



Jacek Pietrucha

Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach
Wydział Ekonomii
Katedra Ekonomii
jacek.pietrucha@ue.katowice.pl

KONWERCENCJA NOMINALNA A NIERÓWNOWAGI MAKROEKONOMICZNE W STREFIE EURO

Streszczenie: Przedmiotem zainteresowania artykułu jest stan konwergencji nominalnej przed przyjęciem euro jako źródło narastania nierównowag makroekonomicznych. Dla nominalnych stóp procentowych, inflacji i długu publicznego przeanalizowano konwergencje dla krajów dotkniętych kryzysem i wyciągnięto wnioski dla Polski. Występujące różnice między Polską a strefą euro mogą wskazywać na zbliżony do krajów dotkniętych kryzysem potencjał narastania nierównowag makroekonomicznych, zwłaszcza jeśli uwzględnimy również stan konwergencji realnej. Oznacza to, że w przypadku przyjęcia wspólnej waluty, polityka gospodarcza musi być przygotowana do działań pozwalających na zahamowanie lub skorygowanie nierównowag makroekonomicznych.

Słowa kluczowe: strefa euro, konwergencja nominalna, stopy procentowe, nierównowagi makroekonomiczne.

Wprowadzenie

W trwającej dyskusji nad datą przystąpienia Polski do strefy euro niezbędne jest uwzględnienie doświadczeń krajów, które wspólną walutę już przyjęły. Do doświadczeń tych należy między innymi niebezpieczeństwo wystąpienia nierównowag makroekonomicznych, prowadzących w konsekwencji do zwiększonej wrażliwości na zjawiska kryzysowe. Nierównowagi takie wystąpiły w kilku krajach strefy euro i doprowadziły w okresie globalnego kryzysu do jego zaostrenia. Konieczna jest zatem między innymi analiza cech polskiej gospodarki, które mogą sprzyjać (lub nie) narastaniu nierównowag makroekonomicznych

związanych z wstępowaniem do unii walutowej. W niniejszym artykule, uwzględniając ograniczenia objętościowe, przyjęto węższy cel, którym jest przeanalizowanie, na podstawie doświadczeń krajów dotkniętych kryzysem, luki w zakresie konwergencji nominalnej istotnej z punktu widzenia potencjału narastania nierównowag makroekonomicznych po przyjęciu wspólnej waluty.

W dyskusjach nad konwergencją nominalną wiele miejsca poświęca się jej formalnemu rozumieniu narzuconemu przez prawo unijne w postaci kryteriów konwergencji nominalnej. Doświadczenia kryzysu wskazują jednak, że jest to niewystarczające ujęcie. Wszystkie kraje dotknięte kryzysem spełniły formalne kryteria (z wyjątkiem kryterium budżetowego przez Grecję), a jednak to niedostatki konwergencji nominalnej stanowiły jedno ze źródeł kryzysu. Luka w konwergencji nominalnej przed przyjęciem wspólnej waluty występująca (mimo formalnego spełnienia kryteriów) między tzw. krajami peryferyjnymi a pozostałymi należącymi do strefy euro stanowiła jedno ze źródeł zaostrzenia kryzysu. Występujące różnice w powiązaniu z mechanizmami wspólnotowymi uruchomiły proces narastania nierównowag. Na tym tle można rozważać lukę występującą między Polską a krajami strefy euro. Oznacza to, że w przypadku przyjęcia wspólnej waluty, polityka gospodarcza musi być przygotowana do działań pozwalających na zahamowanie lub skorygowanie nierównowag makroekonomicznych.

Poniżej, po syntetycznym przypomnieniu mechanizmów prowadzących do nierównowag makroekonomicznych w krajach peryferyjnych strefy euro, omówiono różnice w zakresie konwergencji nominalnej jako źródło kryzysu, a następnie dokonano analizy porównawczej luki konwergencyjnej występującej w krajach, które dotknął kryzys, oraz w Polsce.

1. Mechanizm narastania nierównowagi makroekonomicznej

Zjawiska kryzysowe w strefie euro miały zróżnicowany charakter i obejmowały kryzys bankowy, kryzys w sektorze realnym i kryzys finansów publicznych. Również zróżnicowane są przyczyny kryzysu [Pietrucha, 2014]. Jednak jednym z kluczowych czynników sprawiających, że kryzys, zwłaszcza w krajach peryferyjnych strefy euro, miał relatywnie ostry przebieg, były nierównowagi globalne, jakie narastały w tych krajach od przyjęcia wspólnej waluty. Zjawiska te narastały do 2007 roku i z chwilą wybuchu Globalnego Kryzysu Finansowego przyczyniły się do zaostrzenia kryzysu w części krajów strefy euro.

Nierównowagi obejmowały między innymi wzajemnie powiązane zjawiska, takie jak: nadmierny wzrost kredytu (ponadtypowy dla danej gospodarki),

wzrost cen aktywów finansowych i rzeczowych (zwłaszcza nieruchomości), pogarszające się saldo rachunku bieżącego bilansu płatniczego (ROB). Mechanizm narastania nierównowagi w krajach strefy euro wciąż jest przedmiotem licznych kontrowersji wynikających częściowo ze zróżnicowania ujęć teoretycznych i modelowych [por. np. Surveillance, 2010; Forster, Vasardani, Ca'Zorzi, 2011; Gros, Alcidi, 2013; Obstfeld, 2013; Bertola, 2013]. Również przebieg procesów prowadzących w poszczególnych krajach do nierównowag cechował się licznymi narodowymi odmiennościami. Do najważniejszych można zaliczyć skalę boomów kredytowych, reakcję rynku nieruchomości i rolę finansów publicznych. Pozostawiając na uboczu te kontrowersje i zróżnicowanie, można przyjąć, że stylizowane fakty dotyczące krajów peryferyjnych, w których wystąpił kryzys, obejmują: spadek stóp procentowych, dodatnie saldo rachunku finansowego bilansu płatniczego, silny wzrost kredytu (boom kredytowy), wzrost konsumpcji prywatnej oraz inwestycji, wzrost konsumpcji publicznej, wzrost popytu wewnętrznego, pogarszanie się konkurencyjności cenowej (aprecjacja realnego kursu walutowego), pogarszające się saldo rachunku bieżącego bilansu płatniczego, kryzys płatniczy (bilansu płatniczego).

Za źródło narastania nierównowag uważa się zwłaszcza poluzowanie ograniczenia budżetowego, jakie miało miejsce w związku z przystępowaniem do strefy euro. Złożyło się na to kilka zjawisk. Po pierwsze spadek stóp procentowych. Wejście do strefy euro wywołało, zwłaszcza w przypadku krajów peryferyjnych, znaczny spadek krótko- i długoterminowych stóp procentowych, zarówno w ujęciu nominalnym, jak i realnym. Po drugie poprawa dostępu do finansowania międzynarodowego, co ułatwiło refinansowanie krajowego kredytu na międzynarodowych rynkach pieniężnych. Po trzecie poprawa nastrojów i optymistyczne oczekiwania odnoszące się do przyszłości gospodarki. Powszechnie przyjmowano, że wprowadzenie wspólnej waluty będzie pozytywnym bodźcem dla gospodarek krajów członkowskich. W przypadku krajów peryferyjnych miało między innymi przyspieszyć proces konwergencji realnej, co powinno znaleźć swoje odzwierciedlenie np. w tempie wzrostu dochodów.

Powyższe zjawiska pozytywnie wpłynęły na stronę podażową oraz popytową kredytu. W efekcie okres przyjmowania wspólnej waluty oraz pierwszych lat członkostwa w strefie euro cechował się w części krajów silnym wzrostem kredytu (boomem kredytowym). Wzrost podaży kredytu w krajach peryferyjnych znacznie przekraczał typowy dla tych gospodarek [Mendoza, Terrones, 2012].

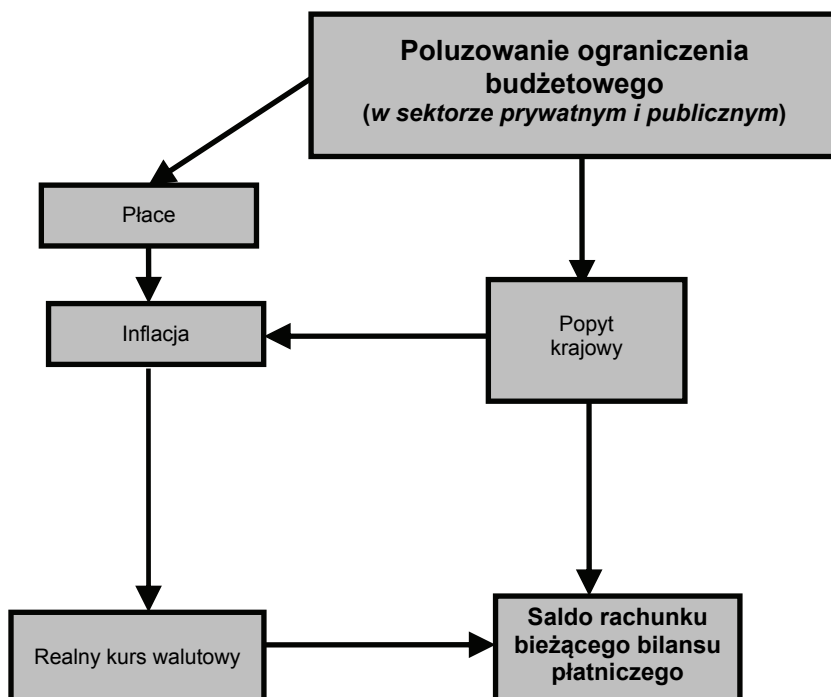
Spadek stóp procentowych sprzyjał nie tylko boomowi kredytowemu w sektorze prywatnym, ale także osłabieniu rynkowego ograniczenia dla narastania nierównowagi w finansach publicznych. Przyjęcie wspólnej waluty przy-

czyniło się krajach peryferyjnych strefy euro do znacznego spadku kosztów obsługi długu publicznego. Jednocześnie przyśpieszony wzrost PKB w okresie niestabilnego boomu kredytowego (np. w Grecji) stał się kolejnym czynnikiem zmniejszającym przejściowo dolegliwości związane ze strukturalnymi problemami budżetów publicznych. Zmniejszyło to w wielu krajach presję na stabilizowanie finansów publicznych. Budżetowe korzyści związane z przystąpieniem do strefy euro (spadek kosztów obsługi długu oraz przejściowy wzrost dochodów publicznych) spożytkowano na wzrost konsumpcji publicznej¹.

Kraje peryferyjne odnotowały również wzrost jednostkowych kosztów pracy, a tym samym aprecjację realnego kursu walutowego. Okres pierwszych lat członkostwa państw peryferyjnych w strefie euro charakteryzował się silnym wzrostem płac. Częściowo było to efektem poluzowania ograniczenia budżetowego, zwłaszcza w sektorze finansów publicznych, gdyż wzrost płac w sektorze prywatnym tłumaczy się czasami sygnałną rolą wzrostu płac w sektorze publicznym. Innym wyjaśnieniem jest wzrost porównywalności płac między krajami, w związku z wyrażaniem ich we wspólnej walucie, a tym samym presją na wzrost płac. Równoległe wzrastały produktywność pracy, jednakże w tempie wolniejszym od wzrostu płac, oraz jednostkowe koszty pracy. W konsekwencji szybszego wzrostu jednostkowych kosztów pracy (w powiązaniu z występującą równoległe nominalną aprecjacją euro) kraje peryferyjne strefy euro odnotowały stopniową aprecjację realnego kursu walutowego.

Mechanizm transmisji poluzowania ograniczenia budżetowego w sektorze prywatnym i publicznym oraz wzrostu płac przedstawia rysunek 1. Poluzowanie ograniczenia budżetowego (w wyniku spadku kosztów finansowania oraz ułatwionego dostępu do niego zarówno w sektorze prywatnym, jak i publicznym) sprzyjało boomowi kredytowemu oraz wzrostowi popytu wewnętrznego. Równoległe wzrastały płace i jednostkowe koszty pracy. W efekcie pogarszała się równowaga zewnętrzna (pogarszające się saldo rachunku bieżącego bilansu płatniczego).

¹ Analizując rolę finansów publicznych, w genezie kryzysu trzeba zrobić jedno zastrzeżenie. We wczesnych interpretacjach przyczyn kryzysu w strefie euro podkreślano kluczową negatywną rolę finansów publicznych w narastaniu nierównowag makroekonomicznych, widząc w błędnej polityce budżetowej prowadzonej przez niektóre państwa członkowskie podstawową przyczynę kryzysu. Interpretacja ta pasuje jednak jedynie (i to tylko w części) do przypadku Grecji i Portugalii. Jednak jeśli spojrzeć na wszystkie kraje peryferyjne strefy euro, w których kryzys miał dramatyczny przebieg (zwłaszcza Irlandię i Hiszpanię), to stan finansów publicznych nie stanowił głównego problemu w okresie poprzedzającym kryzys (obydwa kraje nie notowały ujemnego salda finansów publicznych i miały silnie spadający dług publiczny). Kryzys finansów publicznych był wynikiem nierównowagi zewnętrznej, kryzysu bankowego oraz kryzysu w sektorze realnym, a nie ich przyczyną.



Rys. 1. Mechanizm narastania nierównowag makroekonomicznych

Źródło: Opracowanie własne.

2. Konwergencja nominalna a ryzyko nierównowag makroekonomicznych

Doświadczenia krajów peryferyjnych wskazują na to, że kluczową rolę w narastaniu nierównowag makroekonomicznych po przyjęciu wspólnej waluty odgrywa niedostateczna konwergencja nominalna. Poniżej syntetycznie omówiono związki konwergencji nominalnej (w zakresie stóp procentowych, inflacji i finansów publicznych) z narastaniem nierównowag, uwzględniono również znaczenie konwergencji realnej dla konwergencji nominalnej.

Stopy procentowe

Wysokość stóp procentowych odzwierciedla wiele istotnych parametrów strukturalnych i koniunkturalnych gospodarek. Analizując znaczenie luki w wysokości stóp procentowych, warto zwrócić uwagę na następujące kwestie:

A. Nominalna stopa procentowa może być zdekomponowana na trzy składowe:

$$i = r + PR + \pi^e$$

gdzie i to nominalna stopa procentowa, r – realna stopa procentowa wolna od ryzyka, PR to premia za ryzyko, π^e to oczekiwana inflacja [Howells, Bain, 2008].

B. Część podejść teoretycznych w ekonomii zakłada występowanie stopy procentowej równowagi. Pojęcie stopy procentowej równowagi (lub stopy procentowej naturalnej) odnosi się zazwyczaj do poziomu stopy procentowej zgodnej z długookresową równowagą w gospodarce [Brzoza-Brzezina, 2003; Laubach, Williams, 2003]. Stopy te są między innymi wyższe w krajach, w których gospodarka znajduje się w procesie konwergencji realnej.

C. Punktem odniesienia co do właściwej wysokości krótkoterminowej stopy procentowej może być tzw. reguła Taylora:

$$i = i^* + \lambda (\pi - \pi^*) + 1 - \lambda (X)$$

gdzie i to nominalna stopa procentowa zgodna z regułą Taylora, i^* – stopa procentowa równowagi, π – inflacja, π^* – cel inflacyjny banku centralnego, X – luka produktowa – odchylenie rzeczywistego PKB od potencjalnego [Taylor, 1993; Wojtyła, 2004]. Krótkoterminowa stopa procentowa jest zatem zależna od czynników strukturalnych decydujących o stopie procentowej równowagi oraz czynnikach koniunkturalnych (odchylenia od produktu potencjalnego).

D. W warunkach instytucjonalnych strefy euro przyjęcie wspólnej waluty oznacza ujednoczenie stopy procentowej banku centralnego (ustalanej przez EBC) oraz krótkoterminowej stopy procentowej (ryнку pieniężnego). Nie występuje natomiast żaden mechanizm bezpośredniego ujednoczania pozostałych stóp procentowych. Jednak ze względu na to, że uczestniczenie we wspólnym obszarze walutowym może sprzyjać zbliżeniu premii za ryzyko oraz oczekiwań inflacyjnych, długoterminowe stopy procentowe także mogą podlegać zbliżeniu. Taką reakcję można uznać za korzyść z przystąpienia do unii walutowej.

Reakcja długoterminowych stóp procentowych po przyjęciu wspólnej waluty może jednak być – jak pokazują doświadczenia części krajów, które utworzyły strefę euro – nadmierna ze względu na zbyt optymistyczne oczekiwania co do konsekwencji utworzenia unii walutowej. Przykładowo w Grecji stopy długoterminowe nominalne spadły z około 25% na początku lat 90. poniżej 5%, a realne z poziomu 6-8% na początku lat 90. do zera po przystąpieniu do strefy euro, co należy interpretować w ten sposób, że uczestnicy rynków finansowych uznali, że w związku z przystąpieniem Grecji do unii walutowej premia za ryzyko związana z greckimi obligacjami skarbowymi jest zbliżona do niemieckiej.

Część czynników stojących za zmniejszeniem różnic w wysokości stóp procentowych ma charakter endogeniczny (względem wejścia do unii walutowej – np. brak zmian kursu walutowego, zbliżenie oczekiwań inflacyjnych i premii za

ryzyko), a zatem zbliżenie stóp procentowych i ich spadek w krajach o dotychczas wysokich stopach po części ma „dobry” charakter, tj. wynika z dostosowania do nowych warunków i ma charakter korzyści z wejścia do unii walutowej. W części jednak może stanowić zagrożenie, zwłaszcza wówczas, gdy spadek stóp procentowych jest nadmierny w stosunku do stopy procentowej właściwej ze względu na specyfikę strukturalną lub koniunkturalną danego kraju. Stopa procentowa równowagi kraju przystępującego może odbiegać od stopy procentowej równowagi w krajach unii walutowej lub przebieg cyklu koniunkturalnego może odbiegać od charakterystyki cyklu w unii walutowej. Zagrożeniem jest również przestrzelenie oczekiwań co do skali konwergencji, w tym spadku premii za ryzyko (jakie miało miejsce w pierwszym okresie istnienia strefy euro), a tym samym nadmierny spadek stóp procentowych.

Znaczne różnice w wysokości stóp procentowych w okresie poprzedzającym przystąpienie do unii walutowej wskazują zatem na zagrożenia związane z uruchomieniem procesów prowadzących do boomu kredytowego i popytowego po przyjęciu wspólnej waluty. Przy czym krótkookresowa stopa procentowa jest istotna zwłaszcza dla rynku kredytowo-depozytowego oraz boomu kredytowego w sektorze prywatnym, długookresowa jest ważna zwłaszcza z punktu widzenia kosztów zadłużania finansów publicznych.

Inflacja

Zróżnicowane poziomy inflacji między krajami unii walutowej mają dwie znaczące konsekwencje – dla realnej stopy procentowej i realnego kursu walutowego.

A. Zgodnie z równaniem Fischera realnej stopy procentowej:

$$i = r + \pi^o + (r \cdot \pi^o)$$

W ustabilizowanych gospodarkach, gdy r i π małe, to:

$$i \approx r + \pi^o$$

Jeśli zamiast oczekiwań inflacyjnych uwzględni się rzeczywistą inflację, to realna stopa procentowa ex post:

$$i \approx r + \pi$$

Wyższa inflacja w jednym z krajów członkowskich oznacza wobec tego niższą realną stopę procentową w tym kraju (nawet jeśli nominalna stopa procentowa dla całego ugrupowania jest identyczna). W efekcie powstaje mechanizm asymetrycznego, procyklicznego oddziaływania wspólnotowej polityki pieniężnej zwany w literaturze przedmiotu krytyką Waltersa [1994]. W kraju

o wyższej inflacji na tle pozostałych krajów członkowskich² realna stopa procentowa staje się niższa, co oznacza de facto bardziej ekspansywną politykę pieniężną niż w pozostałych krajach i dalszy wzrost presji inflacyjnej. Przykładowo utrzymujące się różnice inflacyjne między Grecją a głównymi gospodarkami strefy euro spowodowały, że realne stopy procentowe były w tym kraju niższe niż np. w Niemczech.

B. Realny kurs walutowy jest definiowany jako:

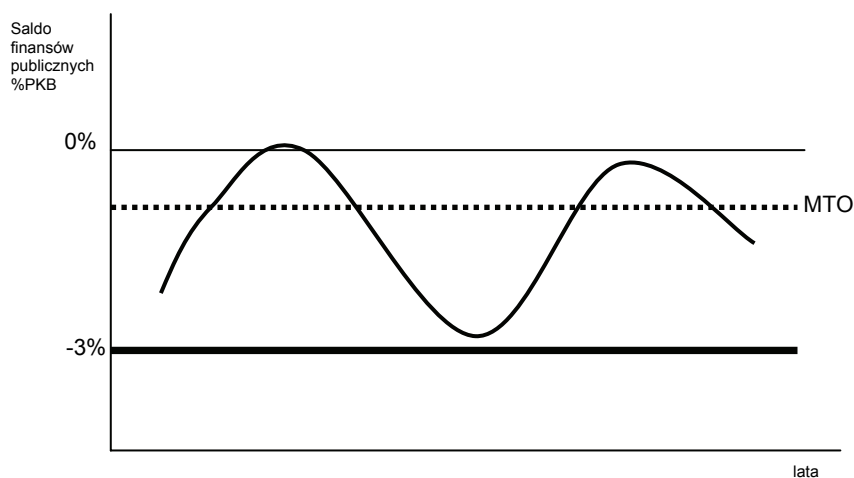
$$E = S P^*/P$$

gdzie E to realny kurs walutowy, S – nominalny kurs walutowy (definiowany jako liczba jednostek waluty krajowej za jednostkę waluty obcej), P* – poziom cen zagranicznych, P – poziom cen krajowych [Montiel, 2012]. Wybór właściwego indeksu cen jest przedmiotem licznych dyskusji. Deflatorem mogą być: indeks cen konsumpcyjnych (CPI), jednostkowe koszty pracy (ULC) lub indeks cen eksportowych. Jeśli zatem poziom cen krajowych (np. w ujęciu CPI) wzrasta szybciej niż w pozostałych krajach unii walutowej, to w kraju takim dochodzi do aprecjacji realnego kursu walutowego oraz tym samym pogorszenia konkurencyjności cenowej w transakcjach z pozostałymi krajami unii walutowej. Tym samym w przypadku kraju o wyższej inflacji konsekwencją będzie spadek realnej stopy procentowej oraz aprecjacja realnego kursu walutowego, co wywołuje dalsze skutki dla równowagi wewnętrznej i zewnętrznej.

Finanse publiczne

Nierównowaga finansów publicznych występująca przed wejściem do SE, zwłaszcza znaczny dług publiczny, utrudnia możliwość prowadzenia elastycznej polityki budżetowej po przyjęciu wspólnej waluty. W warunkach instytucjonalnych strefy euro rola polityki budżetowej wzrasta. Pozostaje ona, po rezygnacji z polityki pieniężnej i kursu walutowego, jednym z niewielu narzędzi asymetrycznej reakcji. Jednocześnie podlega ograniczeniom paktu stabilizacji i wzrostu. Traktatowe parametry (3% nowego zadłużenia oraz 60% długu) stanowią (co do ogólnej zasady) górną granicę aktywności polityki budżetowej. W ramach cyklu koniunkturalnego należy realizować średnioterminowy cel budżetowy MTO. W poszczególnych fazach cyklu budżety mają reagować zwłaszcza w wyniku działania automatycznych stabilizatorów koniunktury (por. rysunek 2).

² Przykładowo w wyniku wyższej uporczywości inflacji w związku z przeszłością inflacyjną kraju, efektu Balassy-Samuelsona w kraju doganiającym, różnic strukturalno-instytucjonalnych – np. w instytucjach rynku pracy, wystąpienia szoku asymetrycznego.



MTO – Medium Term Objective: średnioterminowy cel budżetowy.

Rys. 2. Reguły fiskalne dla deficytu budżetowego w UGW

Źródło: Opracowanie własne.

Niezależnie od kwestii związanych z instytucjonalnymi uwarunkowaniami udziału w strefie euro nierównowaga finansów publicznych w chwili przystąpienia do strefy euro powoduje, że polityka budżetowa nie ma „przestrzeni” do tego, aby być aktywnie lub pasywnie wykorzystywaną. Przykładowo nadmierne zadłużenie, oprócz obciążenia bieżącego budżetu kosztami obsługi długu, powoduje, że w razie konieczności zaciąganie nowego długu jest kosztowne lub wręcz niemożliwe.

W analizie rzeczywistej (a nie tylko formalnej w ramach kryteriów konwergencji) luki konwergencyjnej większą uwagę należy zwrócić na dług publiczny. To zwłaszcza skala długu świadczy o skali możliwej elastycznej reakcji. Nawet nadwyżki budżetowe i niski dług publiczny, jak pokazały doświadczenia Irlandii, mogą być niewystarczające. Europejski Bank Centralny nie pełni roli pożyczkodawcy ostatecznej instancji dla pojedynczych banków, w związku z tym ciężar wsparcia dla irlandzkiego sektora bankowego w okresie kryzysu spoczywał na finansach publicznych tego kraju. Skala publicznej pomocy finansowej udzielona sektorowi bankowemu w Irlandii (40% PKB Irlandii), która zaważyła na kryzysie finansów publicznych w tym kraju (dla przypomnienia: o ustabilizowanych finansach publicznych w latach poprzednich), stanowiła jedynie nieznaczną część PKB całej strefy euro, jednak nie dysponowała ona żadnym instrumentem wspólnej reakcji (a do pewnego momentu także przekonaniem o konieczności jej podjęcia).

Nowe elementy zarządzania gospodarczego w strefie euro, przyjmowane po doświadczeniach kryzysu 2007+, mają co do zasady zmniejszyć presję na krajowe finanse publiczne poprzez: usprawnienie polityki stabilności finansowej (zwłaszcza unia bankowa) oraz poprawę zarządzania kryzysowego (wprowadzenie instrumentów wspólnotowej odpowiedzialności w okresie kryzysu – Europejski Mechanizm Stabilności). Niezależnie od ewentualnych wątpliwości co do skuteczności przyjętych mechanizmów warto zwrócić uwagę na fakt, że tylko w ograniczonym stopniu nowe reguły zmniejszają presję na finanse publiczne przy innych (niż pochodzące lub transmitowane poprzez system bankowy) asymetrycznych szokach. Tym samym kraj wstępujący do strefy euro musi dysponować na tyle ustabilizowanymi finansami publicznymi, aby móc skutecznie zareagować w przypadku wystąpienia szoku.

Jednostkowe koszty pracy

Jednostkowe koszty pracy są definiowane jako koszt pracy przypadający na zatrudnionego w relacji do produkcji przypadającej na zatrudnionego:

$$ULC = (W/L)/(Q/L)$$

gdzie ULC to jednostkowe koszty pracy, W – koszty pracy, L – praca, Q – produkcja [Misala, 2011]. W warunkach konwergencji, także po przystąpieniu do unii walutowej, wydajność pracy powinna wzrastać. Występujący ewentualnie równoległy wzrost wynagrodzeń nie zwiększy zatem jednostkowych kosztów pracy. Niebezpieczeństwo może być związane natomiast ze zbyt dużą dysproporcją w chwili przystąpienia do unii walutowej w poziomie wynagrodzeń. Zwiększona porównywalność cen i płac może zwiększyć nacisk na wzrost wynagrodzeń szybszy od wzrostu wydajności (jak to miało miejsce np. w Grecji), a tym samym na wzrost jednostkowych kosztów pracy i w konsekwencji pogorszenie konkurencyjności cenowej w transakcjach zagranicznych.

PKB per capita

Znaczenie różnic w PKB per capita dla konwergencji nominalnej wynika z tego, że kraj o niższym PKB per capita, a tym samym większym wzroście doganiającym będzie się charakteryzował odmiennymi parametrami makroekonomicznymi – wyższym wzrostem PKB, nieco wyższą inflacją (efekt Balassy-Samuelsona), wyższą stopą procentową równowagi, tendencją do aprecjacji realnego kursu walutowego, wyższym ujemnym saldem rachunku bieżącego i dodatnim rachunku finansowego³. Te typowe dla kraju doganiającego cechy

³ Szerzej na temat związków między konwergencją nominalną i realną por. np. Dobrinsky [2006]; Wójcik [2008].

mogą, poprzez różnego typu wtórne efekty, sprzyjać narastaniu nierównowag makroekonomicznych. Przykładowo wspólnotowa nominalna stopa procentowa może się okazać dla takiego kraju za niska (w związku z tym, że stopa równowagi jest wyższa niż w pozostałych krajach unii walutowej). Inflacja związana z efektem Balassy-Samuelsona może dodatkowo obniżyć (w relacji do pozostałych krajów) realną stopę procentową, a także sprzyjać aprecjacji realnego kursu walutowego. Różnicom PKB per capita towarzyszą różnice w poziomie płac, co w powiązaniu z łatwą porównywalnością cen i płac w ramach unii walutowej sprzyja nadmiernemu (w stosunku do wydajności) ich wzrostowi. Różnice w PKB sprzyjały w krajach do tej pory wstępujących do SE (zwłaszcza w pierwszym okresie) narastaniu oczekiwań przyspieszonej (po przyjęciu wspólnej waluty) konwergencji. Oczekiwania te dodatkowo wzmacniały konsekwencje różnic w poziomie rozwoju gospodarczego. Przykładowo w reakcji na oczekiwany wzrost dochodu permanentego gospodarstwa domowe zwiększały bieżącą konsumpcję, wykorzystując do tego instrumenty kredytowe. Również w przypadku budżetów publicznych widać przeszacowanie siły i trwałości ożywienia, jakie wystąpiło po wejściu do SE w krajach peryferyjnych.

3. Luka konwergencji w przypadku Polski

Nie jest konieczne zrównanie wskaźników konwergencji nominalnej (i realnej) między krajem wstępującym a krajami już należącymi do unii walutowej. Nawet w przypadku jednolitych monetarnie obszarów (np. USA czy Polska) występują regionalne różnice w poziomie PKB per capita, poziomie cen i inflacji itp. W przypadku większości wskaźników trudno jest również wskazać naturalną granicę oddzielającą kraje, które mogą przystąpić do strefy euro, i te, dla których taka decyzja jest niebezpieczna. Nie jest możliwe jednoznaczne stwierdzenie, przy jakim poziomie dysparytetu stóp procentowych, różnic w PKB per capita czy też różnic inflacyjnych należy się powstrzymać od wejścia do unii walutowej. Im jednak większa luka, tym poważniejsze staje się potencjalne zagrożenie narastaniem nierównowag makroekonomicznych.

W tabeli 1 zestawiono, dla krajów, w których wystąpiły znaczne nierównowagi makroekonomiczne, dane obrazujące konwergencję nominalną na 8, 5 lat i rok przed przyjęciem wspólnej waluty oraz aktualne dane dla Polski. W analizie porównawczej uwzględniono kraje peryferyjne strefy euro dotknięte kryzysem i objęte różnymi formami wsparcia finansowego ze strony UE – Cypr, Grecję, Irlandię, Hiszpanię i Portugalię (Irlandia była objęta programem pomocowym w latach 2010-2013, Grecja od 2010, Hiszpania w latach 2012-2014, Portugalia 2011-2014 planowane zamknięcie programu w połowie 2014 roku, Cypr od 2013).

Dane dla Polski za rok 2013 dają zróżnicowany obraz. Różnice dotyczące stóp procentowych nie odbiegają znacząco od tej, jaka występowała w takich krajach, jak Hiszpania czy Portugalia na kilka lat przed przyjęciem wspólnej waluty, są natomiast niższe niż w przypadku Grecji, wyższe niż w Irlandii i na Cyprze. Poziom inflacji w Polsce w 2013 roku (podobnie jak w roku następnym) był zdecydowanie niższy. Poziom długu publicznego, chociaż na tle innych gospodarek europejskich nie jest dramatyczny, z pewnością stanowi znaczne utrudnienie w przypadku konieczności zaabsorbowania znacznego szoku negatywnego. Dług jest zbliżony do poziomu krajów peryferyjnych (z wyjątkiem Grecji) na kilka lat przed przyjęciem euro, a trzeba przypomnieć, że w pierwszym okresie uczestnictwa w strefie euro Hiszpania i Irlandia odnotowały znaczący spadek długu (do poziomów odpowiednio około 35% i 25% PKB tuż przed wybuchem kryzysu – i to te poziomy stanowiły punkt wyjścia w procesie, który ostatecznie doprowadził do kryzysu finansów publicznych).

Bieżąca wielkość luki jest jednak zależna od licznych zdarzeń (faza cyklu koniunkturalnego, jednorazowe działania polityki gospodarczej). Punktowa analiza może być zatem myląca. W ostatnich latach wzrosła różnica zarówno w przypadku krótkoterminowej, jak i długoterminowej stopy (rysunek 3), pomimo że jedne i drugie spadały w Polsce i osiągnęły historycznie rekordowo niskie poziomy. Europejski Bank Centralny prowadzi w reakcji na kryzys relatywnie ekspansywną politykę pieniężną (z główną stopą bliską zeru, a depozytową ujemną). W tym samym okresie NBP nie był zmuszony do tak radykalnych działań i chociaż obniżał oprocentowanie, to stopy spadały wolniej. Z kolei w przypadku długoterminowych stóp procentowych w wyniku kryzysu i znacznego wzrostu niepewności w gospodarce światowej doszło do dywergencji stóp w strefie euro i znacznych spadków rentowności niemieckich obligacji (stanowiących „bezpieczną przystań” na okres kryzysu). Można zatem oczekiwać, że po ustaniu efektów związanych z kryzysem globalnym i w strefie euro zmniejszy się luka w zakresie stóp procentowych.

Konwergencję stóp procentowych należy także oceniać z uwzględnieniem faktu, że skala zmniejszania różnic w wysokości realnych stóp procentowych po wejściu Polski do strefy euro prawdopodobnie będzie mniejsza niż w przypadku krajów przystępujących wcześniej. Jest niemal niemożliwe, aby po doświadczeniach kryzysu w strefie euro ponownie nastąpiło tak silne przestrzelenie oczekiwań. Wskazuje na to także dywergencja w zakresie długoterminowych stóp procentowych krajów strefy euro po kryzysie.

Tabela 1. Wybrane dane obrazujące konwergencję nominalną i realną

Wyszczególnienie	Polska		Cypr			Grecja			Hiszpania			Irlandia			Portugalia		
	2013	8*	5	1	8	5	1	8	5	1	8	5	1	8	5	1	
Nominalna krótkoterminowa stopa procentowa**	2,79	2,05	1,57	-0,13	16,23	10,52	3,33	4,05	2,69	0,73	1,26	0,55	1,95	8,49	5,78	0,8	
Nominalna długoterminowa stopa procentowa**	2,46	2,29	0,67	0,26	16,76	8,21	0,84	2,93	3,12	0,26	0,76	1,05	0,23	6,09	3,61	0,31	
Inflacja***	-1,3	3,8	3,7	2,8	10,4	7,0	4,1	3,8	1,4	1,9	-1,3	-0,8	5,4	7,8	4,3	3,2	
Saldo sektora rządowego i samorządowego/PKB	-4,3	-2,3	-6,6	3,5	-12,0	-6,7	-3,7	bd	-7,2	-3,0	-2,8	-1,8	2,2	-6,9	-7,1	-3,9	
Dług publiczny/PKB	55,7	55,2	63,6	54,1	94,4	94,6	99,6	42,3	58,3	62,5	91,8	86,1	51,6	54,8	56,4	51,8	
PKB p.c.****	62,6	78,4	77,7	84,4	73,3	71,4	72,1	79,7	78,5	82,3	77,9	83,9	104,6	66,2	66,6	68,5	
Wynagrodzenia****	52,6	69,5	73,1	72,5	69,5	70,9	76,1	97,9	100,7	97,8	95,6	96,9	94,5	54,4	57,1	60,7	

* Lat przed przystąpieniem do strefy euro.

** Spread względem analogicznej stopy niemieckiej.

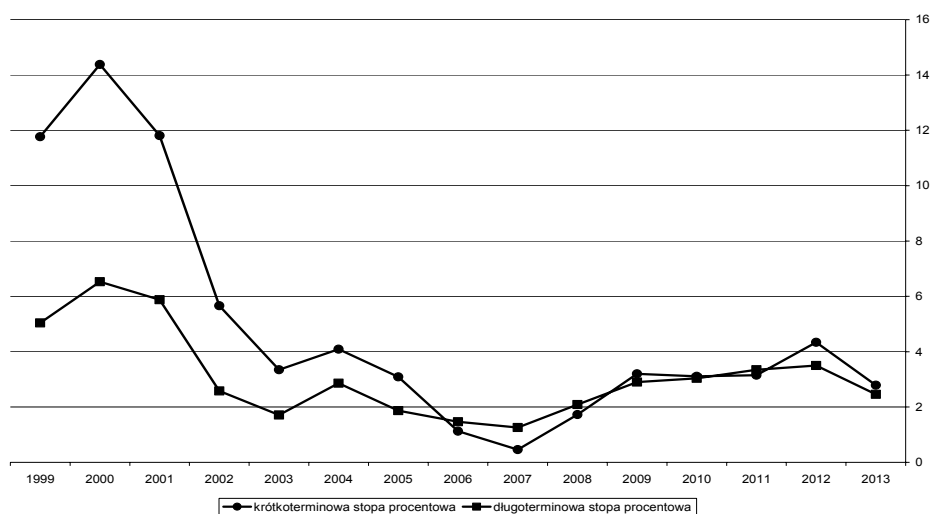
*** Deflator PKB, spread względem Niemiec.

**** UE15 = 100.

Źródło: Eurostat, AMECO – obliczenia własne.

Dane dotyczące inflacji również są zaburzone fazą cyklu koniunkturalnego oraz odmiennością reakcji banków centralnych (rysunek 4). Niska inflacja w Polsce (a w 2014 roku deflacja) jest wynikiem nałożenia się efektów polityki pieniężnej (ostrożniejszej na tle innych krajów) i krótkookresowego szoku podażowego (spadające ceny surowców i żywności). Z drugiej strony inflacja w Niemczech ułatwia procesy dostosowawcze w strefie euro (niezbędna, w celu zmniejszenia narosłych nierównowag makroekonomicznych, deflacja w krajach deficytowych jest w wyniku tego mniejsza). W przypadku inflacji bieżące dane dotyczące różnic inflacyjnych między Polską a Niemcami odbiegają zatem in plus.

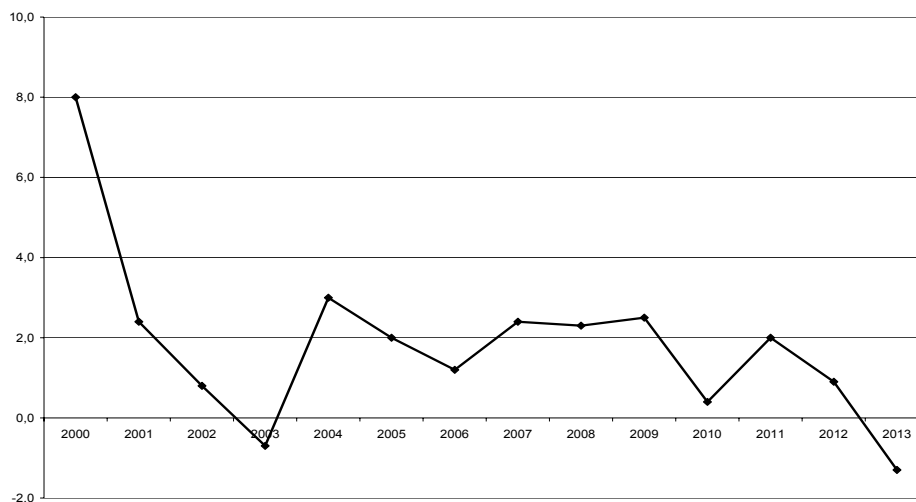
Zdecydowanie najistotniejszym problemem jest konwergencja realna, która może w przyszłości wpływać na konwergencję nominalną w okresie przyjęcia wspólnej waluty. Poziom PKB per capita wskazuje na to, że w relatywnie długim okresie należy się liczyć z efektami związanymi z procesem doganiania, a tym samym konsekwencjami dla różnic w wysokości inflacji, realnej stopy procentowej czy też realnego kursu walutowego. Również poziom wynagrodzeń wskazuje na znacznie większą lukę niż w przypadku krajów, w których wystąpiły nierównowagi makroekonomiczne. Tym samym po przyjęciu wspólnej waluty może się pojawić silna presja na wzrost wynagrodzeń szybszy od wzrostu wydajności.



Spread względem EURIBOR dla krótkoterminowej i względem niemieckiej dla długoterminowej stopy procentowej.

Rys. 3. Nominalne stopy procentowe w Polsce

Źródło: AMECO.



Deflator PKB, różnica względem inflacji w Niemczech.

Rys. 4. Inflacja w Polsce

Źródło: Eurostat.

Podsumowanie

Różnice dotyczące konwergencji nominalnej stanowiły jedną z przyczyn narastania nierównowag makroekonomicznych w strefie euro, nierównowagi te z kolei przyczyniły się do zaostrzenia kryzysu 2007+. Znaczne spadki nominalnych stóp procentowych pogłębione przez występujące różnice w poziomach inflacji przyczyniły się do poluzowania ograniczenia budżetowego zarówno w sektorze prywatnym, jak i publicznym. Występujące w chwili obecnej różnice w zakresie stóp procentowych oraz typowe różnice (z pominięciem lat 2013-14) między Polską a strefą euro mogą wskazywać na zbliżony do krajów dotkniętych kryzysem potencjał do narastania nierównowag makroekonomicznych, zwłaszcza jeśli uwzględni się również stan konwergencji realnej. Oznacza to, że w przypadku przyjęcia wspólnej waluty, polityka gospodarcza musi być przygotowana do działań pozwalających na zahamowanie lub skorygowanie nierównowag makroekonomicznych. Gotowość ta obejmuje zwłaszcza:

- politykę makroostrożnościową i nadzorczą, która w związku z brakiem instrumentu stopy procentowej (kosztu kredytu) musi przejąć na siebie odpowiedzialność za podaż kredytu,
- stabilne i elastyczne finanse publiczne zdolne do zabsorbowania pozytywnych i negatywnych szoków,

- politykę dochodową umożliwiającą ograniczanie wzrostu wynagrodzeń do poziomu wzrostu wydajności,
- wspieranie odchodzenia od konkurencyjności cenowej na rzecz konkurencyjności pozacenowej i wchodzenia na wyższe poziomy w łańcuchu wartości dodanej.

Literatura

- Bertola G. (2013), *Policy Coordination, Convergence, and the Rise and Crisis of EMU Imbalances*, European Economy Economic Papers 490.
- Brzoza-Brzezina M. (2003), *Zagadnienie naturalnej stopy procentowej*, „*Ekonomista*”, nr 4.
- Dobrinsky R. (2006), *Catch-up Inflation and Nominal Convergence: The Balancing Act for New EU Entrants*, „*Economic Systems*”, Vol. 30.
- Forster K., Vasardani M., Ca’Zorzi M. (2011), *Euro Area Cross-border Financial Flows and the Global Financial Crisis*, “*European Central Bank Occasional Paper Series*”, No 126.
- Gros D., Alcidi C. (2013), *Country Adjustment to a “Sudden Stop”: Does the Euro Make a Difference?* “*European Economy Economic Papers*”, No 492.
- Howells P., Bain K. (2008), *The Economics of Money*, Banking and Finance.
- Laubach T., Williams J. (2003), *Measuring the Natural Rate of Interest*, „*Review of Economics and Statistics*”, Vol. 85, No 4.
- Mendoza E., Terrones M. (2012), *An Anatomy of Credit Booms and Their Demise*, “*NBER Working Paper Series Working Paper*”, No 18379.
- Misala J. (2011), *Międzynarodowa konkurencyjność gospodarki narodowej*, PWE, Warszawa.
- Montiel P. (2012), *Makroekonomia międzynarodowa*, Wolters Kluwer, Warszawa.
- Obstfeld M. (2013), *Finance at Center Stage: Some Lessons of the Euro Crisis*, “*European Economy Economic Papers*”, No 493.
- Pietrucha J. (2014), *Kryzys w strefie euro jako tło zmian w zarządzaniu gospodarczym* [w:] J. Pietrucha, J. Żabińska (red.), *Zarządzanie gospodarcze w strefie euro*, Difin, Warszawa.
- Surveillance of Intra-Euro-Area Competitiveness and Imbalances (2010), *Economic and Financial Affairs*, European Commission, Luxembourg.
- Taylor J.B. (1993), *Discretion Versus Policy Rules in Practice*, Carnegie-Rochester Series on Public Policy, Vol. 39.
- Walters A., (1994), *Walters Critique*, [w:] K. Matthews (ed.), *The Economics and Politics of Money: The Selected Essays of Alan Walters*, Elgar, Cheltenham, U.K., Northampton, Mass.
- Wojtyna A. (2004), *Szkice o polityce pieniężnej*, PWE, Warszawa.
- Wójcik C. (2008), *Integracja ze strefą euro. Teoretyczne i praktyczne aspekty konwergencji*, PWN, Warszawa.

NOMINAL CONVERGENCE AND MACROECONOMIC IMBALANCES IN EURO AREA

Summary: Paper discusses lack of nominal convergence prior to euro adoption as the reason of eurozone crisis and examines spreads of main economic indicators – nominal interest rate, inflation and government debt. Taking in account differences in interest rates between Poland and the euro area (similar to the countries affected by the crisis prior to joining eurozone), there is potential for accumulation of macroeconomic imbalances, especially if we take into consideration the state of the real convergence. This means that in the case of adoption of a common currency, economic policy must be prepared to act allowing the suppression or correction of macroeconomic imbalances.

Keywords: euro area, nominal convergence, interest rate, macroeconomics imbalance.