

# **Na kanwie książki „Polska polityka pieniężna. Badania teoretyczne i empiryczne”: czy przystąpienie Polski do strefy euro może spowodować niestabilny boom i jak się przed nim uchronić?**

Michał Brzoza-Brzezina

Przystąpienie do unii walutowej wywiera silny wpływ na warunki gospodarowania [DeGrauwe 2003]. Jednoczesna zmiana reżimu kursowego oraz sposobu prowadzenia polityki pieniężnej przez bank centralny może znacząco wpłynąć na zachowanie podmiotów. Na przykład usztywnienie kursu walutowego ułatwia planowanie produkcji w sektorze eksportowym, co zgodnie z wynikami licznych opracowań, wpływa na wzrost wymiany handlowej (Frankel i Rose 1998 oraz Cieślik i in. 2008 dla Polski). Z kolei zastąpienie walut narodowych wspólną walutą powoduje ograniczenie kosztów transakcyjnych związanych z wymianą walut (Csajbók i Csermely 2002, Baker, Gerald i Honohan 1996 oraz Borowski 2003 dla Polski). Z drugiej strony, przyjęcie wspólnej waluty prowadzi do utraty niezależnej polityki pieniężnej, co może powodować zaburzenia w przypadku wystąpienia wstrząsów asymetrycznych (Mundell 1961 w ujęciu teoretycznym oraz Gradzewicz i Makarski 2008 dla Polski). Także płynny kurs walutowy może częściowo zabezpieczać przed skutkami wstrząsów (por. McKinnon 1963 w ujęciu teoretycznym oraz Stażka 2008 dla Polski).

Koszty i korzyści związane z przystąpieniem do unii walutowej, w szczególności do strefy euro, należą najprawdopodobniej do najlepiej przebadanych zagadnień makroekonomicznych. Jednak literatura najczęściej koncentruje się na przypadku zawierania unii walutowych przez kraje o podobnym poziomie rozwoju. Tymczasem Polska i inne kraje Europy Środkowo-Wschodniej charakteryzują się znacznie niższym od przeciętnej w strefie euro dochodem narodowym *per capita*. Zjawisko to samo w sobie nie wyklucza możliwości zawarcia unii walutowej – nawet wśród jej „starych” członków, czy pomiędzy poszczególnymi stanami USA występują znaczne różnice w dochodzie narodowym *per capita*. Jednak znaczna dyspersja dochodów może być przyczyną dodatkowych kosztów bądź korzyści z przystąpienia do wspólnego obszaru walutowego. W tym kontekście szczególnie istotne wydają się trzy procesy.

Po pierwsze, gospodarki nowych krajów członkowskich UE podlegają procesowi średniookresowej aprecjacji realnego kursu walutowego [Rubaszek 2009a, 2009b, s. 68-94]. Zjawisko to tłumaczy się wieloma czynnikami, takimi jak efekt Balassy-Samuelsona czy wzrost jakości eksportowanych produktów [Wójcik 2008, s. 65-76]. W krajach o płynnym kursie walutowym (jak Polska), aprecjacja kursu realnego może przejawiać się albo aprecjacją kursu nominalnego albo podwyższoną inflacją. Po przystąpieniu do unii walutowej kanał nominalnej aprecjacji zostaje jednak zamknięty, w związku z

czym realna aprecjacja musi przejawiać się podwyższoną inflacją. W związku z tym można oczekiwać, że w krajach o niższym poziomie rozwoju inflacja będzie się utrzymywać powyżej średniej strefy euro przez wiele lat po przystąpieniu do niej.

Po drugie, nowe kraje członkowskie UE charakteryzują się w większości wyższymi krótko- i długoterminowymi stopami procentowymi. Ponieważ przystąpienie do strefy euro oznacza zrównanie krótkoterminowych stóp procentowych i, przynajmniej częściową, konwergencję stóp długoterminowych, nastąpi obniżenie nominalnych i realnych stóp procentowych. W efekcie można oczekiwać wzrostu optymalnego zasobu kapitału i, co za tym idzie, wzrostu dochodu narodowego. Proces ten ma charakter długookresowy i według szacunków Darasa i Hagemejera [2008] może w horyzoncie wieloletnim doprowadzić w Polsce do wzrostu PKB o 7%. Tym samym, opisany proces stanowi najprawdopodobniej najpoważniejsze źródło korzyści, jakie Polska może odnieść z przystąpienia do strefy euro.

Po trzecie, opisane powyżej procesy, mogą doprowadzić do gwałtownych dostosowań krótkookresowych. Spadek nominalnych stóp procentowych, połączony ze wzrostem inflacji doprowadzi do obniżenia stóp realnych. Jak już wspomniano, w długim okresie powinno to doprowadzić do wzrostu zasobu kapitału i PKB. Jednak proces dostosowawczy (dojście do nowego poziomu kapitału) niekoniecznie odbędzie się w sposób łagodny. Doświadczenia stosunkowo ubogich krajów, które przystąpiły do strefy euro (np. Portugalii) pokazują, że proces ten może przebiegać gwałtownie i charakteryzować się znaczącym przyspieszeniem wzrostu gospodarczego a następnie przegrzaniem i zdecydowanym spowolnieniem gospodarki (tzw. niestabilnym boorem).

Poniżej przedstawiam skrócony opis badań związanych z trzecim zagadnieniem. O ile bowiem kwestie aprecjacji kursu realnego w krajach podlegających procesowi konwergencji i wpływu obniżenia realnych stóp procentowych na inwestycje i PKB są znane od wielu lat [Balassa 1964], [Samuelson 1964], [Solow 1956], to kwestia cyklicznych dostosowań ubogich gospodarek po przystąpieniu do unii walutowej jest stosunkowo nowa. Pierwsze opracowania na ten temat pojawiły się dopiero w ostatniej dekadzie. Blanchard i Giavazzi [2002] zwrócili uwagę na gwałtowny wzrost deficytów w rachunku obrotów bieżących w stosunkowo ubogich krajach strefy euro (Grecji i Portugalii) i pokazali, że po utworzeniu strefy euro przyspieszył proces napływu kapitału do krajów członkowskich o jego niskim zasobie. Schadler i in. [2005], analizując konsekwencje przystąpienia krajów Europy Środkowej do strefy euro także zwrócili uwagę na możliwe narastanie presji popytowej i nierównowagi zewnętrznej w wyniku spadku stóp procentowych. Przypadki poszczególnych krajów opisywali między innymi Blanchard [2007], Brixiova i in. [2009] oraz Kuodis i Ramanauskas [2009]. Fagan i Gaspar [2007] zbudowali model równowagi ogólnej, pozwalający symulować krótkookresowe skutki przystąpienia

ubogiego kraju do unii monetarnej. Podobnego zadania, choć w nieco innym ujęciu, podjęli się Koloch [2008] i Torój [2010].

Badaniem skutków przystąpienia ubogiego kraju do bogatej unii walutowej zajmowałem się trzykrotnie. Pierwsze badanie [Brzoza-Brzezina 2005] opierało się, z jednej strony, na szczegółowej analizie przypadków boomu kredytowego zaobserwowanych w trzech państwach – Portugalii, Irlandii oraz Grecji, związanych z ich akcesją do strefy euro, a z drugiej na estymacji prostego modelu opisującego kształtowanie się wielkości udzielanych kredytów wraz z symulacjami dla trzech państw Europy Środkowej – Czech, Polski i Węgier.

Jednym z głównych czynników stymulujących ekspansję kredytową w Portugalii, Irlandii oraz Grecji był spadek realnych stóp procentowych wywołany konwergencją w ramach wspólnego obszaru walutowego. Ponieważ już w momencie przeprowadzania badania stopień zbieżności poziomów oprocentowania w krajach CE-3 ze strefą euro był wyższy, uznałem, że tempo wzrostu wolumenu kredytów będzie w Czechach, Polsce i na Węgrzech najprawdopodobniej słabsze od notowanego dla EMU-3. Wniosek taki potwierdziła także analiza symulacyjna, która wskazała, że maksymalna dynamika akcji kredytowej dla Polski powinna kształtować się poniżej wartości osiągniętych w Portugalii, Irlandii oraz Grecji. Jednocześnie stwierdziłem wówczas brak negatywnych skutków ekspansji kredytowych w krajach EMU-3, co pozwalało ze względnym optymizmem myśleć o skutkach przystąpienia krajów CE-3 do strefy euro.

Rozwój sytuacji w kolejnych latach okazał się mniej optymistyczny. Zarówno w krajach EMU-3, jak i w nowych krajach członkowskich, które usztywniły kurs względem euro, narosły głębokie nierównowagi, których korygowanie okazało się procesem bolesnym. W związku z powyższym pojawiła się potrzeba zbadania, czy i w jakim stopniu polityka makroekonomiczna może przeciwdziałać opisanemu powyżej rozwojowi wypadków.

Do tego celu wykorzystaliśmy [Brzoza-Brzezina, Jacquinet, Kolasa 2010] wielokrajowy model równowagi ogólnej EAGLE na bazie którego przeprowadziliśmy szereg symulacji. Wariant bazowy zakładał spadek stóp procentowych związany z przystąpieniem Polski do strefy euro. W efekcie następował wzrost PKB, konsumpcji i inflacji co skutkowało przegrzaniem gospodarki i recesją (czyli niestabilnym boomem). Na powyższy wariant zostały nałożone scenariusze reakcji władz monetarnych bądź fiskalnych, polegające na rewaluacji kursu walutowego przed przystąpieniem do strefy euro, czasowym podniesieniu podatków VAT lub PIT, oraz ograniczeniu wydatków rządowych.

Skuteczność powyższych scenariuszy analizowana była na podstawie dwóch kryteriów: ograniczenia zmienności PKB oraz zwiększenia dobrobytu gospodarstw domowych. W przypadku obydwu

kryteriów stosunkowo najlepiej wypadła rewaluacja kursu walutowego. Instrument ten nie tylko pozwolił ograniczyć zmienność PKB ale także w największym stopniu przyczynił się do wzrostu dobrobytu. Co więcej, dla obu kryteriów optymalna skala rewaluacji okazała się zbliżona, czyli ok. 7%.

Trzecie badanie [Brzoza-Brzezina, Kolasa, Makarski 2012] zostało przeprowadzone już po napisaniu książki. Badaliśmy, czy narzędzia tzw. polityki makroostrożnościowej mogą skutecznie przeciwdziałać narastaniu nierównowag pomiędzy członkami unii walutowej. Polityka makroostrożnościowa to nowy typ polityki makroekonomicznej, którą coraz więcej krajów wprowadza w celu uniknięcia problemów, jakie doprowadziły do wybuchu kryzysu finansowego. W szczególności chodzi o przeciwdziałanie narastaniu nierównowag makroekonomicznych (np. bąbli na rynku nieruchomości) które mogłyby doprowadzić do gwałtownych i bolesnych dostosowań.

Badanie przeprowadzone zostało na dwukrajowym modelu równowagi ogólnej z sektorem bankowym. Polityka makroostrożnościowa miała do dyspozycji instrumenty pozwalające kontrolować kreację kredytu w gospodarce. Okazało się, że umiejętnie zastosowane narzędzia pozwalają znacząco złagodzić skutki utraty niezależnej polityki pieniężnej w małej gospodarce przystępującej do strefy euro. W związku z tym można także optymistycznie patrzeć na możliwość przeciwdziałania niestabilnym boomom.

Podsumowując, dotychczasowe badania i doświadczenia pokazują, że stosunkowo ubogi kraj przystępując do bogatej unii walutowej ryzykuje wystąpieniem niestabilnego boomu. Istnieją jednak narzędzia, które pozwalają złagodzić jego przebieg. O ich przygotowaniu i wykorzystaniu trzeba jednak myśleć przed przystąpieniem do unii walutowej a nie po załamaniu boomu, jak to się stało w strefie euro.

#### Literatura:

Baker T., Gerald J., Honohan P. [1996], *Economic Implications for Ireland of EMU*, "Policy Research Series Paper", The Economic and Social Research Institute, Dublin.

Balassa B. [1964], *The Purchasing-Power Parity Doctrine: A Reappraisal*, "Journal of Political Economy", vol. 72, nr 6, s. 584–596.

Blanchard, O. [2007], *Adjustment Within the Euro. The Difficult Case of Portugal*. "Portuguese Economic Journal", vol. 6, nr 1, s. 1-21.

Blanchard, O., Giavazzi, F. [2002], *Current Account Deficits in the Euro Area: The End of the Feldstein Horioka Puzzle?*, "Brookings Papers on Economic Activity", The Brookings Institution, vol. 33, s. 147-210.

Borowski J. [2003], *Potential Benefits of Poland's EMU Accession*, "Focus on Transition", nr 1, Oesterreichische Nationalbank.

Brixiova, Z., Vartia, L., Worgotter, A. [2009], *Capital inflows, household debt and the boom-bust cycle in Estonia*, "OECD Economics Department Working Papers", nr 700, Organisation for Economic Co-operation and Development.

- Brzoza-Brzezina, M. [2005], *Lending Booms in the New EU Member States -- Will Euro Adoption Matter?*, "ECB Working Paper", nr 543, European Central Bank.
- Brzoza-Brzezina, M., Jacquinot, P., Kolasa, M. [2010], *Can We Prevent Boom-bust Cycles During Euro Area Accession?*, "ECB Working Paper", nr 1280, European Central Bank.
- Brzoza-Brzezina, M., Kolasa, M., Makarski, K. [2012], *Macprudential policy and imbalances in the euro area*, maszynopis, Narodowy Bank Polski.
- Cieslik A., Michałek J., Mycielski J. [2008], *Analiza skutków handlowych przystąpienia Polski do Europejskiej Unii Monetarnej przy użyciu uogólnionego modelu grawitacyjnego*, w *Raport na temat pełnego uczestnictwa Rzeczypospolitej Polskiej w trzecim etapie Unii Gospodarczej i Walutowej*, Narodowy Bank Polski, Warszawa.
- Csajbók A., Csermely A. [red.], [2002], *Adopting the Euro in Hungary: Expected Costs, Benefits and Timing*, "MNB Occasional Paper", nr 24, Magyar Nemzeti Bank.
- Daras, T., Hagemeyer, J. [2008], *The Long Run Effects of Poland's Accession to the Eurozone*, „NBP Working Paper”, nr 70, Narodowy Bank Polski.
- De Grauwe, P. [2003], *Economics of Monetary Union*, Oxford University Press.
- Fagan, G., Gaspar, V. [2007], *Adjusting to the Euro*, "ECB Working Paper", nr 716, European Central Bank.
- Frankel J.A., Rose A. [1998], *The Endogeneity of the Optimum Currency Area Criterion*, "The Economic Journal", nr 108, s. 1009–1025.
- Gradzewicz M., Makarski K. [2008], *The Welfare Cost of Monetary Policy Loss after the Euro Adoption in Poland*, "NBP Working Paper", nr 58, Narodowy Bank Polski.
- Koloch G. [2008], *Stylizowany model DSGE małej gospodarki otwartej w niesymetrycznej unii walutowej – wnioski dla Polski*, w *Raport na temat pełnego uczestnictwa Rzeczypospolitej Polskiej w trzecim etapie Unii Gospodarczej i Walutowej*, Narodowy Bank Polski, Warszawa.
- Kuodis, R., Ramanauskas, T. [2009], *From Boom to Bust: Lessons from Lithuania*, "Monetary Studies", nr 1, Lietuvos Bankas.
- McKinnon R.I. [1963], *Optimum Currency Areas*, "American Economic Review", vol. 53, nr 4, s. 717–725.
- Mundell R.A. [1961], *A Theory of Optimum Currency Areas*, "American Economic Review", vol. 51, nr 4, s. 651–665.
- Rubaszek, M. [2009a], *Economic Convergence and the Fundamental Equilibrium Exchange Rate in Poland*, "Bank i Kredyt", nr 1.
- Rubaszek, M. [2009b], *Modele kursu równowagi*, w *Analiza kursu walutowego* red. W. Marcinkowska-Lewandowska, C.H. Beck, Warszawa.
- Samuelson P. [1964], *Theoretical Notes on Trade Problems*, "The Review of Economics and Statistics", vol. 46, nr 2, s. 145–154.
- Schadler S., Drummond P.F.N., Kuijs L., Murgasova Z., Elkan van R. [2005], *Adopting the euro in Central Europe: Challenges of the Next Step in European Integration*, "Occasional Paper", nr 234, International Monetary Fund, Washington.
- Solow R.M. [1956], *A Contribution to the Theory of Economic Growth*, "The Quarterly Journal of Economics", vol. 70, s. 65–94.
- Stążka A. [2008], *The Flexible Exchange Rate as a Stabilising Instrument: The Case of Poland*, w *Raport na temat pełnego uczestnictwa Rzeczypospolitej Polskiej w trzecim etapie Unii Gospodarczej i Walutowej*, Narodowy Bank Polski.
- Torój, A. [2010], *Adjustment Capacity in a Monetary Union: A DSGE Evaluation of Poland and Slovakia*, "MF Working Paper Series", No. 03-2010, Ministry of Finance in Poland.
- Wójcik, C. [2008], *Integracja ze strefą euro. Teoretyczne i praktyczne aspekty konwergencji*, PWN, Warszawa.