez Estonię było możliwe tylko i wyłącznie na skutek zjawisk kryzysowych. Formalnie kraj ten od stycznia 2011 roku będzie kolejnym członkiem strefy euro. Czy jednak wspólna polityka monetarna okaże się lepsza od systemu izby walutowej? Na pewno zadłużenie zagraniczne Estonii w euro stanie się już tylko zadłużeniem krajowym. Ponadto istotną korzyścią może być zwiększenie wiarygodności finansowej kraju w wyniku przystąpienia do strefy euro (o ile unia monetarna przetrwa kolejne zmagania ze skutkami kryzysu globalnego). Jednak włączenie do strefy euro nie oznacza, że automatycznie znikną wszystkie problemy gospodarcze Estonii. Może się bowiem okazać, że polityka monetarna EBC zamiast sprzyjać stabilizacji makroekonomicznej w Estonii, będzie przyczyniała się do narastania procesów destabilizacyjnych. Ponadto, unia walutowa to także jedna z odmian sztywnego systemu kursowego, oznacza więc, że Estonia musi liczyć się z narastającą utratą konkurencyjności gospodarki, której nie będzie można odzyskać z wykorzystaniem narzędzi monetarnych. Konieczne jest zatem – co zaleca się w *Raporcie o konwergencji...* (2010, s. 44) – by polityka w pozostałych dziedzinach zapewniła gospodarcze środki potrzebne do przewycięzania szoków wewnętrznych oraz zapobiegania wystąpieniu zjawisk nierównowagi makroekonomicznej.

ZAKOŃCZENIE

Przeprowadzona analiza pokazuje, że procesy inflacyjne w gospodarce estońskiej były w znacznej mierze uwarunkowane funkcjonowaniem systemu izby walutowej. Po początkowych sukcesach w ograniczaniu inflacji, po wejściu w struktury UE ten sztywny reżim kursowy przyczynił się do poważnych trudności w walce z inflacją. Było to związane przede wszystkim z niemożnością prowadzenia autonomicznej polityki pieniężnej. Stosowanie tego systemu kursu walutowego uniemożliwiło Estonii osłonięcie gospodarki przed szokiem akcesyjnym oraz przez kilka lat uczestnictwa w ERMII spełnienie kryterium stabilności cenowej wymaganego przy wejściu do strefy euro. W gospodarce estońskiej mieliśmy więc do czynienia z wystąpieniem zjawiska *time inconsistency*, związanego z tym, że rozwiązania, które są skuteczne w określonym czasie, od pewnego momentu same stają się źródłem poważnych trudności w gospodarce. Wykazano ponadto, że spełnienie kryterium stabilności cenowej było możliwe jedynie na skutek załamania gospodarczego spowodowanego globalnym kryzysem finansowym.

Natomiast analiza procesów konwergencji stóp inflacji pomiędzy Estonią a krajem/krajami waluty rezerwowej pozwala wyróżnić zarówno okresy pogłębiania się zbieżności tych wskaźników, jak i okresy, kiedy różnice te wyraźnie się zwiększały. Mimo znaczących postępów w tym zakresie w pierwszym dziesięcioleciu transformacji, a także formalnego spełnienia w 2010 roku kryteriów zbieżności wymaganych przy wejściu do strefy euro, nie można stwierdzić, iż skutkiem długookresowego stosowania systemu *currency board* jest proces konwergencji stóp inflacji pomiędzy Estonią a strefą euro.

LITERATURA

- Analiza sytuacji gospodarczej w krajach Europy Środkowo-Wschodniej* (2007), NBP, Departament Zagraniczny, Wydział Międzynarodowych Studiów Porównawczych, czerwiec.
- Analiza sytuacji gospodarczej w krajach Europy Środkowo-Wschodniej* (2009), NBP, Instytut Ekonomiczny, Biuro Gospodarki Światowej i Europejskiej Integracji Gospodarczej, grudzień.
- Antas Ł. (2001), *Systemy izby walutowej. Korzyści i zagrożenia dla krajów rozwijających się*, Narodowy Bank Polski, „Materiały i Studia”, Warszawa, Zeszyt nr 133.

- Brixiova Z., Morgan M.H, Wörgötter A. (2010), *On The Road to Euro: How Synchronized Is Estonia with the Euro zone?*, „The European Journal of Comparative Economics”, Vol. 7, n.1.
- Dougherty C. (2007), *Latvia's hot growth fuels devaluation fears*, „International Herald Tribune, November 12.
- Dąbrowski M. (1997), *Ewolucja systemów pieniężnych w państwach dawnego ZSRR. Od wspólnej strefy rublowej do walut narodowych*, „Bank i Kredyt”, nr 4.
- Eastern Europe finance: Ripe for a crisis?* (2007), Country Briefing, The Economist Intelligence Unit.
- Knöbl A., Sutt, A., Zavoico B. (1996), *The Estonian Currency Board: Its Introduction and Role in The Early Success of Estonian's Transition to a Market Economy*, „IMF Working Paper”, WP/96/02.
- Korhonen I. (1999), *Currency boards in the Baltic countries: What have we learned?*, Bank of Finland, Institute for Economies in Transition, „BOFIT Discussion Papers”, No. 6.
- Kowalewski P., Gąsienica-Szostak T., Tymuła P. (1996), *Polityka kursowa w krajach Europy Środkowej i Wschodniej w latach 1990-1996*, „Transformacja Gospodarki” nr 78, Instytut Badań nad Gospodarką Rynkową, Gdańsk.
- Przybylska-Kapuścińska W. (2007), *Polityka pieniężna nowych państw członkowskich Unii Europejskiej. Od transformacji, przez inflację do integracji*, Wydawnictwo Wolters Kluwer Polska.
- Raport o konwergencji* (2004), EBC, Frankfurt am Main, May.
- Raport o konwergencji* (2006a), EBC, Frankfurt am Main, May.
- Raport o konwergencji* (2006b), EBC, Frankfurt am Main, December.
- Raport o konwergencji* (2008), EBC, Frankfurt am Main, May.
- Raport o konwergencji* (2010), EBC, Frankfurt am Main, May.
- Rimsevics I. (2007), *Standing Firm Against Manipulations with Lats' Exchange Rate*, „Diena”, February 16.
- Risks Rising in the Baltic States?* (2007), FitchRatings Special Report.
- Roman S. (2007), *Web rumor sparks weekend currency panic*, „The Baltic Times”, November 28.
- Sepp U., Lättemäe R., Randveer M. (2002), *The History und Sustainability of the CBA in Estonia*, w: Sepp U., Randveer M., (red.), *Alternative Monetary Regimes in Entry to EMU*, Bank of Estonia, Tallinn.
- Slay B., Pospíšilová M. (2009), *The Baltic Conundrum*, „CASE Network E-briefs”, nr 9.
- Sławiński A. (2007), *Ryzyko utraty kontroli nad wysokością realnej stopy procentowej w systemie izby walutowej*, [w:] B. Polszakiewicz,

J. Boehlke (red.), *Własność i kontrola w teorii i praktyce*, cz. I, UMK, Toruń.

Stefański R. (2007), *Polityka kursu walutowego w krajach Europy Środkowo-Wschodniej*, w: Kopycińska D., (red.), *Polityka gospodarcza państwa*, Katedra Mikroekonomii Uniwersytet Szczeciński, Szczecin.

ANEKS

Tabela 1. Stopień spełnienia kryteriów konwergencji przez Estonię

Kryterium	Lata	Wartość referencyjna	Wartość dla Estonii
Stopa inflacji (HICP) (%)	2004	2,4 %	3,0
	2005		4,1
	2006	2,8 % (2,6% III 006)	4,3
	2007		6,7
	2008*	3,2 %	8,3 (10,6)
	2009		0,2
	2010	1,0 %	-0,7
Długoterminowe stopy procentowe (%)	2004	6,4 %	-
	2005		-
	2006	6,2 %	-
	2007		-
	2008*	6,5 %	-
	2009		-
	2010	6,0 %	-
Sytuacja budżetowa (% PKB): deficyt (-), nadwyżka (+)	2004	-3,0 %	+2,3
	2005		+2,3
	2006	-3,0 %	+2,5
	2007		+2,8
	2008*	-3,0 %	+0,4 (-2,7)
	2009		-1,7
	2010	-3,0 %	-2,4
Dług publiczny (% PKB)	2004	60,0 %	5,2
	2005		4,5
	2006	60,0 %	4,0
	2007		3,4
	2008*	60,0 %	3,4 (4,6)
	2009		7,2
	2010	60,0 %	9,6
Stabilność kursu		min. dwa lata ERM II; brak dewaluacji do euro	ERM II od 28.06.2004

* Dla 2008 roku w nawiasach podano dodatkowo wartości z raportu w 2010 roku

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: *Raport o konwergencji* (2004, 2006a, 2006b, 2008, 2010).