



KONKURS WSZYSTKO o EURO



Wybór optymalnego kursu centralnego w ramach ERM II w kontekście zastąpienia złotego przez wspólną walutę

Marcin Konarski



EURO jako waluta międzynarodowa

1. Walutą euro posługuje się dziś około 330 milionów obywateli Unii Europejskiej. Pozostałe państwa członkowskie UE nie wprowadziły jeszcze euro.
2. Polska, podobnie jak Bułgaria, Czechy, Litwa, Rumunia, Szwecja, Węgry oraz Chorwacja (od lipca 2013 r.), ma tzw. status państwa z derogacją. Oznacza to, że jest zobowiązana (na mocy zapisów traktatowych) do przyjęcia wspólnej waluty, choć Traktat Akcesyjny nie określa konkretnej daty wprowadzenia euro.
3. Zgodnie z unijnym prawem państwa z derogacją są obowiązane przystąpić do obszaru jednowalutowego funkcjonującego w ramach UE po spełnieniu wyznaczonych kryteriów konwergencji nominalnej i realnej.



Europejski Mechanizm Kursowy II

Jednym z kryteriów konwergencji nominalnej jest tzw. kryterium kursowe określające poziom stabilności kursu waluty krajowej wobec wspólnej waluty – euro.

Zgodnie z tym kryterium przystąpienie kraju do strefy euro poprzedza co najmniej dwuletni pobyt waluty krajowej w Europejskim Mechanizmie Kursowym II (ERM II), bez „szczególnych napięć” oraz bez dokonywania dewaluacji kursu centralnego względem euro.

Podstawowe zasady działania ERM II są następujące :

1. dla każdej waluty uczestniczącej w porozumieniu ustala się kurs centralny względem euro. Ustalanie kursu centralnego powinno odbywać się na zasadzie porozumienia między władzami walutowymi kraju uczestniczącego w ERM II a ministrami krajów strefy euro i Europejskim Bankiem Centralnym;



2. ustala się dopuszczalne marże wahań wobec kursu centralnego na poziomie $\pm 15\%$, w indywidualnych przypadkach dopuszcza się zawężenie dopuszczalnych marż wahań wobec kursu centralnego, które będą wspierane przez obligatoryjne interwencje na rynku walutowym;
3. interwencje walutowe w obronie dopuszczalnych marż wahań są **automatyczne** oraz **nieograniczone** i mogą być finansowane za pomocą bardzo krótkoterminowych kredytów dla kraju, którego waluta uczestniczy w ERM II. W przypadku zagrożenia dla stabilności polityki monetarnej lub stabilności cen w UGW lub państwie członkowskim zarówno Europejski Bank Centralny jak i bank centralny kraju członkowskiego może odstąpić od interwencji. Dopuszcza się koordynowane interwencje intermarginalne;
4. procedury finansowania interwencji przez system krótkookresowych kredytów udzielanych przez EBC członkowi ERM II będą ustalane na zasadzie dwustronnych porozumień między EBC a bankiem centralnym kraju uczestniczącego w ERM II.



Niestety sama przynależność do ERM II nie wystarcza do zabezpieczenia się przed atakami spekulacyjnymi ze strony operatorów zagranicznych.

Zwłaszcza w dobie globalnych rynków finansowych i niespotykanej mobilności kapitału, w skali przekraczającej często rezerwy średniej wielkości kraju.

Zagrożeniem może okazać się duża elastyczność reakcji EBC, która umożliwi zaniechanie interwencji EBC w przypadku zagrożenia stabilności cenowej strefy euro nawet przy interwencji w obronie dopuszczalnego odchylenia od kursu centralnego.

Procedura finansowania interwencji za pomocą bardzo krótkookresowych pożyczek może być uruchomiona po wykorzystaniu przez bank centralny kraju, którego waluta przebywa w ERM II swoich rezerw dewizowych.



Co bardzo ważne, interwencje powinny mieć jednak działanie jedynie osłaniające co oznacza, że muszą być poprzedzone i wspierane przez działania stabilizujące z zakresu **polityki pieniężnej i fiskalnej**.

Ponieważ interwencje są obowiązkowe, finansowanie interwencji uruchamianych przy przekroczeniu punktów krańcowych jest nieograniczone.

Zagrożeniem, ale jednocześnie szansą na pokonanie kłopotów z kapitałem spekulacyjnym, jest dopuszczenie rewizji kursu centralnego.

Należy podkreślić, że ograniczona pomoc finansowa ze strony EBC może wywołać kryzys walutowy zwłaszcza, gdy parytety walut zostaną ustalone na poziomie znacznie odbiegającym od kursu równowagi długookresowej.



KURS CENTRALNY w ERM II

Kluczowy dla stabilności gospodarki kraju kandydującego do UGW jest wybór kursu centralnego.

Ustalanie kursu centralnego odbywa się na zasadzie porozumienia władz monetarnych strefy euro i kraju kandydującego. Decydenci kierują się przede wszystkim aktualnym rynkowym poziomem kursu oraz szeregiem indykatorów ekonomicznych i stopniem rozwoju gospodarczego.

Aby nowy kraj mógł skutecznie bronić się przed atakami kapitału spekulacyjnego obliczonego na prowokowanie interwencji w obronie utrzymania kursu wewnątrz dopuszczalnych marż wahań, kurs centralny powinien odpowiadać kursowi równowagi długookresowej w momencie wejścia do ERM II.



Doświadczenia innych państw w ustalaniu kursu centralnego





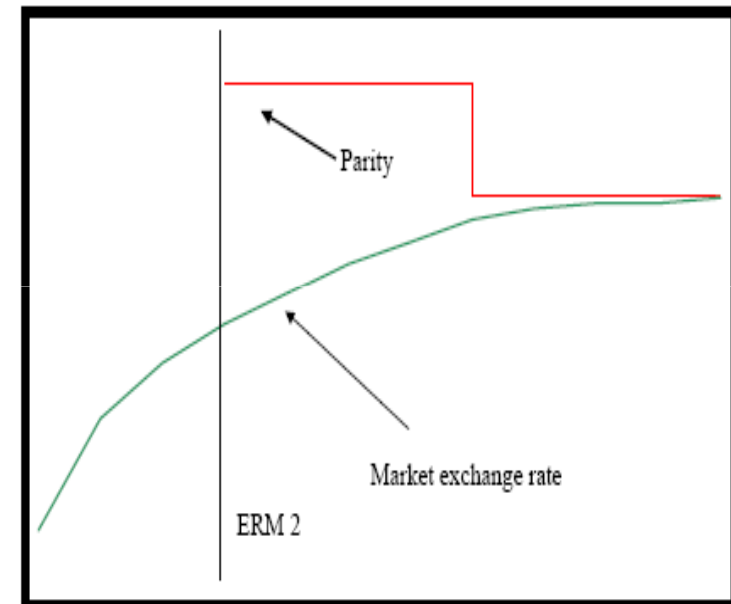
Doświadczenia krajów, które już przystąpiły do ERM II wskazują, że władze monetarne kraju który zamierza stabilizować wahania swojej waluty do euro w ramach ERM II mogą wybierać między następującymi scenariuszami przystąpienia do mechanizmu :

1. ustalenie kursu centralnego na poziomie powyżej kursu rynkowego;
2. ustalenie kursu centralnego na poziomie powyżej kursu rynkowego z ograniczoną elastycznością;
3. kurs centralny na poziomie kursu rynkowego w momencie przystępowania do ERM II;
4. ustalenie kursu centralnego na poziomie niższym niż bieżący kurs rynkowy w momencie wstąpienia do ERM II.

Ad. 1. Ustalenie kursu centralnego na poziomie powyżej kursu rynkowego.

Taka strategia polega na :

- ustaleniu kursu centralnego powyżej kursu rynkowego w momencie przystąpienia do ERM II,
- podążanie kursu rynkowego do poziomu kursu centralnego w okresie przebywania w ERM II,
- możliwość rewaluacji waluty w momencie wybranym przez krajowe władze monetarne.



Ustalenie kursu centralnego na poziomie wyższym od kursu rynkowego przy zachowaniu możliwości jego rewaluacji w przyszłości pozwala bankowi centralnemu na zachowanie większej elastyczności prowadzonej polityki pieniężnej.

Taka strategia pozwala na skuteczne przeciwstawianie się napływowi kapitału spekulacyjnego obliczonego na deprecjację kursu waluty krajowej.

Ponieważ dewaluacje kursu są w ERM II zabronione to operatorzy krótkookresowi będą próbowali uzyskać korzyści z ataków spekulacyjnych właśnie na górny punkt interwencyjny.

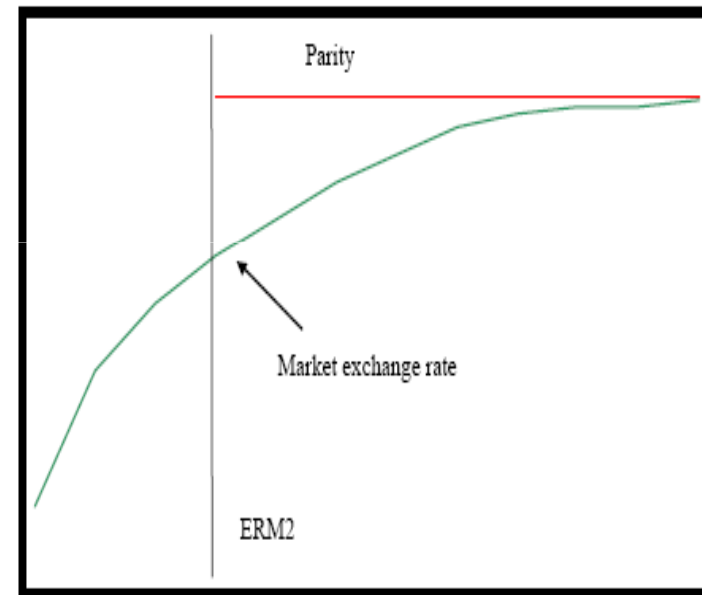
Wady tego podejścia są następujące:

- jest możliwe tylko w przypadku stosowania szerokich marż wahań- stabilizowanie kursu przy wąskich marżach i wyższym od aktualnego poziomie kursu centralnego może przysparzać dodatkowe problemy,
- ustalenie kursu centralnego na poziomie wyższym niż aktualny kurs rynkowy powoduje, że władze monetarne dają sygnał o dyskontowaniu wzrostu inflacji i nie wykorzystują pozytywnych oczekiwań inflacyjnych innych podmiotów wynikających z faktu przystąpienia do ERM II.

Ad. 2. Ustalenie kursu centralnego na poziomie powyżej kursu rynkowego z ograniczoną elastycznością;

Taka strategia polega na :

- ustaleniu kursu centralnego powyżej kursu rynkowego w momencie przystąpienia do ERM II,
- podążanie kursu rynkowego do poziomu kursu centralnego w okresie przebywania w ERM II,
- brak możliwości rewaluacji waluty w czasie przebywania waluty w ERM II.





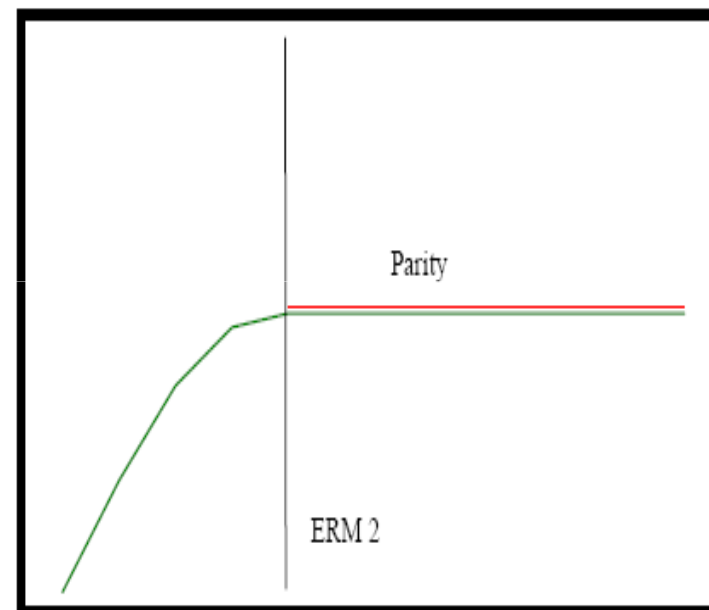
Podstawowe różnice w porównaniu z poprzednim rozwiązaniem to:

- stopy procentowe mogą być wyższe niż koszt pieniądza w strefie euro,
- polityka monetarna nie musi być zmieniana, ale jej elastyczność jest dużo niższa gdyż władze monetarne nie mogą w pełni wykorzystać różnicy między kursem centralnym a kursem bieżącym przy przystąpieniu do ERM II do deprecjacji kursu w przypadku napływu kapitału spekulacyjnego czy przedłużającego się pobytu w mechanizmie kursowym,
- mniejsze jest prawdopodobieństwo odwrócenia oczekiwań inflacyjnych.

Ad. 3. Kurs centralny na poziomie kursu rynkowego w momencie przystępowania do ERM II;

Takie rozwiązanie przyjęły np. republiki nadbałtyckie przyjmując za kurs centralny kurs rynkowy z dnia poprzedzającego przystąpienie do mechanizmu kursowego.

W przypadku takiego scenariusza władze monetarne nie mogą zmieniać kursu centralnego w czasie przebywania w ERM II a reżim kursowy jest zbliżony do kursu stałego. Kurs walutowy staje się kotwicą antyinflacyjną. Polityka monetarna jest bardzo ograniczona. **Główny ciężar odpowiedzialności** za kontrolę popytu wewnętrznego i ograniczanie presji inflacyjnej **musi przejąć polityka fiskalna.**

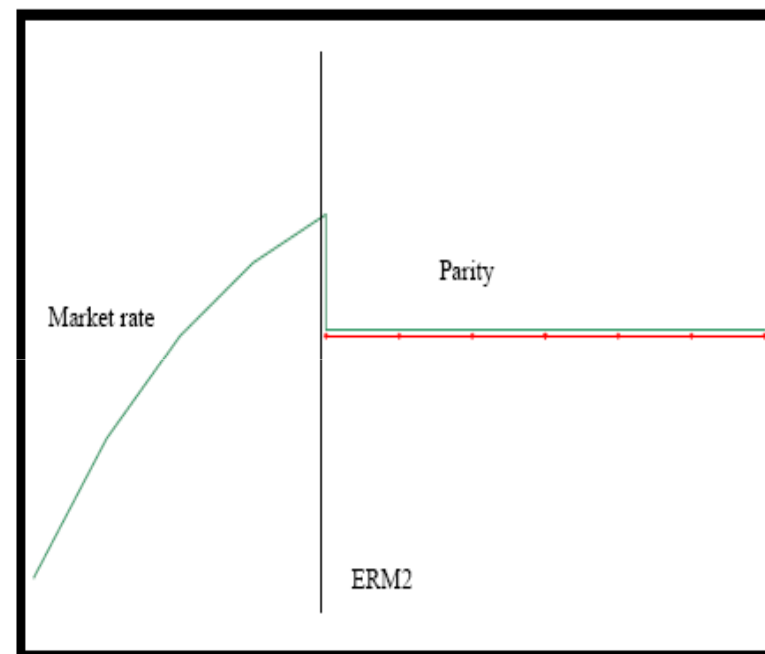


4. ustalenie kursu centralnego na poziomie niższym niż bieżący kurs rynkowy w momencie wstąpienia do ERM II.

Ustalając kurs centralny na poziomie niższym niż bieżący kurs rynkowy w chwili przystąpienia do mechanizmu jest sygnałem, że władze monetarne uznają aktualny kurs walutowy jako niedoszacowany.

Dojście kursu walutowego do poziomu kursu centralnego odbywa się skokowo a nie jak w pozostałych przypadkach płynnie i stopniowo.

W okresie przebywania w ERM II nie przewiduje się zmiany kursu centralnego a stosowany reżim kursowy jest zbliżony do kursu stałego.





Bardzo ważnym elementem tego rozwiązania jest wcześniejsze przygotowanie władz gospodarczych na potrzebę przejęcia przez politykę fiskalną głównej odpowiedzialności za stabilizowanie inflacji.

To zadanie dodatkowo będzie utrudnione ze względu na gwałtowny wzrost siły nabywczej podmiotów krajowych w walucie obcej po jednorazowej rewaluacji kursu (oczywiście ważną będzie skala rewaluacji) oraz zmniejszenie kosztów pozyskiwania kapitału za granicą.

Obniżanie poziomu stóp procentowych oraz ograniczona elastyczność polityki monetarnej oznaczają potrzebę koordynacji pozostałych polityk gospodarczych, aby przeciwdziałać wzrostowi konsumpcji przekraczającej wzrost gospodarczy i ograniczyć presję inflacyjną ze strony czynników popytowych.



WNIOSKI

Nie ma wątpliwości, że stabilizowanie pasma wahań walut naszego regionu w ramach ERM II spowoduje zwiększoną aktywność rynkowych operatorów spekulacyjnych.

Ponieważ pomoc ze strony EBC może mieć ograniczony charakter bardzo ważne okazuje się przygotowanie celów polityki walutowej i aktywna działalność banków centralnych na rynkach walutowych.

Tylko przemyślana i konsekwentnie realizowana strategia stabilizacji kursu walutowego względem euro może uchronić przed zawirowaniami.



Wybór odpowiedniego momentu przystąpienia do ERM II





Spekulanci muszą być pewni, że wyznaczony kurs centralny jest kursem równowagi długookresowej i nie będzie zmieniany nawet w przypadku gwałtownej zmiany podaży lub popytu na rynku walutowym.

Interwencje walutowe są bardzo ważną bronią władz monetarnych. Wywołują emocje ze względu na duże koszty w przypadku nieudanych interwencji, gdy nie udało się zrealizować zamierzonych celów.

Trzeba podkreślić, że takie sytuacje mają miejsce głównie wtedy kiedy interwencję stosuje się doraźnie i bez koordynacji lub wręcz w oderwaniu od innych instrumentów polityki monetarnej.

W kontekście uczestnictwa w ERM II bardzo ważne jest przyjęcie szerokich pasm wahań (+/- 15%).



W przypadku niedostatecznej konwergencji gospodarki z wymogami jednolitego rynku, przy wyraźnie ograniczonej pomocy ze strony Unii w zakresie interwencji walutowych, przynależność waluty do ERM II nie zagwarantuje ochrony przed kryzysem walutowym wywołanym atakami spekulacyjnego kapitału krótkookresowego.

Ze względu na możliwość rewizji kursu parytetowego trzeba liczyć się wtedy z możliwością znacznego uszczuplenia rezerw na interwencje marginalne i ponoszenia wysokich kosztów interwencji.

Jak pokazują przykłady empiryczne, państwo jest w stanie efektywnie wpływać na kurs walutowy tylko pod warunkiem spójnej polityki monetarnej i fiskalnej oraz czytelnemu programowi gospodarczemu wyznaczającemu gospodarce narodowej drogę do pełnej realnej konwergencji z krajami strefy euro.



Warto przystąpienie do ERM II dobrze przemyśleć i nie działać pod presją czasu

