

Jacek Pietrucha

Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach

SALDO OBROTÓW BIEŻĄCYCH I MECHANIZM KURSU WALUTOWEGO W KRAJACH EUROPY ŚRODKOWEJ I WSCHODNIEJ W LATACH 2008-2012

Wprowadzenie

Zmiana realnego kursu walutowego jest traktowana jako jeden z procesów dostosowawczych w przypadku wystąpienia nierównowagi w bilansie obrotów bieżących. Zgodnie z podstawowym ujęciem tego mechanizmu w przypadku spadku popytu na towary eksportowane z danego kraju, obniżenie realnej wartości waluty krajowej, przy innych czynnikach niezmiennych, prowadzi do deprecjacji realnego kursu walutowego i poprawia konkurencyjność cenową, a tym samym umożliwia absorpcję szoku.

Celem artykułu jest analiza skutków przyjęcia mechanizmu kursu walutowego dla procesów dostosowawczych w rachunku obrotów bieżących po szoku w krajach Europy Środkowej i Wschodniej należących do Unii Europejskiej w okresie 2008-2012, tj. okresie globalnego kryzysu finansowego, a następnie wtórnego wstrząsu w postaci kryzysu w strefie euro. Wśród 10 krajów regionu 4 posiadały w tym okresie kurs płynny (Czechy, Polska, Rumunia i Węgry), 4 kurs sztywny (Bułgaria, Estonia, Litwa, Łotwa), Słowenia była członkiem strefy euro, a Słowacja stała się nim od 2009 r.

1. Kurs walutowy jako instrument dostosowawczy bilansu płatniczego

Do mechanizmów przywracających równowagę w bilansie płatniczym należą zwłaszcza reakcje kursu walutowego i dochodów. W najprostszym ujęciu za zmianami salda ROB stoi zmiana popytu wewnętrznego uzależniona m.in. od

tempa wzrostu PKB, wysokości stóp procentowych oraz wydatków rządowych, a także zmiany realnego kursu walutowego¹.

Dostosowania kursów realnych mogą się odbyć poprzez dostosowania kursów nominalnych lub relatywnych poziomów cen.

Realny kurs walutowy jest definiowany jako

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

gdzie Q to realny kurs walutowy, S to nominalny kurs walutowy (definiowany jako liczba jednostek waluty krajowej za jednostkę waluty obcej), P^* – poziom cen zagranicznych, P – poziom cen krajowych. Wybór właściwego indeksu cen jest przedmiotem licznych dyskusji. Deflatorem mogą być: indeks cen konsumpcyjnych (CPI), jednostkowe koszty pracy (ULC) lub indeks cen eksportowych.

Zazwyczaj zwraca się uwagę na dostosowania następujące za pośrednictwem zmian nominalnego kursu walutowego (S). Podręcznikowy mechanizm dostosowawczy, jaki występuje po szoku, zakłada reakcję nominalnego kursu walutowego przywracającą równowagę w bilansie płatniczym. Usztywnienie nominalnego kursu walutowego, czy to w postaci izby walutowej, czy też rezygnacji z samodzielnej polityki kursu walutowego, np. w wyniku przyjęcia wspólnej waluty, jest traktowane tym samym jako koszt, gdyż zmiana nominalnego kursu walutowego przestaje być mechanizmem dostosowawczym po wystąpieniu wstrząsu. Dostosowania realnego kursu walutowego mogą się odbyć w takim przypadku wyłącznie za pośrednictwem zmian relatywnego poziomu cen względem zagranicy (P^* względem P), mierzonych np. indeksem cen konsumpcyjnych lub jednostkowymi kosztami pracy.

Zgodnie z teorią optymalnych obszarów walutowych skala kosztów rezygnacji z polityki nominalnego kursu walutowego jest zależna zwłaszcza od tego, na ile gospodarka kraju członkowskiego jest narażona na występowanie wstrząsów asymetrycznych (a zatem na ile reakcja kursu walutowego musi być odmienna w stosunku do innych krajów członkowskich) oraz od skuteczności działania pozostałych kanałów przywracania równowagi².

Niezależnie od tego, wykorzystywanie nominalnego kursu walutowego do poprawy konkurencyjności cenowej może natrafiać na następujące bariery:

- a) długookresowo będzie nieskuteczne w przypadku, gdy źródłem niskiej konkurencyjności jest konkurencyjność pozacenowa; dewaluację/deprecjację

¹ P. Montiel: Makroekonomia międzynarodowa. Wolters Kluwer, Warszawa 2012, s. 119.

² Por. np. P. de Grauwe: Economics of Monetary Union. Oxford University Press, New York 2009, s. 5 i dalsze.

można rozumieć co najwyżej jako instrument podtrzymujący przejściowo popyt i produkcję po wystąpieniu szoku, ale nie jako narzędzie długookresowego utrzymywania konkurencyjności gospodarki³,

- b) zmiana nominalnego kursu walutowego wywołuje odpowiednią reakcję krajowego poziomu cen (dewaluacja wywołuje presję inflacyjną), tym samym ostateczna zmiana realnego kursu walutowego może być mniejsza od zmiany nominalnego kursu,
- c) jeśli dewaluacja jest często wykorzystywanym instrumentem przywracania równowagi, to może być wpisana trwale w oczekiwania inflacyjne, a tym samym nie będą występować nawet efekty krótkookresowe spadku wartości waluty krajowej.

Koncepcja wykorzystania nominalnego kursu do przywracania równowagi zewnętrznej zakłada, że bieżący nominalny kurs walutowy w warunkach kursu płynnego kształtuje się na poziomie wyznaczonym przez czynniki fundamentalne (w tym przypadku rozumiane jako równowaga zewnętrzna i wewnętrzna) i reaguje wyłącznie na ich zmianę. W rzeczywistości jednak charakterystyka współczesnych rynków walutowych (duża rola oczekiwań oraz spekulacji) sprawia, że bieżący kurs może znacznie i trwale odchyłać się od kursu równowagi, tym samym stanowić raczej czynnik destabilizujący aniżeli stabilizujący saldo ROB. Jeżeli zmienność kursu walutowego jest wywołana czynnikami psychologicznymi lub spekulacyjnymi, a nie pochodzącymi ze sfery realnej, to kurs walutowy jest czynnikiem wywołującym lub przenoszącym szoki, a nie je absorbującym. Do najważniejszych przyczyn odchylenia kursu bieżącego od kursu równowagi można zaliczyć:

- a) zmienność oczekiwań co do przyszłych krótkoterminowych stóp procentowych, które przyczyniają się do przepływów kapitałów spekulacyjnych,
- b) wahania bieżącej i oczekiwanej premii za ryzyko,
- c) typową dla rynków finansowych (w tym walutowego) spekulację na podtrzymanie trendu (co może generować znaczne spekulacyjne odchylenia od wartości zgodnych z fundamentami, tzw. bańki spekulacyjne)⁴.

Ostateczna ocena kosztów rezygnacji z nominalnego kursu walutowego jako instrumentu korygującego deficyt w rachunku obrotów bieżących zależy za-

³ Przykładem może być Grecja w latach 80. Niską konkurencyjność gospodarki próbowano poprawiać licznymi dewaluacjami drachmy. W dłuższym czasie przyczyniało się to jednak do narastania nierównowagi makroekonomicznej oraz sprzyjało utrzymywaniu strukturalnych i instytucjonalnych cech gospodarki greckiej odpowiedzialnych za niską konkurencyjność.

⁴ J. Borowski: Integracja monetarna. Wyzwania dla Polski. PWE, Warszawa 2011, s. 46.

tem od specyfiki danej gospodarki (np. typów szoków jakich doświadcza⁵). W przypadku dominacji szoków nominalnych, których źródłem jest rynek walutowy, usztywnienie kursu (wejście do unii walutowej) przynosi korzyści. W przypadku dominacji szoków realnych usztywnienie generuje koszty.

Usztywnienie kursu walutowego powoduje, że większego znaczenia nabierają inne aniżeli nominalny kurs walutowy kanały absorpcji szoków. Odpowiednie dostosowanie realnego kursu walutowego może się odbyć za pośrednictwem zmian relatywnych cen (relatywnych kosztów pracy). Wymaga to odpowiedniego wykorzystania innych niż polityka pieniężna (polityka kursu walutowego) instrumentów polityki gospodarczej, w tym zwłaszcza polityki strukturalnej. Dostosowania (redukcja deficytu ROB) muszą odbyć się poprzez reakcję: cen i płac – ich redukcję (wewnętrzna dewaluacja), polityki fiskalnej (restrykcyjna) oraz rynków finansowych (odpływ kapitału) – wszystkie te działania w konsekwencji przynoszą spadek popytu krajowego i poprawę salda ROB. Tak rozumiane dostosowania są jednak powiązane z licznymi kosztami (spadek PKB, wzrost bezrobocia), które mogą stawiać pod znakiem zapytania jego efektywność.

Rzeczą zaskakującą jest, że pozytywna rola kursu walutowego w procesach dostosowawczych bilansu płatniczego jest relatywnie słabo potwierdzona empirycznie. Chin i Wei stwierdzili, że mechanizm kursu walutowego nie ma znaczenia dla procesów dostosowawczych w przypadku nierównowagi zewnętrznej⁶. Badając 170 krajów za okres 1971-2005 doszli do wniosku, że procesy dostosowawcze w rachunku obrotów bieżących są niezależne od reżimu kursu walutowego. A. Ghosh, M. Qureshi, C. Tsangarides zauważyli jednak, że standardowe klasyfikacje (zarówno de jure, jak i de facto) mechanizmów kursów walutowych pomijają fakt, że zmienność kursu walutowego może być różna w stosunku do poszczególnych partnerów handlowych⁷. I tak na przykład kurs dolara amerykańskiego jest zasadniczo płynny, jednak ze względu na politykę kursową Chin, w stosunku do yuana zasadniczo sztywny. I odwrotnie w Chinach dla transakcji rozliczanych w dolarach kurs yuana jest sztywny wobec innych walut może być zmienny, gdyż wędruje śladem zmian wyceny dolara (np. wobec euro). Podobny problem występuje w strefie euro. Między krajami strefy euro i dla innych transakcji rozliczanych w euro nominalny kurs jest sztywny, jednak

⁵ Raport na temat Pełnego uczestnictwa Rzeczypospolitej Polskiej w trzecim etapie Unii Gospodarczej i Walutowej. NBP, Warszawa 2009.

⁶ M. Chinn, S. Wei: A Faith-Based Initiative: Does a Flexible Exchange Rate Regime Really Facilitate Current Account Adjustment? NBER Working Paper Series 14420, October 2008.

⁷ A. Ghosh, M. Qureshi, C. Tsangarides: Is the Exchange rate Regime Really Irrelevant for External Adjustment? „Economics Letters” 2013, Vol. 118.

dla transakcji rozliczanych w dolarach płynny, bo płynny jest kurs euro. Autorzy skonstruowali miernik zmian realnego kursu walutowego uwzględniający bilateralne kursy walutowe ważone udziałami w handlu zagranicznym. Biorąc pod uwagę nowy miernik uzyskali statystycznie istotny wpływ zmian kursu na procesy dostosowawcze w rachunku obrotów bieżących (zwłaszcza dla krajów o dojrzałych gospodarkach). Również S. Herrman dla 11 krajów Europy Środkowej i Wschodniej stwierdziła, że elastyczność kursu walutowego przyczynia się do przyspieszenia dostosowań w rachunku bieżącym⁸. Warto zauważyć, że w powyższych badaniach przedmiotem zainteresowania jest realny kurs walutowy, nie odpowiadają one zatem na pytanie czy dostosowania mają się odbyć za pośrednictwem zmian nominalnego kursu, czy też cen i płac.

Interesujące są wyniki badań O. Gervaisa, L. Schembriego, L. Suchanek za lata 1975-2008. Autorzy dochodzą do wniosku, że zmiany realnego kursu walutowego przyczyniają się do szybszych dostosowań w rachunku bieżącym, jednak w krajach o wschodzących gospodarkach zmiana realnego kursu walutowego oraz dostosowania w ROB następują często za pośrednictwem kryzysu walutowego⁹. Gwałtowne dostosowania cenowo-ilościowe jakie występują w okresie kryzysu przyczyniają się do szybkiej poprawy salda ROB.

2. Kurs walutowy i saldo ROB w krajach Europy Środkowej i Wschodniej

Analizie poddano 10 krajów Europy Środkowej i Wschodniej należących do Unii Europejskiej. W krajach tych występują zarówno sztywne mechanizmy kursu walutowego (klasyfikowane jako *hard peg*), jak i płynne (tab. 1). Wśród krajów o sztywnych mechanizmach można wyodrębnić dwie grupy: kraje, których walutą jest euro oraz kraje z derogacją. W pierwszej grupie nastąpiło nieodwołalne usztywnienie kursu walutowego w transakcjach między członkami unii walutowej i wprowadzono wspólną walutę. W drugiej grupie usztywnienie kursu (zazwyczaj w postaci izby walutowej) nastąpiło przy zachowaniu własnej waluty. Obydwa rozwiązania są zazwyczaj klasyfikowane jako *hard peg*, jednak z punktu widzenia dylematów polityki kursu walutowego w krajach Europy

⁸ S. Herrmann: Do we Really know That Flexible Exchange Rates Facilitate Current Account Adjustment? Some New Empirical Evidence for CEE Countries. Discussion Paper Series 1. „Economic Studies” 2009, No. 22.

⁹ O. Gervais, L. Schembri, L. Suchanek: External Stability, Real Exchange Rate Adjustment and the Exchange Rate Regime in Emerging-Market Economies. Bank of Canada Discussion Paper 2011-5, June 2011.

Środkowej i Wschodniej warto je rozpatrzeć oddzielnie. Pewną trudność stwarzają zróżnicowane daty przystąpienia niektórych krajów do strefy euro. Przystąpienie Słowacji nastąpiło na początku okresu, który jest przedmiotem zainteresowania w artykule, stąd przyjęto, że należy on do grupy krajów z walutą euro. Trzeba jednak pamiętać, że okres poprzedzający wejście Słowacji do strefy euro (pobytu w ERM II) był powiązany z silną nominalną i realną aprecjacją. Estonia została przyjęła wspólną walutę w 2011 r., stąd dla I fazy kryzysu należy uznać ją za kraj z derogacją, a dla II fazy za kraj EMU.

Tabela 1

Mechanizmy kursów walutowych w krajach
Europy Środkowej i Wschodniej w okresie 2008-2012

| Kraj | Mechanizm kursu walutowego |
|----------|--|
| Bułgaria | sztywny (izba walutowa) |
| Czechy | płynny |
| Estonia | sztywny (izba walutowa)/ euro (od 2011 r.) |
| Litwa | sztywny (izba walutowy) |
| Łotwa | sztywny (stabilizowany w wąskim paśmie) |
| Polska | płynny |
| Rumunia | płynny |
| Słowacja | euro |
| Słowenia | euro |
| Węgry | płynny |

Źródło: Na podstawie: Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions 2012, International Monetary Fund.

Po pierwsze można przeanalizować jak przyjęty mechanizm kursu walutowego wpłynął na rzeczywistą efektywną zmienność kursu. Jak wspomniano wyżej, usztywnienie kursu wobec wybranej waluty nie oznacza usztywnienia dla wszystkich transakcji (np. dla kraju strefy euro transakcje rozliczane w dolarze – kurs euro–dolar jest płynny). Obraz zmian wartości waluty daje efektywny kurs walutowy wobec szerokiej grupy krajów ważony udziałami w handlu zagranicznym (tab. 2-3).

W latach 2007-2012 w przypadku krajów *hard peg* zmiany nominalnego kursu efektywnego były nieznaczne (z niewielką tendencją do umacniania się przed wybuchem kryzysu) ze względu na usztywnienie waluty krajowej wobec euro oraz dominującą rolę transakcji rozliczanych w tej walucie. To samo dotyczy krajów należących do UGW, przy czym w okresie poprzedzającym przystąpienie Słowacji waluta tego kraju podlegała silnej nominalnej aprecjacji. W krajach o płynnym kursie walutowym w okresie poprzedzającym kryzys doszło do aprecjacji waluty krajowej (w części krajów bardzo silnej), a następnie (z wyjąt-

kiem Czech) do osłabienia. Jeśli za rok bazowy przyjąć 2005, co wydaje się zasadne, gdyż eliminuje statystyczny efekt silnej aprecjacji tuż przed wybuchem kryzysu, to kraje o płynnych kursach odnotowały osłabienie waluty (z wyjątkiem Czech), pozostałe kraje utrzymały nominalną wartość waluty (z wyjątkiem Słowacji).

Tabela 2

Nominalny efektywny kurs walutowy

| | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 |
|----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Bułgaria | 92,55 | 95,58 | 100,10 | 101,30 | 100,00 | 100,82 | 101,38 | 103,15 | 105,81 | 103,49 | 104,84 | 104,09 |
| Czechy | 84,33 | 94,08 | 93,80 | 94,18 | 100,00 | 105,20 | 107,63 | 120,73 | 116,35 | 119,34 | 123,03 | 119,12 |
| Estonia | 95,44 | 96,08 | 99,20 | 100,12 | 100,00 | 100,20 | 101,26 | 102,73 | 105,17 | 102,00 | 101,55 | 100,02 |
| Łotwa | 119,10 | 115,56 | 108,70 | 105,26 | 100,00 | 100,03 | 99,96 | 100,84 | 102,85 | 99,89 | 100,32 | 100,40 |
| Litwa | 90,06 | 94,71 | 99,42 | 100,55 | 100,00 | 100,08 | 100,83 | 101,78 | 104,28 | 101,63 | 102,00 | 100,62 |
| Węgry | 92,72 | 99,09 | 97,92 | 99,38 | 100,00 | 93,94 | 99,04 | 99,85 | 91,50 | 91,26 | 90,35 | 86,27 |
| Polska | 106,10 | 101,57 | 91,33 | 89,25 | 100,00 | 103,50 | 107,00 | 116,76 | 96,08 | 102,04 | 99,13 | 96,41 |
| Rumunia | 131,84 | 111,69 | 96,31 | 89,96 | 100,00 | 103,58 | 109,99 | 100,79 | 89,16 | 87,97 | 88,33 | 83,15 |
| Słowenia | 106,01 | 103,13 | 102,50 | 101,09 | 100,00 | 100,16 | 100,44 | 100,93 | 102,96 | 101,08 | 101,42 | 100,73 |
| Słowacja | 87,01 | 88,25 | 93,40 | 97,67 | 100,00 | 103,64 | 114,42 | 124,12 | 132,51 | 129,54 | 129,77 | 129,23 |

Nominalny efektywny kurs walutowy względem 36 najważniejszych partnerów handlowych.
2005 = 100

Źródło: Eurostat.

W okresie poprzedzającym wybuch kryzysu realny efektywny kurs walutowy miał tendencję do aprecjacji w większości krajów regionu (wyjątkiem były zwłaszcza Węgry). Najsilniejsze umocnienie walut krajowych nastąpiło w krajach stosujących sztywne mechanizmy kursu walutowego oraz na Słowacji w okresie uczestnictwa w mechanizmie ERM II. Obydwa szoki związane z kryzysem oznaczały w większości krajów regionu osłabienie realnego kursu walutowego (wyjątkiem są m.in. Czechy i Bułgaria). Osłabienie było jednak mocno zróżnicowane co do skali i w większości przypadków nie rekompensowało wcześniejszej aprecjacji (z wyjątkiem Polski oraz Węgier, jeśli za rok bazowy przyjąć 2005). Osłabienie REER w krajach o płynnych kursach walutowych było wyraźniejsze na tle zwłaszcza *hard peg* oraz (choć w mniejszym stopniu) krajów należących do strefy euro, jednak w poszczególnych krajach ścieżki były różne (Czechy i zwłaszcza Rumunia doświadczyły jedynie umiarkowanej deprecjacji, wyraźna jest zróżnicowana reakcja Słowacji i Słowenii).

Tabela 3

Realny efektywny kurs walutowy

| | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 |
|----------|--------|--------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Bułgaria | 92,94 | 93,22 | 95,46 | 97,81 | 100,00 | 102,50 | 109,83 | 119,56 | 132,23 | 137,09 | 138,63 | 138,50 |
| Czechy | 78,97 | 92,01 | 92,94 | 95,76 | 100,00 | 105,09 | 108,65 | 121,21 | 114,37 | 118,03 | 121,50 | 118,70 |
| Estonia | 84,63 | 87,10 | 92,86 | 98,35 | 100,00 | 107,28 | 122,92 | 135,16 | 135,27 | 125,20 | 121,27 | 121,65 |
| Łotwa | 98,81 | 92,93 | 90,45 | 92,56 | 100,00 | 114,29 | 141,61 | 163,73 | 148,41 | 131,36 | 137,59 | 135,65 |
| Litwa | 85,62 | 89,99 | 93,23 | 96,77 | 100,00 | 107,93 | 111,48 | 117,34 | 114,84 | 105,66 | 104,45 | 102,90 |
| Węgry | 79,44 | 90,62 | 92,87 | 97,93 | 100,00 | 95,17 | 104,62 | 105,42 | 95,25 | 94,69 | 93,99 | 94,07 |
| Polska | 121,37 | 111,22 | 94,71 | 90,02 | 100,00 | 101,43 | 105,57 | 118,97 | 95,97 | 103,94 | 100,46 | 97,01 |
| Rumunia | 94,12 | 77,05 | 78,13 | 74,67 | 100,00 | 107,15 | 128,47 | 138,75 | 120,68 | 116,39 | 130,11 | 125,99 |
| Słowenia | 96,72 | 97,64 | 99,23 | 100,84 | 100,00 | 100,38 | 101,47 | 104,03 | 110,40 | 109,39 | 107,75 | 105,28 |
| Słowacja | 79,34 | 82,06 | 88,53 | 94,66 | 100,00 | 104,81 | 114,18 | 124,23 | 134,56 | 130,93 | 129,08 | 126,15 |

Realny efektywny kurs walutowy względem 36 najważniejszych partnerów handlowych.
2005 = 100

Źródło: Ibid.

W krajach Europy Środkowej i Wschodniej można oczekiwać, że w związku z występowaniem procesów konwergencji realnej, salda rachunku obrotów bieżących będą ujemne¹⁰. W okresie poprzedzającym wybuch globalnego kryzysu, jak i okresie późniejszym widać jednakże znaczne odmienności w zakresie skali nierównowagi zewnętrznej w krajach regionu. Generalny obraz był następujący: w okresie poprzedzającym kryzys deficyty w rachunkach bieżących narastały, w okresie kryzysu doszło do zatrzymania tej tendencji, w niektórych krajach do odwrócenia. Szczególnie charakterystyczny był przebieg zdarzeń w krajach o sztywnych kursach, które nie należały do strefy euro. Boomowi poprzedzającemu kryzys towarzyszyły silnie narastające deficyty rachunków obrotów bieżących. Po 2009 r. doszło jednak do szybkiej poprawy salda ROB (z poziomów – 20% do zrównoważonego). Do poprawy doszło również w krajach należących do UGW (zarówno Słowacja, jak i Słowenia odnotowały saldo dodatnie w 2012 r.) – tab. 4.

¹⁰ E. Najlepszy, K. Sobański: Niestabilność równowagi zewnętrznej krajów rozwijających się. PWE, Warszawa 2010, s. 77.

Tabela 4

Saldo rachunku obrotów bieżących (% PKB)

| | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 |
|----------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------|------|------|------|
| Bułgaria | -5,5 | -2,4 | -5,3 | -6,4 | -11,6 | -17,6 | -25,2 | -23,1 | -8,9 | -1,5 | 0,1 | -1,3 |
| Czechy | -5,1 | -5,3 | -6,0 | -5,0 | -1,0 | -2,0 | -4,3 | -2,1 | -2,4 | -3,9 | -2,7 | -2,5 |
| Estonia | -5,2 | -10,6 | -11,3 | -11,3 | -10,0 | -15,3 | -15,9 | -9,2 | 3,4 | 2,9 | 2,1 | -1,2 |
| Łotwa | -7,7 | -6,7 | -8,2 | -12,9 | -12,6 | -22,5 | -22,4 | -13,1 | 8,6 | 2,9 | -2,2 | -1,7 |
| Litwa | -4,7 | -5,1 | -6,7 | -7,6 | -7,1 | -10,6 | -14,4 | -12,9 | 3,7 | 0,1 | -3,7 | -0,5 |
| Węgry | -6,1 | -7,0 | -8,0 | -8,3 | -7,2 | -7,4 | -7,3 | -7,3 | -0,2 | 1,1 | 0,8 | 1,6 |
| Polska | -3,1 | -2,8 | -2,5 | -5,3 | -2,4 | -3,8 | -6,2 | -6,6 | -3,9 | -5,1 | -4,9 | -3,5 |
| Rumunia | -5,5 | -3,3 | -5,9 | -8,3 | -8,6 | -10,4 | -13,5 | -11,5 | -4,2 | -4,4 | -4,5 | -4,0 |
| Słowenia | 0,2 | 1,0 | -0,8 | -2,6 | -1,7 | -2,5 | -4,8 | -6,2 | -0,7 | -0,6 | 0,0 | 2,3 |
| Słowacja | -8,3 | -7,9 | -5,9 | -7,8 | -8,5 | -7,8 | -5,3 | -6,2 | -2,6 | -3,7 | -2,1 | 2,3 |

Źródło: Ibid.

W krajach o płynnym kursie walutowym poprawa ROB była nieznaczna i (po I fali kryzysu) przejściowa. Jedyne kraj, który doświadczył znacznej poprawy równowagi zewnętrznej – Węgry – osiągnął to w warunkach stagnacji gospodarczej i ograniczonego popytu.

Znaczna poprawa salda ROB w krajach o sztywnych kursach walutowych wynikała z silnej reakcji popytowej w okresie kryzysu gospodarczego. Kraje *hard peg* Europy Środkowej od połowy lat 90. doświadczały szybkiego wzrostu gospodarczego. Między innymi w wyniku przyjętego mechanizmu kursu walutowego zaczęły jednak doświadczać niestabilnych boomów kredytowych, przegrzania gospodarki wynikającego z nadmiernej konsumpcji i inwestycji oraz rosnących deficytów bieżących¹¹. Nagromadzone wcześniejsze nierównowagi powiązane z brakiem możliwości nominalnych dostosowań kursowych spowodowały, że globalny kryzys zapoczątkowany w 2007 r. skutkowało znacznym załamaniem w sektorze realnym. Szybka i głęboka poprawa salda ROB, która rozpoczęła się od 2008 r. wynikała z silnego spadku popytu globalnego i była powiązana ze znacznymi kosztami w wielkości PKB.

¹¹ A. Sławiński: Ryzyko utraty kontroli nad wysokością stopy procentowej w systemie izby walutowej. „Ekonomista” 2007, nr 2.

Podsumowanie

W krajach Europy Środkowej i Wschodniej mechanizmy kursu walutowego są zróżnicowane – od w pełni sztywnych (zwłaszcza izba walutowa oraz udział w unii walutowej) do płynnych. Kraje stosujące płynne kursy walutowe doświadczyły w okresie kryzysu spadku nominalnego i (w mniejszym stopniu) realnego kursu walutowego, ale jednocześnie bardzo umiarkowanej i nietrwałej poprawy rachunku obrotów bieżących. Kraje o sztywnych mechanizmach po okresie wzrostu nierównowagi wewnętrznej i zewnętrznej w okresie kryzysu doświadczyły szybkich procesów dostosowawczych w ROB poprzez głęboką recesję. Trwałość tych dostosowań jest obecnie trudna do określenia.

Literatura

- Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions 2012, International Monetary Fund.
- Borowski J.: Integracja monetarna. Wyzwania dla Polski. PWE, Warszawa 2011.
- Chinn M., Wei S.: A Faith-Based Initiative: Does a Flexible Exchange Rate Regime Really Facilitate Current Account Adjustment? NBER Working Paper Series 14420, October 2008.
- Gervais O., Schembri L., Suchanek L.: External Stability, Real Exchange Rate Adjustment and the Exchange Rate Regime in Emerging-Market Economies. Bank of Canada Discussion Paper 2011-5, June 2011.
- de Grauwe P.: Economics of Monetary Union. Oxford University Press, New York 2009.
- Ghosh A., Qureshi M., Tsangarides C.: Is the Exchange rate Regime Really Irrelevant for external adjustment? „Economics Letters” 2013, Vol. 118.
- Herrmann S.: Do we Really Know that Flexible Exchange Rates Facilitate Current Account Adjustment? Some New Empirical Evidence for CEE Countries. Discussion Paper Series 1: „Economic Studies” 2009, No. 22.
- Montiel P.: Makroekonomia międzynarodowa. Wolters Kluwer, Warszawa 2012.
- Najlepszy E., Sobański K.: Niestabilność równowagi zewnętrznej krajów rozwijających się. PWE, Warszawa 2010.
- Raport na temat Pełnego uczestnictwa Rzeczypospolitej Polskiej w trzecim etapie Unii Gospodarczej i Walutowej. NBP, Warszawa 2009.
- Sławiński A.: Ryzyko utraty kontroli nad wysokością stopy procentowej w systemie izby walutowej. „Ekonomista” 2007, nr 2.

CURRENT ACCOUNT AND EXCHANGE RATE MECHANISM IN CEE COUNTRIES

Summary

This paper analyzes the relation between exchange rate mechanism and current account balance adjustment in the Central and Eastern European EU Member States. Exchange rates in the Central and Eastern European EU Member States differ considerably, from completely fixed exchange rate arrangements to pure floaters. During crises floater's countries experience drop in nominal and (in less extend) real effective exchange rate but very moderate adjustment in terms of current balance. Hard peg countries, following the strong increase in the internal and external imbalances in the period up until 2008, are now experiencing a very rapid economic adjustment period via through recessions.