

EUROOPRACOWANIA

Nr 4/2011

marzec 2011

Andrzej Torój

PRZEGLĄD DOŚWIADCZEŃ INNYCH PAŃSTW ZWIĄZANYCH Z WPROWADZENIEM EURO:

WYPEŁNIENIE KRYTERIUM STABILNOŚCI KURSOWEJ

BIURO PEŁNOMOCNIKA RZĄDU DS. WPROWADZENIA EURO PRZEZ RZECZPOSPOLITĄ POLSKĄ
DEPARTAMENT POLITYKI FINANSOWEJ, ANALIZ I STATYSTYKI
MINISTERSTWO FINANSÓW

Powielanie i rozpowszechnianie materiału wymaga wcześniejszej zgody Ministerstwa Finansów.

GLÓWNE TEZY:

- W niniejszym opracowaniu zestawiono doświadczenia 19 państw UE w zakresie wypełniania kryterium stabilności kursowej. Należy do nich 17 aktualnych państw strefy euro oraz Litwa i Łotwa, które uczestniczą w systemie ERM II.
- Państwa przystępujące do ERM i ERM II reprezentowały zróżnicowane reżimy kursowe. Jedyne nieliczne z nich cechowały się, podobnie jak Polska, płynnym kursem walutowym. W większości przypadków w hierarchii celów polityki pieniężnej stabilność kursowa zajmowała *explicite* wysokie miejsce i realizowana była na różne sposoby: od systemu izby walutowej (np. EE) przez utrzymywanie ograniczonego pasma wahań (np. „blok marki”) po reżim *crawling peg* (np. SI).
- Mimo że zapisy traktatowe mówią o co najmniej dwuletnim uczestnictwie w systemie ERM II, zdarzały się przypadki, gdy państwo przystąpiło do mechanizmu później i uzyskało pozytywną ocenę pod względem stabilności kursowej. W dotychczasowej praktyce ERM II okres taki wynosił ok. 22 miesiące i towarzyszyło mu założenie, że w momencie podejmowania decyzji przez Radę Ecofin (zwykle ok. 2 miesięcy po publikacji *Raportów o konwergencji*) upłynęłyby już 24 miesiące w ERM II.
- W przypadku państw, które przed przystąpieniem do ERM lub ERM II stosowały płynny system kursu walutowego, zmienność kursu walutowego (mierzona wskaźnikiem ERV) w miesiącach poprzedzających włączenie waluty do mechanizmu nie przekraczała ok. 8%. Podczas uczestnictwa w ERM i ERM II zmienność ERV mieściła się w przedziale do 3% dla państw o najbardziej stabilnych walutach („blok marki”), wzrastając maksymalnie do ok. 7% w przypadku innych państw.
- Doświadczenia państw strefy euro potwierdzają, że wiarygodny parytet centralny może zakotwiczać oczekiwania uczestników rynku i tym samym ułatwiać wypełnienie kryterium kursowego. Warto w tym kontekście szczególnie podkreślić przypadek Słowacji, dla której okres poprzedzający przyjęcie euro przypadł w kulminacyjnym momencie światowego kryzysu finansowego.
- Jedynym przypadkiem negatywnej oceny stabilności kursowej ze względu na wystąpienie poważnych napięć na rynku walutowym (mimo odpowiednio długiego okresu uczestnictwa w ERM II i nieprzekroczenia dopuszczalnego pasma wahań) była ocena uzyskana przez Łotwę w 2010 r.
- Ważny element oceny państw w ERM II – w szczególności w latach 2006-2010 – stanowiła rola interwencji walutowych i dynamika rezerw. EBC analizuje interwencje banku centralnego na rynku walutowym z punktu widzenia ich intensywności, znaczenia dla utrzymania stabilności kursowej oraz efektu netto. Interwencje mogą nie zostać uznane za przejaw napięć na rynku walutowym przy ich niewielkiej roli, bliskim zeru efekcie netto (SK) lub ukierunkowaniu głównie na powstrzymanie aprecjacji (GR).
- W nowych państwach członkowskich UE przechodzących proces doganiania pojawiała się wewnątrz ERM i ERM II presja aprecjacyjna, mogąca skutkować koniecznością rewaluacji parytetu centralnego. Doświadczenia Słowacji, Irlandii i Grecji sugerują, że KE i EBC cechują się stosunkowo wysoką tolerancją dla aprecjacji kursu wewnątrz ERM II w ramach dopuszczalnego pasma wahań.

1 Wprowadzenie

Wszystkie państwa Unii Europejskiej dążące do integracji ze strefą euro muszą wypełnić kryteria konwergencji nominalnej. W szczególności, kryterium kursu walutowego nakazuje stosowanie przez co najmniej przez 2 lata normalnych granic wahań przewidzianych w Europejskim Mechanizmie Kursowym (ang. *Exchange Rate Mechanism*, ERM II) bez poważnych napięć (ang. *severe tensions*) oraz bez dokonywania – na własny wniosek państwa członkowskiego – dewaluacji w stosunku do euro (Art. 140(1) *Traktatu o Funkcjonowaniu Unii Europejskiej*).

W uchwale Rady Europejskiej z 16 czerwca 1997 r. o ustanowieniu mechanizmu kursów walutowych w trzecim etapie UGW podkreślono, że oczekuje się, iż kraje członkowskie objęte derogacją przyłączą się do ERM II. Wypełnienie przez Polskę kursowego kryterium konwergencji będzie wymagało włączenia polskiego złotego do ERM II i uczestnictwa w tym mechanizmie przez co najmniej 2 lata bez dokonywania na własny wniosek dewaluacji oraz bez „poważnych napięć”.

Przy ocenie stabilności kursu walutowego dokonywana jest analiza, czy w okresie referencyjnym kurs rynkowy był zbliżony do kursu centralnego, przy uwzględnieniu czynników, które mogły doprowadzić do jego aprecjacji, takich jak efekt Balassy-Samuelsona, napływ kapitału, czy liberalizacja cen. Zagadnienie braku „poważnych napięć” jest tymczasem rozpatrywane poprzez: i) badanie stopnia odchylenia kursów walutowych od kursu centralnego; ii) zastosowanie wskaźników takich, jak zmienność kursu walutowego względem euro oraz jej tendencja, jak również różnice krótkoterminowych stóp procentowych w stosunku do strefy euro i ich zmiany; oraz iii) badanie roli, jaką odegrały interwencje na rynku walutowym.

Wypełnienie kryterium stabilności kursowej ma w znacznej mierze charakter wtórny względem wypełnienia pozostałych kryteriów. Jeżeli uczestnicy rynku nie mają wątpliwości co do tego, że dane państwo realizuje wiarygodną strategię integracji ze strefą euro, a planowana data przyjęcia euro nie jest zagrożona, parytet centralny w ERM II pełni rolę „kotwicy” przyciągającej notowania rynkowe. Efekt ten powinien być tym silniejszy, im bliżej planowanej i wiarygodnie postrzeganej daty wprowadzenia euro (zob. np. Naszodi, 2008). Aspekt ten odgrywał ważną rolę w doświadczeniach państw, które już wypełniły kryterium stabilności kursowej. Warunki bezpiecznego włączenia złotego do ERM II, od których zależy m.in. skuteczność parytetu centralnego w roli „kotwicy”, zostały szczegółowo opisane w dokumencie „[Uwarunkowania realizacji kolejnych etapów Mapy Drogowej Przyjęcia Euro przez Polskę](#)”.

Znajomość dotychczasowej praktyki Komisji Europejskiej (KE) i Europejskiego Banku Centralnego (EBC) w ocenianiu państw aspirujących do unii walutowej jest ważna zarówno dla polityki gospodarczej, jak i dla uczestników rynku. W niniejszej analizie położono nacisk na formalne ramy ERM/ERM II i ich interpretację przez obie instytucje we wszystkich dotychczasowych przypadkach, zestaw i sposób oceniania wskaźników ilościowych (głównych i pomocniczych), ewolucję „rozkładu akcentów” w ocenach oraz istotne precedensy, ważne z uwagi na zasadę równego traktowania poszczególnych państw. Szczególne miejsce w analizie zajmują najnowsze doświadczenia państw w systemie ERM II, jako że nie wszystkie aspekty oceny pierwszych 11 państw strefy euro (EA-11) są adekwatne do obecnych uwarunkowań.

Głównym źródłem informacji, wykorzystanym przy przygotowywaniu niniejszego opracowania, są *Raporty o konwergencji*. Przygotowują je KE i EBC – cyklicznie co 2 lata lub na specjalny wniosek państwa członkowskiego. Zestawienie wszystkich dotychczasowych ocen¹ państw UE pod względem wypełnienia kryterium stabilności kursowej zawiera tabela 1. Należy zaznaczyć, że – zgodnie z tematem niniejszego

¹W tabeli 1 nie uwzględniono państw z klauzulą *opt-out*. Tymczasem w 1998 r. przedmiotem oceny była również Dania.

Tabela 1: Oceny stabilności kursowej dokonane przez KE i EBC w latach 1998-2010

państwo		1998	2000	2002	2004	2006	2007	2008	2010
UE przed 2004	Austria	TAK	-	-	-	-	-	-	-
	Belgia	TAK	-	-	-	-	-	-	-
	Finlandia	TAK	-	-	-	-	-	-	-
	Francja	TAK	-	-	-	-	-	-	-
	Grecja	NIE	TAK	-	-	-	-	-	-
	Hiszpania	TAK	-	-	-	-	-	-	-
	Holandia	TAK	-	-	-	-	-	-	-
	Irlandia	TAK	-	-	-	-	-	-	-
	Luksemburg	TAK	-	-	-	-	-	-	-
	Niemcy	TAK	-	-	-	-	-	-	-
	Portugalia	TAK	-	-	-	-	-	-	-
	Szwecja	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	-	NIE	NIE
Włochy	TAK	-	-	-	-	-	-	-	
UE od 2004	Cypr	-	-	-	NIE	NIE*	TAK	-	-
	Czechy	-	-	-	NIE	NIE	-	NIE	NIE
	Estonia	-	-	-	NIE*	TAK	-	TAK	TAK
	Litwa	-	-	-	NIE*	TAK	-	TAK	TAK
	Łotwa	-	-	-	NIE	NIE*	-	TAK	NIE**
	Malta	-	-	-	NIE	NIE*	TAK	-	-
	Polska	-	-	-	NIE	NIE	-	NIE	NIE
	Słowacja	-	-	-	NIE	NIE*	-	TAK	-
	Słowenia	-	-	-	NIE*	TAK	-	-	-
Węgry	-	-	-	NIE	NIE	-	NIE	NIE	
UE od 2007	Bułgaria	-	-	-	-	-	-	NIE	NIE
	Rumunia	-	-	-	-	-	-	NIE	NIE

Przyczyny negatywnej oceny stabilności kursowej:

* - zbyt krótkie uczestnictwo w ERM II.

** - wystąpienie poważnych napięć (ang. *severe tensions*) na rynku walutowym mimo odpowiednio długiego uczestnictwa w ERM II i utrzymania pasma wahań kursu.

W pozostałych przypadkach negatywna ocena wynikała z braku uczestnictwa w systemie ERM/ERM II w momencie oceny.

opracowania – tabela nie dotyczy ogólnej oceny państwa członkowskiego przez KE i EBC, a jedynie oceny kryterium stabilności kursowej. Jeżeli jednak pozytywna ocena dotyczyła również pozostałych kryteriów i doprowadziła do przyjęcia euro przez dane państwo w następnym roku, zostało to zaznaczone wytłuszczoną czcionką.

2 Stabilność kursowa w państwach EA11. Uczestnictwo w systemie ERM

Stabilność kursowa pierwszej jedenastki państw strefy euro została oceniona wiosną roku 1998. Okres referencyjny trwał we wszystkich jedenastu przypadkach od marca 1996 r. do lutego 1998 r. Próby osiągnięcia stabilności kursowej w Europie Zachodniej miały jednak znacznie dłuższą tradycję. System ERM funkcjonował we Wspólnotach Europejskich od 1979 r. i stanowił część Europejskiego Systemu Walutowego, wraz ze wspólną jednostką walutową ECU (European Currency Unit) i systemem finansowo-kredytowym.

Uczestniczyła w nim od początku większość państw ówczesnych wspólnot, a wraz z ich rozszerzaniem w późniejszych okresach dołączały kolejne (Hiszpania, Portugalia, Austria, Finlandia). Niektóre państwa wewnątrz ERM zawierały też dwustronne porozumienia ukierunkowane na osiągnięcie stabilności walutowej w sposób bardziej restrykcyjny niż to przewidywały ramy systemu ERM (Niemcy i Holandia).

ERM stanowił mechanizm kursowy i interwencyjny państw członkowskich, w którym określono wartość ich walut jako parytetów centralnych względem jednostki ECU. Parytetów te posłużyły do ustanowienia siatki dwustronnych kursów między walutami włączonymi do systemu. Kursy mogły odchylić się od parytetów wewnątrz określonego pasma wahań. W sierpniu 1993 r. rozszerzono to pasmo z $\pm 2,25\%$ (i $\pm 6\%$ przewidzianego początkowo jako wyjątkowo szerokie pasmo dla walut słabszych, tzn. lira włoskiego, escudo portugalskiego i pesety hiszpańskiej) do $\pm 15\%$. Dostosowania parytetów centralnych musiały być przedmiotem uzgodnienia między wszystkimi państwami uczestniczącymi w ERM.

Odchylenia były mierzone względem tzw. waluty medianowej, czyli jednej z walut systemu, której procentowe odchylenie od parytetu w ECU było w danym dniu medianą w grupie odchyleń wszystkich walut. Silne odchylenie od jednej z walut systemu nie musiało więc oznaczać równie znaczącego odchylenia od waluty medianowej. Pojęcie waluty medianowej ma dziś jedynie znaczenie historyczne² i służy lepszemu zrozumieniu ocen KE i EBC z 1998 r., gdyż w przypadku złotego i innych walut, które będą uczestniczyć lub uczestniczyły w ERM II, podstawą oceny są wahania kursu waluty krajowej względem euro. Ocena względem waluty medianowej dla państw EA-11 została wybrana spośród kilku alternatyw jako metoda nie faworyzująca określonej waluty (w domyśle: marki niemieckiej), odporna na wartości odstające (jak np. funt irlandzki) oraz odporna na wahania walut spoza systemu ERM.

Zmiana szerokości pasma wahań doprowadziła do kontrowersji w sposobie oceny stabilności kursowej. Europejski Instytut Monetarny (EIM, poprzednik EBC) w *Raporcie o konwergencji* z 1998 r. cytuje odrębne zdanie dwóch członków Rady, według których EIM nie powinien wyciągać wniosków o stabilności kursowej z samego faktu uczestnictwa w ERM, jako że zapisy traktatowe zostały przyjęte jeszcze w czasie, gdy obowiązywały węższe pasma wahań. Proponowali oni w zamian ocenę trwałości stabilności kursowej *de facto*, w kontekście fundamentów gospodarczych państwa członkowskiego. Z kolei Rada EIM, zgodnie z wcześniejszymi stanowiskami z października 1994 r. i listopada 1995 r., uważała, że szersze pasmo wahań pomogło osiągnąć trwały stopień stabilności kursowej w ERM. Jednocześnie EIM dodał, że państwa członkowskie powinny unikać istotnych wahań kursu walutowego przez prowadzenie polityki ukierunkowanej na stabilność cen i redukcję deficytów sektora instytucji rządowych i samorządowych. W 1998 r. przyznano, że rozszerzenie górnej i dolnej granicy wahań uczyniło koncepcję normalnego pasma wahań mniej przejrzystą. Warto zaznaczyć, że w 1998 r. jedynie w *Raporcie...* KE pojawiają się *explicite* wzmianki na temat okresów, w których notowania walut wykraczały poza węższe pasmo wahań $\pm 2,25\%$. W ówczesnym *Raporcie...* Komisji znalazło się jednocześnie stwierdzenie, że „wyjście z tego przedziału, **w szczególności po jego słabszej stronie**, jest interpretowane jako sygnał możliwych napięć”.³

W ocenie KE i EBC, okres referencyjny dla państw grupy EA-11 upłynął spokojnie, bez silnych zawirowań rynkowych i wynikających z nich poważnych napięć. Niemal wszystkie waluty (z wyjątkiem irlandzkiego funta) wykazywały kursy zbliżone do siatki swoich parytetów centralnych, a dysparytety krótkookresowych stóp procentowych pozostawały niskie i stabilne. W *Raportach...* z 1998 r. analizowano odchylenia od wszystkich innych walut w systemie ERM. Uznano to na tamtym etapie za neutralny i przejrzysty sposób

²Z formalnego punktu widzenia, Traktat z Lizbony wprowadził pojęcie „euro” w miejsce „walut UE”.

³Ang. „A breach of this range, in particular on the lower side (which corresponds to relative weakness in the ERM), is interpreted as an indication of possible tensions.”

prezentacji. W niniejszym opracowaniu na wykresach prezentowane są jednak odchylenia względem ECU, co z jednej strony zapewnia syntetyczną ilustrację przytaczanych ocen stabilności względem poszczególnych walut, z drugiej strony – umożliwia lepszą porównywalność z sytuacją Polski, której stabilność kursowa w ERM II będzie oceniana względem euro.

Mimo że formalnie oceniano wahania kursu waluty krajowej względem waluty medianowej, w *Raportach o konwergencji* 1998 wahania innych walut względem marki niemieckiej również zostały akcentowane jako ważny wskaźnik uzupełniający dla oceny stabilności kursowej (m.in. przez obliczanie ERV względem marki oraz dysparytetu krótkoterminowych stóp procentowych względem średniej ważonej grupy państw, w której dominującą pozycję zajmowały Niemcy). W dzisiejszych uwarunkowaniach naturalnym sukcesorem tego sposobu oceny są wahania kursu danego państwa względem euro i wykorzystanie danych z rynków pieniężnych strefy euro jako punktu odniesienia.

Pomocniczym wskaźnikiem oceny stabilności kursowej, zdefiniowanym i stosowanym przez Europejski Bank Centralny przy ocenie wypełnienia kryterium kursu walutowego w *Raportach o konwergencji*, jest miara **zmienności ERV (ang. *Exchange Rate Volatility*)**. ERV jest obliczana na podstawie dziennych notowań nominalnego kursu danej waluty względem euro. Jej koncepcja polega na przybliżeniu *ex ante* odchylenia standardowego rocznej zmiany kursu. Opiera się ono na założeniu, że zmiany w najbliższych 12 miesiącach będą miały podobną amplitudę do tych obserwowanych na bieżąco (zob. też ramka 1 i Ministerstwo Finansów, 2010).

Ramka 1. Miara zmienności kursowej *Exchange Rate Volatility* (ERV)

Oznaczamy kurs waluty krajowej względem euro w dniu t jako Y_t . Niech $y_t = \ln(Y_t)$, wówczas $100 \cdot \Delta y_t$ oznacza w przybliżeniu dzienne procentowe zmiany tego kursu. Zakładamy, że dla $s = t, t+1, \dots, t+256$ zmienne Δy_s są niezależne o jednakowym rozkładzie. Przyjmujemy też, że najbliższy rok liczy 256 dni roboczych. Przy powyższych założeniach, roczna stopa zmiany kursu w najbliższym roku jest z definicji równa:

$$r_t = \sum_{s=t+1}^{t+256} 100\Delta y_s \quad (1)$$

Odchylenie standardowe r_t jest równe:

$$\begin{aligned} SD(r_t) &= [Var(r_t)]^{\frac{1}{2}} = \left[Var\left(\sum_{s=t+1}^{t+256} 100\Delta y_s\right) \right]^{\frac{1}{2}} = \\ &= [100^2 \cdot 256 \cdot Var(\Delta y_t)]^{\frac{1}{2}} = 100 \cdot 16 \cdot SD(\Delta y_t) \end{aligned} \quad (2)$$

EBC estymuje $SD(\Delta y_t)$ jako odchylenie standardowe w ostatnich 20 dniach roboczych, z t włącznie:

$$SD(\Delta y_t) = \left[\frac{1}{19} \sum_{s=t}^{t-19} \left(\Delta y_s - \frac{\sum_{u=t}^{t-19} \Delta y_u}{20} \right)^2 \right]^{\frac{1}{2}} \quad (3)$$

Stąd otrzymujemy wzór na ERV dla danych dziennych:

$$ERV_t = SD(r_t) = 100 \cdot 16 \cdot \left[\frac{1}{19} \sum_{s=t}^{t-19} \left(\Delta y_s - \frac{\sum_{u=t}^{t-19} \Delta y_u}{20} \right)^2 \right]^{\frac{1}{2}} \quad (4)$$

EBC podaje ERV w ujęciu 3-miesięcznym. Jeżeli jako $ERV(m)_t$ oznaczmy ERV w ostatnim dniu miesiąca t , to 3-miesięczna miara $ERV(q)_t = \frac{\sum_{s=t-2}^t ERV(m)_s}{3}$.

Źródło: *Ministerstwo Finansów (2010). Opracowano na podstawie: European Monetary Institute, 1998; National Bank of Poland, 2004.*

Oprócz kształtowania się nominalnych kursów walutowych, w 1998 r. poddano analizie również wskaźniki, które mogłyby nieść informację o trwałości bieżącego poziomu nominalnego kursu walutowego:

- realne kursy walutowe w perspektywie historycznej (ich znaczące odchylenie mogłoby sugerować konieczność silnego dostosowania kanałem nominalnego kursu walutowego, a przez to nietrwałość ewentualnej bieżącej stabilności kursowej);
- saldo obrotów bieżących (ze względu na ryzyko kryzysu w bilansie płatniczym związanego z silną korektą na rynku walutowym);
- aktywa zagraniczne netto (jako wyznacznik presji na rynku walutowym związanych z przyszłymi płatnościami odsetkowymi);
- stopień otwartości i kierunki handlu (należące do tradycyjnych kryteriów optymalności obszaru walutowego i wyznaczające podatność gospodarki na wstrząsy asymetryczne, wymagające dostosowań m.in. przez zmianę nominalnego kursu walutowego).

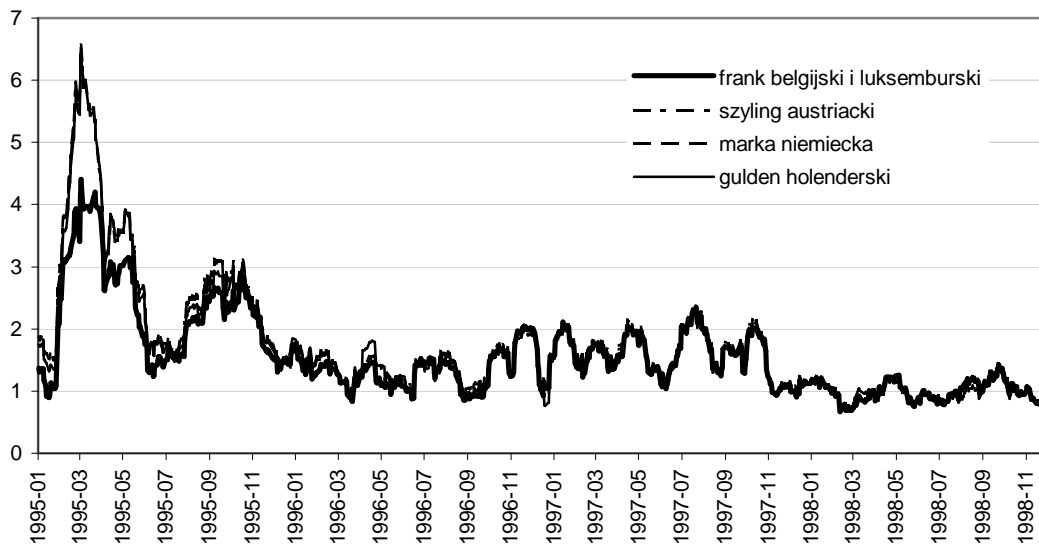
W poniższej prezentacji państwa EA-11 zostały podzielone na cztery grupy: (i) kraje o wysokiej stabilności kursowej, których kursy walut względem reszty systemu i zmienność kursowa były niemal idealnie skorelowane („blok marki”, tj. Niemcy, Austria, Belgia, Luksemburg i Holandia), (ii) pozostałe kraje, które uczestniczyły w ERM przez co najmniej pełne dwa lata w okresie referencyjnym i cechowały się stosunkowo wysoką stabilnością kursową (Francja, Hiszpania, Portugalia), (iii) Irlandia, której waluta jako jedyna wykazywała znaczące i trwałe odchylenia od parytetów centralnych w ERM i (iv) państwa, które dołączyły do ERM później niż wymagane dwa lata przed oceną (Finlandia, Włochy).

Statystyki opisowe dotyczące stabilności kursowej państw EA-11 (maksymalne, minimalne i średnie odchylenia od parytetu centralnego, maksymalna ERV) dotyczą wyłącznie okresu referencyjnego, a nie pełnego okresu uczestnictwa poszczególnych państw w systemie ERM.

2.1 Niemcy, Austria, Belgia, Luksemburg, Holandia

Wahania wartości szylinga austriackiego, marki niemieckiej, franka belgijskiego i guldena holenderskiego względem innych walut systemu ERM były prawie całkowicie zgodne (por. wykres 1). Austria, Niemcy, Belgia, Holandia i Luksemburg stanowiły w tym okresie główny trzon systemu, cechujący się wysoką

Wykres 1: ERV w latach 1995-1998: Niemcy, Austria, Belgia, Holandia, Luksemburg



stabilnością makroekonomiczną i niskimi stopami procentowymi. Wszystkie te państwa zostały wysoko ocenione pod względem wypełnienia kryterium stabilności kursowej.

W *Raportach o konwergencji* z 1998 r. Komisja Europejska i Europejski Instytut Monetarny oceniły, że waluty wszystkich pięciu państw w okresie referencyjnym pozostawały stabilne (zob. też wykres 1), ogólnie były notowane blisko swoich niezmiennych parytetów centralnych i nie zachodziła potrzeba działań mających na celu wspieranie kursu.⁴

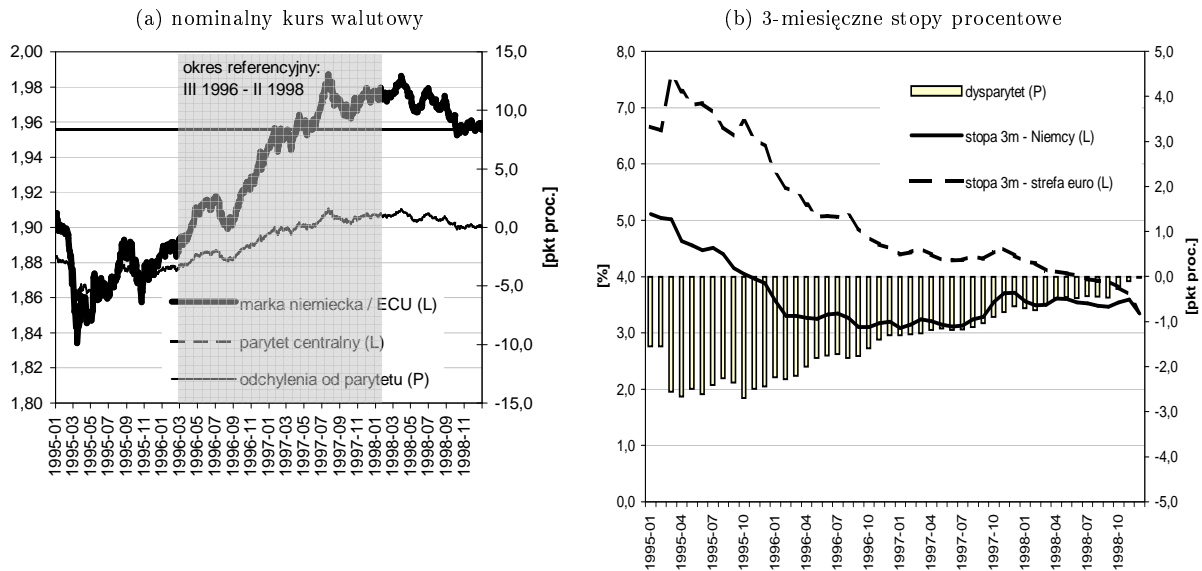
2.1.1 Niemcy

Niemcy uczestniczyły w mechanizmie ERM od początku, tzn. od 13 marca 1979 r. W okresie referencyjnym (zob. wykres 2) marka niemiecka nie była dewaluowana ani rewaluowana względem którejkolwiek z pozostałych walut należących do ERM.

Najwyższe odchylenia kursu marki niemieckiej od parytetów względem innych walut w systemie ERM, nie licząc funta irlandzkiego (od +3,9% do -10,6%) notowano w stosunku do franka francuskiego (maksymalnie +2,2%) oraz marki fińskiej (minimalnie -2,9%). KE zwraca uwagę, że odchylenia względem waluty medianowej zarówno w przypadku Niemiec, jak i innych państw „bloku marki”, nie wykroczyły poza pasmo $\pm 2,25\%$ wokół parytetu centralnego względem waluty medianowej, zaś samą walutą medianową była przez cały okres referencyjny jedna z walut „bloku marki” (na koniec okresu referencyjnego w tej roli występowała duńska korona, która ostatecznie nie została zamieniona na euro). Okresy, w których występowały nieznaczne odchylenia zostały określone jako przejściowe (*temporary*), co potwierdza wykres 2

⁴ Ang. „Over the reference period it remained broadly stable, generally close to its unchanged central parities, without the need for measures to support the exchange rate”.

Wykres 2: Kryterium stabilności kursowej: Niemcy

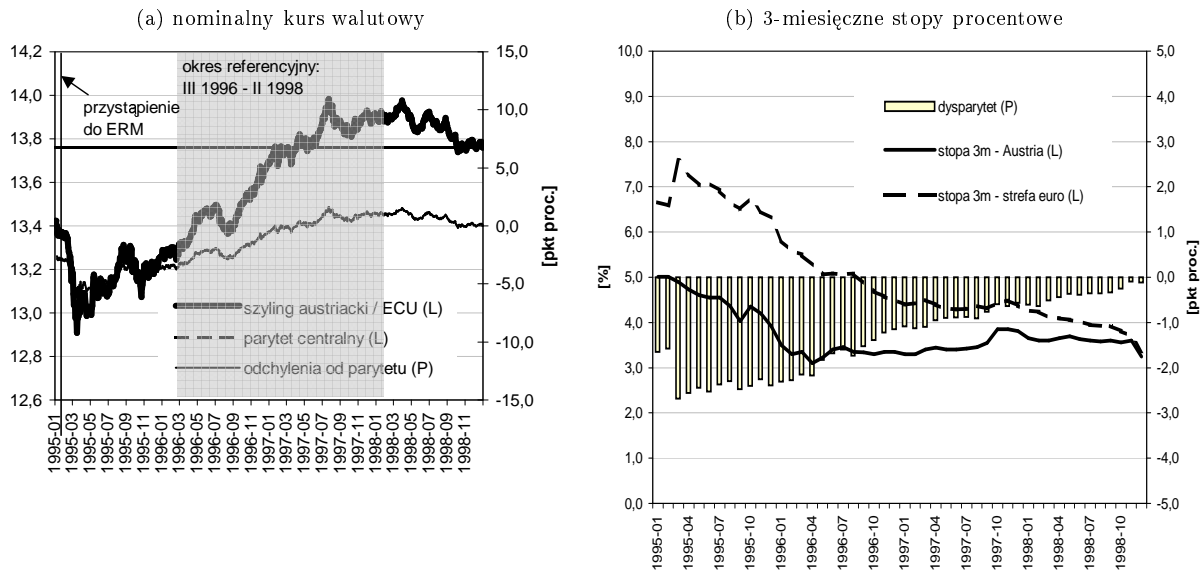


(i analogiczne wykresy dla kolejnych państw „bloku marki”). ERV dla kursu marki niemieckiej względem ECU w okresie referencyjnym, podobnie jak w przypadku szylinga austriackiego i walut krajów Beneluksu, mieściło się głównie w przedziale od 1 do 2 z tendencją spadkową (zob. wykres 1).

Oprócz analizy zachowania samego kursu walutowego, w ocenie wypełnienia kryterium stabilności kursowej brano pod uwagę również następujące wskaźniki:

- Na początku okresu referencyjnego **dysparytet 3-miesięcznych stóp procentowych** względem średniej ważonej wszystkich państw systemu wynosił -2 pkt. proc. i stopniowo zawężał się do zera (por. wykres 2). Analogiczny dysparytet względem koszyka wybranych państw systemu ERM o niskich stopach procentowych (Niemiec, Francji, Holandii, Belgii, Austrii), mierzony jako średnia kwartalna, różnił się jedynie nieznacznie od zera (minimalnie -0,2) i został oceniony jako nieistotny.
- Wartości **realnego efektywnego kursu walutowego** względem innych państw uczestniczących w ERM według różnych miar zostały ocenione jako bliskie wartościom historycznym.
- Zaznaczono, że pojawił się **deficyt obrotów bieżących**; uznano go za naturalną konsekwencję zjednoczenia Niemiec w 1990 r. W okresie poprzedzającym ocenę deficyt obrotów bieżących zmniejszał się, co ograniczyło tempo spadku niemieckich **aktywów zagranicznych netto**.
- Relacja niemieckiego **eksportu** do PKB w chwili oceny wynosiła 30%, a importu do PKB 29%. Udział obrotów handlowych z partnerami z UE wynosił 56% w przypadku eksportu i 55% w przypadku importu.

Wykres 3: Kryterium stabilności kursowej: Austria



2.1.2 Austria

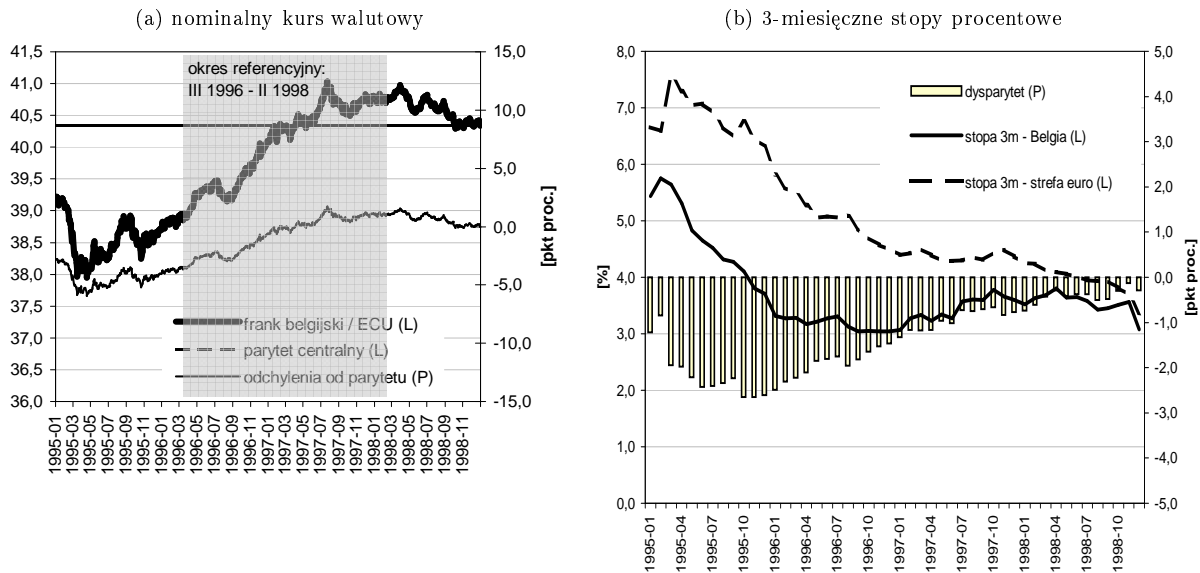
Austria przystąpiła do mechanizmu ERM bezpośrednio po wstąpieniu do Unii Europejskiej, 9 stycznia 1995 r. Wcześniejsza polityka pieniężna była ukierunkowana na stabilizację kursu względem marki niemieckiej i wejście do ERM stanowiło jej naturalną kontynuację. W okresie referencyjnym austriacki szyling nie był dewaluowany ani rewaluowany względem którejkolwiek z pozostałych walut uczestniczących w mechanizmie (zob. wykres 3).

Najwyższe odchylenia kursu szylinga austriackiego od parytetów względem innych walut w systemie ERM, nie licząc funta irlandzkiego (od +3,9% do -10,6%) notowano w stosunku do franka francuskiego (maksymalnie +2,2%) oraz marki fińskiej (minimalnie -2,9%). Względem marki niemieckiej, szyling austriacki pozostawał praktycznie niezmienny (odchylenia między +0,1% i -0,0%). Również miara zmienności kursu walutowego (ERV) wykazywała śladowe poziomy względem marki niemieckiej (0,1-0,2 w ujęciu kwartalnym), a względem ECU należała wówczas do najniższych w systemie, oscylując od końca 1995 r. w przedziale od 1 do 2 (zob. wykres 1).

Oprócz analizy zachowania samego kursu walutowego, w ocenie wypełnienia kryterium stabilności kursowej brano pod uwagę również następujące wskaźniki:

- **Dysparytet 3-miesięcznych stóp procentowych** rynku międzybankowego, mierzony jako średnia kwartalna względem koszyka wybranych państw systemu ERM (Niemiec, Francji, Holandii, Belgii, Austrii), wahał się od -0,2 do 0,1 punktu procentowego. Skala tego dysparytetu została oceniona w *Raportach o konwergencji* jako „nieistotna”. Względem średniej ważonej wszystkich państw, które później przyjęły euro, dysparytet był ujemny i w okresie referencyjnym systematycznie zawężał się z poziomu ok. -2 punktów procentowych do zera.

Wykres 4: Kryterium stabilności kursowej: Belgia



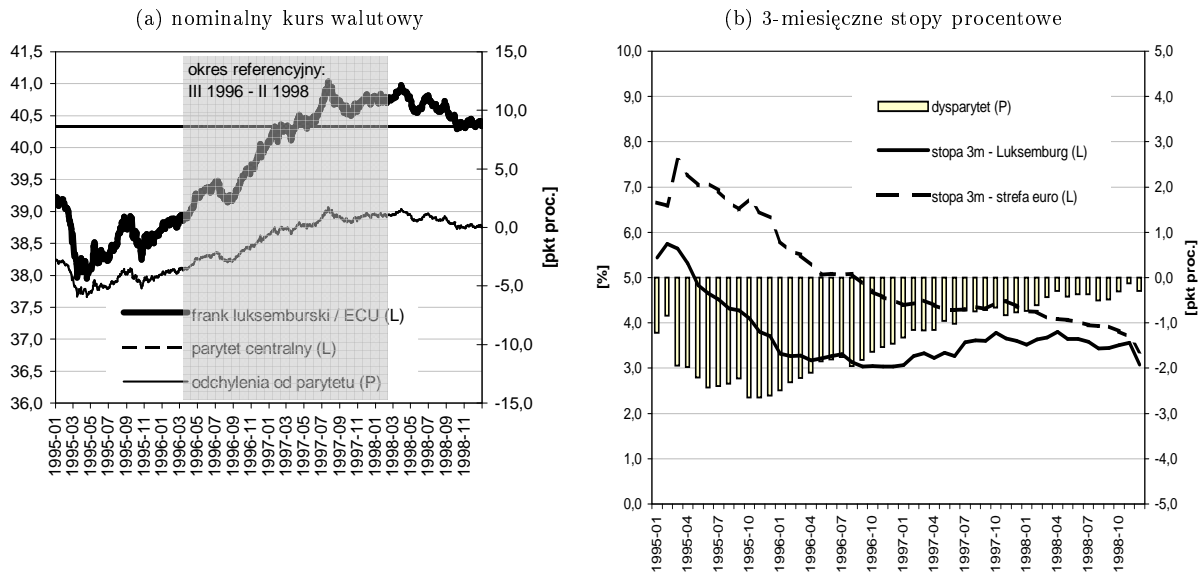
- Wartości **realnego efektywnego kursu walutowego** względem innych państw uczestniczących w ERM według różnych miar zostały ocenione jako bliskie wartościom historycznym.
- W Austrii w latach 90-tych XX w. notowano **deficyt obrotów bieżących**, co przyczyniło się do wzrostu **pasywów zagranicznych netto**.
- Zwrócono uwagę, że Austria jest **małą otwartą gospodarką** (eksport/PKB: 49%, import/PKB: 48%) o wysokim udziale partnerów z UE w obrotach handlowych (eksport: 60%, import: 75%).

2.1.3 Belgia

Belgia uczestniczyła w mechanizmie ERM od początku, tzn. od 13 marca 1979 r. Głównym celem polityki pieniężnej zarówno w okresie referencyjnym, jak i długo przed nim, była stabilizacja kursu franka belgijskiego względem marki niemieckiej. W okresie referencyjnym (zob. wykres 4) belgijski frank nie był dewaluowany ani rewaluowany względem którejkolwiek z pozostałych walut uczestniczących w mechanizmie.

W ramach ERM notowania franka belgijskiego pozostawały stabilne. Najwyższe odchylenia kursu od parytetów względem innych walut w systemie, nie licząc wahań względem funta irlandzkiego (od 4,2% do -10,6%), notowano w stosunku do franka francuskiego (maksymalnie +2,5%) oraz marki fińskiej (minimalnie -3,0%). Notowania kursu franka belgijskiego poza wartościami bliskimi parytetom zostały w *Raportach o konwergencji* określone jako sporadyczne („on occasion”). Kurs względem marki niemieckiej wahał się nieznacznie, odchylając od parytetu od 0,4% do -0,1%. Dzięki temu miara ERV względem marki w ujęciu kwartalnym nie przekraczała 0,3. ERV dla kursu franka względem ECU w okresie referencyjnym oscylowało w granicach 1-2, zaś we wcześniejszym okresie (1995q1-1996q1) sporadycznie przekraczało 4. Dzięki temu frank belgijski należał do najstabilniejszych walut ówczesnej Unii Europejskiej.

Wykres 5: Kryterium stabilności kursowej: Luksemburg



Oprócz analizy zachowania samego kursu walutowego, w ocenie wypełnienia kryterium stabilności kursowej brano pod uwagę również następujące wskaźniki:

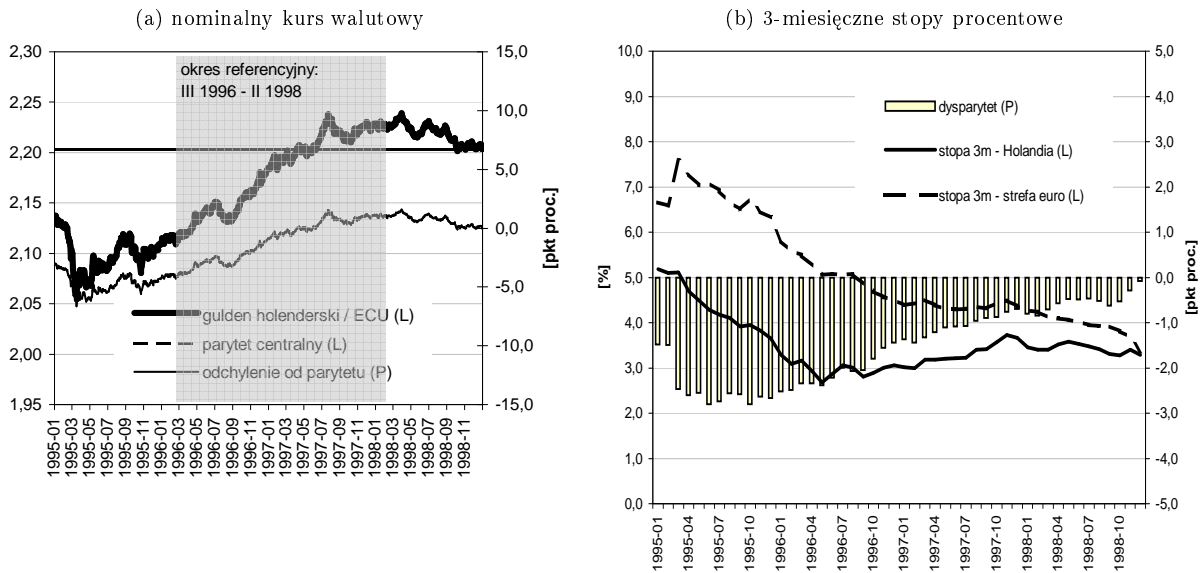
- Na początku okresu referencyjnego **dysparytet 3-miesięcznych stóp procentowych** względem średniej ważonej wszystkich państw systemu kształtował się na poziomie -2 pkt. proc. i stopniowo zawężał się do zera. Analogiczny dysparytet względem koszyka wybranych państw systemu ERM o niskich stopach procentowych (Niemiec, Francji, Holandii, Belgii, Austrii), mierzony jako średnia kwartalna, wahał się od -0,2 do 0,2 punktu procentowego i został określony jako nieistotny.
- Wartości **realnego efektywnego kursu walutowego** względem innych państw uczestniczących w ERM według różnych miar zostały ocenione jako bliskie wartościom historycznym.
- Belgia utrzymywała znaczące nadwyżki na **rachunku obrotów bieżących**, co stopniowo podwyższało jej **aktywa zagraniczne netto**.
- Zwrócono uwagę, że Belgia jest **małą otwartą gospodarką** (eksport/PKB: 84%, import/PKB: 79%) o wysokim udziale partnerów z UE w obrotach handlowych (eksport: 70%, import: 74%).

2.1.4 Luksemburg

Luksemburg pozostawał w unii walutowej z Belgią już od dwudziestolecia międzywojennego, oba państwa miały zatem wspólny kurs względem innych walut uczestniczących w ERM. Parytet franka belgijskiego i luksemburskiego pozostawał niezmienny od momentu podpisania układu z Bretton Woods w 1944 r. aż do wprowadzenia euro w 1999 r.⁵ Frank luksemburski wraz z belgijskim został włączony do systemu ERM

⁵Banque Centrale du Luxembourg, About the Bank – Monetary History, www.bcl.lu/en/bcl/history/index.html.

Wykres 6: Kryterium stabilności kursowej: Holandia



od początku, tzn. od 13 marca 1979 r. Pozytywna ocena Luksemburga, dokonana przez KE i EBC w *Raportach o konwergencji* z 1998 r., pod względem stabilności kursowej z oczywistych względów odzwierciedla ocenę Belgii (por. wykres 5 i 4). Identyczne wnioski płyną z notowań wspólnych nominalnych kursów waluty obu państw oraz wspólnych krótkoterminowych stóp procentowych. Dodatkowo odnotowano następujące fakty:

- Luksemburg tradycyjnie utrzymywał duże nadwyżki na **rachunku obrotów bieżących**.
- Luksemburg jest **małą otwartą gospodarką** (eksport/PKB: 95%, import/PKB: 86%) o wysokim udziale partnerów z UE w obrotach handlowych (eksport: 70%, import: 74%).

Warto zauważyć, że Bank Centralny Luksemburga w obecnym kształcie został utworzony dopiero w czerwcu 1998 r., równocześnie z EBC. Luksemburg nie miał więc współczesnych doświadczeń związanych z prowadzeniem autonomicznej polityki pieniężnej i utrzymywaniem stabilności kursowej.

2.1.5 Holandia

Holandia uczestniczyła w mechanizmie ERM od początku, tzn. od 13 marca 1979 r. Cel polityki pieniężnej został zdefiniowany jako utrzymanie stabilności cen przy zachowaniu stabilnego kursu guldenu holenderskiego do marki niemieckiej. Holandia i Niemcy zawarły porozumienie, na mocy którego pasmo wahań tego kursu zostało zawężone do $\pm 2,25\%$. W okresie referencyjnym Holandia nie dokonywała dewaluacji ani rewaluacji parytetu centralnego swojej waluty względem innych walut systemu (zob. wykres 6).

Najwyższe odchylenia kursu guldenu holenderskiego od parytetów względem innych walut w systemie ERM, nie licząc funta irlandzkiego (od $+4,6\%$ do $-10,5\%$) notowano w stosunku do franka francuskiego (maksymalnie

+2,8%) oraz marki fińskiej (minimalnie -2,8%). Kurs względem marki niemieckiej wahał się w dużo mniejszym stopniu, odchylając od parytetu od +0,8% do -0,0%. Notowania kursu guldena holenderskiego poza wartościami bliskimi parytetom zostały w *Raportach o konwergencji* określone jako sporadyczne („*on occasion*”). W konsekwencji, miara ERV względem marki niemieckiej w ujęciu kwartalnym przyjmowała wartości poniżej 0,5, stopniowo malejąc w miarę zbliżania się terminu przyjęcia euro. ERV dla kursu guldena holenderskiego względem ECU w okresie referencyjnym wykazywało wysoką korelację z analogiczną miarą dla Niemiec, pozostając przez dominującą część okresu referencyjnego poniżej 2. Zmienność kursu guldena została określona jako bardzo niska w całym okresie referencyjnym.

Oprócz analizy zachowania samego kursu walutowego, w ocenie wypełnienia kryterium stabilności kursowej brano pod uwagę również następujące wskaźniki:

- Na początku okresu referencyjnego **dysparytet 3-miesięcznych stóp procentowych** względem średniej ważonej wszystkich państw systemu wynosił ok. -2,3 pkt. proc. i stopniowo zawężał się do zera. Analogiczny dysparytet względem koszyka wybranych państw systemu ERM (Niemiec, Francji, Holandii, Belgii, Austrii), mierzony jako średnia kwartalna, wynosił poniżej -0,6 punktu procentowego i wykazywał podobny trend malejący. Odchylenia te zostały zaklasyfikowane jako nieistotne.
- Wartości **realnego efektywnego kursu walutowego** względem innych państw uczestniczących w ERM według różnych miar zostały ocenione jako bliskie wartościom historycznym.
- Holandia utrzymywała znaczące nadwyżki na **rachunku obrotów bieżących**, a poziom **aktywów zagranicznych netto** pozostawał wysoki.
- Zwrócono uwagę, że Holandia jest **małą otwartą gospodarką** (eksport/PKB: 63%, import/PKB: 56%) o wysokim udziale partnerów z UE w obrotach handlowych (eksport: 78%, import: 60%).

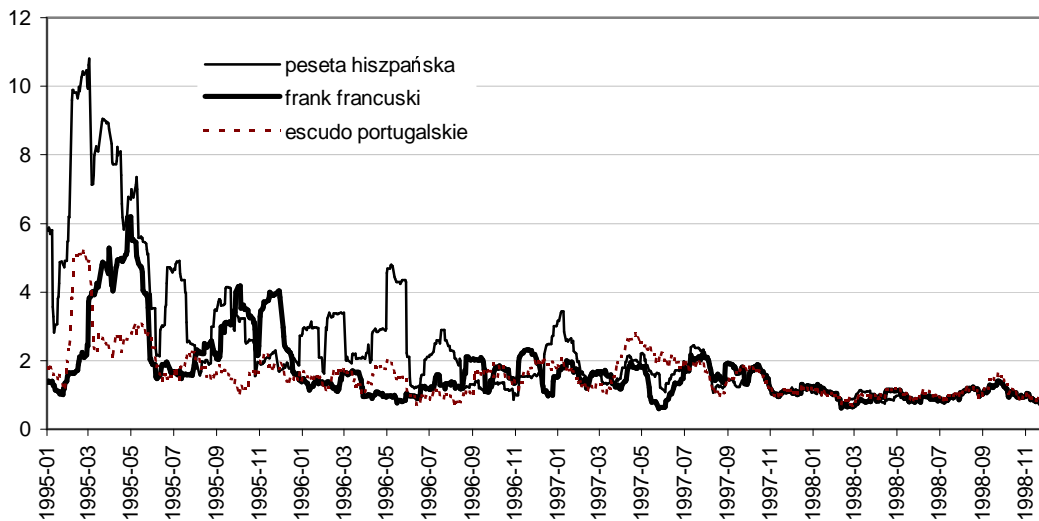
2.2 Francja, Hiszpania, Portugalia

Francja, Hiszpania i Portugalia stanowiły grupę gospodarek o wyższej zmienności kursów walutowych względem marki niemieckiej niż w przypadku państw, dla których powiązanie z marką było silnie osadzone w hierarchii celów polityki pieniężnej (takich jak Austria, Holandia, Belgia oraz pozostający z nią w unii walutowej Luksemburg; por. wykres 7). KE i EMI zaznaczyły, że notowania franka francuskiego, hiszpańskiej pesety i portugalskiego escudo sporadycznie oddalały się od wartości bliskich centralnym parytetom względem innych walut systemu ERM.

W *Raportach o konwergencji* z 1998 r. Komisja Europejska i Europejski Instytut Monetarny oceniły jednak, że waluty Francji, Hiszpanii i Portugalii pozostawały stabilne, ogólnie notowane blisko swoich niezmiennych parytetów centralnych i nie zachodziła potrzeba działań mających na celu wspieranie ich kursów.⁶

⁶Ang. „*Over the reference period it remained broadly stable, generally close to its unchanged central parities, without the need for measures to support the exchange rate*”.

Wykres 7: ERV w latach 1995-1998: Francja, Hiszpania, Portugalia



2.2.1 Francja

Francja uczestniczyła w mechanizmie ERM od początku, tzn. od 13 marca 1979 r. Główne cele polityki pieniężnej były określone jako utrzymanie stabilności kursowej i cenowej. W okresie referencyjnym frank nie był dewaluowany ani rewaluowany względem którejkolwiek z pozostałych walut uczestniczących w mechanizmie.

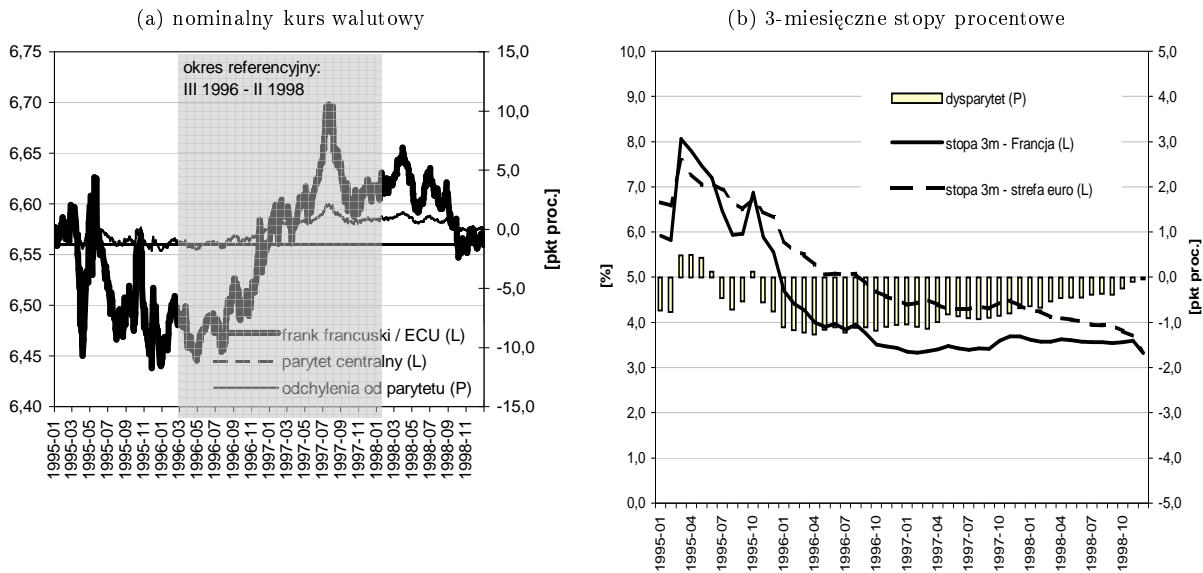
Najwyższe odchylenia kursu franka od parytetów (zob. wykres 8), nie licząc funta irlandzkiego (od +1,9% do -11,1%) notowano w stosunku do lira włoskiego (maksymalnie +0,6%) oraz marki fińskiej (minimalnie -3,5%). Kurs względem marki niemieckiej wahał się w dużo mniejszym stopniu, odchylając od parytetu od +0,2% do -2,1%. Odchylenia te zostały uznane za przejściowe. Miara ERV względem marki niemieckiej w ujęciu kwartalnym przyjmowała wartości poniżej 2. ERV dla kursu franka francuskiego względem ECU w okresie referencyjnym kształtowało się w zbliżony, stabilny sposób.

Rola interwencji walutowych Banku Francji pozostawała ograniczona. Na początku okresu referencyjnego frank na krótko osłabił się poniżej 2,25% od parytetu centralnego ze względu na słabe perspektywy wzrostowe francuskiej gospodarki. Jednak już od marca 1996 r. na rynku walutowym odczuwalne było stopniowe ożywienie gospodarcze. Bank Francji został zmuszony do interwencji dopiero w sierpniu 1996 r., kiedy to nałożyły się na siebie niskie obroty na rynku walutowym w okresie wakacji oraz niepewność polityczna. Presja deprecjacyjna i tym razem okazała się krótkotrwała. Od tamtej pory notowania franka kształtowały się stabilnie, a francuska waluta pełniła nawet przez krótki okres rolę medianowej.

Oprócz analizy zachowania samego kursu walutowego, w ocenie wypełnienia kryterium stabilności kursowej brano pod uwagę również następujące wskaźniki:

- Na początku okresu referencyjnego **dysparytet 3-miesięcznych stóp procentowych** względem średniej ważonej wszystkich państw systemu wynosił ok. -1,3 pkt. proc. i stopniowo zawężał się do zera. Analogiczny dysparytet względem koszyka wybranych państw systemu ERM (Niemiec, Francji,

Wykres 8: Kryterium stabilności kursowej: Francja



Holandii, Belgii, Austrii), mierzony jako średnia kwartalna, nie przekraczał w okresie referencyjnym $+0,5$ punktu procentowego i stopniowo malał w miarę zbliżania się terminu przyjęcia euro. Dysparytet ten uznano za stosunkowo niski.

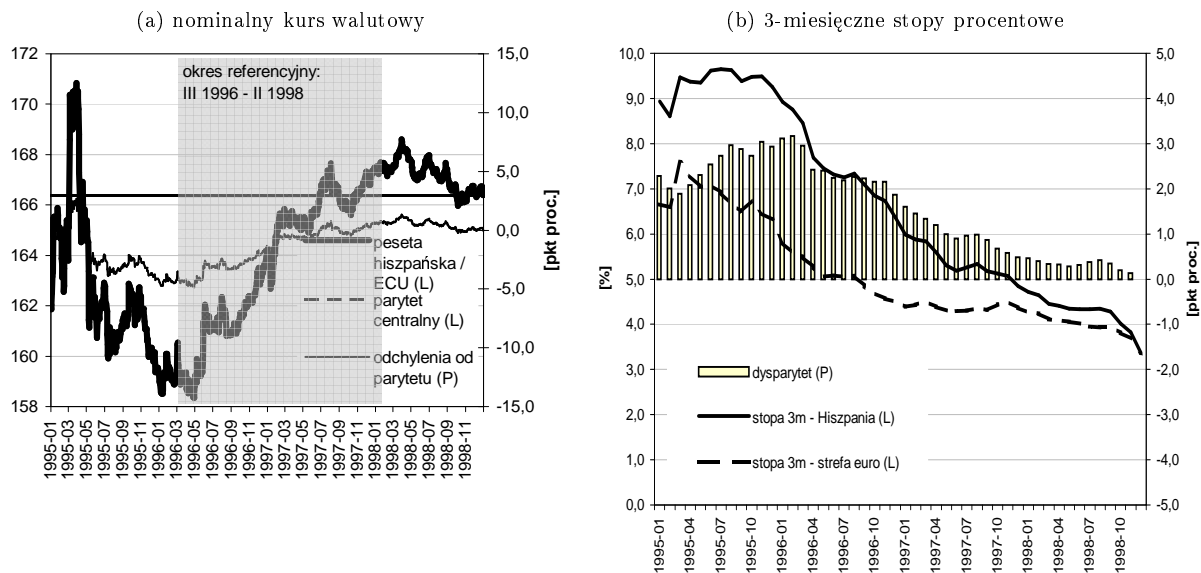
- Wartości **realnego efektywnego kursu walutowego** względem innych państw uczestniczących w ERM według różnych miar zostały ocenione jako bliskie wartościom historycznym.
- Francja utrzymywała nadwyżki na **rachunku obrotów bieżących**, co pozwoliło zredukować poziom **pasywów zagranicznych netto** w gospodarce.
- Relacja **eksportu** do PKB we Francji sięgała w okresie oceny 29%, a importu do PKB 26%. Udział partnerów z UE w obrotach handlowych wynosił 63%, zarówno w przypadku eksportu, jak i importu.

2.2.2 Hiszpania

Hiszpańska peseta była objęta mechanizmem ERM od 19 czerwca 1989 r. Cel hiszpańskiej polityki pieniężnej zdefiniowano jako osiągnięcie średniookresowej stabilności cen przy uwzględnieniu kontekstu uczestnictwa w ERM. W okresie referencyjnym peseta nie była rewaluowana ani dewaluowana względem żadnej innej waluty systemu.

Najwyższe odchylenia kursu pesety od parytetów względem innych walut w systemie ERM (por. wykres 9), nie licząc funta irlandzkiego (od $+5,1\%$ do $-9,7\%$) notowano w stosunku do korony duńskiej (maksymalnie $+3,5\%$) oraz marki fińskiej (minimalnie $-2,1\%$). Kurs względem marki niemieckiej wahał się w mniejszym stopniu, odchylając od parytetu od $+2,4\%$ do $-0,1\%$. Miara ERV względem marki niemieckiej w ujęciu kwartalnym przyjmowała wartości od 3,7 na początku okresu referencyjnego do 0,5 na jego końcu, wykazując stabilny trend malejący. ERV dla kursu pesety hiszpańskiej względem ECU w okresie referencyjnym

Wykres 9: Kryterium stabilności kursowej: Hiszpania



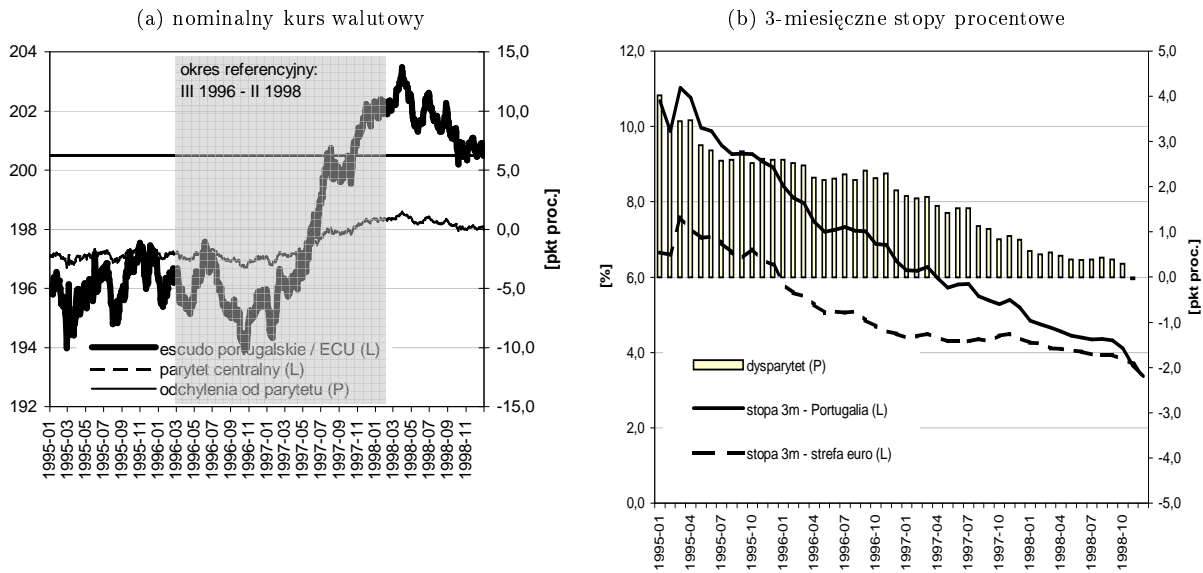
kształtowało się w zbliżony sposób, sporadycznie przekraczając wartość 3 i oscylując wokół łagodnego trendu spadkowego.

Przez większość okresu referencyjnego kursy hiszpańskiej pesety względem innych walut systemu znajdowały się po mocnych stronach parytetów. Silny popyt na hiszpańską walutę generowały przyływy kapitału, a zachętą dla inwestorów były wysokie stopy procentowe i poprawiające się fundamenty gospodarcze. Presja aprecjacyjna przełożyła się w kwietniu 1996 r. na przejściowe odchylenie od waluty medianowej o ponad 2,25% po mocnej stronie parytetu. Nasiliła się ona ponownie w styczniu 1997 r. i wówczas bank centralny został zmuszony do interwencji w celu powstrzymania tempa aprecjacji.

Oprócz analizy zachowania samego kursu walutowego, w ocenie wypełnienia kryterium stabilności kursowej brano pod uwagę również następujące wskaźniki:

- Na początku okresu referencyjnego **dysparytet 3-miesięcznych stóp procentowych** w Hiszpanii względem średniej ważonej wszystkich państw systemu wynosił ok. 2,5 pkt. proc. i stopniowo zawężał się do zera. Analogiczny dysparytet względem koszyka wybranych państw systemu ERM (Niemiec, Francji, Holandii, Belgii, Austrii), mierzony jako średnia kwartalna, wynosił od 4,4 do 1,1 punktu procentowego i stopniowo malał w miarę zbliżania się terminu przyjęcia euro. Spadek dysparytetu do momentu oceny został oceniony jako znaczny, zwłaszcza w kontekście zdolności Hiszpanii do utrzymania relatywnie stabilnych notowań pesety względem innych walut systemu.
- Wartości **realnego efektywnego kursu walutowego** względem innych państw uczestniczących w ERM według różnych miar zostały ocenione jako bliskie wartościom historycznym.
- W latach 90-tych XX w. Hiszpania utrzymywała nadwyżki na **rachunku obrotów bieżących**. Stanowiło to odwrócenie sytuacji z poprzedniej dekady, kiedy to hiszpańska gospodarka wykazywała na rachunku bieżącym deficyt. Nadwyżki pozwalały zredukować poziom **pasywów zagranicznych netto**.

Wykres 10: Kryterium stabilności kursowej: Portugalia



- Relacja **eksportu** do PKB w Hiszpanii sięgała w okresie oceny 30%, a importu do PKB 28%. Udział partnerów z UE w obrotach handlowych wynosił 71% w przypadku eksportu oraz 66% w przypadku importu.

2.2.3 Portugalia

Portugalskie escudo było objęte mechanizmem ERM od 6 kwietnia 1992 r. Cel portugalskiej polityki pieniężnej był zdefiniowany jako osiągnięcie średniookresowej stabilności cen przy uwzględnieniu kontekstu uczestnictwa w ERM. W okresie referencyjnym escudo nie było rewaluowane ani dewaluowane względem żadnej innej waluty systemu.

Najwyższe odchylenia kursu escudo portugalskiego od parytetów względem innych walut w systemie ERM (por. wykres 10), nie licząc funta irlandzkiego (od +3,0% do -9,3%), notowano w stosunku do franka francuskiego (maksymalnie +3,5%) oraz pesety hiszpańskiej (minimalnie -2,3%). Kurs względem marki niemieckiej odchylił się od parytetu od +2,9% do -1,1%. Miara ERV względem marki niemieckiej w ujęciu kwartalnym przyjmowała wartości między 1 a 2, lecz pod koniec okresu referencyjnego zmienność została zredukowana aż do poziomu 0,4. ERV dla kursu escudo względem ECU kształtowało się podobnie. W ostatnich miesiącach okresu referencyjnego oraz w drugiej połowie 1998 r. nastąpił wyraźny spadek ERV, podobnie jak we Francji, Hiszpanii i w Irlandii.

Portugalskie doświadczenia w systemie ERM stanowiły w znacznej mierze kopię doświadczeń Hiszpanii. Podobnie jak peseta, escudo doświadczało presji aprecjacyjnej związanej z napływem kapitału i wysokimi stopami procentowymi. Bank Portugalii, podobnie jak Bank Hiszpanii, podjął interwencję w styczniu 1997 r. ze względu na gwałtowną aprecjację, która doprowadziła do odchylenia po mocnej stronie parytetu

centralnego o ponad 2,25%. Od tamtej pory do końca okresu referencyjnego konwergencja stóp procentowych sprzyjała stabilności kursowej w Portugalii, a dalszych znaczących wahań nie odnotowano.

Oprócz analizy zachowania samego kursu walutowego, w ocenie wypełnienia kryterium stabilności kursowej brano pod uwagę również następujące wskaźniki:

- Na początku okresu referencyjnego Portugalia wykazywała relatywnie wysoki, dodatni **dysparytet 3-miesięcznych stóp procentowych** względem średniej ważonej wszystkich państw systemu na poziomie ok. 2,5 pkt. proc. Dysparytet ten stopniowo malał do zera. Analogiczny dysparytet względem koszyka wybranych państw systemu ERM (Niemiec, Francji, Holandii, Belgii, Austrii), był początkowo wyższy (+4,1 pkt. proc.) i również wykazywał malejący trend, obniżając się w pierwszym kwartale 1998 r. do +1,4 pkt. proc.
- Wartości **realnego efektywnego kursu walutowego** względem innych państw uczestniczących w ERM według różnych miar pozostawały w zasadzie stabilne od 1992 r., choć przekraczały poziomy notowane w poprzednim dziesięcioleciu.
- Na początku lat 90-tych XX w. Portugalia utrzymywała zbilansowany **rachunek obrotów bieżących**. Jednak od 1994 r. pojawił się na tym rachunku deficyt. Pozwolił on jednak utrzymać gospodarcę relatywnie stabilną pozycję w **aktywach zagranicznych netto**.
- Zwrócono uwagę, że Portugalia jest **małą otwartą gospodarką** (eksport/PKB: 46%, import/PKB: 59%) o wysokim udziale partnerów z UE w obrotach handlowych (eksport: 80%, import: 76%).

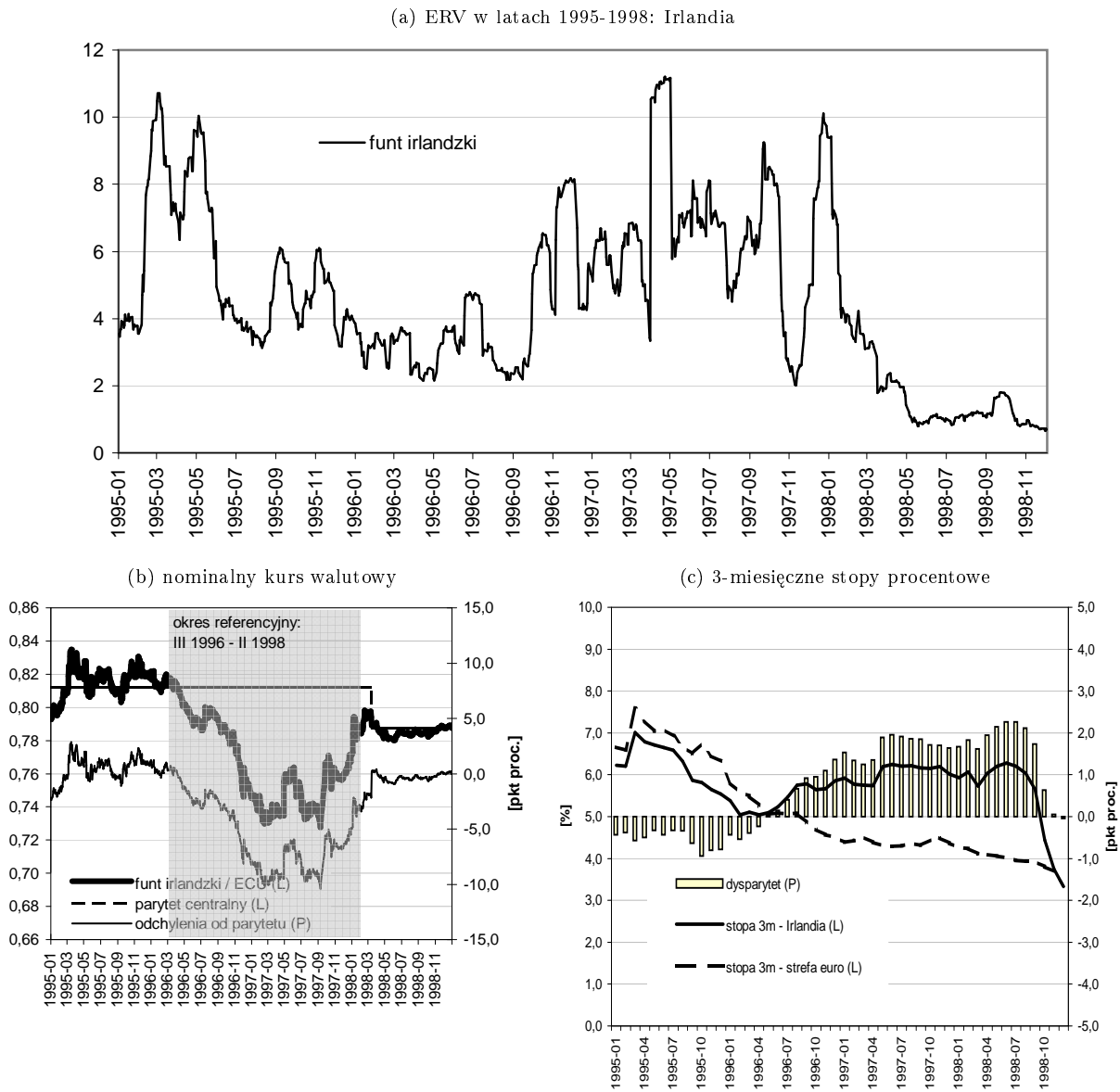
2.3 Irlandia

Irlandia uczestniczyła w mechanizmie ERM od początku, tzn. od 13 marca 1979 r. Cel irlandzkiej polityki pieniężnej był zdefiniowany jako osiągnięcie średniookresowej stabilności cen przy uwzględnieniu kontekstu uczestnictwa w ERM.

W okresie referencyjnym, który został poddany ocenie w *Raportach o konwergencji* z 1998 r., Irlandia nie dokonała rewaluacji ani dewaluacji parytetu centralnego względem innych walut w ERM (zob. wykres 11). Rewaluacja o 3% względem innych walut systemu miała miejsce 16 marca 1998 r., już po zakończeniu okresu referencyjnego. Stanowiła ona odzwierciedlenie trendu aprecjacyjnego, który obserwowano w latach 1996-1998 i faktu, że w czasie pobytu w ERM kursy wymiany funta irlandzkiego znajdowały się systematycznie po mocniejszej stronie parytetów centralnych. Średnie odchylenie od waluty medianowej w ERM sięgało bowiem w okresie referencyjnym 4,6%, co na tle innych państw systemu było zdecydowanie najwyższym wynikiem.

Systematycznie notowane odchylenia po mocnej stronie parytetu sięgały maksymalnie od 10,0% (względem marki fińskiej) do 12,5% (względem franka francuskiego). Kurs wykazywał jednak również wysoką zmienność, w związku z czym zdarzały się odchylenia po słabej stronie parytetu, sięgające do -4,8% (względem hiszpańskiej pesety). Podobnie kształtowały się przedziały wahań dla kursu względem marki niemieckiej, a maksymalne odchylenia od parytetu centralnego sięgały w tym przypadku od +11,8% do -3,7%. Miara ERV

Wykres 11: Kryterium stabilności kursowej: Irlandia



względem marki niemieckiej w ujęciu kwartalnym przyjmowała zdecydowanie najwyższe wartości spośród walut systemu ERM, wahając się od między 3,4 a 8,2 bez wyraźnego trendu spadkowego. Podobne zachowanie wykazywało ERV dla kursu funta względem ECU. Miara ta spadła do poziomów porównywalnych z innymi państwami systemu dopiero w drugiej połowie 1998 r., już po okresie referencyjnym.

Według *Raportów o konwergencji* z 1998 r. systematyczne odchylenia po mocnej stronie parytetu odzwierciedlały ożywienie w irlandzkiej gospodarce w okresie referencyjnym. Silnemu wzrostowi towarzyszyła jednocześnie niska stopa inflacji. Umacnianiu irlandzkiej waluty sprzyjał również dodatni dysparytet stóp procentowych i konsekwentnie wdrażany program konsolidacji finansów publicznych. KE zwraca dodatkowo uwagę na silną korelację między funtem irlandzkim a brytyjskim, przynajmniej w pierwszej części okresu referencyjnego. Dokonując pozytywnej oceny Irlandii, KE i EMI zaznaczyły jednak, że w ostatnich miesiącach przed oceną zarówno odchylenie od parytetu centralnego, korelacja z funtem szterliniem, jak i dysparytet krótkoterminowych stóp procentowych wykazywały tendencję malejącą. Obie instytucje zwróciły też uwagę na malejącą zmienność kursu walutowego.

Raporty o konwergencji z 1998 r. dość szczegółowo opisują wydarzenia na rynku walutowym Irlandii w okresie referencyjnym, przynajmniej na tle innych państw poddanych ocenie. W szczególności KE i EMI zwracają uwagę na niejednorodność tego okresu. Można go było podzielić na dwa podokresy: dynamicznego umacniania się funta (do wspomnianych wcześniej rekordowych poziomów) i jednocześnie stopniowo rosnącej zmienności ERV, trwający do połowy 1997 r. oraz osłabienia funta do poziomu ok. 3% mocniejszego od parytetu centralnego, czemu towarzyszyła stabilizacja dysparytetu stóp procentowych oraz spadek zmienności ERV.

Stosunkowo silne wahania kursowe były również powiązane z **dysparytetem irlandzkich 3-miesięcznych stóp procentowych** względem średniej ważonej wszystkich państw systemu. Przez większość okresu referencyjnego (zob. wykres 11) wynosił ok. 2 pkt. proc. Jego spadek z tego poziomu rozpoczął się dopiero na kwartał przed przyjęciem euro. Analogiczny dysparytet względem koszyka wybranych państw systemu ERM (Niemiec, Francji, Holandii, Belgii, Austrii), mierzony jako średnia kwartalna, był w okresie referencyjnym jeszcze wyższy i sięgał od +1,6 do +2,9 punktu procentowego. Nie wykazywał przy tym trendu spadkowego.

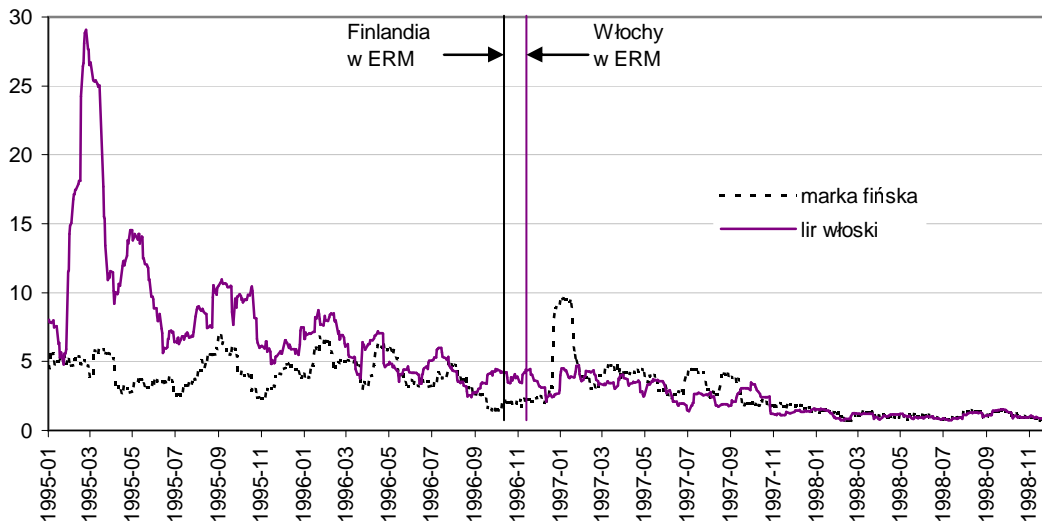
Oprócz analizy zachowania samego kursu walutowego, w ocenie wypełnienia kryterium stabilności kursowej brano pod uwagę również następujące wskaźniki:

- Wartości **realnego efektywnego kursu walutowego** względem innych państw uczestniczących w ERM według różnych miar zostały ocenione jako bliskie wartościom historycznym.
- Irlandia utrzymywała znaczące nadwyżki na **rachunku obrotów bieżących** w latach poprzedzających ocenę.
- Zwrócono uwagę, że Irlandia jest **małą otwartą gospodarką** (eksport/PKB: 84%, import/PKB: 63%) o udziale partnerów z UE w obrotach handlowych sięgającym 66% w przypadku eksportu i 54% w przypadku importu 60%.

2.4 Finlandia i Włochy

Charakterystyczną cechą Finlandii i Włoch jest fakt, że państwa te jako ostatnie w grupie EA-11 dołączyły do mechanizmu ERM. W związku z tym okres referencyjny nie był bezpośrednio poprzedzony

Wykres 12: ERV w latach 1995-1998: Finlandia, Włochy

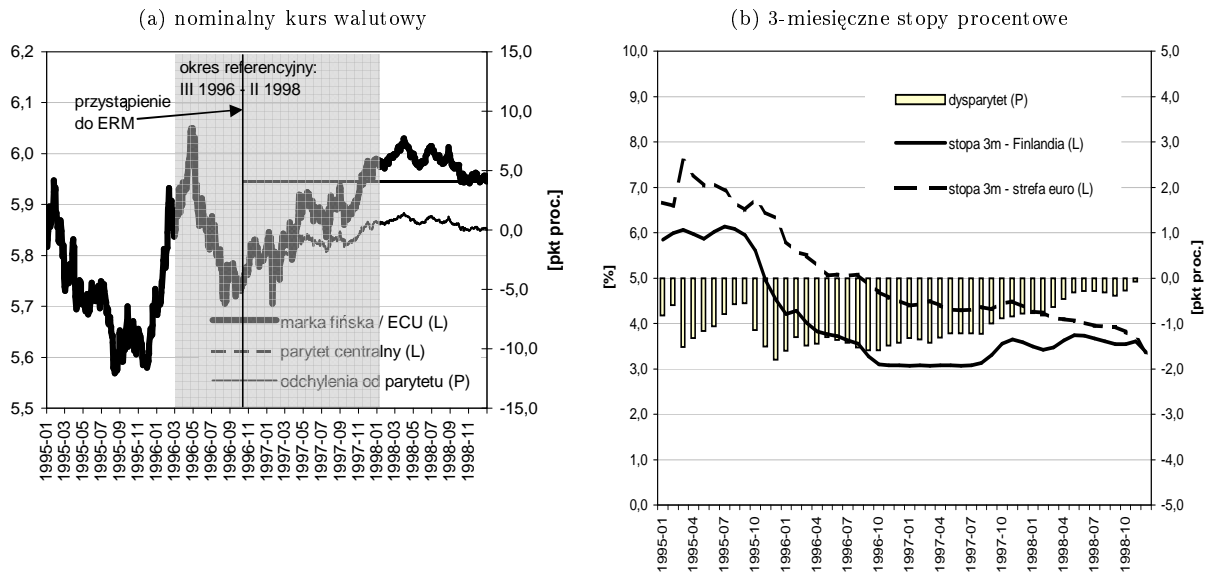


okresem uczestnictwa w systemie i związanymi z nim ograniczeniami w pasmach wahań. Funkcjonowanie w ramach systemu ERM nie było również wspierane długoletnimi przyzwyczajeniami uczestników rynku i ich utrwalonymi oczekiwaniami co do przyszłych zachowań kursu. Jeszcze kilkanaście miesięcy przed przystąpieniem do mechanizmu, kurs lira włoskiego wykazywał wysoką zmienność ERV (zob. wykres 12), przekraczającą w rekordowym momencie wartość 25%.

Okres uczestnictwa w ERM przed dokonaniem oceny był krótszy niż wymagane 2 lata. Mimo to oba państwa uzyskały pozytywną ocenę EIM i KE ze względu na stabilne notowania kursów walutowych przed momentem oceny.

W *Raportach o konwergencji* z 1998 r. Komisja Europejska i Europejski Instytut Monetarny oceniły, że waluty Finlandii i Włoch pozostawały stabilne w całym okresie referencyjnym. W okresie uczestnictwa w ERM marka fińska i lir włoski były zaś ogólnie notowane blisko swoich niezmiennych parytetów centralnych i nie zachodziła potrzeba działań mających na celu wspieranie ich kursów.

Wykres 13: Kryterium stabilności kursowej: Finlandia



2.4.1 Finlandia

Fińska marka została włączona do ERM 14 października 1996 r. W momencie oceny w 1998 r. funkcjonowała zatem w mechanizmie jedynie 16 z wymaganych 24 miesięcy. W ówczesnych *Raportach o konwergencji* dokonano jednak oceny stabilności kursowej *ex post* również w odniesieniu do miesięcy bezpośrednio poprzedzających wejście do ERM. W ramach mechanizmu parytety centralne względem innych walut nie podlegały rewaluacji ani dewaluacji.

Przed przystąpieniem do ERM, w 1993 r., główny cel fińskiej polityki pieniężnej został określony jako utrzymanie stabilności cen. Kurs fińskiej waluty był płynny.

Fińska marka znajdowała się w długoterminowym trendzie aprecjacyjnym od 1993 r. Jednak na początku okresu referencyjnego, jeszcze przed przystąpieniem do ERM, wartość fińskiej waluty spadała, osiągając w kwietniu 1996 r. maksymalne odchylenie 6,5% od przyszłego parytetu centralnego w ERM. Osłabienie marki fińskiej wynikało z ówczesnych obaw inwestorów co do perspektyw wzrostowych gospodarki Finlandii. Jednak już od maja 1996 r. poprawa fundamentów gospodarczych zaowocowała szybkim odwróceniem trendu deprecjacyjnego. Po przystąpieniu do systemu ERM, notowania kursu marki względem innych walut mechanizmu nie odchyłały się znacząco od parytetów centralnych, a ewentualne wahania były sporadyczne i co najwyżej krótkotrwałe (zob. wykres 13).

Najwyższe odchylenia kursu marki fińskiej od parytetów względem innych walut w systemie ERM notowano w stosunku do franka francuskiego (maksymalnie +3,6%) oraz funta irlandzkiego (minimalnie -9,1%). Kurs względem marki niemieckiej wahał się w dużo mniejszym stopniu, odchylając od parytetu od 3,0% do 0,2%. W konsekwencji, miara ERV względem marki niemieckiej w ujęciu kwartalnym wynosiła maksymalnie 5,3, lecz jej wahania obserwowane w początkowej fazie okresu referencyjnego stopniowo wygasały (por. wykres 12). ERV dla kursu marki fińskiej względem ECU w okresie referencyjnym oscyloowało wokół 5, z powolnym

trendem spadkowym oraz przejściowym wzrostem do ok. 10 na początku 1997 r. Wynikał on z szybkiego wzrostu wartości fińskiej waluty na fali ogólnej aprecjacji walut skandynawskich oraz korzystnych perspektyw wzrostu fińskiej gospodarki.

Silna aprecjacja marki fińskiej w styczniu 1997 r. spotkała się z odpowiedzią banku centralnego Finlandii, który interweniował, by ograniczyć tempo umacniania się tej waluty. Była to jedna z dwóch sytuacji, w których kurs marki odchyłał się o więcej niż 2,25% po silnej stronie parytetu względem waluty medianowej. Po raz drugi stało się to w sierpniu 1997 r., gdy na rynku pojawiły się pogłoski o rewaluacji marki wywołane długim okresem jej notowań powyżej parytetu centralnego. Wtedy jednak bank centralny nie interweniował.

Oprócz analizy zachowania samego kursu walutowego, w ocenie wypełnienia kryterium stabilności kursowej brano pod uwagę również następujące wskaźniki:

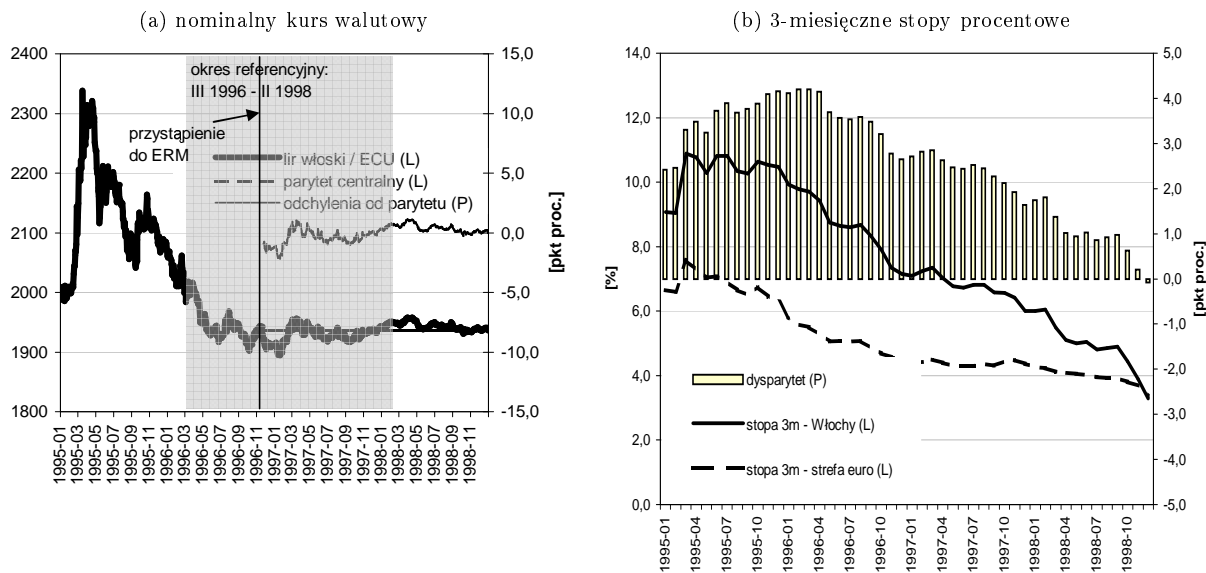
- Na początku okresu referencyjnego **dysparytet 3-miesięcznych stóp procentowych** względem średniej ważonej wszystkich państw systemu wynosił ok. -1,5 pkt. proc. i stopniowo zawężał się do zera. Analogiczny dysparytet względem koszyka wybranych państw systemu ERM (Niemiec, Francji, Holandii, Belgii, Austrii), mierzony jako średnia kwartalna, wahał się od -0,2 do 0,4 punktu procentowego i został przez KE i EIM uznany za nieistotny.
- Wartości **realnego efektywnego kursu walutowego** według różnych miar sugerowały, że znajdował się on poniżej wartości historycznych opartych na średnich długookresowych.
- Od 1994 r. Finlandia notowała nadwyżki na **rachunku obrotów bieżących**. Zredukowały one wysoki poziom **pasywów zagranicznych netto**, zakumulowanych na skutek wielu dziesięcioleci deficytu na rachunku bieżącym.
- Zwrócono uwagę, że Finlandia jest **małą otwartą gospodarką** (eksport/PKB: 37%, import/PKB: 29%). Udział partnerów z UE w obrotach handlowych wynosił 53% w przypadku eksportu i import 76% w przypadku importu.

2.4.2 Włochy

Lir uczestniczył w ERM od początku funkcjonowania mechanizmu, tzn. od 13 marca 1979 r. Jednak od początku 1992 r. inwestorzy na międzynarodowych rynkach finansowych wyrażali obawy o możliwość wypełnienia przez Włochy kryteriów konwergencji nominalnej, głównie ze względu na zły stan finansów publicznych. Prowadził on do nasilenia presji deprecjacyjnej i związanych z nią interwencji. W konsekwencji, od lutego 1992 r. zmniejszał się zasób rezerw walutowych we Włoszech. Interwencje okazały się jednak nieskuteczne, a do przesilenia doszło w okresie tzw. kryzysu ERM w 1992 r. 28 sierpnia 1992 r. lir włoski osiągnął dolną granicę dopuszczalnego przedziału wahań. 10 września 1992 r. granica ta została przekroczona mimo zakrojonych na szeroką skalę interwencji Banku Włoch (zob. Buiter et al., 1998).

14 września 1992 r. lir został zdewaluowany o 7% względem marki niemieckiej. Jednak już dzień później notowania lira spadły poniżej dolnej granicy wahań. Ówczesny deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych przekraczał we Włoszech 10% PKB i inwestorzy nie wierzyli w scenariusz szybkiej stabilizacji kursu i ponownego włączenia tego państwa w proces integracji walutowej w Europie. 17 września 1992 r.

Wykres 14: Kryterium stabilności kursowej: Włochy



lir został wyłączony z ERM, jednak władze monetarne wyraziły wówczas nadzieję na szybkie ponowne objęcie włoskiej waluty mechanizmem. W październiku 1992 r. Włochy wdrożyły działania mające na celu ograniczenie deficytu – zarówno po stronie wydatków, jak i dochodów. Doświadczenia kryzysu ERM pokazały, że trwałej stabilizacji kursu walutowego nie da się osiągnąć bez wiarygodnej, kompleksowej polityki gospodarczej, ukierunkowanej na wypełnienie wszystkich kryteriów konwergencji nominalnej.

W okresie kryzysu ERM lir doznał silnej deprecjacji, której kolejna fala miała miejsce w pierwszych miesiącach 1995 r. Od tamtej pory włoska waluta stopniowo się umacniała. Lir został ponownie włączony do ERM 25 listopada 1996 r. W momencie oceny w 1998 r. funkcjonował zatem w mechanizmie jedynie 15 z wymaganych 24 miesięcy. W ówczesnych *Raportach o konwergencji* dokonano jednak oceny stabilności kursowej *ex post* również w odniesieniu do miesięcy bezpośrednio poprzedzających wejście do ERM. W ramach mechanizmu, po ponownym przystąpieniu w 1996 r., parytety centralne względem innych walut nie podlegały rewaluacji ani dewaluacji.

Włoska polityka pieniężna miała na celu utrzymanie stabilności cen, od listopada 1996 r. – ponownie przy uwzględnieniu kontekstu ERM.

Na początku okresu referencyjnego, jeszcze przed przystąpieniem do systemu ERM, nastąpiła korekta w trendzie aprecjacyjnym lira. W konsekwencji, w marcu 1996 r. kurs włoskiej waluty odchylił się o 7,6% od przyszłego parytetu centralnego, po jego słabej stronie. Jednak już w maju odchylenie to zmalało do 2%. W pierwszej połowie 1996 r. Bank Włoch interweniował na rynku walutowym w sposób, który KE określiła jako „wygładzający”. Interwencje ograniczały bowiem zmienność notowań lira w okresach jego zbyt gwałtownego umacniania się. Po raz kolejny lir osłabił się w miesiącach wakacyjnych 1996 r., osiągając maksymalne odchylenie o 3,4% względem waluty medianowej. Wówczas Bank Włoch skutecznie wspierał lira, odchodząc od „wygładzających” interwencji. W rezultacie lir był słabszy od przyszłego parytetu względem waluty medianowej o ponad 2,25% przez około miesiąc. Od tamtego momentu kurs lira bez znaczących zmian stóp procentowych i intensywnych interwencji powrócił do aprecjacji w kierunku parytetów centralnych względem innych walut w ERM, a następnie wykazywał umiarkowane i coraz niższe wahania wokół nich.

W miesiącach przed przystąpieniem do ERM, zaliczonych *ex post* do okresu referencyjnego, znacząco wzrósł zasób rezerw walutowych Banku Włoch.

Odchylenia od parytetów zostały ocenione jako sporadyczne i co najwyżej tymczasowe (por. wykres 14). Kurs lira pozostawał słabszy o ponad 2,25% od parytetu centralnego względem medianowej waluty przez 96 dni z 2-letniego okresu referencyjnego, co stanowiło 19% dni roboczych tamtego okresu i było rekordowym pod tym względem wynikiem. Dotyczyło to jednak wyłącznie okresu przed przystąpieniem do ERM. W całym okresie referencyjnym najwyższe odchylenia kursu lira od parytetów względem innych walut systemu ERM, nie licząc funta irlandzkiego (od -2,3% do -10,1%) notowano w stosunku do franka francuskiego (maksymalnie +2,5%) oraz portugalskiego escudo (minimalnie -3,0%). Kurs względem marki niemieckiej wahał się względem parytetu od +1,8% do -1,1%. Miara zmienności kursowej ERV względem marki niemieckiej w ujęciu kwartalnym na początku okresu referencyjnego przyjmowała wartości ok. 6,4 i stopniowo malała do 1,1. Podobną tendencję i poziom wykazywało ERV dla kursu lira włoskiego względem ECU w okresie referencyjnym. Włoski lir należał tym samym do grupy najbardziej zmiennych walut w pierwszej jedenastce państw, które przyjęły euro.

Oprócz analizy zachowania samego kursu walutowego, w ocenie wypełnienia kryterium stabilności kursowej brano pod uwagę również następujące wskaźniki:

- Na początku okresu referencyjnego **dysparytet 3-miesięcznych stóp procentowych** względem średniej ważonej wszystkich państw systemu był stosunkowo wysoki. Wynosił on ok. 4,2 pkt. proc. i stopniowo zawężał się do zera. Analogiczny dysparytet względem koszyka wybranych państw systemu ERM (Niemiec, Francji, Holandii, Belgii, Austrii), mierzony jako średnia kwartalna, wynosił ponad 6,0 punktu procentowego i wykazywał podobny trend malejący. Skala spadku krótkoterminowych nominalnych stóp procentowych w okresie referencyjnym dla oceny kryterium stabilności kursowej była we Włoszech zdecydowanie najwyższa w grupie państw EA-11.
- Wartości **realnego efektywnego kursu walutowego** według różnych miar sugerowały, że jest on w zasadzie zgodny z wartościami historycznymi.
- Od 1993 r. Włochy notowały znaczne i rosnące nadwyżki na **rachunku obrotów bieżących**. Doprowadziło to do redukcji **pasywów zagranicznych netto** Włoch niemal do zera.
- Relacja eksportu do PKB we Włoszech sięgała w okresie oceny 28%, a importu do PKB 24%. Udział partnerów z UE w obrotach handlowych wynosił 55% w przypadku eksportu oraz 61% w przypadku importu.

3 Stabilność kursowa w państwach przyjmujących euro po 1999 r. Uczestnictwo w systemie ERM II

1 stycznia 1999 r., wraz z utworzeniem strefy euro, system ERM został zastąpiony przez ERM II. Jedynymi państwami spoza strefy euro, które wówczas uczestniczyły w tym systemie, były Dania i Grecja. Od 2000 r. wypełnienie kryterium stabilności kursowej przez uczestnictwo w systemie ERM II jest przedmiotem regularnej oceny Komisji Europejskiej i Europejskiego Banku Centralnego. W niniejszej części opracowania

uwaga zostanie skupiona na państwach, które przyjęły euro w latach 2001-2011: Grecji, Słowenii, Malcie, Cyprze, Słowacji i Estonii.

Mechanizm ERM II jest wielostronnym systemem stałych, ale dostosowywalnych kursów walutowych, z ustalonym kursem centralnym i standardowym pasmem wahań $\pm 15\%$. EBC rekomenduje, aby kurs centralny w ramach ERM II możliwie jak najtrafniej odzwierciedlał ocenę kursu równowagi w momencie wejścia do mechanizmu. W trakcie uczestnictwa w mechanizmie ERM II możliwa jest jednak korekta kursu centralnego. Interwencje na krańcach pasma są w ERM II z zasady automatyczne i nieograniczone, chyba że stałyby w sprzeczności z nadrzędnym celem stabilności cenowej w danym państwie członkowskim lub w strefie euro. W celu wsparcia tego rodzaju interwencji istnieje możliwość skorzystania z finansowania na bardzo krótki termin (tzw. VSTF; *Very Short-Term Financing Facility*).

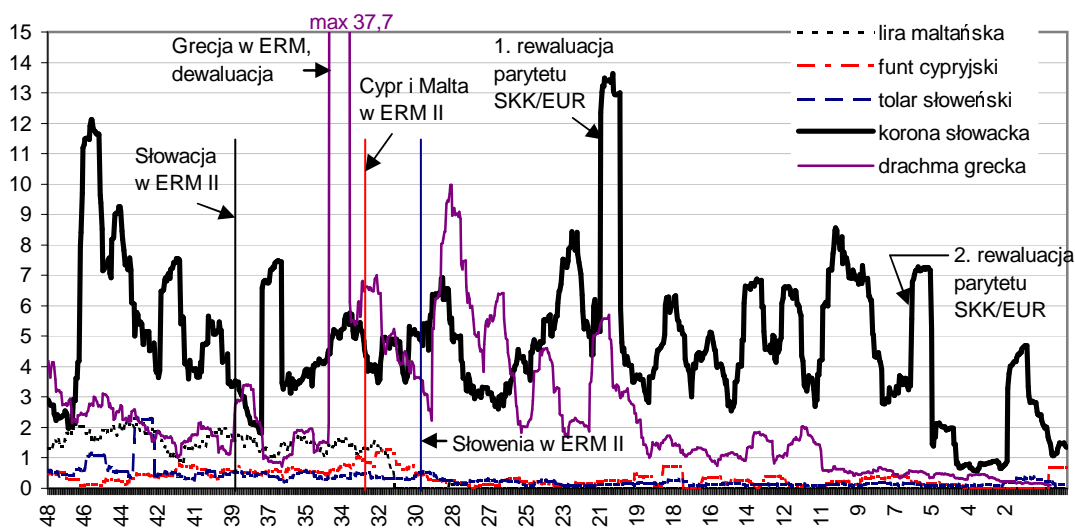
Badanie stabilności kursowej w ERM II polega na sprawdzeniu, czy kraj uczestniczył w tym mechanizmie przez okres co najmniej dwóch lat przed dokonaniem jego oceny, bez poważnych napięć na rynku walutowym, w szczególności zaś bez dewaluacji w stosunku do euro. Jeżeli okres uczestnictwa był krótszy, zmiany kursu walutowego analizowane są w dwuletnim okresie referencyjnym, który może zaczynać się przed przystąpieniem do ERM II. Sposób oceny miał w tym przypadku być analogiczny do oceny Finlandii i Włoch w ERM. EBC precyzuje ponadto następujące zasady analizy stabilności kursowej:

- Ocena koncentruje się na tym, w jakim stopniu kurs walutowy odchyłał się od kursu centralnego w ERM II **przy uwzględnieniu czynników, które mogły spowodować jego aprecjację**. Pod tym względem, szerokość pasma wahań w ERM II nie wywiera negatywnego wpływu na ocenę kryterium stabilności kursu walutowego. EBC podkreśla, że takie ujęcie jest spójne z podejściem stosowanym w przeszłości w ERM (por. przypadek Irlandii).
- Stopień odchylenia kursu walutowego od kursu centralnego w ERM II może zostać jednak uznany za przejaw występowania „**poważnych napięć**” na rynku walutowym.
- O „poważnych napięciach” świadczyć może również zachowanie wskaźników **zmienności kursu walutowego**, takich jak np. ERV (por. wykres 15). EBC podkreśla, że liczy się zarówno poziom, jak i trend tego wskaźnika.
- W podobny sposób badany jest poziom i dynamika **dysparytetu krótkoterminowych stóp procentowych** w stosunku do strefy euro.
- Elementem oceny stabilności kursowej jest badanie roli, jaką odegrały **interwencje** na rynku walutowym.

Dotychczasowe doświadczenia państw, które przyjęły euro po pobycie w ERM II lub wciąż uczestniczą w tym systemie, nie pozwalają niestety w istotny sposób poszerzyć wiedzy o tolerancji KE i EBC dla zakresu wahań po słabszej stronie parytetu centralnego, w szczególności zaś odchyleni od tego parytetu większych niż 2,25%. Kursy walut Grecji, Słowenii, Słowacji i Cypru albo w ogóle nie odchyłały się od parytetu w jego słabą stronę, albo odchylenia takie były krótkotrwałe i dużo płytsze niż 2,25%. Z kolei kursy walut Malty i Estonii (a także Litwy) praktycznie w ogóle nie odchyłały się od parytetów centralnych. Również łań lotewski utrzymywał (w ramach jednostronnego zobowiązania) węższe niż standardowe w ERM II pasmo wahań $\pm 1\%$.

KE i w szczególności EBC dokonują również syntetycznego przeglądu danych, które uznają za istotne dla trwałości poziomu kursu walutowego, jaki dane państwo wykazuje w momencie oceny. Rozważane są następujące charakterystyki gospodarek:

Wykres 15: ERV w państwach przyjętych do strefy euro w latach 2001-2009



Na osi poziomej przedstawiono liczbę miesięcy pozostałą do momentu przyjęcia euro przez każde z państw. Źródło: opracowanie MF.

- zmiany realnych dwustronnych i efektywnych kursów walutowych;
- elementy bilansu płatniczego (rachunek bieżący, kapitałowy i finansowy);
- międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto w dłuższym okresie;
- udział strefy euro w łącznym handlu zagranicznym kraju.

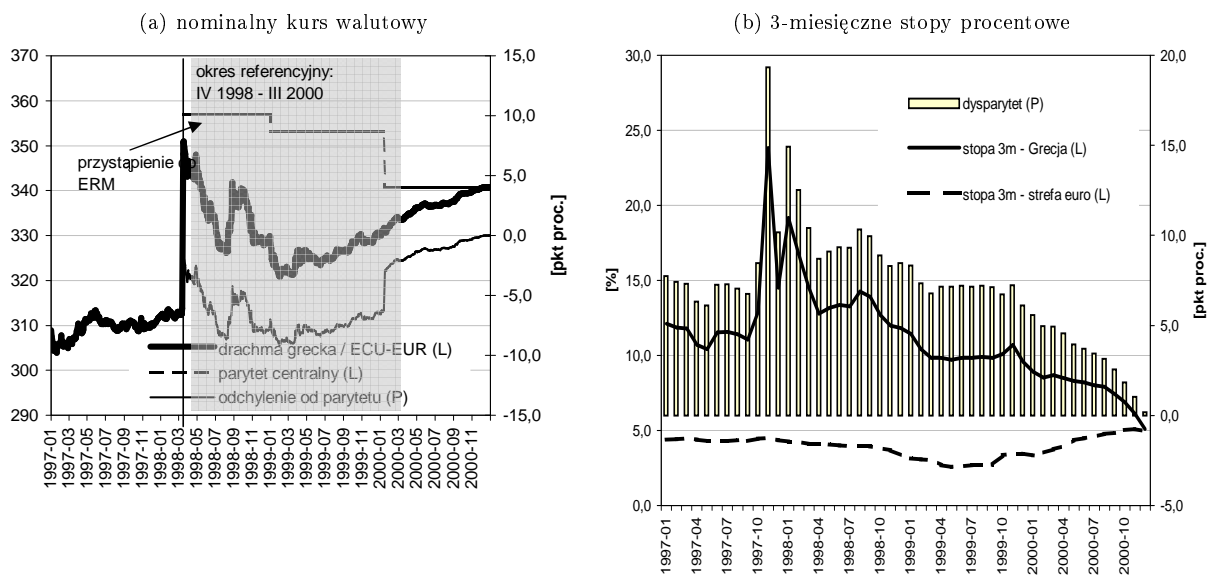
W *Raportach o konwergencji* z 2010 r. dodano zdanie o uwzględnieniu w ocenie stabilności kursowej wpływu, jaki wywarły na nią ewentualne oficjalne porozumienia w sprawie zewnętrznego finansowania. W szczególności pod uwagę wzięty miał zostać ich zakres, kwota na jaką opiewały, zastosowanie środków otrzymanych w ramach pomocy i zobowiązania w zakresie polityki gospodarczej, podjęte przez państwo w zamian za otrzymaną pomoc. Miało to związek z pomocą instytucji międzynarodowych, uzyskaną przez niektóre nowe państwa członkowskie UE w okresie kryzysu w latach 2008-2010.

Nominalne kursy walutowe, na których bazuje ocena kryterium stabilności kursowej w ramach ERM II, są dziennymi kursami referencyjnymi ustalonymi przez EBC o godzinie 14:15 po codziennej procedurze rozliczeń między bankami centralnymi. Są one publikowane na stronie internetowej EBC. Nominalne i realne efektywne kursy walutowe, stanowiące pomocnicze wskaźniki przy ocenie, pochodzą z obliczeń Komisji Europejskiej.

3.1 Grecja

Przed wejściem do ERM, celem greckiej polityki pieniężnej była minimalizacja wahań kursu drachmy względem ECU w celu zredukowania stopy inflacji. Grecja przystąpiła do mechanizmu ERM 16 marca

Wykres 16: Kryterium stabilności kursowej: Grecja



Źródło: opracowanie MF.

1998 r. W konsekwencji, od początku III etapu UGW (1.01.1999 r.) grecka drachma stała się automatycznie uczestnikiem nowego mechanizmu ERM II, który zastąpił wówczas ERM.

W *Raportach o konwergencji* z 1998 r. grecka stabilność kursowa została oceniona negatywnie, przede wszystkim ze względu na brak uczestnictwa w ERM. Zwrócono wówczas dodatkowo uwagę na fakt, że realny efektywny kurs walutowy przewyższał historyczne poziomy, co wynikało z faktu, że wysokie różnice inflacyjne względem innych państw poddanych ocenie nie były rekompensowane odpowiednią deprecjacją drachmy. Istniały również wysokie dysparytety krótkoterminowych stóp procentowych. Na tle innych ocenianych państw, Grecja – mimo że jest to relatywnie mała gospodarka – cechowała się niskim stopniem otwartości. Eksport stanowił wówczas jedynie 19%, a import 31% PKB.

Kolejnej oceny Grecji dokonano dwa lata po państwach EA-11, w *Raportach o konwergencji* z 2000 r. Okres referencyjny dla kryterium stabilności kursowej trwał od kwietnia 1998 r. do marca 2000 r. Zarówno KE, jak i EBC pozytywnie oceniły grecką stabilność kursową, choć wskazywały przy tym na okresy napięć na rynku walutowym, w których grecki bank centralny podnosił stopy procentowe i intensywnie interweniował na rynku walutowym.

W momencie przystąpienia do ERM, parytet centralny drachmy wyznaczono na poziomie 357 GRD/ECU. Był on znacznie słabszy (o 12,3%) od kursu rynkowego z 12.03.1998 r. (zob. wykres 16), co zostało określone przez KE jako dewaluacja *de facto*. Miała ona jednak mniejszy zasięg, gdyż kurs drachmy nie osłabił się w pełni do poziomu zgodnego z parytetem centralnym. Sama dewaluacja nie była zaskoczeniem dla uczestników rynków finansowych, jednak termin wejścia do ERM przypadł wcześniej niż oczekiwano. Wiązało się to z jednej strony z dążeniem Banku Grecji do redukcji presji spekulacyjnej, która wynikała z powszechnego przekonania o ówczesnym przewartościowaniu drachmy względem ECU (Rozkrut and Woreta, 2005). Z drugiej strony, wejście do ERM sygnalizowało determinację władz do wypełnienia pozostałych kryteriów konwergencji nominalnej, uzupełniając i uwiarygadniając wdrażany pakiet działań polityki makroekonomicznej na drodze do strefy euro.

Skala ówczesnego przewartościowania drachmy stanowiła przedmiot kontrowersji w literaturze, a zarazem wśród instytucji międzynarodowych (por. Hansen and Roger, 2000; Arghyrou et al., 2004). Wyznaczenie parytetu centralnego opierało się na założeniu, że w 1994 r. grecki realny kurs walutowy był bliski poziomom równowagi ze względu na niemal zbilansowany rachunek obrotów bieżących. Nie wzięto pod uwagę faktu, że do osiągnięcia równowagi zewnętrznej przyczyniło się w znacznym stopniu spowolnienie gospodarcze, a sam kurs równowagi mógł w ciągu czterech lat ulec zmianom. W ostatecznym rozrachunku kurs drachmy okazał się przewartościowany, co z kolei ułatwiło wypełnienie kryterium stabilności cen (Rozkrut and Woreta, 2005).

W początkowym okresie uczestnictwa w systemie, przed wprowadzeniem euro w grupie EA-11, KE i EBC analizowały kurs drachmy względem waluty medianowej w systemie ERM. Z przyczyn technicznych, związanych z ostatecznym wyznaczeniem 11 kursów konwersji dla pierwszej grupy państw tworzących unię walutową i powołaniem do życia waluty euro, od 1.01.1999 r. parytet centralny w ERM II różnił się nieznacznie od początkowego parytetu w ERM i wynosił 353,109 GRD/EUR.

Pierwsze półrocze Grecji w ERM upłynęło pod znakiem restrykcyjnej polityki pieniężnej i fiskalnej, których celem była konsolidacja finansów publicznych, obniżenie stopy inflacji i w konsekwencji wypełnienie kryteriów konwergencji nominalnej. Rząd grecki przedstawił pakiet działań, obejmujący m.in. kontynuację prywatyzacji, restrukturyzację przedsiębiorstw transportowych i sektora pocztowego oraz obniżenie kosztów funkcjonowania systemu ubezpieczeń społecznych (Rozkrut and Woreta, 2005). Stopy procentowe Banku Grecji przewyższały analogiczne stopy w strefie euro prawie o 10 punktów procentowych, co było związane z polityką dezinflacji. Jako że skala zacieśnienia fiskalnego wciąż była niewystarczająca, skuteczność polityki pieniężnej w systemie ERM i ERM II – ograniczona, a greckie władze obawiały się boomu kredytowego, konieczne było utrzymywanie wysokich stóp procentowych.

Powyższy sposób prowadzenia polityki gospodarczej zyskał względną przychylność rynków finansowych, które uznały plan integracji ze strefą euro za wiarygodny. Kurs drachmy względem euro pozostawał w zasadzie stabilny, mimo wydarzeń mogących powodować presję deprecjacyjną (pogłoski o dewaluacji drachmy w kwietniu 1998 r.), jak i aprecjacyjną (silne przyływy kapitału). Latem 1998 r. Bank Grecji zaczął częściowo sterylizować przyływy kapitału w celu ograniczenia aprecjacji greckiej waluty. W I połowie 1999 r. średni dzienny stan zobowiązań Banku Grecji z tytułu zaabsorbowanych środków wynosił ok. 20% bazy monetarnej, a roczny koszt tych operacji – ok. 20% PKB (Rozkrut and Woreta, 2005).

Poważne turbulencje na rynku walutowym Grecji w okresie uczestnictwa w ERM/ERM II miały miejsce jedynie późnym latem i jesienią 1998 r., podczas kryzysu rosyjskiego. Presja na greckim rynku obligacji przeniosła się szybko na rynek pieniężny i walutowy. Drachma zaczęła się umacniać względem euro, a krótko- i długoterminowe stopy procentowe znacząco wzrosły. Bank Grecji nie zmieniał swoich stóp procentowych, ale podjął interwencje na rynku walutowym. Bank Grecji (Bank of Greece, 1998) określił skalę interwencji w ostatnich miesiącach 1998 r. jako znaczną (*substantial*).

Do końca 1998 roku drachma wróciła do trendu aprecjacyjnego. 17.01.2000 r., przy kursie mocniejszym od parytetu centralnego o ponad 6%, na wniosek Grecji dokonano rewaluacji parytetu o 3,5% do poziomu 340,75 GRD/EUR. Był on zgodny z ostatecznym kursem wymiany drachmy na euro. Jak napisał EBC w *Raporcie o konwergencji* z 2000 r., rewaluacja służyła temu, aby wesprzeć władze Grecji w utrzymaniu gospodarki na ścieżce trwałego wzrostu ze stabilnymi cenami. EBC dodał wówczas, że musi jej towarzyszyć prowadzenie odpowiedzialnej polityki fiskalnej i kontynuacja reform strukturalnych, szczególnie w zakresie procesów ceno- i płacotwórczych. Od tamtej pory drachma stopniowo osłabiała się w kierunku

parytetu. Bank Grecji obniżał stopy procentowe w reakcji na pozytywne perspektywy kształtowania się stopy inflacji. Z upływem czasu inwestorzy nabierali coraz większego przekonania o pomyślnej realizacji scenariusza integracji Grecji ze strefą euro, co dodatkowo stymulowało konwergencję stóp procentowych.

Przez cały okres referencyjny, jak również już po decyzji o wprowadzeniu euro w Grecji, kurs drachmy względem wspólnej waluty znajdował się po mocnej stronie parytetu, co EBC przypisuje w dużej mierze istotnemu dysparytetowi stóp procentowych. Średnie odchylenie od waluty medianowej, a potem euro, wynosiło 6,4% (od 1,9% do 9,0%) i według EBC było znaczne. KE oceniła zmienność kursową Grecji w tym okresie jako niską i stopniowo zanikającą. Jedynym wyjątkiem były turbulencje rynkowe z lata 1998 r., jednak uznano je za przejściowe i pozbawione istotnego wpływu na pozycję Grecji w systemie ERM. Uznano, że interwencje Banku Grecji były prowadzone przede wszystkim z intencją ograniczenia zmienności kursowej.

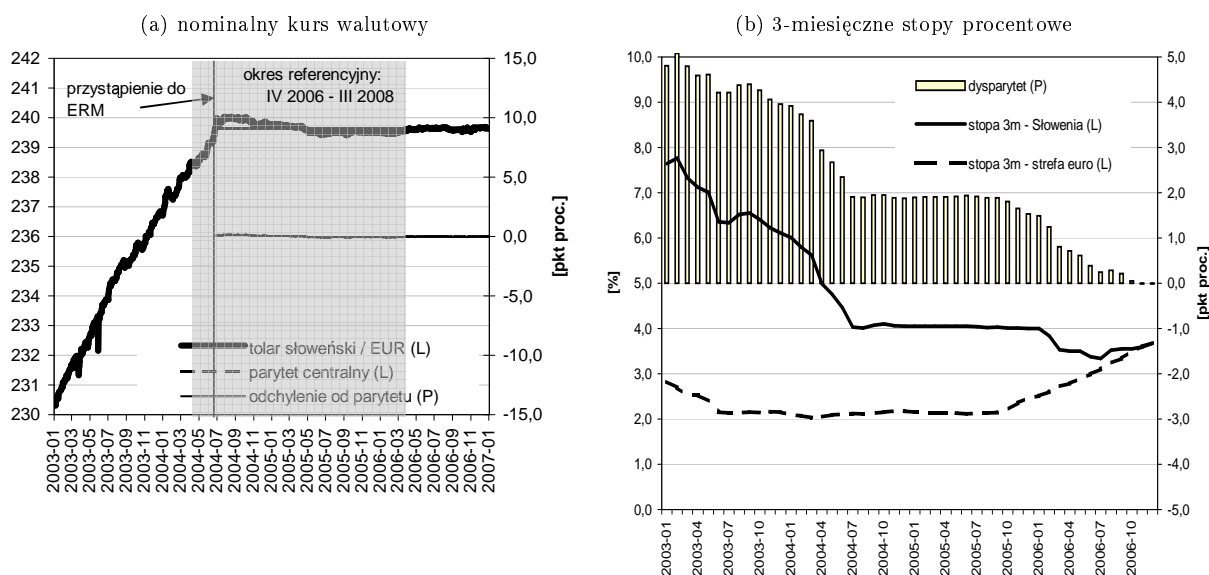
Interwencje walutowe były prowadzone w 42% z ogólnej liczby dni roboczych w czasie pobytu Grecji w ERM/ERM II (zob. Rozkrut and Woreta, 2005), nie miały one jednak dużej skali. Do największej kwotowo interwencji doszło 7 maja 1999 r. i wynosiła ona 859 mln EUR, co stanowiło ponad 10% średnich dziennych obrotów na rynku walutowym Grecji (Bank Rozrachunków Międzynarodowych) i ok. 8% oficjalnych rezerw Grecji (Eurostat). Celem interwencji było przede wszystkim ograniczenie nadmiernej presji na aprecjację drachmy, konieczne do utrzymania jej kursu w ramach dopuszczalnego przedziału wahań. Działania Banku Grecji na rynku walutowym można uznać za skuteczne. Interwencje przyczyniły się do znaczącego wzrostu zasobu rezerw walutowych Banku Grecji w ERM II: z 4,9 mld USD na koniec roku 1997 do 18,2 mld USD w roku 1998 i 19 mld na koniec roku 1999, niedługo przed oceną KE i EBC (Bank of Greece, 1998, 1999).

Operacje interwencji wykorzystywano w Grecji intensywnie, przy czym były one ukierunkowane przede wszystkim na ograniczenie nadmiernej presji aprecjacyjnej. Wysokie stopy procentowe przyciągały zagraniczny kapitał krótkoterminowy, a zasób rezerw walutowych Banku Grecji cechowała tendencja wzrostowa. Burnside et al. (1999) zwracają uwagę, że przyływowi kapitału sprzyjała również asymetryczna konstrukcja systemu ERM II, w której dopuszcza się rewaluację parytetu centralnego (ale nie dewaluację), a EBC i KE są bardziej skłonne do tolerowania odchylenia po mocnej niż po słabej stronie parytetu. Zdaniem autorów rodzi to wśród uczestników rynku pokusę nadużycia. Presja deprecjacyjna, której efektem były interwencje walutowe, wystąpiła jedynie w dwóch okresach: (i) przejściowo w okresie turbulencji rynkowych związanych z kryzysem rosyjskim oraz (ii) na początku 2000 r., kiedy nasiliły się rynkowe obawy o perspektywę wypełnienia kryterium stabilności cen. Ostatecznie jednak stabilność kursowa została zachowana, czemu sprzyjała realizacja wiarygodnie postrzeganych na rynku programów konwergencji i bliska współpraca banku centralnego z bankami komercyjnymi. Bank Grecji nigdy nie skorzystał z pomocy w ramach VSTF.

Oprócz analizy zachowania samego kursu walutowego, w ocenie wypełnienia kryterium stabilności kursowej EBC brał również pod uwagę również następujące wskaźniki:

- Wartości **realnego efektywnego kursu walutowego** według różnych miar sugerowały, że jest on powyżej 25-letniej średniej kroczącej. EBC zaznaczył jednak, że realną aprecjację należy traktować jako przejaw procesu doganiania innych gospodarek UE, jaki zachodził w Grecji.
- W latach 90. XX w. w Grecji notowano znaczne deficyty na **rachunku obrotów bieżących**. Doprowadziło to do zwiększenia **pasywów zagranicznych netto** Grecji. KE i EBC oceniły, że powyższa zmiana wynikała z napływu kapitału w celu finansowania inwestycji i uznały ją za przejaw procesu doganiania.

Wykres 17: Kryterium stabilności kursowej: Słowenia



Źródło: opracowanie MF.

- Relacja **eksportu** do PKB w Grecji sięgała w okresie oceny 20,7%, a **importu** do PKB 28,2%. Udział partnerów z UE w obrotach handlowych wynosił 52,3% w przypadku eksportu oraz 65,9% w przypadku importu. W 2000 r. EBC zwrócił uwagę na fakt, że miary otwartości na handel zagraniczny wewnątrz UE kształtują się w Grecji najmniej korzystnie wśród państw członkowskich Unii.

3.2 Słowenia

Przed przystąpieniem Słowenii do ERM II obowiązywał tam *de facto* reżim kursowy typu *crawling peg*, w ramach którego władze słoweńskie prowadziły politykę stopniowej deprecjacji kursu tołara względem euro w malejącym tempie. Powodem wyboru takiej polityki kursowej było wspieranie procesu nominalnej konwergencji i dążenie do ograniczenia przyływów kapitału spowodowanych dodatnim dysparytetem stóp procentowych. Nominalna deprecjacja ograniczała bowiem oczekiwane zyski kapitałowe z zagranicznych inwestycji w aktywa nominowane w tołarach. W latach 1999-2004 tolar osłabił się względem euro o 26%, zaś malejące tempo osłabiania tołara odzwierciedlało zawężający się dysparytet stóp procentowych.

Słowenia przystąpiła do mechanizmu ERM II 28 czerwca 2004 r. z parytetem centralnym tołara względem euro na poziomie 239,64 STL/EUR, co odpowiadało ówczesnemu kursowi rynkowemu. Ten parytet centralny nie został zmieniony przez cały okres uczestnictwa w ERM II, stając się ostatecznym kursem konwersji tołara na euro. Przystąpienie do ERM II było poprzedzone trzema obniżkami stóp procentowych w II kwartale 2004 r. (w zależności od instrumentu o 1,25-1,50 pkt. proc.) oraz publiczną zapowiedzią obniżenia tempa deprecjacji tołara do zera wraz z przystąpieniem do ERM II. Postępowanie to było spójne ze strategią integracji ze strefą euro, opublikowaną w listopadzie 2003 r.

KE i EBC dokonały pozytywnej oceny stabilności kursowej Słowenii w maju 2006 r., po niecałych 2 latach uczestnictwa w systemie ERM II. Dwuletni okres referencyjny z ówczesnych *Raportów o konwergencji* trwał

od maja 2004 r. do kwietnia 2006 r., co oznacza, że w tym czasie Słowenia uczestniczyła w ERM II przez 22 z wymaganych 24 miesiące. W dwóch miesiącach poprzedzających wejście do ERM II (tzn. w maju i czerwcu 2004 r.), w ramach zakończenia polityki stopniowej deprecjacji tolara, rynkowy kurs osłabił się z poziomu o 0,45% silniejszego od przyszłego parytetu do poziomu zbliżonego do tego parytetu. Uznano to za wahania w pobliżu przyszłego parytetu centralnego, włączając te miesiące do oceny. KE podkreśliła, że do momentu wydania decyzji przez Radę w lipcu 2006 r. upłynęłyby już 24 miesiące od momentu przystąpienia Słowenii do ERM II.

Wewnątrz ERM II, kurs tolara wahał się od 0,16% po słabszej stronie parytetu do 0,10% po jego mocniejszej stronie, przy czym przeciętne bezwzględne odchylenie wynosiło 0,08%. Przez większą część okresu uczestnictwa Słowenii w ERM II, dysparytet jej krótkookresowych stóp procentowych względem euro pozostawał stabilnie na poziomie nieznacznie niższym niż 2 punkty procentowe. KE oceniła w *Raporcie o konwergencji* z 2006 r., że dodatnia różnica wspierała notowania tolara. Dysparytet zawężał się od przełomu lat 2005-2006, kiedy to EBC podwyższała, a Bank Słowenii obniżał stopy procentowe. Komisja Europejska podkreśliła, że spadkowi zapowiadanego rocznego tempa deprecjacji tolara względem euro o 2 punkty procentowe (z 2 do 0) towarzyszył spadek dysparytetu stóp procentowych o jedynie 1 pkt. proc. (z 3 do 2), co – wraz ze spadkiem premii za ryzyko dla słoweńskich aktywów w ERM II – dodatkowo wzmacniało słoweńską walutę.

Głównym narzędziem wspierającym stabilność notowań tolara było porozumienie o współpracy w interwencjach na rynku walutowym, zawarte w 2001 r. między Bankiem Słowenii a większością tamtejszych banków komercyjnych. Bank Słowenii w szczególności używał instrumentów *FX swap* (tymczasowa sprzedaż lub zakup obcej waluty przez Bank Słowenii z przyrzeczeniem odwrócenia transakcji za 7 dni lub możliwością przedłużenia), w mniejszym zaś stopniu bezpośrednich interwencji cenowych, polegających na wyznaczaniu przez bank centralny kursu, po którym banki komercyjne miałyby handlować lokalną walutą. Ten ostatni typ interwencji został zastosowany jedynie w pierwszym miesiącu uczestnictwa w ERM II (czerwiec-lipiec 2004). Bank centralny sygnalizował w ten sposób rynekom efektywność zmiany reżimu kursowego, aż do momentu stabilizacji notowań tolara wokół parytetu centralnego. Dodatkowo, przejście do nowego reżimu wymagało dostosowania marż swapowych, aby zapewnić bankom łatwiejszy dostęp do płynności w obcej walucie. Po upływie pierwszego miesiąca w ERM II, wysokość marż w swapach walutowych była głównym narzędziem redukcji krótkookresowej zmienności kursu walutowego. Udało się to dzięki temu, że w porozumieniu uczestniczyła większość banków komercyjnych, a rynek tolara poza Słowenią praktycznie nie istniał.

Konstrukcja tego systemu była szczególnie przydatna w okresie przed przystąpieniem do ERM II. Dzięki niej Bank Słowenii był w stanie prowadzić politykę stałego osłabiania tolara względem euro w sytuacji permanentnej nadwyżki przyływów walut zagranicznych nad ich odpływami, odzwierciedlonej we wzroście zasobu rezerw walutowych Słowenii i sterylizowanej – w celu uniknięcia spadku krajowych stóp procentowych – za pomocą emisji specjalnych instrumentów. Jednak główna cecha systemu – zdolność banku centralnego do sygnalizowania zamiaru osłabienia lub wzmocnienia kursu nominalnego waluty krajowej względem euro – odegrała ważną rolę przy wchodzeniu do ERM II. Tę funkcję sygnalizacyjną przejął bowiem parytet centralny w ERM II, zaś niska zmienność kursu tolara względem euro wewnątrz systemu przy ograniczonym zakresie interwencji pozwala wnioskować, że wypełniał ją skutecznie w całym okresie uczestnictwa w systemie.

Mimo przejściowych nadwyżek podaży i popytu na słoweńską walutę, KE i EBC nie stwierdziły występowania poważnych napięć na słoweńskim rynku walutowym. KE zwróciła przy tym uwagę na charakterystyczny rozkład tych efektów w czasie: w 2004 r. (pierwszym roku uczestnictwa w ERM II) dywersyfikacja portfeli

inwestycyjnych ze względu na szybko spadające krajowe stopy procentowe spowodowała przejściową nadwyżkę popytu na euro, a w 2005 r. (drugi rok w ERM II) sytuacja się odwróciła ze względu na wzrost popularności kredytów w walucie zagranicznej w kontekście coraz większej pewności rynków co do szybkiego przyjęcia euro. Bank Słowenii zastosował interwencję walutową 27 lipca 2004 r., kupując tołary i przeciwstawiając się tym samym inercyjnemu oczekiwaniu dalszej deprecjacji ze strony rynku walutowego. W roku 2005 bezpośrednio interwencje nie były stosowane, natomiast w ramach operacji *FX swap* bank centralny pięciokrotnie zakupił od banków komercyjnych waluty zagraniczne warte łącznie 414,7 mld SIT. Według Banku Słowenii, tego typu pośrednie operacje w ramach systemu opiewały w 2005 r. na 6,3% PKB. Bezpośrednie interwencje nie były również podejmowane w roku 2006 r., a kwota operacji *FX swap* w ciągu tego roku stopniowo wygasła (Bank of Slovenia, 2004, 2005, 2006).

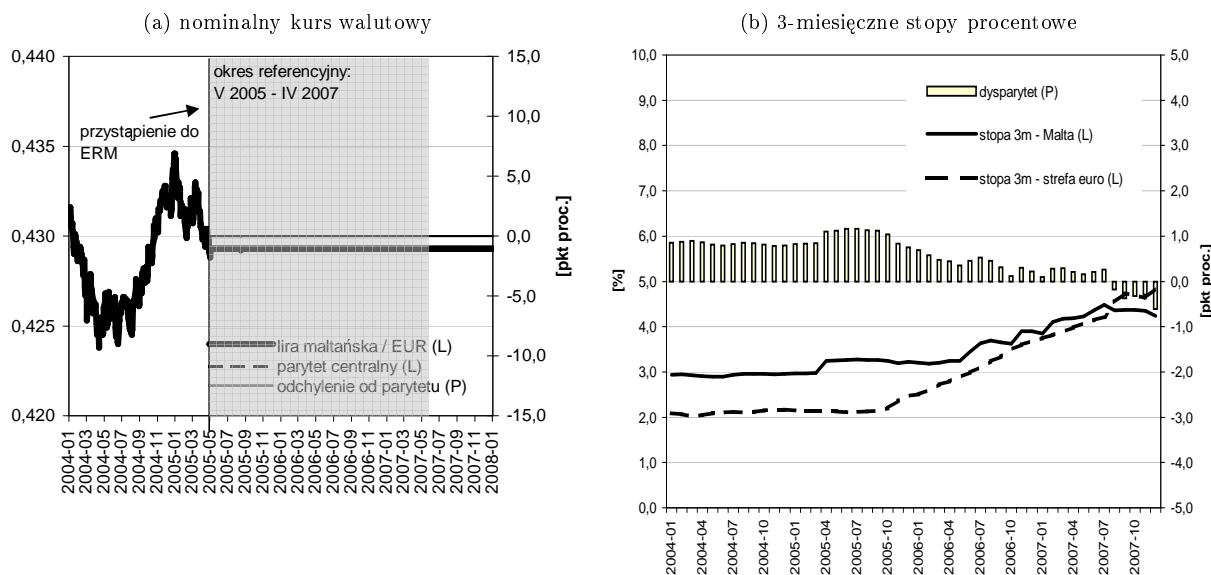
Bank Słowenii zmuszony był do obniżki stopy rezerw obowiązkowych dla krótkoterminowych depozytów w tolarach z 4,5% do 2,0%, dla zapewnienia zgodności ze standardami EBC. Jednak z obawy przed wzrostem płynności w systemie, spadkiem stóp procentowych i deprecjacją zobowiązał jednocześnie banki komercyjne do lokowania uwolnionej płynności w postaci długoterminowych depozytów z datą zapadalności w marcu 2007 r., czyli już po przystąpieniu do strefy euro. Intencją Banku Słowenii było doprowadzenie do absorpcji uwolnionego nadmiaru płynności przez instytucje finansowe strefy euro. Jednak Komisja Europejska w *Raporcie...* z 2006 r. zwracała uwagę, że w warunkach wyższej skłonności krajowych inwestorów do nabywania krajowych aktywów (*home bias*) oraz pełnej konwergencji stóp procentowych efektem takiego rozwiązania może być przede wszystkim znaczne rozluźnienie krajowych warunków monetarnych w pierwszych miesiącach uczestnictwa w strefie euro. Mogło ono stanowić jedną z przyczyn wzrostu słoweńskiej inflacji HICP w drugiej połowie 2007 r. i pierwszej połowie 2008 r. (średniorocznie 1,7 pkt. proc. powyżej strefy euro w 2007 r. i 2,2 pkt. proc. w 2008 r. wobec 0,3 pkt. proc. w 2006 r.).

Oceniając stabilność kursową Słowenii w szerszym kontekście, EBC odnotował następujące fakty:

- Poziom **realnego kursu walutowego** (dwustronnego względem euro oraz efektywnego) pozostawał zbliżony do wartości historycznych, przy zastrzeżeniu, że porównania historyczne należy traktować z ostrożnością ze względu na proces transformacji gospodarki.
- W dekadzie poprzedzającej ocenę **rachunek obrotów bieżących i kapitałowych** był relatywnie zbilansowany (deficyty od 1% do 3% PKB).
- Umiarkowanemu napływowi bezpośrednich inwestycji zagranicznych towarzyszyła ujemna **międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto** (-19,3% PKB).
- Słowenia jest **małą, bardzo otwartą gospodarką** (eksport/PKB: 64,8%, import/PKB: 65,3% w 2005 r.) z wysokim udziałem partnerów handlowych ze strefy euro (52,9% dla eksportu i 66,7% dla importu; odpowiednio 66,4% i 78,2% dla partnerów z całej UE).

Przy wejściu do ERM II Słowenia podjęła zobowiązania w zakresie polityki gospodarczej, dotyczące głównie trwałej redukcji stopy inflacji. Należała do nich: liberalizacja cen administrowanych, usuwanie klauzul indeksacyjnych (w szczególności dla płac i transferów socjalnych), zapewnienie zgodności dynamiki płac z dynamiką wydajności i ograniczenie popytowej presji inflacyjnej za pomocą narzędzi polityki fiskalnej. EBC wspomina również w komunikacie o ograniczeniu tempa wzrostu kredytów oraz reformach strukturalnych. Jednak w *Raporcie o konwergencji 2006* nie powiązано oceny realizacji tych reform z wypełnieniem kryterium kursowego.

Wykres 18: Kryterium stabilności kursowej: Malta



3.3 Malta

Przed przystąpieniem do ERM II, od lat 70. XX w., lira maltańska była powiązana z koszykiem walut (m.in. marką niemiecką, funtem szterlingiem i dolarem), a jedyna dewaluacja w ramach tego systemu (o 10%) nastąpiła w 1992 r. i wiązała się z dewaluacjami u najważniejszych partnerów handlowych i państw konkurujących o udziały w ich handlu zagranicznym. W sierpniu 2002 r. zwiększono udział euro w koszyku do 70%. Od połowy 2003 r. notowania maltańskiej liry były w zasadzie zgodne z przyszłym parytetem centralnym w ERM II. Malta przystąpiła do tego mechanizmu 2 maja 2005 r. i wówczas powiązano ją wyłącznie ze wspólną europejską walutą.

Parytet centralny wyznaczono na poziomie 0,4293 MTL/EUR, a Malta jednostronnie zobowiązała się do utrzymania kursu równego parytetowi. Zgodnie z powyższym zobowiązaniem, kurs liry faktycznie nie ulegał zmianom, z wyjątkiem nieznaczących odchyłeń po silnej stronie parytetu w dwa pojedyncze dni (maksymalnie 0,12% pierwszego dnia w ERM II). Parytet centralny nie uległ później zmianie i stał się ostatecznym kursem konwersji na euro.

W *Raporcie o konwergencji* z grudnia 2006 r. Komisja Europejska uznała, że Malta nie spełnia kryterium stabilności kursowej. Stało się tak mimo stabilności notowań liry zarówno wewnątrz ERM II, jak i w okresie poprzedzającym. KE napisała wówczas, że nie pojawiły się poważne napięcia na rynku walutowym, a z analizy dodatkowych wskaźników nie wynika, aby istniała presja na kurs liry względem euro. Jedynym powodem niespełnienia kryterium mógł więc być zbyt krótki okres uczestnictwa w ERM II, który w momencie oceny wynosił 19 miesięcy. Jakkolwiek ocena stabilności kursowej dla Malty nie miała wówczas praktycznego znaczenia (Malta nie mogła uzyskać ogólnej pozytywnej oceny ze względu na nałożoną procedurę nadmiernego deficytu), warto zauważyć, że uczestnictwo Finlandii i Włoch w systemie ERM było jeszcze krótsze (odpowiednio 16 i 15 miesięcy), a mimo to zakończyło się uzyskaniem pozytywnej oceny. Taka decyzja

oznacza, że na podstawie doświadczeń z okresu systemu ERM nie można bezpośrednio wnioskować o tolerancji KE i EBC dla wliczania miesięcy przed przystąpieniem do ERM II do okresu referencyjnego. Na podstawie najnowszych doświadczeń można jednak uznać, że dolna granica tej tolerancji zawiera się w przedziale od 19 miesięcy (negatywna ocena stabilności kursowej Cypru i Malty w 2006 r.) do 22 miesięcy w ERM II (pozytywna ocena stabilności kursowej Estonii, Litwy i Słowenii w tym samym roku). W *Raportach o konwergencji* podkreśla się również czas uczestnictwa w ERM II, jaki upłynie w momencie podejmowania decyzji przez Radę (*Raporty...* publikowane są zwykle w maju, decyzja Rady zapada zaś zazwyczaj w lipcu).

W kolejnych *Raportach o konwergencji* z maja 2007 r. okres referencyjny dla oceny stabilności kursowej trwał od maja 2005 do kwietnia 2007 r. Komisja Europejska podkreśliła ważną rolę, jaką dynamika rezerw walutowych odgrywała w decyzjach banku centralnego Malty w sprawie stóp procentowych, zarówno przed przystąpieniem do ERM II, jak i w trakcie uczestnictwa w mechanizmie. Podwyżka stóp procentowych w kwietniu 2005 r. wynikała ze spadku rezerw związanego z presją na rachunek obrotów bieżących, jak również zmianami w portfelach inwestorów, a wraz z wejściem do ERM II przyczyniła się do wzmocnienia sentymentu rynkowego i przywrócenia stabilności rezerw. W rezultacie relacja rezerw walutowych Banku Malty do gotówki i jego zobowiązań depozytowych wzrosła ze 103,9% w maju do 107,4% w grudniu 2005 r.

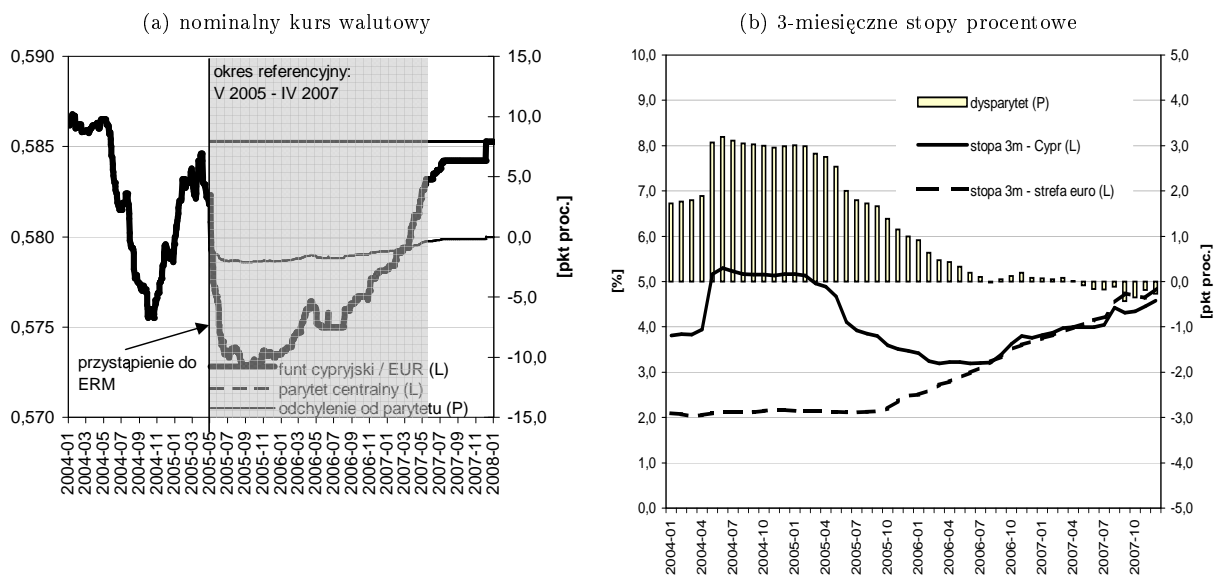
Po rozpoczęciu cyklu podwyżek przez EBC w 2005 r., dysparytet stóp procentowych zaczął się szybko zawężać, co również skłoniło władze monetarne Malty do podwyżek stóp w maju i październiku 2006 r. oraz styczniu 2007 r. W okresie bezpośrednio poprzedzającym przyjęcie euro stopy procentowe zrównały się ze stopami EBC. Spadek rezerw w pierwszej połowie 2006 r. okazał się przejściowy i w drugiej połowie roku ich relacja do zobowiązań banku centralnego ukształtowała się na poziomie 104,1%. Dalszy spadek do 98,2% miał miejsce w roku 2007. Relacja pozostawała jednak znacznie powyżej ustawowo wymaganych 60%. Bank Malty zbierał i przekazywał do EBCienne dane na temat wszystkich transakcji na rynku walutowym z udziałem liry maltańskiej. W 2007 r. Bank Malty uczestniczył też w ćwiczeniach symulacyjnych dotyczących interwencji zagranicznych z udziałem EBC i innych banków centralnych państw uczestniczących w ERM II (Central Bank of Malta, 2007).

Oceniając stabilność kursową Malty w szerszym kontekście, EBC odnotował następujące fakty:

- Poziom **realnego kursu walutowego** (dwustronnego względem euro oraz efektywnego) pozostawał zbliżony do wartości historycznych.
- **Defcyt na rachunku obrotów bieżących i kapitałowych** cechował się zmiennym, choć przeciętnie wysokim poziomem (od 12% PKB do nadwyżki 2,6% PKB), w warunkach zmiennych przepływów kapitałowych. EBC podkreśla, że tę zmienność należy postrzegać w kontekście bardzo małych rozmiarów gospodarki maltańskiej, w obliczu których pojedyncze transakcje wywierają znaczący wpływ na dane na poziomie makro, zaś w bilansie płatniczym notuje się zwykle wysokie saldo błędów i opuszczeń.
- **Międzynarodowa pozycja inwestycyjną netto** była dodatnia (37,5% PKB w 2006 r.).
- Gospodarka cechowała się **bardzo wysokim poziomem otwartości** (eksport/PKB: 76,8%, import/PKB: 90,3% w 2006 r.), przy znaczącym udziale partnerów handlowych ze strefy euro (37,5% dla eksportu i 55,0% dla importu; odpowiednio 50,2% i 67,6% dla partnerów z całej UE).

Europejski Bank Centralny w swoim *Raporcie...* z 2007 r. zwraca uwagę na zobowiązania w różnych obszarach polityki gospodarczej, podjęte przez Malte przy wejściu do ERM II. Dotyczyły one m.in. sposobu prowadzenia

Wykres 19: Kryterium stabilności kursowej: Cypr



Źródło: opracowanie MF.

polityki fiskalnej, umiarkowanego tempa wzrostu płac, efektywności nadzoru finansowego oraz implementacji reform strukturalnych. W ocenie EBC, pozycja fiskalna Malty w okresie referencyjnym uległa poprawie, choć do pewnego stopnia odzwierciedlało to jednak wyłącznie efekty działań o charakterze doraźnym. Tempo wzrostu płac zostało ocenione jako umiarkowane, zwłaszcza w sektorze publicznym, na tle wyższego tempa wzrostu wydajności pracy. EBC odnotował poprawę w obszarze nadzoru finansowego oraz postęp w implementacji reform strukturalnych, w szczególności – redukcji rozmiaru sektora publicznego oraz wzroście konkurencji w wielu sektorach gospodarki krajowej.

3.4 Cypr

Od momentu uzyskania niepodległości Cypr prowadził politykę ukierunkowaną na stabilizację kursu funta względem innej waluty lub koszyka walut. Uznawano to za optymalny reżim z punktu widzenia stabilności makroekonomicznej w małej otwartej gospodarce. Od 1960 r. funt cypryjski pozostawał kojenno powiązany z funtem brytyjskim (jako walutą dawnej metropolii), dolarem amerykańskim, koszykiem walut ważonym według udziałów w imporcie i całym handlu zagranicznym, a od czerwca 1992 r. ECU.⁷

Władze Cypru dopuszczały wahania wokół ustalonego parytetu w pasmie $\pm 2,25\%$ (reżim *pegged exchange rate within horizontal bands* wg klasyfikacji IMF), rozszerzając je później do $\pm 15\%$ (od 2001 r.). Rozszerzenie to nigdy jednak nie zostało wykorzystane w praktyce, ani w latach 2001-2005, ani po przystąpieniu do ERM II. W okresie dwóch lat przed przystąpieniem do ERM II, odchylenia od przyszłego parytetu nie przekraczały ok. 2%. Cypr przystąpił do mechanizmu ERM II 2 maja 2005 r. z parytetem centralnym na poziomie

⁷http://www.centralbank.gov.cy/nqcontent.cfm?a_id=5605

0,585274 CYP/EUR. Odpowiadał on wcześniejszemu parytetowi centralnemu funta cypryjskiego względem euro, obowiązującemu od 1999 r.

W okresie uczestnictwa w ERM II nie dokonano dewaluacji ani rewaluacji parytetu centralnego dla funta cypryjskiego. Po początkowej aprecjacji o 2,1%, kurs znajdował się po mocnej stronie parytetu aż do momentu oceny, a odchylenie stopniowo się zmniejszało. Ostateczny kurs konwersji został wyznaczony na tym samym poziomie co parytet w ERM II.

Podobnie jak w przypadku Malty, stabilność kursowa Cypru została negatywnie oceniona w *Raportach o konwergencji* z 2006 r. (ze względu na zbyt krótkie uczestnictwo w systemie ERM II) i pozytywnie w *Raportach...* z 2007 r.

Komisja Europejska w *Raporcie...* z 2007 r. zwraca uwagę na fakt, że zarówno rynek walutowy, jak i niektóre segmenty rynku pieniężnego w przypadku Cypru są płytkie, a działania władz monetarnych sprowadzały się w tej sytuacji do wygładzania wahań kursu walutowego przez dostarczanie i absorbowanie płynności. Cypryjski bank centralny reagował na przepływy walut zagranicznych, w szczególności te o charakterze silnie sezonowym, wynikające z rozbudowanego sektora turystycznego. Od momentu przystąpienia Cypru do ERM II, bank centralny dokonywał głównie zakupów obcych walut, co doprowadziło do wzrostu zasobu rezerw zagranicznych w relacji do PKB z 22% do 29% w latach 2005-2006.

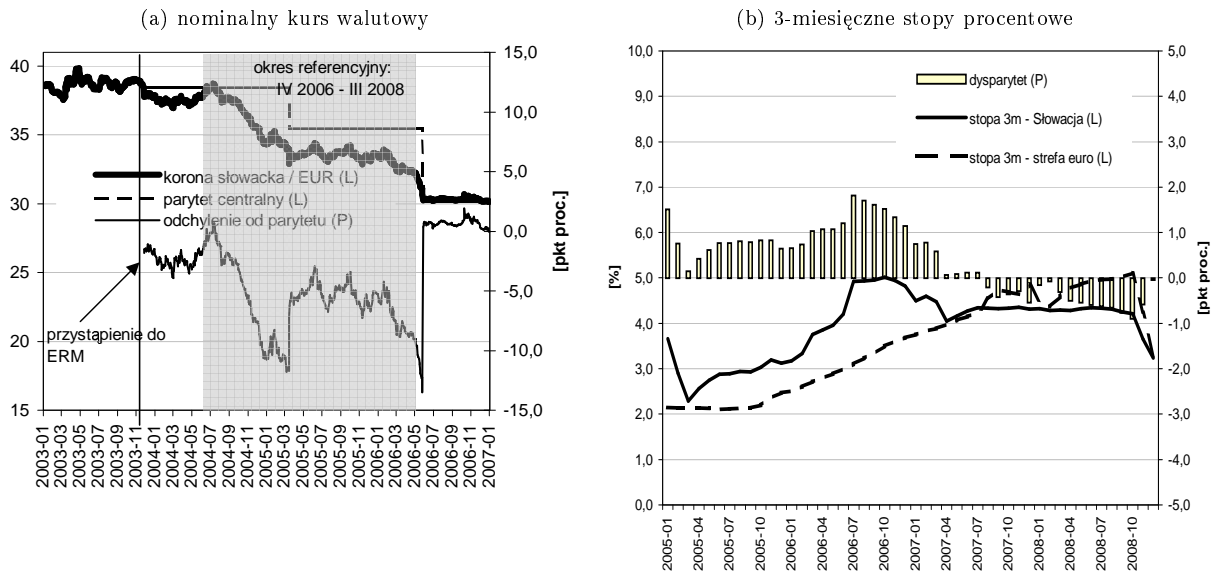
KE i EBC zwróciły szczególną uwagę na zmiany stóp procentowych na Cyprze w okresie uczestnictwa w ERM II. Obniżki stóp w roku 2005 wiązały się przede wszystkim z korzystnym trendem inflacji bazowej i próbą powstrzymania dalszych przyływów kapitału. Z kolei podwyżki w roku 2006 wiązały się z analogicznymi posunięciami EBC oraz dążeniem do powstrzymania akcji kredytowej i zmniejszenia presji inflacyjnej. Zmiany stóp procentowych miały też po części charakter techniczny i wynikały z dostosowań operacyjnych do praktyki EBC. W momencie oceny, dysparytet stóp procentowych między Cyprem a strefą euro zmalał niemal do zera.

Europejski Bank Centralny w swoim *Raporcie...* z 2007 r. zwraca uwagę na zobowiązania w różnych obszarach polityki gospodarczej, podjęte przez Cypr przy wejściu do ERM II. Dotyczyły one m.in. sposobu prowadzenia polityki fiskalnej, umiarkowanego tempa wzrostu płac, efektywności nadzoru finansowego oraz implementacji reform strukturalnych. W ocenie EBC, pozycja fiskalna Cypru w okresie referencyjnym uległa poprawie, choć do pewnego stopnia odzwierciedlało to jednak wyłącznie efekty działań o charakterze doraźnym, zwłaszcza w roku 2005. Tempo wzrostu płac przekroczyło dynamikę wydajności pracy, jednak pozostawało ograniczone w sektorze publicznym. Ze względu na nasilenie akcji kredytowej podjęto działania ostrożnościowe. EBC odnotował również postęp w przeprowadzaniu reform strukturalnych, podkreślając jednocześnie konieczność dalszych działań na rzecz elastyczności gospodarki, w tym ograniczenie zasięgu indeksacji płac.

Oceniając stabilność kursową Cypru w szerszym kontekście, EBC odnotował następujące fakty:

- **Deficyt na rachunku obrotów bieżących i kapitałowych** był trwały, a w niektórych latach dekady poprzedzającej przyjęcie euro wysoki (do 5,9% PKB). Składały się na niego m.in. stabilna nadwyżka w handlu usługami oraz pogłębiający się deficyt w handlu towarami. Jednak ze względu na fakt, że przyływy kapitału były wyższe niż deficyt na rachunku obrotów bieżących i kapitałowych, zasób rezerw powiększał się.
- **Międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto** była dodatnia (10,3% PKB w 2006 r.).

Wykres 20: Kryterium stabilności kursowej: Słowacja



Źródło: opracowanie MF.

- Gospodarka cechowała się **wysokim poziomem otwartości** (eksport/PKB: 47,5%, import/PKB: 51,7% w 2006 r.), przy znaczącym udziale partnerów handlowych ze strefy euro (50,5% dla eksportu i 55,3% dla importu; odpowiednio 68,5% i 67,1% dla partnerów z całej UE).

3.5 Słowacja

Koronę słowacką włączono do mechanizmu ERM II 28 listopada 2005 r. Wcześniej, do 1998 r., korona funkcjonowała w systemie kursu stałego. Od końca 2004 r. przyjęto system kierowanego kursu płynnego (*managed floating*) z euro jako walutą referencyjną. Cele słowackiej polityki pieniężnej były w znacznym stopniu zdefiniowane w oparciu o strategię integracji ze strefą euro: w grudniu 2004 r. Narodowy Bank Słowacji (NBS) zadeklarował, że w ramach uczestnictwa w ERM II będzie również dążył do utrzymania inflacji zgodnej z celem pozwalającym na wypełnienie kryterium stabilności cen (NBS, 2004).

Po przystąpieniu do ERM II, korona słowacka kontynuowała trend aprecjacyjny aż do kwietnia 2006 r. W związku z napięciami o charakterze politycznym (wcześniejsze zakończenie prac koalicyjnego rządu, niepewność co do kierunku polityki gospodarczej po wyborach) korona zaczęła się jednak osłabiać i w czerwcu oraz lipcu 2006 r. kurs przeszedł na słabą stronę parytetu z maksymalnym odchyleniem 0,7%. Pomimo małej skali odchylenia od parytetu centralnego, Narodowy Bank Słowacji podjął wówczas serię działań, do których należały 3 znaczące interwencje *sensu stricto* na rynku walutowym, podniesienie stóp procentowych oraz publiczne potwierdzenie planów przyjęcia euro (jako interwencję werbalną). Koronę wsparły również korzystne dane makroekonomiczne, wiadomości o przewidywanym napływie bezpośrednich inwestycji zagranicznych i korzystny sentyment rynkowy. Odwrócenie trendu spowodowało, że władze monetarne musiały znowu interweniować – w grudniu 2006 i marcu 2007 – gdy kurs walutowy zbliżał się

Tabela 2: Interwencje NBS na rynku walutowym

Data	Odchylenie od parytetu centralnego	Interwencja
21.06.2006	-0,6%	sprzedaż 605 mln EUR
26.06.2006	-0,9%	sprzedaż 730 mln EUR
12.07.2006	0,0%	sprzedaż 1750 mln EUR
28.12.2006	-11,1%	zakup 495 mln EUR
8.03.2007	-11,3%	zakup 530 mln EUR
20.03.2007	-3,4%	zakup 1400 mln EUR
4.04.2007	-6,5%	zakup 700 mln EUR

Źródło: National Bank of Slovakia (2006, 2007, 2008).

do górnej granicy pasma wahań. Presja aprecjacyjna była postrzegana przez bank centralny jako nadmierna, tj. nieuzasadniona aprecjacją (w takiej skali) kursu równowagi. W związku z powyższym, operacjom NBS na rynku walutowym towarzyszyły wypowiedzi prezesa NBS Ivana Sramko o przewartościowaniu korony i zbyt szybkim tempie aprecjacji.

Początkowo parytet centralny wynosił 38,455 SKK/EUR i odpowiadał rynkowemu kursowi w momencie przystąpienia Słowacji do mechanizmu. W obliczu rosnącej presji aprecjacyjnej i ze względu na krótkotrwałość efektów poprzednich interwencji, 19 marca 2007 r. dokonano jego rewaluacji o 8,5% do poziomu 35,4424 SKK/EUR. Uczestnicy systemu ERM II podkreślili w komunikacie, że krok ten był spójny z fundamentami gospodarczymi i miał za zadanie pomóc w utrzymaniu stabilności makroekonomicznej. Podobne stwierdzenie znalazło się w *Raporcie o konwergencji* EBC z 2008 r. Bezpośrednio po rewaluacji prezes NBS powiedział, że nowy parytet centralny powinien odzwierciedlać kurs równowagi korony. Jednak rewaluacja nie zrównała parytetu z kursem rynkowym (odchylenie po silnej stronie wciąż wynosiło 4,2%). Co więcej, pociągnęła za sobą dalszą presję aprecjacyjną. W odpowiedzi NBS interweniował na rynku walutowym, sterował płynnością przez operacje repo, podejmował interwencje werbalne i obniżył stopy procentowe aż do stabilizacji kursu.

W drugiej połowie 2007 r. uczestnicy rynków utwierdzili się w przekonaniu, że bank centralny podejmie kolejne interwencje w razie zbyt silnej aprecjacji. Jednocześnie globalni inwestorzy stawali się coraz bardziej ostrożni w związku z pierwszymi symptomami kryzysu finansowego, a zagraniczni inwestorzy pobierali dywidendy, co osłabiło presję aprecjacyjną i doprowadziło do ustabilizowania się kursu korony w zakresie 3-7% po silnej stronie parytetu. Presja ta pojawiła się ponownie w 2008 r., po serii publikacji korzystnych danych makroekonomicznych oraz pozytywnej ocenie Słowacji dokonanej przez KE i EBC w *Raportach o konwergencji* z 2008 r. W konsekwencji, 29 maja 2008 r. nastąpiła ponowna, rekordowa w historii systemu ERM II rewaluacja o 17,65% do poziomu 30,126 SKK/EUR. Na tym ostatnim poziomie wyznaczono również ostateczny kurs konwersji słowackiej korony na euro.

Przez zdecydowaną większość okresu referencyjnego (od kwietnia 2006 r. do marca 2008 r.) kurs SKK/EUR znajdował się po silnej stronie parytetu centralnego, ze średnim bezwzględnym odchyleniem o 5,0% przed pierwszą rewaluacją i 5,8% po niej i maksymalnymi odchyleniami odpowiednio 11,8% i 8,9%. NBS pozostawał w latach 2006-2007 aktywnym uczestnikiem rynku walutowego, stosując interwencje niejawne, o których skali, celu i momencie uczestnicy rynku byli informowani *ex post*. Jego interwencje w okresie uczestnictwa w ERM II nie były jednak szczególnie częste i jednocześnie nie miały dużej skali. W tym okresie bank centralny interweniował trzykrotnie w celu umocnienia korony (w sumie na kwotę 3,085 mln EUR) i czterokrotnie w celu jej osłabienia (w sumie na kwotę 3,125 mln EUR; por. tabela 2). W konsekwencji,

poziom rezerw walutowych pozostał ostatecznie zbliżony do początkowego (ok. 26% PKB). Do największej kwotowo interwencji doszło 12 lipca 2006 r. i wynosiła ona 1750 mln EUR, co stanowiło ok. 65% średnich dziennych obrotów na rynku walutowym (Bank Rozrachunków Międzynarodowych) oraz ok. 17% oficjalnych rezerw walutowych Słowacji (Eurostat).

Warto przy tym podkreślić, że bezpośrednie interwencje na słowackim rynku walutowym były wspierane interwencjami werbalnymi NBS, EBC i KE. Na przykład 13 grudnia 2006 r. Prezes NBS stwierdził, że bieżący kurs walutowy SKK jest przewartościowany w stosunku do poziomu kursu równowagi. NBS próbował również uniknąć interwencji walutowych sensu *stricte*, stosując wyłącznie interwencje werbalne. Przykładem jest wypowiedź Prezesa NBS z marca 2008 r., kiedy stwierdził, że permanentna aprecjacja nie jest pozytywna dla gospodarki otwartej. Z pozytywnej oceny stabilności kursowej Słowacji wynika, że ogólna skala interwencji NBS nie została uznana przez KE i EBC za przejaw poważnych napięć na rynku walutowym. EBC stwierdził jednak, że wahania korony słowackiej w ERM II były stosunkowo duże.

Dysparytet 3-miesięcznych stóp procentowych względem strefy euro kształtowany był głównie przez wykorzystywanie stóp procentowych jako narzędzia interwencji walutowych. Od sierpnia 2007 r. dysparytet stóp rynku pieniężnego mimo spójnych stóp banków centralnych stał się ujemny, co wynikało ze wzrostu stóp rynku pieniężnego w strefie euro w obliczu nasilającego się kryzysu finansowego. Główny okres zawężenia dysparytetu przypadł na drugą połowę 2006 i początek 2007 r., czyli ok. połowy okresu uczestnictwa w mechanizmie.

Oceniając Słowację, EBC dużo miejsca poświęcił aspektom związanym z procesami realnej konwergencji. Stopniowa aprecjacja w ERM II komplikuje zdaniem EBC ocenę, jak gospodarka słowacka funkcjonowałaby w warunkach nieodwołalnie ustalonych kursów walutowych:

- Ze względu na proces doganiania trudno jednoznacznie ocenić fakt, że **realny kurs walutowy** – zarówno bilateralny wobec euro, jak i efektywny – kształtował się w okresie pobytu Słowacji w ERM II znacznie powyżej średniej dziesięcioletniej.
- Proces realnej konwergencji mógłby również wyjaśniać **deficyty na rachunku obrotów bieżących i kapitałowych**, które osiągały niekiedy bardzo wysoki poziom (rekordowo 8,5% PKB w 2005 r.), ale były niemal w całości pokrywane przez napływ bezpośrednich inwestycji zagranicznych. Wiązało się z tym pogorszenie **międzynarodowej pozycji inwestycyjnej netto** z poziomu -22,9% PKB w 1999 r. do -53,2% w 2007 r.
- Słowację cechuje wysoki **poziom otwartości gospodarki** (eksport/PKB: 86,1%, import/PKB: 86,5% w 2007 r.), przy znaczącym udziale partnerów handlowych ze strefy euro (52,0% dla eksportu i 42,2% dla importu).

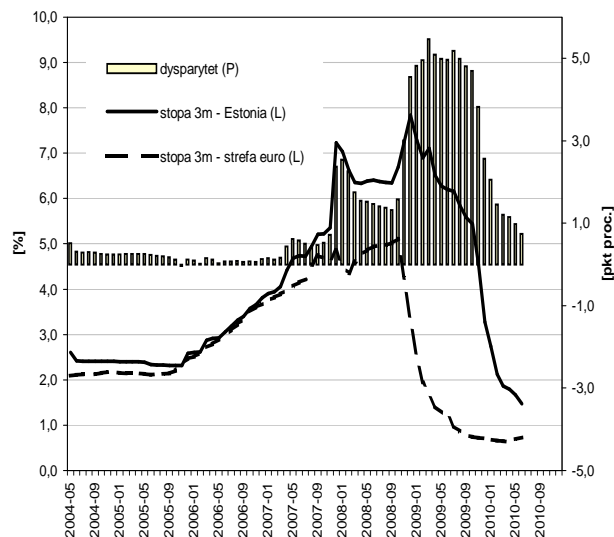
Przy wchodzeniu do ERM II Słowacja podjęła zobowiązania w zakresie sposobu prowadzenia polityki gospodarczej. Zostały one zaktualizowane przy rewaluacjach parytetu centralnego w marcu 2007 r. (por. tabela 3), w szczególności można było zaobserwować przesunięcie punktu ciężkości z sytuacji fiskalnej (która stopniowo się poprawiała) na implementację reform strukturalnych. EBC ocenił, że skala spadku deficytu była niewystarczająca w świetle wysokiej dynamiki PKB. Odnotowano wysiłki w kierunku ograniczenia tempa wzrostu płac, lecz również brak jakichkolwiek istotnych reform strukturalnych w 2007 r. Słowacja ograniczyła za to tempo wzrostu kredytów dla sektora prywatnego i usprawniła proces nadzoru instytucji finansowych (monitorowanie procesu zarządzania ryzykiem w bankach komercyjnych, zacieśnienie współpracy z instytucjami nadzorującymi zagraniczne banki prowadzące działalność na Słowacji).

Tabela 3: Zobowiązania Słowacji przy wejściu do ERM II i rewaluacjach

etap	uzasadnienie	podsumowanie	polityka fiskalna	rynek pracy	reformy strukturalne	nadzór finansowy	uwagi końcowe
25.11.2005 (wejście do ERM II)		The agreement on participation of the Slovak koruna in ERM II is based on a firm commitment by the Slovak authorities to...	...pursue sound fiscal policies which are essential for preserving macroeconomic stability, including low inflation, and for ensuring the sustainability of the convergence process. The Slovak government's medium-term fiscal consolidation strategy requires a high degree of budgetary discipline and needs to be implemented decisively through measures of a permanent nature. Strict monitoring of budget execution will be required, aimed at a timely detection and correction of slippages. The authorities, together with the responsible EU bodies, will closely monitor macroeconomic developments. The authorities commit to strengthen the fiscal stance if warranted.	...promote wage developments that are kept in line with productivity growth, thereby contributing to achieving price stability in a sustainable manner (...)	Structural reforms aimed at further enhancing the economy's flexibility implemented in a timely fashion so as to strengthen domestic adjustment mechanisms, reduce unemployment and maintain the overall competitiveness of the economy.	[The authorities] will remain vigilant concerning risks of strong domestic credit growth.	
16.03.2007 (1. rewaluacja)	The revaluation of the Slovak koruna is justified by underpinning . It will support the authorities in maintaining macroeconomic stability.	The revaluation is based on a firm commitment by the authorities to pursue appropriate supportive policies, aimed in particular at achieving price stability in a sustainable manner and underpinning external competitiveness and economic resilience .	These include: strengthening the fiscal adjustment path in structural terms, in line with the Council opinion adopted on 27 February 2007 on the updated convergence programme of Slovakia, in order to contribute to a balanced policy-mix aimed at containing inflationary risks and supporting the sustainability of the convergence process;the promotion of wage developments which reflect labour productivity growth, labour market conditions and competitiveness;and the continuous pursuit of structural reforms so as to raise productivity growth and improve the functioning of product, labour and financial markets.	In addition, the Slovak authorities will be vigilant concerning risks of strong credit growth.	The authorities, together with the responsible EU bodies, will closely monitor macroeconomic and exchange rate developments. The authorities commit to strengthen the policy stance as warranted.
29.05.2008 (2. rewaluacja)	The revaluation of the Slovak koruna is justified by ongoing improvements in fundamentals . It will support the authorities in maintaining macroeconomic stability.	The revaluation is based on a firm commitment by the authorities to pursue appropriate supportive policies, aimed in particular at maintaining price stability in a sustainable manner, underpinning external competitiveness and strengthening economic resilience .	These policies include: strengthening the pace of fiscal adjustment in structural terms in 2008 and ensuring an annual average structural adjustment of at least 0.5 % of GDP from 2009 onwards, in line with the Council opinion adopted on 12 February 2008 on the updated convergence programme of Slovakia; adopting, if necessary, an even tighter fiscal stance should additional inflationary pressures arise;	promoting wage developments which reflect labour productivity growth, in particular in the public sector;	further structural reforms to enhance the institutional framework in the areas of education and R&D, to foster the better functioning of labour markets (in particular by tackling the combination of a high structural unemployment rate, regional disparities and emerging skill mismatches) and to improve the business environment in order to raise productivity growth. The Slovak authorities will ensure an efficient price setting in regulated industries, in particular in the energy sector.	They will continue to closely monitor financial stability to prevent relaxation of credit standards and to ensure proper accounting for credit risks.	The authorities, together with the responsible EU bodies, will closely monitor macroeconomic and exchange rate developments. The authorities commit to strengthen the policy stance as warranted.

Źródło: opracowanie MF na podstawie komunikatów EBC.

Wykres 21: Estonia: 3-miesięczne stopy procentowe



Źródło: opracowanie MF.

3.6 Estonia

Od 1992 r. korona estońska objęta była systemem izby walutowej i powiązana najpierw z marką niemiecką, a później (od 1999 r.) z euro. Walutę włączono do mechanizmu ERM II 28 czerwca 2004 r. Parytet centralny ustalono na poziomie 15,6466 EEK/EUR i nie uległ on zmianom w całym okresie uczestnictwa w systemie. Ustalony poziom parytetu w ERM II był spójny z parytetem obowiązującym w ramach istniejącego wcześniej systemu izby walutowej dla korony estońskiej. Władze estońskie zobowiązały się jednostronnie do utrzymania tej izby wewnątrz mechanizmu ERM II. W konsekwencji, kurs w ERM II nie ulegał żadnym wahaniom do momentu przyjęcia euro w styczniu 2011 r.

W *Raportach o konwergencji* z 2004 r. stabilność kursową Estonii oceniono negatywnie ze względu na zbyt krótki okres uczestnictwa w ERM II. Jednak już w 2006 i 2008 r. ocena pod względem kryterium kursowego była pozytywna. W ostatnich *Raportach...* z 2010 r. EBC i KE ponownie pozytywnie oceniły Estonię pod względem stabilności kursowej, jak również wszystkich innych kryteriów. W konsekwencji, 13 lipca 2010 r. Rada podjęła decyzję o rozszerzeniu strefy euro i ustaleniu ostatecznego kursu konwersji na poziomie identycznym z parytetem centralnym w ERM II.

KE podkreśliła, że system izby walutowej stanowił główną kotwicę polityki gospodarczej Estonii i cieszył się powszechnym poparciem w kraju. Znajdował on również wsparcie w ostrożnej polityce fiskalnej, otwartości rynków i wysokiej elastyczności gospodarki. Z konstrukcji systemu wynikała wysoka aktywność Banku Estonii na rynku walutowym. Efektem netto interwencji w dwuletnim okresie referencyjnym był spadek zasobu rezerw zagranicznych. Nie stwierdzono jednak wystąpienia poważnych napięć na rynku walutowym. System izby walutowej był stabilny i miał silne oparcie w zasobie rezerw (115% bazy monetarnej i ok. 40% krótkookresowego długu zagranicznego w marcu 2010 r.) Wynikało to z zasady, że wszystkie krajowe należności banku centralnego (tzn. głównie gotówka w obiegu i depozyty złożone przez banki komercyjne)

Tabela 4: Obniżenie ratingów państw Estonii, Łotwy i Grecji w latach 2009-2010

rating		Fitch			S&P		
państwo		Estonia	Łotwa	Grecja	Estonia	Łotwa	Grecja
inwestycyjny	...						
	A				✓		
	A-	✓		✓	↘ (VIII 2009)		
	BBB+	↘ (IV 2009)		↓ (XII 2009)			
	BBB			↓			
BBB-		✓	↘ (IV 2010)		✓	✓	
śmieciowy	BB+		↘ (IV 2009)			↓ (II 2009)	↘ (IV 2010)
	BB					↘ (VIII 2009)	
	...						

✓ – rating na początku okresu, ↘ – rating na koniec okresu. Daty przy strzałkach oznaczają terminy obniżki. Rating Estonii został podniesiony do poziomu A przez S&P (VI 2010) i Fitch (VII 2010) po decyzji Rady UE o uchyleniu derogacji. Ranking Łotwy został podniesiony do poziomu BB+ przez S&P (XII 2010).

Źródło: opracowanie MF.

musiały mieć oparcie w rezerwach walutowych lub złocie. Prawo gwarantowało też pełne możliwości konwersji korony po oficjalnym kursie.

KE i EBC odnotowały przy tym następujące fakty:

- W roku 2008, a zwłaszcza 2009, zauważalnie wzrósł dysparytet krótkoterminowych stóp procentowych między Estonią a strefą euro. W rekordowym momencie przekraczał on nawet 5 punktów procentowych. KE przypisuje to zjawisko przejściowemu wzrostowi awersji do ryzyka w okresie globalnego kryzysu finansowego i podkreśla, że w roku 2010 można było zaobserwować spadek stóp procentowych w Estonii. W *Raportach...* podkreśla się również, że od końca roku 2009 Estonia korzystała z faktu, że globalni inwestorzy zaczęli lepiej postrzegać i dyskontować różnice w fundamentach gospodarczych państw regionu. KE podkreśliła, że rynek pieniężny w Estonii jest bardzo płytki, a Bank Estonii nie ustala stóp procentowych, które z uwagi na system izby walutowej są bezpośrednio powiązane z kwotowaniami na rynku pieniężnym strefy euro.
- Od lutego do grudnia 2009 r. obowiązywało porozumienie z bankiem centralnym Szwecji o wzajemnej współpracy w zakresie stabilności finansowej. Jego celem była poprawa zdolności Banku Estonii do dostarczenia – w razie potrzeby – płynności sektorowi bankowemu, który w dużej mierze składa się z instytucji należących do szwedzkich podmiotów. Porozumienie opiewało na maksymalnie 10 mld szwedzkich koron i miało charakter prewencyjny, przywracając zaufanie inwestorów na rynkach finansowych. Środki nim przewidziane nigdy nie zostały uruchomione, a samo porozumienie nie zostało przedłużone na rok 2010.
- W okresie kryzysu i silnego spadku estońskiego PKB dwie agencje obniżyły rating Estonii. Jednak zarówno skala obniżki, jak i docelowy poziom ratingu zdecydowanie odróżniały sytuację Estonii od Grecji (która już była członkiem strefy euro) oraz Łotwy (gdzie wydarzenia z lat 2008-2010 zostały ocenione jako poważne napięcia na rynku walutowym; por. tabela 4).

Na koniec okresu referencyjnego **dysparytet krótkoterminowych stóp procentowych** między Estonią i strefą euro sięgał 1,6 punktu procentowego i był drugi (po Grecji w 2000 r.) pod względem wielkości wśród państw, które uzyskały pozytywną ocenę w zakresie stabilności kursowej w ERM i ERM II.

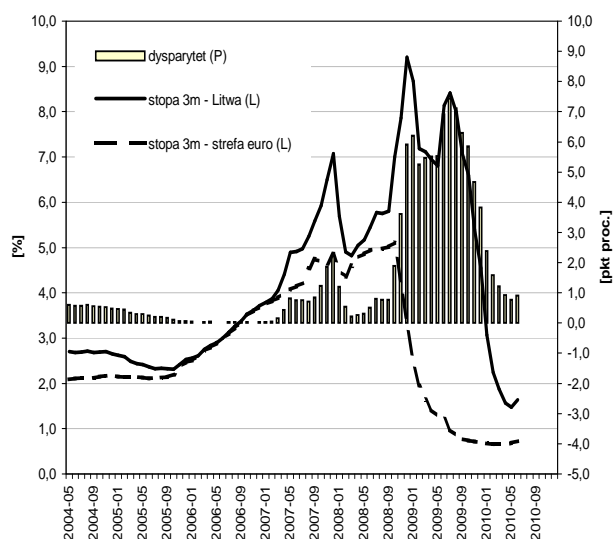
Oceniając stabilność kursową Estonii w szerszym kontekście, EBC odnotował następujące fakty:

- Poziom różnych miar **realnego kursu walutowego** (dwustronnego względem euro oraz efektywnego) nieznacznie przekraczał średnią z ostatnich 10 lat. EBC podkreślił jednak, że procesy transformacji gospodarki i realnej konwergencji komplikują interpretację odniesień historycznych.
- Bardzo wysoki był **deficyt na rachunku obrotów bieżących i kapitałowych** (rzędu 10% PKB w latach 2000-2008). EBC zwrócił uwagę na obawy o możliwość finansowania tak wysokiego deficytu w dłuższym okresie oraz głęboki proces dostosowawczy, jaki miał miejsce w roku 2009, gdy osiągnięta została nadwyżka 7,4% PKB, głównie ze względu na poprawę salda wymiany towarowej, wzrost nadwyżki na rachunku usług oraz spadek deficytu dochodów. Korekta wiązała się przede wszystkim z silnym odpływem kapitału. W latach 2006-2008, bezpośrednie inwestycje zagraniczne finansowały część deficytu zewnętrznego – rzędu ok. 4% PKB.
- Pogarszała się **międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto** (z -48,2% PKB w 2000 do -81,8% PKB w 2008 r.).
- Estonię cechował **wysoki poziom otwartości gospodarki** (eksport/PKB: 70,4%, import/PKB: 64,5% w 2009 r.), przy udziale partnerów handlowych ze strefy euro wynoszącym 34,3% dla eksportu i 38,4% dla importu. EBC zwrócił w tym przypadku uwagę na szerszy zestaw wskaźników niż dla poprzednio ocenianych krajów, zawierający również: udział państw strefy euro w inwestycjach bezpośrednich (41,7% w 2009 r.) i portfelowych (40,3% w 2008 r.) w Estonii, jak również udział państw strefy euro w zagranicznych aktywach Estonii (23,8% w przypadku inwestycji bezpośrednich w 2009 r. i 70,7% w przypadku inwestycji portfelowych w 2008 r.).

EBC zwrócił uwagę, że powyższe okoliczności, tzn. wysoka otwartość w połączeniu z silną – choć korygowaną – nierównowagą zewnętrzną, przemawiają za działaniami polityki gospodarczej na rzecz przywrócenia zewnętrznej równowagi. Bank odniósł się również do zobowiązań podjętych przez Estonię przy wejściu do ERM II:

- Mimo stosunkowo niskiego deficytu sektora g.g., polityka fiskalna w latach przed kryzysem nie była dostatecznie restrykcyjna, aby powstrzymać pojawienie się istotnych nierównowag makroekonomicznych. Kompleksowa korekta w polityce fiskalnej nastąpiła dopiero po silnej recesji związanej z globalnym kryzysem.
- Próby ograniczenia wzrostu płac po wejściu do ERM II były nieefektywne, a spadek tej dynamiki nastąpił dopiero w okresie kryzysu w 2009 r.
- Po wejściu do ERM II zaostrożono wymagania wobec banków i normy ostrożnościowe w celu zapobieżenia zbyt szybkiej ekspansji kredytowej. Niemniej, do roku 2008, tempo wzrostu kredytów było wysokie. Utrzymywała się też wysoka dynamika kredytów w obcych walutach (głównie euro), co mogło narażać duży odsetek gospodarstw domowych na ryzyko walutowe.
- Estonia podjęła szereg reform strukturalnych zwiększających elastyczność rynku pracy i mających na celu przeciwdziałanie skutkom niekorzystnych zmian demograficznych. EBC podkreśla, że kluczowe będzie dalsze wprowadzanie reform wspierających konkurencyjność gospodarki i realokację zasobów do sektora produkującego dobra będące przedmiotem wymiany międzynarodowej.

Wykres 22: Litwa: 3-miesięczne stopy procentowe



Źródło: opracowanie MF.

4 Analiza doświadczeń państw z derogacją uczestniczących w systemie ERM II

Przeglądu doświadczeń państw Unii Europejskiej, związanych z wypełnianiem kryterium kursowego, nie zamyka historyczna analiza państw strefy euro. Przedmiotem regularnej oceny KE i EBC od 2000 r. są bowiem również państwa z derogacją, które jeszcze nie przyjęły wspólnej waluty.

Przydatność takich ocen dla celów niniejszego opracowania jest ograniczona w sytuacjach, gdy ocena ta polegała wyłącznie na stwierdzeniu przez KE i EBC, że państwo nie wypełnia kryterium kursowego ze względu na brak uczestnictwa w systemie ERM II. Wśród państw, które uczestniczą w ERM II, przedmiotem analizy nie będzie również Dania, która została wprowadzie poddana ocenie w raportach z 1998 r., jednak ze względu na posiadanie tzw. klauzuli *opt-out* nie była oceniana w późniejszych raportach.

Z punktu widzenia Polski interesujące mogą być jednak oceny Litwy i Łotwy, dokonane w latach 2004, 2006, 2008 i 2010. Oba państwa były już pozytywnie oceniane przez KE i EBC pod względem stabilności kursowej. Mimo uzyskania pozytywnej oceny w 2006 r., Litwa nie przyjęła euro ze względu na negatywną ocenę w innych aspektach nominalnej konwergencji. Z kolei ocena Łotwy w 2010 r. była pierwszym w historii ERM II przypadkiem, gdy państwo mimo uczestnictwa w ERM II przez okres dłuższy niż 2 lata i wahań kursu waluty narodowej względem euro mieszczących się w odpowiednim zakresie zostało ocenione negatywnie ze względu na wystąpienie poważnych napięć na rynku walutowym.

4.1 Litwa

Po wyjściu ze strefy rubla w 1992 r., stabilizacji inflacji i kursu walutowego oraz wprowadzeniu lita, Litwa wprowadziła od kwietnia 1994 r. system izby walutowej. Początkowo lit został powiązany z dolarem amerykańskim, a od lutego 2002 – z euro.

Litwa przystąpiła do mechanizmu ERM II 28 czerwca 2004 r., zachowując system izby walutowej jako jednostronne zobowiązanie. Parytet centralny w ERM II określono na poziomie spójnym z obowiązującym we wcześniejszym reżimie – 3,4528 LTL/EUR. Nie uległ on od tamtej pory zmianie. Od momentu włączenia do ERM II kurs lity nie odchyłał się od parytetu centralnego. Podobnie jak w przypadku Estonii, bank centralny Litwy nie ustala stóp procentowych ze względu na system izby walutowej. Dominacja zagranicznych banków w systemie bankowym Litwy sprawia, że zmiany stóp procentowych za granicą przenoszą się niemal bezpośrednio na litewski rynek pieniężny.

KE silnie podkreśliła znaczenie wcześniejszego reżimu izby walutowej jako narzędzia dyscyplinującego w kształtowaniu stabilnej polityki makroekonomicznej na Litwie. Komisja zaznaczyła, że system ten przetrwał kryzys bankowy w 1996 r., kryzys rosyjski w 1998 r., a powiązanie waluty z euro w 2002 r. było możliwe dzięki starannym przygotowaniom technicznym i odpowiednio prowadzonej polityce. Dzięki temu przekonanie uczestników rynków o dalszym uczestnictwie w ERM II i trwałości systemu izby walutowej pozostawało silne we wszystkich momentach oceny litewskiej stabilności kursowej (2006, 2008, 2010).

W *Raportach o konwergencji* z 2004 r. Litwa została oceniona negatywnie ze względu na zbyt krótki okres uczestnictwa w ERM II. Pierwszej pozytywnej oceny stabilności kursowej na Litwie dokonano w 2006 r., po niecałych 2 latach uczestnictwa w systemie ERM II. Dwuletni okres referencyjny z ówczesnych *Raportów o konwergencji* EBC i KE trwał od maja 2004 r. do kwietnia 2006 r., co oznacza, że w tym czasie Litwa uczestniczyła w ERM II przez 22 z wymaganych 24 miesięcy. Zarówno KE jak i EBC podkreśliły jednak wówczas, że dokonały wnikliwej oceny stabilności litewskiego reżimu kursowego. KE zaznaczyła, że kurs LTL/EUR w okresie dwóch miesięcy przed przystąpieniem do ERM II był stabilny i wykazywał jedynie nieznaczne odchylenia od późniejszego parytetu centralnego. Po przystąpieniu Litwy do ERM II, kurs lity względem euro nie wykazywał wahań, co odzwierciedlało niezmienną politykę kursową w ramach systemu izby walutowej.

Pozytywna ocena stabilności kursowej Litwy została zawarta również w *Raportach o konwergencji* z 2008 i 2010 r. Oprócz niezmiennego kursu lity, wzięto dodatkowo pod uwagę następujące czynniki:

- Relacja oficjalnych aktywów rezerwowych do bazy monetarnej przekraczała w 2005 r. 100%⁸, osiągając 127,5% w 2005 r., 150% w 2007 r. i 165% w marcu 2010 r. Wskaźnik ten cechował się przy tym wysoką stabilnością. W 2006 r. nie stwierdzono, aby w istotnym stopniu stosowane były aktywne działania na rzecz zwiększenia rynkowej płynności, choć Bank Litwy miał do dyspozycji stosowne instrumenty.
- Dysparytet krótkoterminowych stóp procentowych względem strefy euro uległ zawężeniu z ok. 60 punktów bazowych niemal do zera w okresie referencyjnym. KE uznała to za oznakę, że rynki finansowe nie wyceniają znaczącego ryzyka walutowego.
- Wolumen transakcji walutowych netto przeprowadzonych z litewskimi bankami komercyjnymi utrzymywał się na niskim poziomie.

W 2008 i 2010 r. elementem oceny był również wpływ turbulencji na globalnych rynkach finansowych na rynki litewskie. Pod koniec 2007 r. miał miejsce gwałtowny spadek płynności i w konsekwencji wzrost dysparytetu między trzymiesięcznymi stopami procentowymi na Litwie i w strefie euro (zob. wykres 22). KE zwróciła uwagę, że chwilowa poprawa sentymentu rynkowego oraz działania rządu doprowadziły do spadku

⁸Granica wynikająca z prawa litewskiego: bank centralny nie może wprowadzić do obiegu więcej litów niż to wynika ze zgromadzonych zasobów złota i rezerw.

tego dysparytetu w pierwszej połowie 2008 r. Wzrost dysparytetu na dużo wyższą skalę miał miejsce w drugiej połowie 2008 r. i wiązał się zarówno z silnym wzrostem globalnej awersji do ryzyka, jak również z nasilaniem się rynkowych obaw o kondycję państw regionu, w szczególności Łotwy. W rekordowym momencie *spread* względem strefy euro wzrósł do ponad 7 punktów procentowych. Jego późniejszy spadek Litwa zawdzięczała poprawie płynności rynków, m.in. wynikającej z obniżenia przez Bank Litwy wymogów w zakresie rezerwy obowiązkowej, oraz poprawie perspektywy obniżonych uprzednio ratingów. Powyższe wydarzenia nie zostały jednak uznane za poważne napięcia na rynku walutowym.

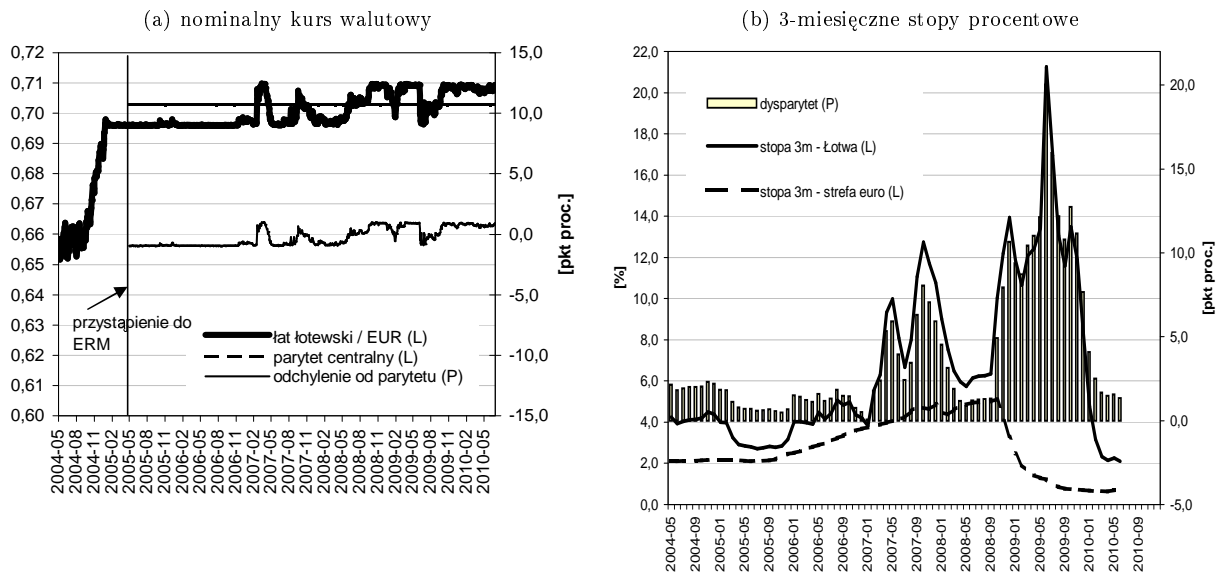
Warto dodać, że w 2010 r. KE zwracała uwagę na nowy aspekt oceny napięć na rynku walutowym, tzn. strukturę długu według terminu zapadalności. W ciągu roku 2009 krótkoterminowe zadłużenie zagraniczne Litwy zostało w znacznej części zastąpione przez zadłużenie długoterminowe. W konsekwencji, relacja rezerw walutowych do krótkookresowego zadłużenia zagranicznego wzrosła z 64% do 84%, co – według Komisji – oznaczało redukcję ryzyka.

EBC w *Raportach...* z 2006, 2008 i 2010 r., tak jak w przypadku innych państw, dokonał oceny wskaźników pomocniczych:

- Odchylenia **realnych efektywnych i dwustronnych kursów** lita od wartości historycznych należy traktować z ostrożnością ze względu na przechodzenie Litwy do gospodarki rynkowej i, co za tym idzie, brak odpowiedniej perspektywy historycznej do takich ocen.
- Permanentny **deficyt na rachunku obrotów bieżących oraz kapitałowym** (od kilku do kilkunastu procent w dekadzie poprzedzającej ocenę) został uznany z jednej strony za odzwierciedlenie procesu doganiania, z drugiej zaś – możliwy sygnał problemów z konkurencyjnością cenową. Odnotowano jednak, że połowę tych deficytów pokrył napływ netto bezpośrednich inwestycji zagranicznych. EBC zwrócił uwagę na wzrost zagranicznego zadłużenia brutto Litwy i ujemną **międzynarodową pozycję inwestycyjną**, ustabilizowaną na poziomie ok. -35% PKB.
- Litwa jest określana jako **mała otwarta gospodarka** z relacją eksportu do PKB na poziomie 58,3% i importu do PKB 65,3% w roku 2006 i – odpowiednio – 54,2% i 54,9% w 2009 r. EBC zwrócił uwagę na spadek tych wskaźników w okresie kryzysu. Udział partnerów handlowych ze strefy euro w eksporcie w roku poprzedzającym ocenę z 2006 r. wyniósł 28,5% (65,3% dla całej UE), a w imporcie – 32,3% (59,0% dla całej UE) i nie zmienił się znacząco w kolejnych latach.

Pozytywnym ocenom EBC w 2008 i 2010 r. towarzyszyło również omówienie sposobu realizacji zobowiązań w zakresie polityki gospodarczej, podjętych przez Litwę przy wejściu do systemu ERM II i dotyczących m.in. prowadzenia ostrożnej i odpowiedzialnej polityki fiskalnej, ograniczenia tempa wzrostu kredytów w celu skorygowania nierównowagi na rachunku obrotów bieżących, jak również dalszej realizacji reform strukturalnych. EBC zaznacza, że polityka fiskalna od momentu wstąpienia do ERM II nie była dostatecznie restrykcyjna, aby zapobiec pojawieniu się silnej nierównowagi makroekonomicznej. Do odpowiedniej korekty władze litewskie zostały zmuszone dopiero w warunkach silnej recesji w kontekście globalnego kryzysu po roku 2008. Działania na rzecz ograniczenia tempa wzrostu płac zostały ocenione jako nieefektywne, a ich dynamika spadła dopiero w roku 2009 podczas głębokiej recesji. Również dostosowanie po stronie akcji kredytowej rozpoczęło się dopiero w czasie kryzysu, a wcześniejsze zacieśnienie wymogów ostrożnościowych nie przyniosło zamierzonych efektów. EBC zauważył również utrzymywanie się wysokiej dynamiki kredytów w euro, które potencjalnie mogłyby narazić duży odsetek podmiotów krajowych na ryzyko walutowe. Litwa

Wykres 23: Kryterium stabilności kursowej: Łotwa



Źródło: opracowanie MF.

realizowała reformy strukturalne zwiększające elastyczność rynku pracy i przygotowujące system emerytalny do zmian demograficznych. EBC ocenił jednak, że z punktu widzenia przywrócenia konkurencyjności gospodarki i realokacji zasobów do sektora dóbr podlegających wymianie handlowej zmiany te okazały się niewystarczające. Krytyczna ocena realizacji zobowiązań, podejmowanych przy wstępowaniu do ERM II, nie przeszkodziła jednak Litwie w systematycznym uzyskiwaniu pozytywnych ocen pod względem stabilności kursowej.

4.2 Łotwa

Łat łotewski jest objęty mechanizmem ERM II od 2 maja 2005 r. Parytet centralny wyznaczono wówczas na poziomie 0,702804, co odpowiadało ówczesnym notowaniom rynkowym. Wcześniej, od lutego 1994 r., funkcjonował na Łotwie system kursu sztywnego (*exchange rate peg*) polegający na powiązaniu łata z koszykiem walut SDR po kursie 0,7997 LVL/SDR z zakresem wahań $\pm 1\%$. Przed przystąpieniem do ERM II, 1 stycznia 2005 r., łat został powiązany z euro z parytetem centralnym odpowiadającym wcześniejszemu parytetowi względem SDR i identycznym z późniejszym parytetem w ERM II. Łotwa jednostronnie zobowiązała się do utrzymywania wcześniejszego, węższego niż standardowe w ERM II, pasma wahań $\pm 1\%$. Parytet centralny nie ulegał zmianie od momentu przystąpienia Łotwy w ERM II.

Do sierpnia 2010 r. zawężone pasmo wahań nigdy nie zostało przekroczone. Wprowadzie w 2006 r. Łotwa uzyskała negatywną ocenę stabilności kursowej ze względu na zbyt krótkie uczestnictwo w ERM II, jednak już dwa lata później w związku ze spełnionymi wymogami formalnymi ocena Łotwy była pozytywna. *Raporty o konwergencji* z 2008 r. zawierają już jednak sygnały o zaniepokojeniu instytucji europejskich wydarzeniami na łotewskim rynku walutowym, wyrażone znacznie dobitniej niż zastrzeżenia pod adresem Estonii i Litwy.

Burzliwa historia kryzysu 2008-2009 na Łotwie doprowadziła ostatecznie do precedensowego przypadku, kiedy państwo uczestniczące w systemie ERM II uzyskało negatywną ocenę stabilności kursowej ze względu na wystąpienie poważnych napięć na rynku walutowym. Bliższa prezentacja przypadku łotewskiego może więc pomóc w rozumieniu tego pojęcia oraz sposobu jego interpretacji przez KE i EBC.

Do końca 2006 r. notowania Łota łotewskiego w ERM II kształtowały się stabilnie po mocniejszej stronie centralnego parytetu, transakcje Banku Łotwy prowadziły do systematycznego wzrostu rezerw walutowych, a dysparytet krótkoterminowych stóp procentowych nie przekraczał 2 pkt. proc. Pierwszy kryzysowy moment nastąpił 19 lutego 2007 r., kiedy to pogłoski o nadchodzącej dewaluacji Łota doprowadziły do szybkiego spadku jego notowań. Wydarzenie to zbiegło się ze zmianą perspektywy ratingów Łotwy ze stabilnej do negatywnej. Kurs względem euro szybko osiągnął górne ograniczenie swojego dopuszczalnego pasma wahań, a powolne umocnienie nastąpiło dopiero w kwietniu 2007 r. Powyższy okres cechował się wzmożonymi interwencjami na rynku walutowym, przejściowym spadkiem poziomu rezerw oraz podniesieniem stóp procentowych przez Bank Łotwy. Do uspokojenia rynków przyczyniło się również ogłoszenie planu działań antyinflacyjnych. Poprawa nastrojów inwestorów była wówczas na tyle gwałtowna, że Bank Łotwy w maju 2007 r. musiał ponownie interweniować w celu zmniejszenia tempa aprecjacji.

Drugi okres turbulencji na łotewskim rynku walutowym wiązał się z początkami światowego kryzysu finansowego. W lecie 2007 r. inwestorów ogarnął niepokój o wpływ narastających napięć na światowych rynkach finansowych na gospodarkę łotewską, wykazującą wówczas głębokie nierównowagi makroekonomiczne. Kurs Łota względem euro ponownie się osłabił, a ogólnoświatowe problemy z płynnością na rynku międzybankowym oraz wzrost awersji do ryzyka doprowadziły do wzrostu dysparytetu krótkoterminowych stóp procentowych nawet do 8 punktów procentowych. EBC zauważył, że trudności udało się wówczas zażegnać bez interwencji Banku Łotwy na rynku walutowym.

W kolejnych miesiącach – aż do oceny dokonanej w 2008 r. – sytuacja na rynku walutowym stopniowo się uspokajała. Kurs Łota względem euro ponownie umocnił się aż do górnej granicy dopuszczalnego pasma wahań. Dysparytety krótkoterminowych stóp procentowych do kwietnia 2008 r. obniżyły się do ok. 1,2 pkt. proc. KE zauważyła, że zmiana ta była również wsparta przez wolniejsze tempo wzrostu kredytów i szerokich agregatów monetarnych oraz rozluźnienie wymogów dla banków pod względem rezerw, co doprowadziło do wzrostu płynności. Ze względu na utrzymanie pasma wahań (od 0,98 do -0,99%) oraz relatywnie wysoki zasób rezerw, który mimo krótkookresowych wahań przekraczał 100% bazy monetarnej, KE i EBC zdecydowały się wówczas na przyznanie Łotwie pozytywnej oceny. Akcentowały jednak wtedy silną percepcję ryzyka makroekonomicznego Łotwy na rynkach finansowych i wciąż niską płynność.

Kolejny okres napięć na łotewskim rynku walutowym rozpoczął się jesienią 2008 r., wraz z kulminacyjnym momentem światowego kryzysu finansowego po upadku banku Lehman Brothers. Pojawiła się silna presja deprecjacyjna związana z ciągle rosnącymi nierównowagami makroekonomicznymi, wątpliwościami co do możliwości utrzymania dotychczasowego parytetu centralnego oraz ewentualną koniecznością przejęcia zobowiązań sektora finansowego przez rząd. W konsekwencji wzrosły stopy rynku międzybankowego, *spready* względem strefy euro w różnych segmentach rynku finansowego, rozpoczął się silny odpływ kapitału, a agencje obniżyły ratingi Łotwy. Bank Łotwy reagował, dostarczając płynność (m.in. przez obniżenie obowiązkowych rezerw) oraz intensywnie interweniując na rynku. Doprowadziło to do spadku rezerw walutowych o jedną czwartą do końca roku 2008. Kryzys bilansu płatniczego zmusił Łotwę do poszukiwania międzynarodowej pomocy finansowej. Porozumienie opiewające na 7,5 mld euro do 2011 r., zawarte na przełomie 2008 i 2009 r., pozwoliło zmniejszyć napięcia na rynku walutowym. W grudniu 2008 r. Bank Łotwy zawarł też porozumienie

z bankami centralnymi Szwecji i Danii w sprawie dostarczania Łotwie euro w zamian za łaty w ramach transakcji *swap*. Porozumienie to wygasło z końcem 2009 r.

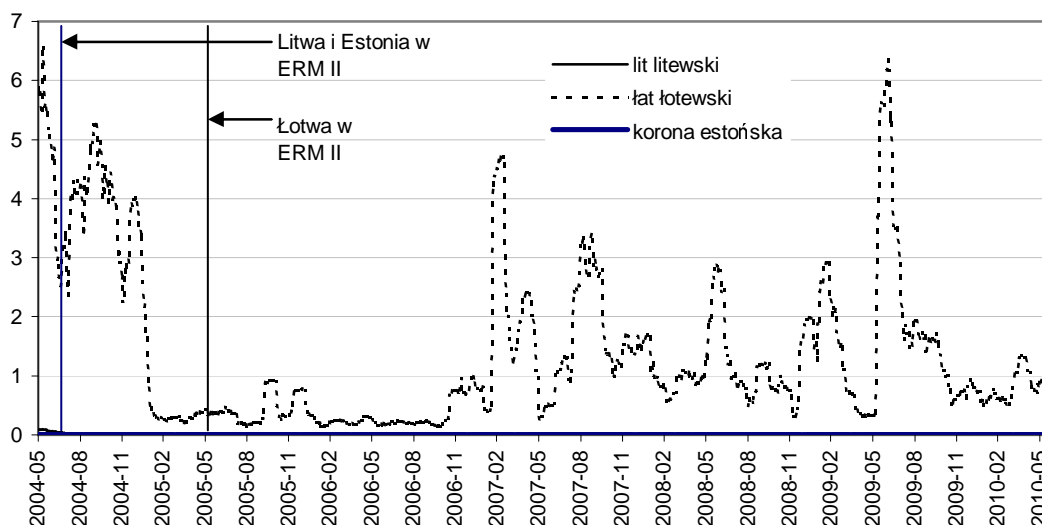
Kolejna fala poważnych napięć miała miejsce od marca do czerwca 2009 r. w związku z niepewnością o charakterze politycznym, gwałtownie pogarszającą się sytuacją gospodarki i spadkiem kredytów. W czerwcu 2009 r. dysparytet krótkoterminowych stóp procentowych względem strefy euro osiągnął rekordową wartość ponad 20 pkt. proc. Niskiej płynności na rynku pieniężnym i brakowi wzajemnego zaufania wśród banków towarzyszyły niesłabnące odpływy kapitału. Mimo powszechnych wątpliwości, władzom monetarnym udało się obronić dotychczasowy parytet, choć w konsekwencji zasób rezerw nadal gwałtownie spadał.

Do poprawy sytuacji doprowadziły dopiero poprawka budżetowa, przyjęta w czerwcu 2009 r. i przewidująca zacieśnienie fiskalne o bardzo szerokim zasięgu, jak również uruchomienie drugiej transzy pomocy UE i MFW w lipcu 2009 r. W drugiej połowie roku 2009 odpływy kapitału osłabły, kurs łata ponownie stopniowo się umocnił, poziom rezerw walutowych uległ stabilizacji, a dysparytet stóp procentowych zawężeniu. Nastąpiła silna korekta nierównowagi zewnętrznej, a międzynarodowa pomoc pozwoliła złagodzić problemy z płynnością, odbudować zaufanie inwestorów i podnieść relację rezerw walutowych do bazy monetarnej do poziomu 260%. Agencje ratingowe zmieniły perspektywę ratingu dla Łotwy z negatywnej na stabilną. Ostatnia fala wzmożonej zmienności kursu łata miała miejsce we wrześniu i październiku 2009 r., w związku z negocjacjami budżetowymi na rok 2010. Ostateczny kształt budżetu Łotwy utwierdził jednak inwestorów w przekonaniu o dalszej redukcji ryzyka Łotwy. Kurs łata utrzymywał się jednak do końca 2010 r. po słabszej stronie parytetu.

Oprócz sytuacji na łotewskim rynku walutowym, EBC w *Raportach o konwergencji* z 2008 i 2010 r. zwrócił uwagę na następujące pomocnicze wskaźniki:

- Dwustronny (względem euro) i efektywny **realny kurs walutowy** utrzymywały się w momentach oceny na poziomie zgodnym bądź nieznacznie wyższym od średniej dziesięcioletniej. EBC podkreślił jednak, że procesy transformacji gospodarki i realnej konwergencji komplikują interpretację odniesień historycznych.
- Utrzymywał się bardzo wysoki **deficyt na rachunku obrotów bieżących i kapitałowych**, powiększający się w latach 2000-2007 od 4,3% do 20,4%, a następnie gwałtownie skorygowany do poziomu 11,5% w roku 2008 i nadwyżki 11,8% w roku 2009. Mimo że wysokie deficyty obrotów bieżących można zwykle obserwować w gospodarkach przechodzących proces doganiania, EBC podkreślał w 2008 r., że deficyty tego rzędu wskazują na przegrzanie gospodarki i nie da się ich utrzymać w dłuższym okresie. Natomiast w 2010 r. tłumaczył szybką korektę głównie gwałtownym spadkiem importu w konsekwencji silnej recesji w gospodarce krajowej, jak również odwróceniem przepływów kapitałowych. Deficyty były częściowo finansowane przez napływ zagranicznych inwestycji bezpośrednich i portfelowych.
- Pogarszała się **międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto** (z -30,0% PKB w 2000 do -81,3% PKB w 2009 r.).
- Gospodarka cechowała się stosunkowo **wysokim poziomem otwartości** (eksport/PKB: 41,9%, import/PKB: 42,3% w 2009 r.), przy udziale partnerów handlowych ze strefy euro wynoszącym 21,7% dla eksportu i 32,0% dla importu. Podobnie jak przy ocenie Litwy i Estonii, EBC zwrócił w tym przypadku uwagę na szerszy zestaw wskaźników niż dla poprzednio ocenianych krajów, zawierający

Wykres 24: ERV w latach 2004-2010: Litwa, Łotwa, Estonia



Źródło: opracowanie MF.

również: udział państw strefy euro w inwestycjach bezpośrednich (34,1% w 2009 r.) i portfelowych (55,4% w 2008 r.) na Łotwie, jak również udział państw strefy euro w zagranicznych aktywach Łotwy (15,4% w przypadku inwestycji bezpośrednich w 2009 r. i 18,1% w przypadku inwestycji portfelowych w 2008 r.).

Ocnom EBC w 2008 i 2010 r. towarzyszyło również omówienie sposobu realizacji zobowiązań w zakresie polityki gospodarczej, podjętych przez Łotwę przy wejściu do systemu ERM II. EBC zaznaczył, że działania po stronie polityki fiskalnej do roku 2008 były niewystarczające, aby powstrzymać narastanie makroekonomicznej nierównowagi. Przykładem takich działań był antyinflacyjny plan rządu z 2007 r. Środki podejmowane w celu ograniczenia tempa wzrostu płac okazały się nieefektywne, a korekta rozpoczęła się dopiero w okresie głębokiej recesji. Od momentu wejścia do ERM II Łotwa wzmocniła nadzór finansowy i zaostryła warunki udzielania kredytów, jednak według EBC tempo wzrostu kredytów było nadmierne aż do roku 2007, a dynamika kredytów w walutach obcych utrzymywała się na wysokim poziomie. EBC zarzucił również Łotwie, że nie były realizowane żadne znaczące reformy strukturalne aż do momentu wdrożenia działań wymuszonych przez UE i MFW przy okazji udzielonej pomocy.

5 Zestawienie wniosków

- Państwa przystępujące do ERM i ERM II reprezentowały zróżnicowane reżimy kursowe. Jedynie nieliczne z nich cechowały się, podobnie jak Polska, płynnym kursem walutowym. Niektóre państwa stosowały system izby walutowej (Litwa, Estonia), inne jednostronnie zobowiązały się do utrzymywania zawężonego pasma wahań lub zawarły w tym celu odpowiednie umowy (Łotwa, Holandia). W niektórych przypadkach tradycja stosowania systemu sztywnego kursu walutowego była długa i głęboko zakorzeniona w oczekiwaniach podmiotów gospodarczych (Malta, Cypr). Przykładem grupy państw, w których stabilność kursowa miała priorytetowe znaczenie w hierarchii celów polityki pieniężnej, był tzw. „blok marki” (Austria oraz państwa Beneluksu). Poszczególne banki centralne

prowadziły w nim politykę pieniężną ukierunkowaną na minimalizację wahań walut wobec marki niemieckiej. System kursowy stosowany przez Słowenię, w którym bank centralny przez komunikaty mógł zarządzać oczekiwanym przez rynek tempem aprecjacji lub deprecjacji tołara, ułatwił z kolei rynkom postrzeganie parytetu centralnego jako punktu zakotwiczenia oczekiwań.

- Mimo że zapisy traktatowe mówią o co najmniej dwuletnim uczestnictwie w systemie ERM II, zdarzały się przypadki, gdy państwo przystąpiło do mechanizmu później i uzyskało pozytywną ocenę pod względem stabilności kursowej. KE i EBC oceniały wówczas *ex post* zmienność kursu walutowego w pierwszej części okresu referencyjnego, gdy waluta nie była jeszcze objęta mechanizmem, oraz odchylenia od przyszłego parytetu centralnego. Stało się tak w przypadku Włoch, Finlandii (1999 r.), Litwy, Estonii i Słowenii (2006 r.). Najdłuższy okres uczestnictwa w ERM II, który mimo utrzymania stabilnego kursu walutowego zakończył się uzyskaniem negatywnej oceny, wynosił 19 miesięcy (Cypr i Malta w 2006 r.). Najkrótszy okres uczestnictwa w ERM II, który zakończył się uzyskaniem pozytywnych ocen mimo że był krótszy niż wymagane 2 lata, wynosił 22 miesiące (Litwa, Estonia i Słowenia w 2006 r.). Powyższe doświadczenia mogą sugerować, że dla uzyskania pozytywnej oceny stabilności kursowej w ERM II konieczne jest uczestnictwo w mechanizmie przez pełne 24 miesiące, ale w momencie podejmowania przez Radę Ecofin decyzji o uchyleniu derogacji. Warto dodać, że Finlandia i Włochy przed uzyskaniem pozytywnej oceny stabilności kursowej uczestniczyły w systemie ERM znacznie krócej niż 19 miesięcy (odpowiednio 16 i 15 miesięcy).
- Jedynym przypadkiem negatywnej oceny stabilności kursowej mimo odpowiednio długiego okresu uczestnictwa w ERM II i nieprzekroczenia dopuszczalnego pasma wahań była ocena uzyskana przez Łotwę w 2010 r. KE i EBC uzasadniły tę ocenę wystąpieniem poważnych napięć na rynku walutowym w okresie globalnego kryzysu w latach 2008-2009. Dysparytet krótkoterminowych stóp procentowych względem strefy euro wzrósł wówczas do 20 punktów procentowych, Łotwa uzyskała pomoc finansową z UE i MFW, a interwencje Banku Łotwy na rynku walutowym były na tyle znaczące, że doprowadziły do istotnego uszczuplenia zasobu rezerw tego państwa.
- W przypadku państw, które przed przystąpieniem do ERM lub ERM II stosowały płynny system kursu walutowego, zmienność kursu walutowego (mierzona wskaźnikiem ERV) w miesiącach poprzedzających włączenie waluty do mechanizmu nie przekraczała ok. 8%. Podczas uczestnictwa w ERM i ERM II zmienność ERV mieściła się w przedziale do 3% dla państw o najbardziej stabilnych walutach („blok marki”), wzrastając maksymalnie do ok. 7% w przypadku innych państw. Trzema najbardziej zmiennymi walutami w ERM i ERM II były funt irlandzki, drachma grecka (ERV do ok. 10-11%) oraz korona słowacka (przejściowo nawet do ok. 14%). Żadne z powyższych państw nie zostało jednak negatywnie ocenione pod względem stabilności kursowej.
- Ważny element oceny państw w ERM II – w szczególności w latach 2006-2010 – stanowiła rola interwencji walutowych i dynamika rezerw. EBC analizuje interwencje banku centralnego na rynku walutowym z punktu widzenia ich intensywności, znaczenia dla utrzymania stabilności kursowej oraz efektu netto. W przypadku Słowacji efekt ten – na tle skali interwencji – był bliski zeru. Grecja uzyskała w 2000 r. pozytywną ocenę mimo intensywnie prowadzonych interwencji na rynku walutowym, jednak w przypadku tego państwa *gros* działalności interwencyjnej polegało na powstrzymaniu aprecjacji drachmy i tym samym doprowadziło do powiększenia zasobu rezerw walutowych. Odnotowanie tych faktów w *Raportach o konwergencji* mogłoby sugerować, że takie wyniki (*ceteris paribus*) zostałyby ocenione jako zgodne z kryterium stabilności kursowej, zwłaszcza w kontekście

negatywnej ocenie Łotwy w roku 2010. W okresie referencyjnym 2008-2010 zdarzały się tam napięcia na rynku walutowym, skutkujące znacznym uszczupleniem zasobu rezerw walutowych.

- W nowych państwach członkowskich UE przechodzących proces doganiania pojawiała się wewnątrz ERM i ERM II presja aprecjacyjna. Zjawisko to było najbardziej widoczne w przypadku Słowacji, gdzie dwukrotnie dokonano rewaluacji parytetu centralnego. Rewaluacje miały miejsce również w przypadku Irlandii w ERM i Grecji w ERM II. Trudno jest wprawdzie wskazać, do jakiego stopnia proces doganiania przekłada się na umocnienie kursu walutowego, a w jakim stopniu wynika ono z innych czynników i w konsekwencji czy okaże się ono trwałe. Wśród potencjalnych innych powodów aprecjacji w *Raportach...* wymienia się różne fazy cyklu koniunkturalnego, dysparytety stóp procentowych czy zbyt silną deprecjację lub dewaluację przed wejściem do mechanizmu. Porównaniu bieżącego realnego kursu walutowego w momencie oceny do średnich wieloletnich w przypadku państw Europy Środkowo-Wschodniej zawsze towarzyszy jednak zastrzeżenie, że w gospodarkach przechodzących procesy transformacji i doganiania porównania historyczne nie zawsze są poprawne ze względu na brak adekwatnego punktu odniesienia. Doświadczenia Słowacji, Irlandii i Grecji sugerują, że KE i EBC cechują się stosunkowo wysoką tolerancją dla aprecjacji kursu wewnątrz ERM II w ramach dopuszczalnego pasma wahań.
- Europejski Bank Centralny poświęca w swoich *Raportach...* wiele miejsca kształtowaniu się takich dodatkowych wskaźników, jak dynamika realnego kursu walutowego, elementy bilansu płatniczego, aktywa zagraniczne netto, stopień otwartości gospodarki (eksport i import w relacji do PKB) oraz udział handlu z partnerami ze strefy euro i Unii Europejskiej w całym strumieniu wymiany handlowej. W *Raportach o konwergencji* EBC można jednak zaobserwować ewolucję, której podlega rozkład akcentów w ocenie tych wskaźników, jak również sam zestaw wskaźników. W nowszych *Raportach...* więcej miejsca poświęcone jest dynamice zasobu rezerw walutowych, szerzej komentowany jest bilans płatniczy (zamiast salda obrotów bieżących prezentowane są dane na temat łącznego salda obrotów bieżących i kapitałowych) oraz dynamika aktywów zagranicznych netto i zadłużenia zagranicznego. Oceniane są nowe wskaźniki integracji ze strefą euro, takie jak udział strefy euro w bezpośrednich i portfelowych inwestycjach zagranicznych w kraju oraz krajowych za granicą. W najnowszych opracowaniach EBC analizuje również strukturę zadłużenia zagranicznego w rozbiciu na krótko- i długoterminowe, w kontekście posiadanych przed dany kraj rezerw walutowych.
- Doświadczenia państw strefy euro potwierdzają, że wiarygodny parytet centralny może zakotwiczać oczekiwania uczestników rynku i tym samym ułatwiać wypełnienie kryterium kursowego. Ilustrują to przykłady większości państw, które uczestniczyły w systemie ERM (przede wszystkim z „bloku marki”), lecz również Grecji (kurs drachmy względem euro podlegał stopniowej deprecjacji aż do momentu zrównania się z parytetem centralnym). Większość dawnych walut państw strefy euro wykazywała znikomą zmienność w ostatnich miesiącach przed wprowadzeniem euro, zwłaszcza po decyzji o wprowadzeniu wspólnej waluty. Szczególnie interesujący jest przypadek Słowacji. W okresie po ogłoszeniu decyzji Rady o uchyleniu derogacji przypadł tam kulminacyjny moment światowego kryzysu finansowego, w tym upadek banku Lehman Brothers. Podczas gdy Łotwa doświadczała poważnych napięć na rynku walutowym, a waluty państw regionu spoza systemu ERM II ulegały gwałtownej deprecjacji, kurs korony słowackiej pozostawał stabilny, a Narodowy Bank Słowacji nie podejmował interwencji walutowych.
- Od roku 2006 Europejski Bank Centralny włącza do oceny stabilności kursowej stopień realizacji

zobowiązań, jakie państwa przyjęły na siebie przy wchodzeniu do systemu ERM II. Zobowiązania te zwykle dotyczą sposobu prowadzenia polityki fiskalnej, reform strukturalnych uelastyczniających gospodarkę, ograniczenia tempa wzrostu płac i wzmocnienia nadzoru finansowego. Oceny EBC były dotąd pod tym względem bardzo krytyczne (zwłaszcza pod adresem państw nadbałtyckich), jednak nie zdarzyło się jeszcze, aby niedostateczna realizacja tych zobowiązań doprowadziła *explicite* do uznania kryterium stabilności kursowej za niewypełnione.

Literatura

- Argyrou M.G., Boinet V., Martin C. (2004):** *Non-linear and non-symmetric exchange-rate adjustment: New evidence from medium- and high-inflation countries*, Money Macro and Finance Research Group Conference 2003 No. 2.
- Bank of Greece (1998):** *Annual Report*, www.bankofgreece.gr.
- Bank of Greece (1999):** *Annual Report*, www.bankofgreece.gr.
- Bank of Slovenia (2004):** *Annual Report*, www.bsi.si.
- Bank of Slovenia (2005):** *Annual Report*, www.bsi.si.
- Bank of Slovenia (2006):** *Annual Report*, www.bsi.si.
- Buiter W.H., Corsetti G., Pesenti P. (1998):** *Interpreting the ERM crisis: country specific and systemic issues*, Princeton Studies In International Finance, Princeton, March 1998, 84.
- Burnside C., Eichenbaum M., Rebelo S. (1999):** *Hedging and Financial Fragility in Fixed Exchange Rate Regime*, NBER Working Paper, 7143.
- Central Bank of Malta (2007):** *Annual Report*, www.centralbankmalta.org.
- European Monetary Institute (1998):** *Convergence Report*, European Monetary Institute, <http://www.ecb.int/pub/convergence/html/index.en.html>.
- Hansen J., Roger W. (2000):** *Estimation of Real Equilibrium Exchange Rates*, European Commission Economic Papers, 144.
- Ministerstwo Finansów (2010):** *Ramy Strategiczne Narodowego Planu Wprowadzenia Euro*.
- Naszodi A. (2008):** *Are the exchange rates of EMU candidate countries anchored by their expected euro locking rates?*, MNB Working Papers, (1).
- National Bank of Poland (2004):** *Raport na temat korzyści i kosztów przystąpienia Polski do strefy euro*, http://www.nbp.pl/home.aspx?f=publikacje/o_euro/korzysci.html.
- National Bank of Slovakia (2006):** *Annual Report*, www.nbs.sk.
- National Bank of Slovakia (2007):** *Annual Report*, www.nbs.sk.
- National Bank of Slovakia (2008):** *Annual Report*, www.nbs.sk.
- NBS (2004):** *Monetary Programme of the NBS until the Year 2008*, National Bank of Slovakia, www.nbs.sk.
- Rozkrut M., Woreta R. (2005):** *Sukcesy i porażki Grecji na drodze do strefy euro. Wnioski dla nowych krajów UE*, National Bank of Poland Working Papers (Materiały i Studia NBP), 188, http://www.nbp.pl/home.aspx?f=publikacje/materialy_i_studia/informacja.html.