

Dorota Żuchowska

Wyższa Szkoła Kultury Społecznej i Medialnej w Toruniu

POLITYKA KURSOWA A INFLACJA W PROCESIE INTEGRACJI WALUTOWEJ SŁOWENII, SŁOWACJI I ESTONII ZE STREFĄ EURO

Klasyfikacja JEL: *E31, F31, F36*

Słowa kluczowe: *inflacja, systemy kursowe, przyjęcie euro, kraje EŚW*

Abstrakt: W grupie państw Europy Środkowo-Wschodniej, które przystąpiły do Unii Europejskiej w 2004 roku, dotychczas jedynie trzy najmniejsze kraje (Słowenia, Słowacja i Estonia) weszły do strefy euro. Proces integracji walutowej w tych gospodarkach był zróżnicowany pod względem stosowanych wcześniej systemów kursowych, odmienne były również ich doświadczenia związane z tłumieniem inflacji i spełnieniem kryterium stabilności cen. Celem artykułu jest poszukiwanie odpowiedzi na pytanie, czy sposób prowadzenia polityki kursowej ma wpływ na osiągnięcie zbieżności gospodarczej ze strefą euro. Podjęta zostanie analiza porównawcza polityki kursowej Słowenii, Słowacji i Estonii w okresie poprzedzającym przystąpienie do unii monetarnej. Zostanie zbadane kształtowanie się procesów inflacyjnych w warunkach różnych reżimów kursowych stosowanych w analizowanych krajach, a także wpływ prowadzonej polityki kursowej na spełnienie kryteriów konwergencji przez te gospodarki.

EXCHANGE RATE POLICY AND INFLATION IN THE PROCESS OF CURRENCY INTEGRATION IN SLOVENIA, SLOVAKIA AND ESTONIA WITH THE EUROZONE

JEL Classification Codes: *E31, F31, F36*

Keywords: *Inflation, Exchange Rate Regimes, Euro Adoption, Central-Eastern Europe*

Abstract: Among the Central-Eastern Europe countries which joined the European Union in 2004 only three – the smallest (Slovenia, Slovakia and Estonia) – joined the Eurozone. Within these economies the process of currency integration was diversified in respect to their previously used systems of exchange rate regimes. Also experiences concerning suppressing inflation and meeting the condition of prices stability varied among them. The aim of this article is to answer the question whether the mode of the applied exchange rate regime has an impact on achieving economical convergence with the Eurozone. I shall compare exchange rate regimes in Slovenia, Slovakia and Estonia in the period preceding joining the Eurozone. I shall also examine formation of inflation processes within the conditions of various exchange rate regimes existing in the analyzed countries as well as influence of the employed exchange rate regime policy on satisfying the criteria of convergence by those economies.

WPROWADZENIE

Kraje Europy Środkowo-Wschodniej (Litwa, Łotwa, Estonia, Polska, Czechy, Słowacja, Węgry, Słowenia, Rumunia i Bułgaria) w okresie transformacji przeszły proces fundamentalnych zmian gospodarczych, które umożliwiły im akcesję do Unii Europejskiej i dążenie do członkostwa w unii walutowej. Jednak mimo oficjalnych deklaracji wszystkich gospodarek EŚW o realizacji celu integracji walutowej, do strefy euro zostały przyjęte dopiero trzy z nich: Słowenia (1 stycznia 2007 roku), Słowacja (1 stycznia 2009 roku) i ostatnio Estonia (1 stycznia 2011 roku), które spełniły wymagane warunki konwergencji tj. stabilności cen, kryterium stóp procentowych, kryteria fiskalne oraz kryterium stabilności kursu walutowego po minimum dwuletnim pobycie w systemie ERM II.

Proces integracji walutowej tych gospodarek przebiegał w warunkach różnych systemów kursowych, odmienne były również ich wcześniejsze doświadczenia w walce z inflacją. Za cel analizy w niniejszym artykule

przyjęto więc porównanie polityki kursowej Słowenii, Słowacji i Estonii oraz kształtowania się procesów inflacyjnych w okresie przed przystąpieniem do ERM II, a także sposób spełnienia kryterium stabilności cen w tych krajach. Pozwoli to na wyciągnięcie wniosków odnośnie wpływu prowadzonej w tych krajach polityki kursowej na osiągnięcie zbieżności gospodarczej ze strefą euro, w szczególności na spełnienie kryterium inflacyjnego.

POLITYKA KURSOWA SŁOWENII PRZED WEJŚCIEM DO ERM II I JEJ SKUTKI DEZINFLACYJNE

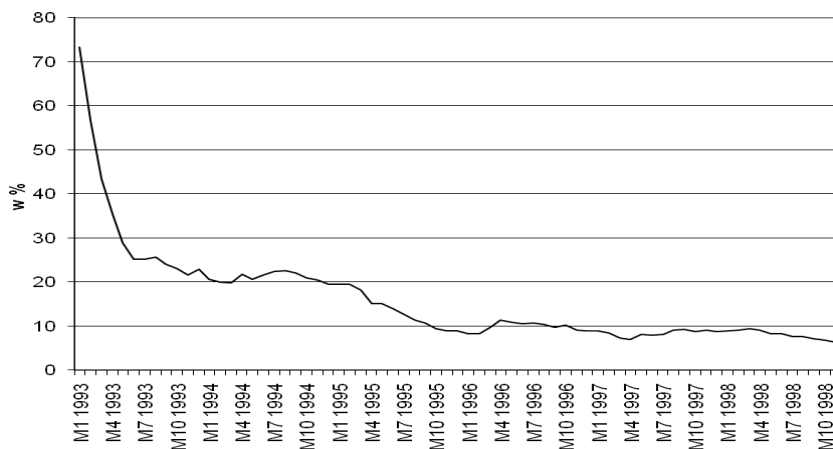
Słowenia na początku transformacji zastosowała system kierowanego kursu płynnego, zaś odziedziczona po Jugosławii hiperinflacja miała zasadniczy wpływ na wybór – jako podstawowego celu prowadzonej polityki pieniężnej – osiągnięcia stabilności poziomu cen (Por. Przybylska-Kapuścińska 2007, s. 293). Władze monetarne zdecydowały się na ścieżkę stabilizacji monetarnej poprzez kontrolę podaży pieniądza w kraju, w warunkach systemu kursu płynnego¹. Mimo iż *de iure* od 1991 roku Słowenia stosowała system kierowanego kursu płynnego, *de facto* w początkowym okresie (do 1995 roku) był to – jak określają Capriolo i Lavrač (2001) – kurs swobodnie spadający (*freely falling exchange rate regime*), w którym walutę odniesienia stanowiła marka niemiecka. Prowadzona w tym czasie przez słoweńskie władze monetarne polityka kursowa nakierowana była bowiem na deprecjację kursu tolara i wiązała się z prowadzeniem interwencji walutowych, mających nie dopuścić do nadmiernej aprecjacji waluty narodowej. Takie interwencje w celu przeciwdziałania zbyt dużej aprecjacji tolara rozpoczęły się już w drugiej połowie 1992 roku. Od 1996 roku w celu osiągnięcia stabilizacji cen w Słowenii była realizowana strategia kontroli podaży pieniądza (najpierw M1, a następnie M3). Jednocześnie jednak prowadzono politykę kontroli kursu walutowego w celu stabilizacji realnego efektywnego kursu tolara. Taka polityka kursowa była możliwa jedynie dzięki stopniowemu wprowadzaniu (od lutego 1995 roku) dodatkowych ograniczeń w przepływach kapitałowych w tym kraju². Co prawda, stosowany w Słowenii od 1996 roku system kursu walutowego nadal klasyfikowany był formalnie jako reżim kursu płynnego kierowanego, ale faktycznie mieliśmy tam do czynienia z pasywnym pełzającym systemem kursowym (*passive crawling regime*), w którym władze monetarne celowa-

¹ Celem pośrednim był agregat M1, zaś celem operacyjnym – baza monetarna.

² Słowenia w okresie przed wejściem do UE prowadziła politykę ostrożnej liberalizacji przepływów kapitałowych i aż do 1999 roku występowały w tym kraju znaczne ograniczenia w przepływach kapitałów długoterminowych.

ły *ex post*, aby zamknąć różnicę pomiędzy poziomem inflacji w kraju i za granicą oraz zahamować zmienność kursu walutowego. Interwencje korygujące rozbieżność cen krajowych i zagranicznych miały miejsce najczęściej w drugiej połowie roku (szczególnie w latach 1996-1998). Natomiast interwencje walutowe były regularnie wykorzystywane przez słoweńskie władze monetarne do redukcji zmienności kursu tolara. Jak podkreśla Przybylska-Kapuścińska (2007), w latach 1996-2001, z powodu znacznego zniekształcenia kanału stopy procentowej, kanał kursu walutowego był w Słowenii najważniejszym kanałem impulsów polityki pieniężnej. Dzięki prowadzeniu takiej strategii udało się w krótkim czasie zdecydowanie ograniczyć tempo inflacji w tym kraju (zob. wykres 1). W styczniu 1993 roku roczna stopa inflacji wynosiła ponad 73%, w grudniu 1994 roku spadła trwale poniżej 20%, zaś w październiku 1995 roku wyniosła zaledwie 9,33% r/r i w kolejnych latach utrzymywała się na poziomie ok. 10%.

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



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych IMF, IFS (27.02.2011).

W marcu 1998 roku uchwalono Słoweński Narodowy Program przyjęcia Prawa Wspólnotowego (NPAA), w którym zapisano, że celem władz monetarnych na najbliższe lata jest „stabilizacja kursu walutowego tolara w ramach systemu kierowanego kursu płynnego” (Por. Backé, Radzyner 1998). Zaś od 1 stycznia 1999 roku, w związku z wprowadzeniem euro, wspólna waluta została przyjęta jako waluta odniesienia w polityce kursowej Słowenii. Po krótkotrwałym obniżeniu poziomu inflacji w ujęciu rok do roku poniżej 5% w miesiącach maju i czerwcu 1999 roku, już w kolejnych miesiącach nastąpił wzrost tego wskaźnika (zob. wykres 2). Ostatecz-

nie w okresie od września 1999 roku do października 2001 inflacja w ujęciu r/r ustabilizowała się na poziomie od 7,7% do 9,7%. Widoczne było więc, że w ramach przyjętej strategii monetarnej nie jest możliwe dostateczne zakotwiczenie oczekiwań inflacyjnych oraz większa redukcja stopy inflacji. Ponadto występowały znaczne ruchy kapitału zagranicznego, wpływające na duże wahania kursu tolara. Dotychczasowa polityka kursowa, nastawiona na ograniczanie nadmiernej deprecjacji waluty, mogła więc się nie sprawdzić w przypadku aprecjacji waluty związanej ze znacznym napływem bezpośrednich inwestycji zagranicznych oraz kapitałów krótkoterminowych. Dlatego w listopadzie 2001 roku przyjęto nowe zasady prowadzenia polityki pieniężnej w Słowenii. Bank Słowenii poinformował społeczeństwo o zamiarze przystąpienia w jak najkrótszym czasie do strefy euro, a jako główny cel prowadzonej polityki monetarnej określił utrzymanie stabilności poziomu cen (*The Medium-Term Monetary Policy...* 2001). Cel ten – realizowany poprzez obniżenie inflacji – miał być osiąganý dzięki różnym instrumentom polityki pieniężnej, składającym się na dwa filary polityki monetarnej. Pierwszy filar związany był z kontrolą bazy monetarnej, stwarzającej stabilne warunki do inwestycji i oszczędności, które nie będą źródłem presji inflacyjnej. Drugi filar tworzyły wszystkie wskaźniki makroekonomiczne, mające istotny wpływ na stabilność cen i trwałość polityki pieniężnej. Wprowadzona od stycznia 2002 roku polityka pieniężna Słowenii jest zaliczana do strategii bezpośredniego celu inflacyjnego i określana mianem lekkiej strategii inflacyjnej (*inflation targeting lite*) m.in. przez Przybylską-Kapuścińską (2006). Ponadto tak prowadzona polityka monetarna była wspierana przez politykę kursową opartą na niezabezpieczonym parytecie stóp procentowych, co umożliwiło utrzymanie wystarczająco wysokich stóp procentowych, aby wspierać dezinflację. Jednocześnie polityka kursowa była nakierowana na stopniową redukcję stopy deprecjacji tolara (*Raport o konwergencji* 2006a). Od 2001 roku system kursowy stosowany w Słowenii *de iure* nadal zaliczany jako reżim kierowanego kursu płynnego, *de facto* ewoluował w kierunku aktywnego pełzającego systemu kursowego (*active crawling exchange rate system*).

W słoweńskiej polityce kursowej w okresie przed przystąpieniem do mechanizmu ERM II były wykorzystywane następujące instrumenty:

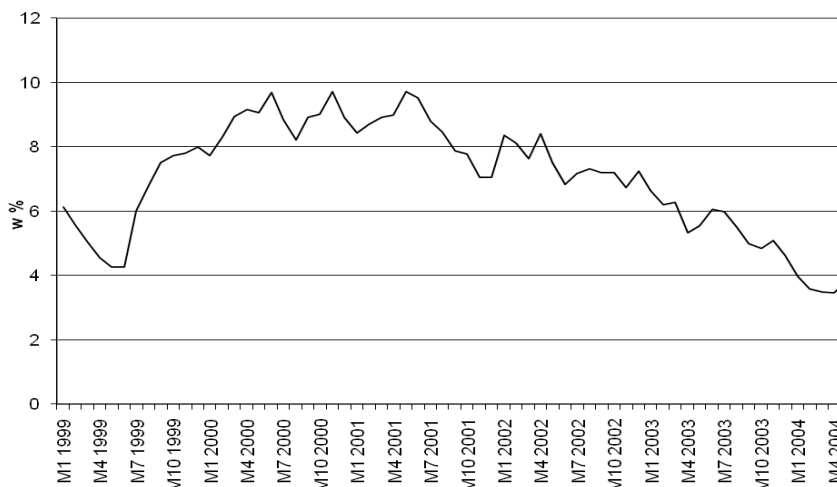
- porozumienie o współpracy pomiędzy bankami komercyjnymi prowadzącymi operacje na rynku walutowym i Bankiem Słowenii, pozwalające mu na bezpośrednie wpływanie na kształtowanie się kursu tolara w relacjach pomiędzy bankami a ich klientami (tzw. klub bankowy)³;

³ Bank Słowenii, na mocy tego porozumienia, miał prawo sygnalizować bankom komercyjnym preferowane przez siebie w najbliższych dniach poziomy kursu walutowego. Więcej

- swapy walutowe;
- operacje sterylizacyjne banku centralnego.

Przy pomocy tak prowadzonej polityce monetarnej i kursowej długoterminowe założenia dotyczące ograniczenia tempa inflacji zostały zrealizowane. Z poziomu ponad 8% w 2002 roku inflacja została obniżona poniżej 4% w styczniu 2004 roku (zobacz wykres 2). Malejące wskaźniki inflacji, były konsekwencją ważnych zmian związanych z wprowadzeniem na Słowenii strategii bezpośredniego celu inflacyjnego (BCI), sprzyjających malejącemu trendowi.

Wykres 2. Inflacja (CPI) w Słowenii w okresie: styczeń 1999- czerwiec 2004 (dane miesięczne r/r)



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych IMF, IFS (27.02.2011).

Słowenia bardzo często wskazywana jest przez ekonomistów jako przykład prowadzenia bardzo skutecznej polityki kursowej, wspierającej tłumienie inflacji w warunkach płynnego kursu walutowego (Stefański 2007, Tomczyńska 1998). Formalnie od początku transformacji aż do 2004 roku kraj ten deklarował stosowanie systemu kierowanego kursu płynnego. Szczegółowa analiza polityki kursowej prowadzonej w Słowenii w tym okresie pokazała jednak, że *de facto* w latach 1993-1995 stosowane były liczne interwencje walutowe sprzyjające stabilizacji kursu tolaru, a od 1996 roku stosowano tam system *crawling band*. Faktycznie stabilizację osiągnięto więc w warunkach jednej z bardziej elastycznych odmian syste-

na temat zasad warunków działania tzw. klubu bankowego w Słowenii zainteresowany czytelnik znajdzie w pracy Przybylskiej-Kapuścińskiej (2007, s. 299).

mu kursu stałego. Natomiast wprowadzenie strategii BCI przyczyniło się do dalszego skutecznego tłumienia inflacji i umożliwiło przystąpienie do mechanizmu ERM II już w czerwcu 2004 roku, czyli w niecałe dwa miesiące od wstąpienia w struktury Unii Europejskiej.

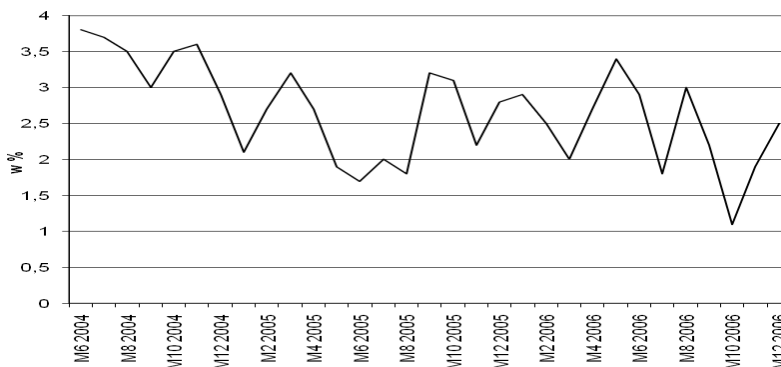
SPEŁNIENIE KRYTERIUM STABILNOŚCI CEN W GOSPODARCE SŁOWEŃSKIEJ

W momencie wejścia do mechanizmu ERM II 28 czerwca 2004 roku, kurs centralny tolara ustalono na poziomie kursu rynkowego, czyli 239,64 tolarów za euro. Dopuszczalne pasmo wahań wokół kursu centralnego przyjęte zostało na standardowym poziomie $\pm 15\%$ (*Raport o konwergencji* 2006a, s. 40). Oznaczało to prowadzenie polityki kontroli kursu walutowego. Władze monetarne Słowenii, wykorzystując tymczasowe interwencje walutowe oraz instrument w postaci swapu walutowego, utrzymywały kurs tolara w bardzo wąskim paśmie wahań w stosunku do kursu centralnego. W pierwszych dniach uczestnictwa w mechanizmie kursowym nastąpiła wprawdzie deprecjacja kursu i kurs tolara wobec euro pozostawał po słabszej stronie pasma wahań do kwietnia 2005 roku, ale następnie do czerwca 2005 roku kurs ulegał stopniowemu umocnieniu, a od czerwca 2005 roku kursu pozostawał w bardzo wąskim paśmie wahań po silniejszej stronie w stosunku do kursu centralnego (Ciszak, Górski, Jakubiec, Siemaszko 2007, s. 9). Dokonując analizy wypełnienia kryterium stabilności kursowej, Komisja Europejska w maju 2006 roku oceniła, że kurs tolara wobec euro w okresie przebywania w mechanizmie ERM II utrzymywał się blisko kursu centralnego z maksymalnymi odchyleniami wynoszącymi 0,2% w górę i 0,1% po mocniejszej stronie pasma wahań, a więc Słowenia spełniła kryterium stabilności kursowej (Por. *Raport o konwergencji* 2006a, s. 49). Słowenia nie dokonała z własnej inicjatywy dewaluacji tolara wobec euro, jednak polityka kursowa władz słoweńskich zakładała pewien spadek efektywnego kursu tolara do euro w ujęciu nominalnym. Spadek ten miał odzwierciedlać znaczne różnice stóp inflacji między Słowenią a strefą euro w przeszłości (Por. Ciszak, Górski, Jakubiec, Siemaszko 2007, s. 9).

Jednocześnie krajowe krótkoterminowe stopy procentowe były utrzymywane powyżej poziomu stóp w strefie euro. Od momentu wejścia do ERM II różnica ta stopniowo malała, jednak jeszcze w ostatnim kwartale 2005 roku wynosiła 1,7 pkt. procentowego, dopiero po wyraźnych obniżkach w lutym i marcu 2006 roku różnica ta zmniejszyła się w kwietniu 2006 roku do 0,7 pkt. procentowego (Przybylska-Kapuścińska 2007, s. 300). Wyższe niż w strefie euro stopy procentowe ułatwiły z kolei dochodzenie do stabilności cen (kształtowanie się stopy inflacji w Słowenii

w okresie przebywania w mechanizmie ERM II przedstawiono na wykresie 3). Jak zaznaczono w *Raporcie o konwergencji* (2006a), obok konsekwentnie prowadzonej polityki pieniężnej i kursowej procesowi dezinflacji sprzyjała też polityka fiskalna i reformy strukturalne, a także stopniowa liberalizacja rynków finansowych. Ponadto w celu obniżenia inflacji rząd słoweński w porozumieniu ze związkami zawodowymi, podejmował działania mające na celu stabilizację cen regulowanych i płać⁴. Obniżono między innymi akcyzę na paliwa oraz kontrolowano wzrost pozostałych cen regulowanych (Por. *Analiza sytuacji gospodarczej...* 2011. s. 58). Dzięki tym działaniom Słowenii udało się – w stosunkowo niedługim czasie od wejścia do korytarza walutowego – ograniczyć inflację (zob. wykres 3). Pozwoliło to na spełnienie kryterium stabilności cen, tzn. osiągnięto poziom inflacji (wskaźnik HICP na poziomie 2,3%) niższy od określonej w Traktacie wartości referencyjnej. Oznaczało to, że inflacja odnotowana w tym państwie w ciągu jednego roku poprzedzającego badanie, nie przekracza o więcej niż 1,5 punktu procentowego inflacji trzech państw członkowskich o najbardziej stabilnych cenach⁵.

Wykres 3. Inflacja (HICP) w Słowenii (dane miesięczne r/r) w mechanizmie ERM II w okresie: czerwiec 2004- grudzień 2006



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych IMF, IFS (27.02.2011).

⁴ Zgodnie z zawartymi porozumieniami wzrost realnych wynagrodzeń w gospodarce słoweńskiej w latach 2001-2006 był ograniczany do poziomu o 1 pkt. proc. niższego niż wzrost wydajności pracy. Rząd dążył również do opóźnienia wzrostu wynagrodzeń w sektorze publicznym w stosunku do sektora prywatnego.

⁵ Obliczono nieważoną średnią arytmetyczną stóp inflacji następujących trzech krajów UE o najniższej stopie inflacji: Szwecji (0,9%), Finlandii (1,0%) i Polski (1,5%). W rezultacie średnia stopa inflacji wynosiła 1,1%, a wartość referencyjna (po dodaniu 1,5% punktu procentowego) – 2,6%. Inflację zmierzono na podstawie indeksu HICP opracowanego w celu przeprowadzenia oceny porównawczej procesu konwergencji w kategoriach stabilności cen.

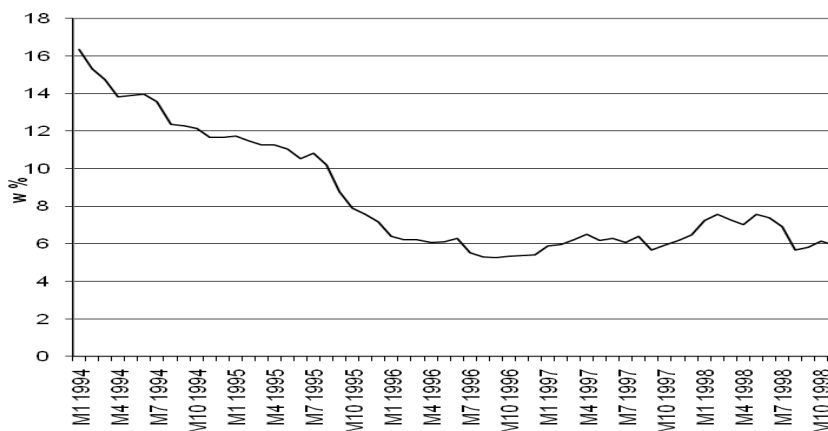
Słowenia spełniła także wszystkie pozostałe kryteria konwergencji i od 1 stycznia 2007 roku – jako pierwszy kraj z Europy Środkowo-Wschodniej – została przyjęta do strefy euro. Doświadczenia tej gospodarki pokazują, że w warunkach stopniowej liberalizacji przepływów kapitałowych konsekwentnie prowadzona polityka kontroli kursu walutowego, połączona z restrykcyjną polityką pieniężną, sprzyjała skutecznemu ograniczeniu inflacji i osiągnięciu zarówno kryterium stabilności kursowej, jak i kryterium stabilności cen. Natomiast poakcesyjny wzrost cen w Słowenii (do poziomu 5,8% w grudniu 2007 roku) pozwala wnioskować, że osiągnięcie wymaganego poziomu inflacji w warunkach niezwykle wysokiej stabilności kursu w mechanizmie ERM II było możliwe jedynie dzięki ogromnej determinacji władz słoweńskich i ich działaniom regulacyjnym.

SŁOWACKA POLITYKA KURSOWA I WALKA Z INFLACJĄ PRZED WEJŚCIEM DO ERM II

Słowacka droga do euro była dużo trudniejsza niż proces integracji walutowej w Słowenii. Republika Słowacji, która została utworzona 1 stycznia 1993 roku po rozpadzie Czechosłowacji, przez kilka tygodni posługiwała się koroną czechosłowacką, a od 8 lutego 1993 roku wprowadziła do obiegu własną walutę i przyjęła system konwencjonalnego kursu stałego z dopuszczalnym pasmem wahań +/- 0,5%. Narodowy Bank Słowacji od początku swojego istnienia jako główny cel prowadzonej polityki pieniężnej przyjął utrzymanie wewnętrznej i zewnętrznej stabilności waluty za pomocą ilościowej kontroli zmian agregatu M2 (Kominková 1999, s. 2). W początkowym okresie Słowacja zmagiała się z wieloma problemami w zakresie polityki pieniężnej, wynikającymi przede wszystkim z rozpadu Czechosłowacji, reform podatkowych oraz odpływu kapitałów zagranicznych w obawie przed dewaluacją korony słowackiej (Por. Przybylska-Kapuścińska 2007, s. 252). W celu przywrócenia równowagi bilansu płatniczego wprowadzono administracyjne ograniczenia w przepływie kapitałów oraz 10 lipca 1993 r. przeprowadzono 10% dewaluację korony słowackiej w stosunku do koszyka wahań (*Annual Report* 1993, s. 58). Natomiast ograniczenie średniorocznego tempa inflacji do 23,2 % w 1993 roku oraz do 13,3% w 1994 roku było możliwe dzięki wprowadzeniu nominalnej kotwicy kursowej oraz kontroli podaży pieniądza mierzonej agregatem M2. W 1994 roku do 1,5% poszerzono pasmo dopuszczalnych wahań kursu rynkowego w stosunku do kursu koszykowego i 14 lipca 1994 r. uproszczono skład koszyka referencyjnego z pięciu do dwóch walut: marki niemieckiej i dolara (Por. *Annual Report* 1994, s. 50). Tak prowadzona polityka kursowa wpłynęła na wzrost zainteresowania nierezydentów walutą

słowacką, co znalazło odzwierciedlenie w stopniowej realnej aprecjacji korony. Był to czynnik sprzyjający walce z inflacją. Wskaźnik inflacji z poziomu 16,3% r/r w styczniu 1994 r., obniżył się w grudniu 1995 r. do 7,16 % r/r. (zob. wykres 4).

Wykres 4. Inflacja (CPI) na Słowacji w okresie: styczeń 1994-grudzień 1998 (dane miesięczne r/r)



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych IMF, IFS (27.02.2011).

Wprowadzenie 1 stycznia 1995 roku wymienialności korony słowackiej według standardu art. VIII statutu MFW oznaczało znaczną liberalizację przepływów kapitałowych i spowodowało zwiększony napływ kapitału zagranicznego na Słowację. W celu podniesienia poziomu ryzyka kursowego podjęto więc decyzję o zwiększeniu elastyczności reżimu kursowego – w 1996 roku dwukrotnie poszerzano pasmo dopuszczalnych wahań najpierw do $\pm 3\%$, a następnie do $\pm 5\%$. Udało się dzięki tym działaniom ograniczyć przyrosty podaży pieniądza (Kominková 1999, s. 6). Jednocześnie jednak wzrastały zadłużenie zagraniczne Słowacji, deficyt rachunku bilansu obrotów płatniczych (do ponad 5%) oraz oczekiwania dewaluacyjne. Nastąpiło również wyraźne osłabienie procesu dezinflacji (zob. wykres 4). 1 stycznia 1997 roku władze monetarne podjęły więc decyzję o dalszym poszerzeniu marży wahań wokół kursu centralnego do $\pm 7\%$ (Tomczyńska 1998, s. 17). W tym samym roku pojawiła się wyraźna presja inflacyjna spowodowana napływem inwestycji zagranicznych do gospodarki słowackiej (zob. wykres 4). Natomiast zawirowania na światowych rynkach finansowych (zwłaszcza w Czechach) przyczyniły się do wzrostu presji dewaluacyjnej na walutę słowacką, a w maju 1997 r. – do ataków spekulacyjnych na koronę, którym udało się zapobiec dzięki serii interwencji walutowych

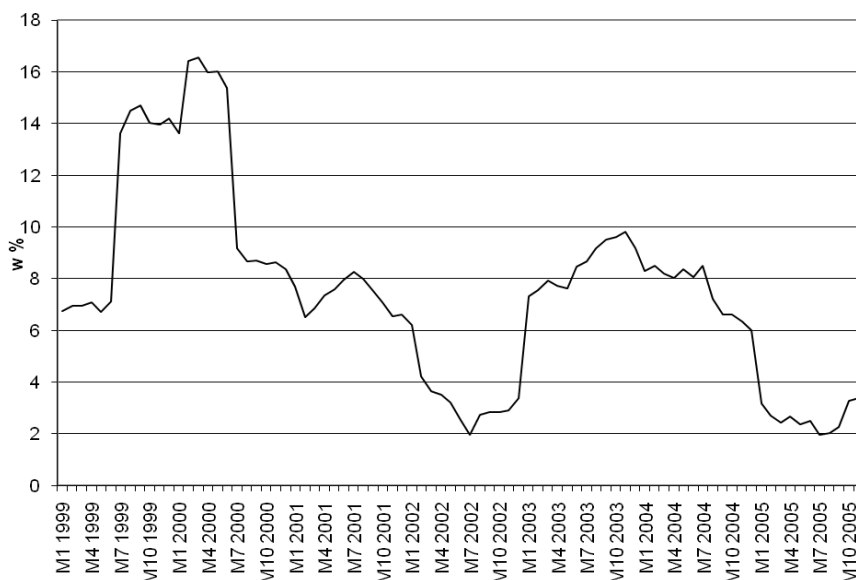
władz monetarnych⁶. W warunkach zwiększającego się stopnia liberalizacji przepływów kapitałowych oraz negatywnych konsekwencji sytuacji na międzynarodowych rynkach finansowych prowadzenie polityki opartej na systemie stałego kursu walutowego stawało się coraz bardziej kosztowne i mniej efektywne. Poziom średniorocznej inflacji w 1997 roku przekroczył znacznie zakładany cel inflacyjny, a w II połowie 1998 roku wystąpiły negatywne zjawiska w sferze polityki kursowej, m.in. znaczny odpływ kapitałów zagranicznych ze Słowacji w wyniku kryzysu rosyjskiego, zwiększanie presji dewaluacyjnej na koronę powodu ucieczki Słowaków od własnej waluty (Por. Przybylska-Kapuścińska 2007, s. 255). Dlatego 1 października 1998 roku Narodowy Bank Słowacji wprowadził system kierowanego kursu płynnego z marką niemiecką jako walutą odniesienia oraz możliwościami interwencji na rynku walutowym. Efektem zmiany reżimu kursowego i uwolnienia kursu była ok. 18% deprecjacja korony słowackiej w stosunku do dotychczasowego parytetu (Kominková 1999, s. 7). Wygenerowała ona bardzo silny impuls inflacyjny dla gospodarki słowackiej. W 1998 roku średnioroczny wskaźnik inflacji ukształtował się na poziomie 6,69% (co oznaczało wzrost w porównaniu z rokiem 1997 o 0,58 pkt. procentowego), zaś w 1999 roku stopa inflacji wyniosła aż 10,57%. Od stycznia 1999 roku walutę odniesienia stanowiła wspólna waluta euro (Beblavý 2002, s. 16). Bank centralny prowadził więc politykę kursową ukierunkowaną jedynie na ograniczenie nadmiernych wahań kursu korony. Pozwoliło to na zastosowanie nowej strategii w zakresie polityki pieniężnej – *implicite* była to strategia bezpośredniego celu inflacyjnego. Cel inflacyjny na okres „t+1” był określany w grudniu roku „t” i regularnie uaktualniany w maju roku „t+1”, od 2001 roku NBS publikował również prognozę średnioterminową dla okresu „t+4” (*The Road to Euro...* 2004, s. 9). Jak pokazano na wykresie 5, w gospodarce słowackiej w latach 1999-2005 mieliśmy do czynienia ze znacznymi wahaniami stopy inflacji.

Po znacznym wzroście wskaźnika inflacji w 1999 roku na skutek głębokiej deprecjacji waluty, od 2000 roku – w okresie stabilizacji kursu nominalnego korony oraz realnej aprecjacji – zaczął on wyraźnie spadać. Trwałe odwrócenie tendencji dezinflacyjnych nastąpiło ponownie od drugiej połowy 2002 roku do początku 2004 roku, jednak najwyższa osiągnięta w tym okresie stopa inflacji nie przekroczyła już poziomu 10% r/r. Natomiast – po wprowadzeniu od stycznia 2005 roku *explicite* strategii bezpośredniego celu inflacyjnego – w kolejnych miesiącach wskaźnik inflacji kształtował się na poziomie poniżej 4% r/r. Można więc przyjąć, że realizowana przez słowackie władze monetarne w warunkach systemu kursu

⁶ Skuteczność tych interwencji była uwarunkowana przede wszystkim relatywnie niskim stopniem integracji ze światowymi rynkami walutowymi.

płynnego strategia – mimo znacznych wahań stopy inflacji – była skuteczna w tłumieniu inflacji. Ponadto polityka kursowa prowadzona od końca 1998 roku w Słowacji – poza okresem bezpośrednio po upłynięciu waluty narodowej – charakteryzowała się zarówno nominalną, jak i realną aprecjacją kursu korony. Stanowiło to istotny czynnik sprzyjający ograniczaniu tendencji inflacyjnych w tym kraju.

Wykres 5. Inflacja (CPI) na Słowacji w okresie: styczeń 1999-listopad 2005 (dane miesięczne r/r)



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych IMF, IFS (27.02.2011).

Oficjalne deklaracje słowackich władz monetarnych o integracji mone- tarnej ze strefą euro w możliwie najkrótszym czasie po wejściu do UE po- jawiły się w grudniu 2001 roku, co zostało potwierdzone w kolejnym roku poprzez przyjęcie strategii zawartej w dokumencie *Pre-accession Economic Program 2002* (PEP), w której zadeklarowano stwarzanie warunków do jak najszybszego przystąpienia do unii monetarnej. Milowym krokiem w realizacji strategicznego celu wprowadzenia euro na Słowacji było zastą- pienie od 28 listopada 2005 roku systemu kierowanego kursu płynnego systemem kursu stałego w ramach mechanizmu kursowego ERM II (*Report on Monetary ... 2006*, s. 4).

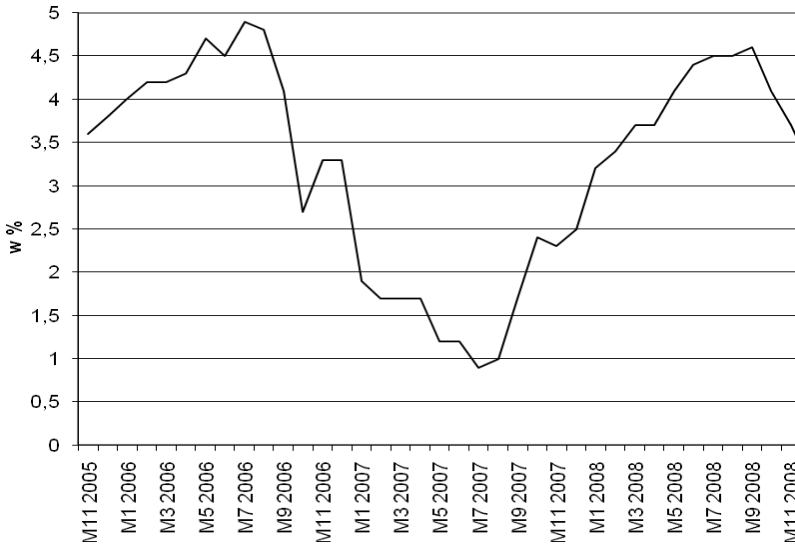
SPEŁNIENIE KRYTERIUM STABILNOŚCI CEN PRZEZ SŁOWACJĘ

Dopuszczenie Słowacji do uczestnictwa w ERM II zostało obwarowane podjęciem przez władze słowackie zobowiązań w wielu obszarach polityki pieniężnej, a spełnienie kryterium kursowego przez gospodarkę słowacką okazało się dużo trudniejsze niż w Słowenii. Początkowy kurs centralny ustalony został na poziomie 38,4550 SKK/EUR, zaś dopuszczalne pasmo wahań wokół kursu centralnego przyjęto standardowo w przedziale +/-15% (*Slovakia Country Report 2008*, s. 11). Jednak, jak zauważa Przybylska-Kapuścińska (2007), mimo że Narodowy Bank Słowacji nie zadeklarował tego *explicite*, rynek przyjął założenie istnienia asymetrycznego pasma wahań, które zmusić miało NBS do interwencji w przypadku deprecjacji waluty o 2,25%. Oznaczało to więc jednostronne zawężenie pasma wahań korony. W okresie referencyjnym kurs korony charakteryzował się stosunkowo dużą zmiennością wobec euro. Od kwietnia do lipca 2006 roku występowała presja na deprecjację waluty i przez pewien czas wartość rynkowa waluty słowackiej kształtowała się nieco poniżej centralnego kursu ERM II, natomiast od połowy 2006 roku nastąpiła jej znaczna aprecjacja (*Raport o konwergencji 2008*, s. 57). Dlatego 16 marca 2007 roku podjęto decyzję o rewaluacji korony i kurs centralny został zmieniony o 8,5% do poziomu 35,4424 SKK/EUR (*Annual Report 2007*, s. 49-50). Po tej zmianie kurs korony słowackiej aprecjonował w stosunku do nowego parytetu centralnego, dlatego w maju 2008 roku ponownie zrewalutowano parytet centralny korony aż o 17,6472% po poziomie 30,126 SKK/EUR⁷. Po ustaleniu stałego kursu wymiany korony na euro, od lipca 2008 roku, pomimo silnych zawirowań na światowych rynkach finansowych, kurs korony słowackiej nie podlegał podobnej deprecjacji jak waluty innych krajów Europy Środkowo-Wschodniej (*Analiza sytuacji gospodarczej...* 2008, s. 10). Co prawda formalnie, w świetle oceny Komisji Europejskiej z maja 2008 roku, Słowacja spełniła kryterium stabilności, ale analiza kształtowania się kursu korony słowackiej w systemie ERM II i fakt, iż ostateczny kurs wymiany SKK/EUR był aż o 22% silniejszy niż w momencie przystąpienia do mechanizmu kursowego falsyfikuje stwierdzenie, że kurs rynkowy pozostawał blisko kursu centralnego bez poważnych napięć w okresie

⁷ Decyzja ta została podjęta przez Ministrów Finansów państw należących do strefy euro, Prezesa Europejskiego Banku Centralnego oraz Ministrów Finansów i Prezesów Banków Centralnych Danii, Estonii, Litwy, Łotwy i Słowacji. Zmiana parytetu centralnego obowiązywała od 29 maja 2008 roku. Więcej na temat przyczyn rewaluacji czytaj w: *Annual Report (2008)*, s. 49.

co najmniej dwóch lat. Doświadczenia gospodarki słowackiej pokazały więc wyraźną niespójność kryterium stabilności kursowej waluty.

Wykres 5. Inflacja (HICP) na Słowacji (dane miesięczne r/r) w mechanizmie ERM II w okresie: listopad 2005-grudzień 2008



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych IMF, IFS (27.02.2011).

Trend aprecyjny kursu korony oraz decyzje o rewaluacji miały znaczny wpływ na tłumienie inflacji w gospodarce słowackiej. Jak pokazuje wykres 5, w okresie uczestniczenia waluty słowackiej w mechanizmie ERM II, wskaźnik inflacji charakteryzował się dużą zmiennością. Natomiast w okresie referencyjnym od kwietnia 2007 roku do marca 2008 roku 12-miesięczna średnia stopa inflacji HICP wyniosła na Słowacji 2,2% i kształtowała się znacznie poniżej wartości referencyjnej 3,2%. Spełnienie kryterium inflacyjnego było uwarunkowane, podobnie jak w Słowenii, kontrolą cen administrowanych. W raporcie KE zaznaczono wprowadzenie, że trwałość konwergencji w zakresie inflacji budzi poważne obawy, ale ostatecznie stwierdzono, że Słowacja spełnia kryterium stabilności cenowej (*Raport o konwergencji 2008*, s. 56). W zakresie pozostałych kryteriów konwergencji kraj ten uzyskał pozytywne oceny i od 1 stycznia 2009 roku został włączony do strefy euro.

Należy podkreślić, że podstawowym celem prowadzonej w tym okresie w Słowacji polityki kursowej było ograniczenie stopy inflacji i spełnienie kryterium stabilności cenowej. Wiązało się to z dokonaniem dwukrotnej silnej rewaluacji parytetu centralnego, co z jednej strony miało skutki anty-

inflacyjne, ale z drugiej wpłynęło na osłabienie konkurencyjności gospodarki słowackiej, jeszcze przed wejściem do strefy euro.

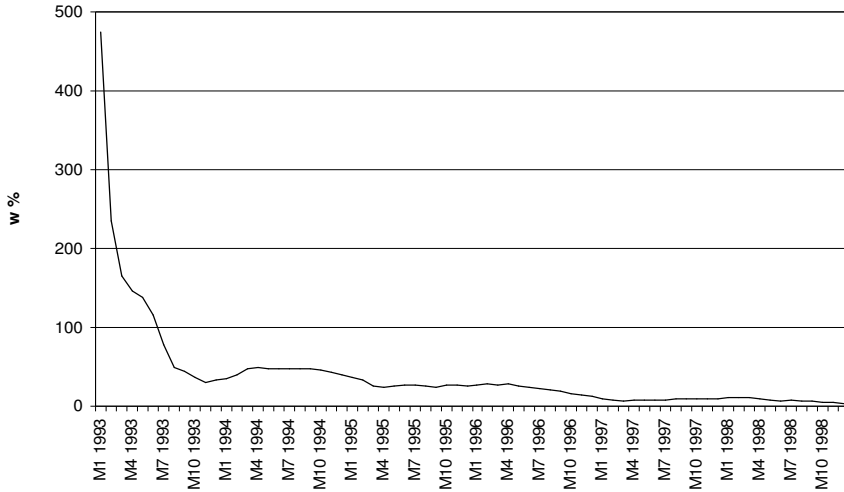
TŁUMIENIE INFLACJI W ESTONII W WARUNKACH SYSTEMU IZBY WALUTOWEJ PRZED WEJŚCIEM DO ERM II

Estonia, która po wystąpieniu ze strefy rublowej zmagala się z hiperinflacją, od początku transformacji w 1992 r. stosowała system sztywnego kursu walutowego w postaci izby walutowej (*currency board*). Oznaczało to zobowiązanie władz monetarnych do utrzymania stałego kursu korony estońskiej w stosunku do waluty rezerwowej i zabezpieczenia większości swoich zobowiązań rezerwami w postaci waluty rezerwowej, zagranicznych aktywów lub złota (Por. Antas 2001, s. 36). Korona estońska została powiązana w stosunku 8:1 z marką niemiecką, co – jak podkreślają Sepp, Lättemäe, Randveer (2002) – gwarantowało prostotę i przejrzystość całego mechanizmu i było silnym czynnikiem stabilizującym. Wprowadzenie tak rygorystycznego rozwiązania kursowego przyniosło efekty w postaci szybkiego opanowania hiperinflacji (z poziomu 1057% w 1992 roku do 90% w 1993 roku i 47,7% w 1994 roku). Do końca lat 90. – biorąc pod uwagę średnioroczne wskaźniki inflacji – w Estonii utrzymywał się trend dezinflacyjny. Na wykresie 6 zaprezentowano kształtowanie się miesięcznych wskaźników inflacji w ujęciu rok do roku. Wskazują one na znaczny spadek stopy inflacji w początkowym okresie po wprowadzeniu systemu izby walutowej oraz dalszy spadek inflacji miesięcznej do poziomu zaledwie 4,3% r/r w grudniu 1998 roku. W tym okresie, kiedy walutą rezerwową była marka niemiecka, występowała również wyraźna tendencja do zmniejszania się różnic pomiędzy stopą inflacji w Estonii i w Niemczech. Jednak cały czas utrzymywały się one na dodatnim poziomie, co powodowało realną aprecjację korony estońskiej i wpłynęło na zmniejszenie konkurencyjności gospodarki. Realna aprecjacja waluty sprzyjała natomiast utrzymaniu inflacji na stosunkowo niskim poziomie.

Od 1 stycznia 1999 roku, w związku z wprowadzeniem wspólnej waluty, Estonia dokonała zmiany waluty rezerwowej na euro po kursie 1 euro = 15,6466 eek. Trend dezinflacyjny w gospodarce estońskiej utrzymywał się jeszcze do końca 1999 roku, kiedy to inflacja miesięczna spadła do poziomu poniżej 3% r/r (zob. wykres 7). Zarówno w 2000 roku, jak i 2001 roku odnotowano wzrost stopy inflacji, zaś lata 2002 i 2003 przed wstąpieniem Estonii w struktury Unii Europejskiej charakteryzowały się spadkiem inflacji. Natomiast od maja 2004 roku pojawiły się poważne problemy w walce

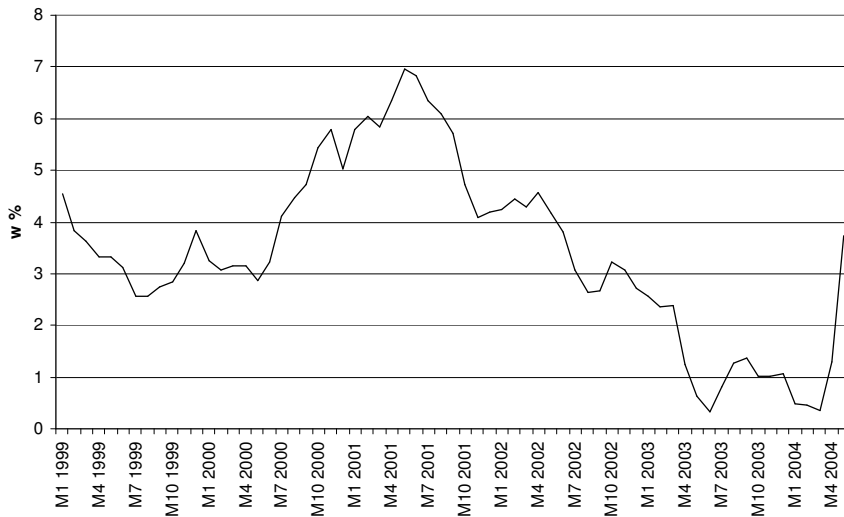
z inflacją uwarunkowane w znacznym stopniu funkcjonowaniem systemu izby walutowej.

Wykres 6. Inflacja (CPI) w Estonii w okresie: styczeń 1993-grudzień 1998 (dane miesięczne r/r)



Źródło: Dane IMF, IFS (3.06.2009).

Wykres 7. Inflacja (CPI) w Estonii w okresie: styczeń 1999-czerwiec 2004 (dane miesięczne r/r)



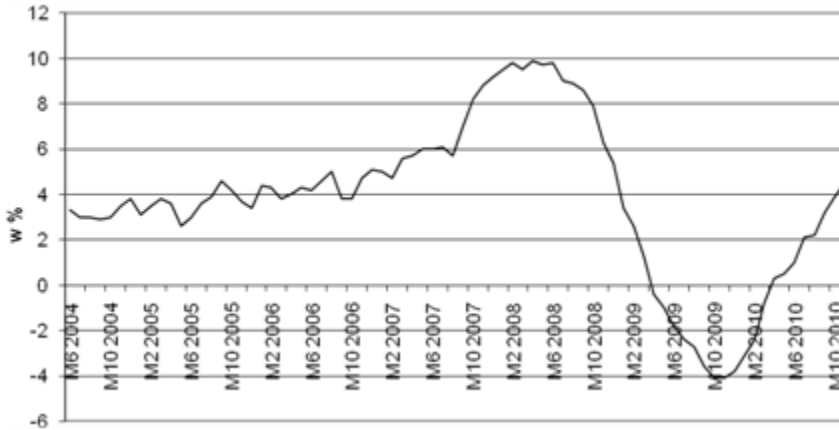
Źródło: Dane IMF, IFS (3.06.2009).

O ile w latach dziewięćdziesiątych stosowane w Estonii rozwiązanie kursowe w znacznej mierze przyczyniło się do stabilizacji gospodarki i skutecznego stłumienia inflacji, to w późniejszym okresie akcesji do UE, zaczęły pojawiać się poważne symptomy wskazujące na istnienie znacznych ograniczeń związanych ze stosowaniem tak restrykcyjnego rozwiązania kursowego. Dlatego władze estońskie szybkie przystąpienie do strefy euro traktowały jako strategię wyjścia z systemu *currency board* (Por. Brixiova, Morgan, Wörgötter 2010, s. 204) i w miesiąc po wejściu do Unii Europejskiej, w czerwcu 2004 roku zdecydowały o włączeniu korony do mechanizmu kursowego ERM II.

SPEŁNIENIE KRYTERIUM STABILNOŚCI CEN PRZEZ ESTONIE

Na wniosek Estonii, już od 28 czerwca 2004 r. – podobnie jak słoweński tolar – 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. Nie wykorzystano więc w tym kraju standardowo przyjmowanego pasma odchyłeń $\pm 15\%$ od kursu parytetowego i zmiany na bardziej elastyczne rozwiązanie kursowe. W porównaniu ze Słowenią, pobyt Estonii w „poczekalni przed strefą euro” okazał się dużo dłuższy i dotkliwszy dla gospodarki. Uwarunkowane to było przede wszystkim ujawnieniem się niekorzystnych konsekwencji stosowania sztywnego systemu kursowego, które doprowadziło do znacznego pogorszenia się salda bilansu handlowego oraz bilansu obrotów bieżących (Por. Stefański 2007, s. 108). Ponadto, przy bardzo szybkim wzroście gospodarczym zaczęły pojawiać się poważne problemy z inflacją (zob. wykres 8), co uniemożliwiło Estonii w kolejnych latach uczestnictwa w ERM II spełnienie kryterium konwergencji dotyczącego stabilności cenowej. O ile w roku 2006 Estonii zabrakło niespełna 2 pkt. proc. do osiągnięcia wartości referencyjnej, to 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).

Wykres 8. Inflacja (HICP) w Estonii w mechanizmie ERM II w okresie: czerwiec 2004-grudzień 2010 (dane miesięczne r/r)



Źródło: Dane IMF, IFS (15.02.2011).

Spełnienie kryterium stabilności cenowej w Estonii było możliwe jedynie na skutek załamania gospodarczego spowodowanego globalnym kryzysem finansowym. Zatrzymanie akcji kredytowej, pogorszenie się sytuacji na rynku pracy spowodowane spadkiem globalnego popytu oraz zahamowanie napływu kapitału zagranicznego miały znaczny wpływ na spadek popytu wewnętrznego (por. *Analiza sytuacji gospodarczej...* 2011, s. 60). W wyniku tego, od IV kwartału 2008 roku w Estonii zaobserwowano proces gwałtownej dezinflacji, momentami przechodzącej w deflację (zob. wykres 9). Dlatego w okresie referencyjnym od kwietnia 2009 r. do marca 2010 r. średnia dwunastomiesięczna stopa inflacji HICP w gospodarce estońskiej wyniosła $-0,7\%$, czyli była wyraźnie niższa od wartości referencyjnej $1,0\%$, Estonii udało się więc spełnić kryterium inflacyjne. Ponadto, mimo zjawisk kryzysowych, 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 innych konwergencji gospodarczej i przyjęcie do strefy euro od 1 stycznia 2011 roku.

Doświadczenia Estonii w mechanizmie ERM II pokazują wyraźnie, że w warunkach tak rygorystycznego systemu kursu walutowego nie było możliwe prowadzenie autonomicznej polityki pieniężnej, wspierającej spełnienie kryterium stabilności cen. W przypadku Estonii osiągnięcie tego celu, niemożliwe w okresie dobrej koniunktury, nastąpiło paradoksalnie w okresie kryzysu gospodarczego. Ujawniło to po raz kolejny nieadekwat-

ności kryteriów konwergencji do sytuacji gospodarek Europy Środkowo-Wschodniej. Spełniły się również przewidywania, zawarte w raporcie o konwergencji opublikowanym w maju 2010 roku, w który podkreślono, że występują pewne obawy co do trwałości spadku inflacji w Estonii. Jak pokazała II połowa 2010 roku, wraz z pojawieniem się ożywienia gospodarczego w gospodarce estońskiej zaobserwowano ponownie trend wzrostowy wskaźnika inflacji, a w listopadzie poziom inflacji przekroczył 4,5% r/r. i nadal rósł.

ZAKOŃCZENIE

Analiza doświadczeń Słowenii, Słowacji i Estonii pokazuje bardzo wyraźne różnice przebiegu procesu integracji tych krajów ze strefą euro. Integracja walutowa tych gospodarek następowała bowiem w warunkach odmiennie prowadzonej polityki kursowej. Wykazano także, że jednoczesne spełnienie kryterium kursowego i stabilności cenowej było bardzo trudne i wymagało od władz monetarnych analizowanych krajów dużej determinacji w realizacji założonych celów. W przypadku Słowenii, utrzymanie stabilności kursu i jednoczesne dążenie do osiągnięcia kryterium inflacyjnego wymagało prowadzenia restrykcyjnej polityki monetarnej i utrzymania znacznego stopnia kontroli cen i płac. Gospodarka słowacka spełnienie kryterium stabilności cen okupiła utratą konkurencyjności z powodu przeprowadzenia dwukrotnej rewaluacji kursu centralnego korony. Natomiast Estonia, w warunkach bardzo sztywnego rozwiązania kursowego, przez ponad 6 lat pobytu w systemie ERM II zmagająca się z inflacją, a głównym czynnikiem, który umożliwił spełnienie kryterium stabilności cen, okazał się kryzys gospodarczy.

W analizowanych gospodarkach EŚW uwidacznia się więc wyraźny związek polityki kursowej z procesami inflacyjnymi, a także niedoskonałość kryteriów konwergencji gospodarczej dla krajów aspirujących do strefy euro, zwłaszcza niespójność kryterium inflacyjnego i kryterium kursowego. Wnioski z doświadczeń tych gospodarek mogą więc stanowić punkt wyjścia do szerszej dyskusji nad weryfikacją kryteriów zbieżności gospodarczej ze strefą euro.

LITERATURA

Analiza sytuacji gospodarczej w krajach Europy Środkowo-Wschodniej (2008) NBP, Instytut Ekonomiczny, Biuro Gospodarki Światowej i Europejskiej Integracji Gospodarczej, grudzień.

- Analiza sytuacji gospodarczej w krajach Europy Środkowo-Wschodniej* (2011), NBP, Instytut Ekonomiczny, Biuro Gospodarki Światowej i Europejskiej Integracji Gospodarczej, styczeń.
- Annual Report* (1993), National Bank of Slovakia, Bratislava 1994, //www.nbs.sk (15.08.2009).
- Annual Report* (1994), National Bank of Slovakia, Bratislava 1995, //www.nbs.sk (15.08.2009).
- Annual Report* (2007), National Bank of Slovakia, Bratislava 2008, //www.nbs.sk (15.08.2009).
- Annual Report* (2008), National Bank of Slovakia, Bratislava 2009, //www.nbs.sk (15.08.2009).
- Antas Ł. (2001), *Systemy izby walutowej. Korzyści i zagrożenia dla krajów rozwijających się*, Narodowy Bank Polski, „Materiały i Studia”, Warszawa, Zeszyt nr 133.
- Backé P., Radzyner O. (1998), *The Introduction of the Euro: Implications for Central and Eastern Europe. The Case of Hungary and Slovenia*, „Focus on Transition”, No. 1, s. 54.
- Beblavý M. (2002), *Exchange Rate and Exchange Rate Regime in Slovakia. Recent Developments*, Macroeconomic Studies, International Center of Economic Growth, European Center, Bratislava, „Working Papers”, No. 5, January.
- 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, No.1.
- Capriolo G., Lavrač V. (2003), *Monetary and Exchange Rate Policy in Slovenia*, „Eurozone Working Paper” No. 17 G, s. 6.
- Ciszak T., Górka A., Jakubiec S., Siemaszko M. (2007), *Pierwsze doświadczenia Słowenii związane z zamianą tołara na euro*, „Materiały i Studia”, Zeszyt nr 224, NBP, Warszawa, styczeń.
- Kominková Z. (1999), *Monetary and Exchange Rate Policy in Slovakia*, Institute of Monetary and Financial Studies of the NBS, National Bank of Slovakia, Bratislava.
- Przybylska-Kapuścińska W. (2006), *Strategia bezpośredniego celu inflacyjnego w nowych krajach członkowskich Unii Europejskiej*, w: *Bankowość Centralna od A do Z*, „Bank i Kredyt”, nr 4.
- Przybylska-Kapuścińska W. (2007), *Polityka pieniężna nowych państw członkowskich Unii Europejskiej. Od transformacji, przez inflację do integracji*, Wydawnictwo Wolters Kluwer Polska.
- Raport o konwergencji* (2006a), EBC, Frankfurt am Main, May.
- Raport o konwergencji* (2008), EBC, Frankfurt am Main, May.
- Raport o konwergencji* (2010), EBC, Frankfurt am Main, May.

- Report on Monetary Development in the SR for the First Half of 2006* (2006) National Bank of Slovakia, Bratislava, September.
- Sepp U., Lättemäe R., Randveer M. (2002), *The History and Sustainability of the CBA in Estonia*, w: Sepp U., Randveer M., (red.), *Alternative Monetary Regimes in Entry to EMU*, Bank of Estonia, Tallinn.
- Slovakia Country Report* (2008), BTI.
- Stefański R. (2007), *Polityka kursu walutowego w krajach Europy Środkowo-Wschodniej*, w: Kopycińska D., (red.), *Polityka gospodarcza państwa*, Katedra Mikroekonomii Uniwersytet Szczeciński, Szczecin.
- The Medium-Term Monetary Policy Framework* (2001), Bank of Slovenia, November .
- The Road to Euro: The case of CEC5 – Slovakia* (2004), National Bank of Slovakia, Bratislava.
- Tomczyńska M. (1998), *Exchange Rate Regimes in Transition Economies*, CASE, Warszawa.

ANEKS

Tabela 1. Porównanie procesu dezinflacji i integracji walutowej Estonii, Słowacji i Słowenii

Charakterystyka/ Kraj	Estonia	Słowacja	Słowenia
Data wprowadzenia programu stabilizacyjnego	Czerwiec 1992 r.	Styczeń 1993 r.	Luty 1992 r.
Najwyższy poziom inflacji rocznej	1075% (w 1992 r.)	23,2% (w 1993 r.)	201% (w 1993 r.)
Rok, w którym inflacja trwale spadła poniżej 50%	1994	1993	1993
Rok, w którym inflacja trwale spadła poniżej 10%	1998	1995	1996
Początkowy system kursowy	Izba walutowa	System kursu stałego z marżami wahań +/- 0,5%	System kursu płynnego kierowanego
Zmiany reżimu kursowego w okresie przedakcesyjnym	Nie	Tak	Tak
Data przystąpienia do ERM II	28 czerwca 2004 r.	28 listopada 2005 r.	28 czerwca 2004 r.
Reżim kursowy w mechanizmie ERM II	Izba walutowa	System kursu stałego z marżami wahań +/- 15%	System kursu stałego z marżami wahań +/- 15%
Poziom kursu w momencie wejścia do ERM II	38, 455 SKK/EUR	15,6466 EKK/EUR	239, 64 SIT/EUR
Zmiany parytetu centralnego wewnątrz ERM II	Nie	Tak, dwukrotnie rewaluacja	Nie
Poziom kursu w momencie wejścia do strefy euro	30, 126 SKK/EUR	15,6466 EKK/EUR	239, 64 SIT/EUR
Data przystąpienia do strefy euro	1 stycznia 2011 r.	1 stycznia 2009 r.	1 stycznia 2007 r.

Źródło: Opracowanie własne.