

Introdukcja euro w perspektywie akcesji i wyzwań absorpcji

Katarzyna Dąbrowska-Gruszczyńska, dr, Wydział Nauk Ekonomicznych Uniwersytetu Warszawskiego

Marcin Gruszczyński, dr, Wydział Nauk Ekonomicznych Uniwersytetu Warszawskiego

Wstęp

Uczestnictwo w unii monetarnej oraz oczekiwane koszty i korzyści tego posunięcia są przedmiotem wielu analiz teoretycznych i empirycznych. Za główne korzyści przyjęcia wspólnej waluty uznaje się możliwość zwiększenia wymiany handlowej (m.in. dzięki eliminacji ryzyka kursowego i redukcji kosztów transakcyjnych związanych z wymianą walut czy zabezpieczaniem się przed ryzykiem kursowym), stabilizację warunków funkcjonowania gospodarki (np. dzięki skuteczniejszej kontroli inflacji), a także poprawę wiarygodności polityki makroekonomicznej. Na wstępie należy jednak dodać, że korzyści z integracji monetarnej nie należy sprowadzać jedynie do likwidacji wahań czy jednorazowego wstrząsu. Pozytywne efekty będą występowały przez wszystkie lata pozostawania w Europejskiej Unii Monetarnej. Przemiany uboczne — harmonizacja regulacji prawnych, przenikanie obyczajów handlowych, redukcja ryzyka długookresowego inwestowania — powinny w długim okresie pozytywnie wpływać na zwiększenie wymiany handlowej i finansowej, a przez to powiększanie produktu i dochodu narodowego.

Oczekuje się, że na skutek konwergencji krajowe stopy procentowe powinny spaść do poziomu unijnego, a przynajmniej się do niego zbliżyć, co powinno umożliwić prowadzenie działalności gospodarczej na większą skalę, ale także zredukować koszty obsługi długu zagranicznego, publicznego i prywatnego.

Eliminacja ryzyka kursowego uprości i ułatwi inwestowanie na rynkach papierów wartościowych, a zarazem otworzy nowe perspektywy przed funduszami inwestycyjnymi, bankami oraz osobami fizycznymi (poprawią się właściwości funkcji informacyjnej rynków aktywów). Warto dodać, że euro znajduje się w portfelach już 500 mln osób, a także w obsługujących ich sklepach, urzędach i bankach.

Za główny koszt wprowadzenia wspólnej waluty uznaje się utratę niezależnej polityki pieniężnej — zniknięcie jednego z potencjalnych mechanizmów (narzędzi) absorpcji wstrząsów zewnętrznych (a zwłaszcza szoków asymetrycznych). Cała potencjalna presja ewentualnego szoku będzie musiała

być amortyzowana przez mobilność czynników produkcji (np. pracy) lub elastyczność wynagrodzeń oraz politykę fiskalną (tzw. automatyczne stabilizatory).

Wraz z przystąpieniem do Unii Europejskiej w nowych krajach członkowskich pojawiły się nowe wyzwania, zarówno pozytywne jak i negatywne, związane z właściwą absorpcją funduszy prywatnych i publicznych. Napływ kapitału rozpoczął przemiany ekonomiczne, które mogą utrudnić kolejny krok integracji — wprowadzenie wspólnej waluty. Literatura przedmiotu wskazuje na cztery zagrożenia, mogące utrudnić pełną integrację monetarną — wahania pozycji bilansu obrotów kapitałowych, błędnie ustanowiony parytet, ekspansję kredytową, brak koordynacji pomiędzy polityką fiskalną a pieniężną [Schadler et al., 2005]. Autorzy upatrują jednak największe zagrożenie w możliwości wystąpienia problemów z kontrolą presji inflacyjnej. Presja ta wydaje się być ściśle związana z konsekwencjami akcesji, a mianowicie napływem inwestycji publicznych i prywatnych. Napływ ten jest dodatkowo wzmacniany nieefektywnością mechanizmu kształtowania kursu walutowego, spowodowanej tym napływem. Nieefektywność kursu powoduje, że kurs walutowy może być uznany za swoiście gwarantowany, zdejmując ryzyko walutowe z uczestników rynku inwestujących w aktywa denominowane w walutach krajów — nowych członków. Powoduje to — krótkookresowo i średniookresowo — zwiększanie się napływu inwestycji, a zarazem nasilenie się presji aprecjacyjnej na te waluty. Efektem napływu prócz realnej i nominalnej aprecjacji oraz zakłóceń na rachunku obrotów bieżących jest dodatkowa presja inflacyjna. Jeżeli nowe kraje członkowskie będą cechowały się wyższą stopą wzrostu gospodarczego, szybszym wzrostem wydajności pracy oraz płac, to do oczekiwanej presji inflacyjnej należałoby dodać presję powodowaną przez napływ, w tym także ponadnormalny, kapitału zagranicznego. Prócz bąbli spekulacyjnych można zatem oczekiwać uporczywych trudności w wypełnieniu kryterium (inflacyjnego) z Maastricht.

Autorzy stawiają tezę, że po akcesji nastąpiła zmiana efektywności (słabej) rynku walutowego Polski, Czech i Węgier. Jeśliby zaszła zmiana w kierunku poprawy efektywności, to można przypuszczać, że obecny moment byłby właściwy na wprowadzenie euro, a przystąpienie do Unii zadziałałoby stabilizująco na sytuację rynkową. W przeciwnym przypadku wydaje się, że właściwy moment albo minął, albo dopiero może nadejść (przy innym kursie rynkowym), a przystąpienie do Unii Europejskiej miało efekt szokowy, nie do końca zaabsorbowany przez gospodarkę. Być może jednak, nawet przy zmniejszeniu efektywności, byłby to moment ustabilizowania i uspokojenia kursu walutowego, który mógłby zostać wykorzystany na dokończenie procesu integracji. Tygodniowe kursy EUR/PLN, EUR/CZK, EUR/HUF zbadano testując korelacje opóźnień oraz testem na autokorelację Ljunga-Boxa (Q).

1. Zagrożenia dla wprowadzenia euro w świetle specyfiki nowych krajów członkowskich

Nowe kraje członkowskie przystępując do Unii Europejskiej zobowiązały się do pełnego uczestnictwa w unii monetarnej, co oznacza między innymi przyjęcie wspólnej waluty. Istotną kwestią jest wybranie właściwego, ale także realnego i bliskiego, momentu dokonania tego posunięcia. Jeżeli korzyści długoterminowe (wzrost handlu oraz PKB, zyski z niższego oprocentowania długu i kredytu, niższych oczekiwań inflacyjnych, poprawa dyscypliny i wiarygodności polityki fiskalnej) przeważają nad długoterminowymi kosztami (utrata polityki pieniężnej jako narzędzia stabilizacji), to wprowadzenie euro powinno zostać dokonane jak najszybciej.

Nowi członkowie Unii Europejskiej stają przed unikalnym wyzwaniem, niemającym precedensu w historii. Unikalność ta polega na różnicach strukturalnych pomiędzy nowymi członkami Unii a członkami dotychczasowymi. Pomimo rosnącego podobieństwa (konwergencji) nowych gospodarek do standardów unijnych istotne pozostają jeszcze różnice spowodowane odmienną sytuacją wyjściową gospodarek, w większości transformujących się. Za główne różnice można uznać [Schadler et al., 2005]:

- niższy PKB *per capita* (od ok. 40% unijnego w Polsce do ok. 70% w Słowenii), aczkolwiek przy tempie wzrostu PKB przeciętnie wyższym od stopy wzrostu strefy euro,
- niską bazę kapitałową,
- rosnące realne kursy walutowe,
- znaczący napływ kapitału, inwestycji bezpośrednich, ale także i portfelowych — w odpowiedzi na wyższe stopy zwrotu w regionie,
- niski poziom pośrednictwa finansowego poprzez sektor bankowy¹,
- duże deficyty budżetowe (ok. 2,5–6,5% PKB).

Warunki wyjściowe oczywiście mogą determinować bilans zysków i strat związanych z przyjęciem euro, inaczej je rozkładać w czasie, wzmacniać lub osłabiać potencjalne zagrożenia.

Pierwszym zagrożeniem dla stabilnej kontroli waluty w systemie ERM2 oraz przyjęcia euro, jest możliwość błędnego ustalenia parytetu, bronionego kursu, który miałby być ostatecznym kursem wymiany na euro (przejściowego i/lub docelowego).

Uważa się, że parytet powinien być dobrany nie tylko na czas pobytu w systemie ERM2, ale także i na dalszą przyszłość. Kurs parytetowy powinien być zgodny z kursem realnym, uwzględniając jednocześnie bieżące presje rynkowe, strategię kontroli kursu (równoległą ze strategią kontroli inflacji), bieżące wyniki gospodarcze, wymianę zagraniczną, poziom inwestycji i zapewne

¹ W przypadku nowych członków (Czech, Słowacji, Słowenii, Polski i Węgier) wartość udzielanych kredytów do PKB wynosi ok. 30–40%, jest to niewiele nawet w porównaniu do słabszych krajów strefy euro — Grecji (60%), Irlandii (100%), Hiszpanii (100%) i Portugalii (120%) [IMF IFS, 2007].

wiele innych czynników. Czynniki te są często wzajemnie współzależne (np. wybór parytetu wpłynie na inflację, która następnie może być przyczyną jego porzucenia), a być może nawet i wykluczające się. Oznacza to, że możliwość popełnienia błędu w ustaleniu kursu jest spora. Błąd ten może przejawiać się w przypadku kursu zbyt niskiego — przegrzaniem i presją inflacyjną, w przypadku kursu zbyt wysokiego — deficytem obrotów bieżących i spowolnieniem gospodarczym. Można z drugiej strony przypuszczać, że nie istnieje jedyny właściwy kurs równowagi, a być może jest to przedział lub zestaw kursów bardziej lub mniej zgodnych (i akceptowalnych rynkowo) z kursem równowagi i fundamentami makroekonomicznymi. Z kolei konsekwencje ekonomiczne silniejszych odchyień są asymetryczne — o ile spekulacyjna presja deprecjacyjna może być trudna do opanowania (wymagałaby podwyżek stóp lub bezpośrednich interwencji walutowych), o tyle presja aprecjacyjna byłaby łatwa do zahamowania, pożądanymi niekiedy, cięciami stóp czy sterylizowanymi zakupami walut. W systemie ERM2 nie ma możliwości dewaluacji, rewaluacji, jak pokazuje przykład Irlandii, Grecji czy Słowacji, nie są wykluczone. Oznacza to, że ustanowienie parytetu za wysoko jest bardziej ryzykowne niż za nisko.

Przed tym wyzwaniem stanęły władze greckie. Grecja przystąpiła do ERM dopiero w marcu 1998 roku. Sytuacja na rynku drachmy nie była sprzyjająca, na deprecjację kursu wpływała pogarszająca się konkurencyjność międzynarodowa, deficyt na rachunku obrotów bieżących oraz ogólnoświatowa dekonunktura po kryzysie azjatyckim. Stabilność kursu utrzymywano dzięki wysokim stopom procentowym, co niekorzystnie zaczynało się odbijać na koniunkturze wewnętrznej. W rezultacie władze podjęły decyzję o ustanowieniu parytetu 12,3% poniżej ówczesnego kursu rynkowego (na co była zgoda władz europejskich, ponieważ nowy parytet miał odzwierciedlać i przywrócić rzeczywistą konkurencyjność międzynarodową gospodarki). Kurs rynkowy natychmiast osiągnął wartość 3% powyżej parytetu, a stopy procentowe spadły. Jednakże już w sierpniu 1998 roku wystąpiła ponowna presja wymagająca kolejnych interwencji, spowodowana zapewne kryzysem rosyjskim. Mimo to zaufanie do drachmy utrzymało się, a kurs powrócił do poziomu 9% powyżej parytetu. Przez następne 2 lata drachma powoli deprecjonowała się w kierunku parytetu. W 1999 roku wystąpiły problemy, mające nieco inny charakter — tym razem były spowodowane ekspansją kredytową, wzmacnianą wiarygodnością polityki integracji walutowej i rychłym przyjęciem euro. Ponieważ antyinflacyjna polityka wymagała dalszego utrzymania wyższych stóp procentowych, to w styczniu 2000 roku władze podjęły decyzję o rewaluacji parytetu o 3,5%. Przykład Grecji pokazuje, że na oczekiwania rynku może wpływać także perspektywa późniejszej rewaluacji parytetu².

² Z perspektywy czasu, oraz informacji pojawiających się w ostatnich latach widać, że sukces grecki był możliwy dzięki fałszowaniu danych na temat deficytu budżetowego — utajnianiu wydatków zbrojeniowych, zawyżaniu wpływów z VAT, nadwyżki kasy ubezpieczeń społecznych,

O tym jak trudno dopasować kurs parytetowy do zmieniającej się struktury realnej gospodarki, nawet przy absencji ataków spekulacyjnych, czy kryzysów walutowych, świadczy przykład Słowacji. Korona słowacka uczestniczyła w systemie ERM II od 25 listopada 2005 roku. Problemem każdego kraju wprowadzającego wspólną walutę przy sztywnym kursie, a jednocześnie kraju o rozwijającej się dynamicznie gospodarce, jest wzrost cen relatywnych oraz aprecjacja kursu realnego. Problem ten może się przejawiać w aprecjacji nominalnej (i umiarkowanej presji inflacyjnej) lub w presji inflacyjnej (przy kontrolowanym kursie nominalnym). Problem ten stał się na tyle istotny, że w 2007 roku władze słowackie zdecydowały się na rewaluację kursu z EUR/SKK 38,4550 do EUR/SKK 35,4424, przy wcześniejszej, stopniowej aprecjacji³.

W przypadku Polski realna aprecjacja kursu oraz oczekiwania wzrostu po wejściu do Unii i do strefy euro mogłyby stawiać pod znakiem zapytania wiarygodność początkowego parytetu. Oznacza to, że w celu ułatwienia osiągnięcia celu inflacyjnego niezbędna będzie koordynacja polityki fiskalnej oraz pieniężnej.

Przy braku koordynacji polityki kontroli kursu walutowego z polityką fiskalną (potencjalnie generującą dług publiczny, deficyt budżetowy czy inflację bliską lub powyżej punktów progowych kryteriów z Maastricht) drugim zagrożeniem dla kontroli kursu może być niespójność polityczna [Beemtsma, Bovenberg, 1999]. Dobrym przykładem sukcesu pogodzenia polityk o zróżnicowanych celach są doświadczenia Hiszpanii i Finlandii. Złym — dotychczasowe doświadczenia węgierskie. Zarówno Finlandia (po kryzysie skandynawskim), jak i Hiszpania (podczas pobytu w ERM) przyjęły politykę realizacji celu inflacyjnego na początku lat dziewięćdziesiątych (w 1993 i w 1994). Realizacja jednego celu — utrzymania kursów marki i pesety pod kontrolą oraz wprowadzenia euro przy konieczności realizacji drugiego celu — inflacyjnego — wymagały dodatkowego wsparcia ze strony polityki monetarnej i fiskalnej. W przypadku Hiszpanii kontrola była nieco łatwiejsza ze względu na wyższe stopy procentowe niż w strefie euro. Ze strony polityki fiskalnej otrzymano wsparcie w postaci stałej redukcji deficytu budżetowego oraz negocjacji płacowych spowalniających tempo ich wzrostu⁴. W obu krajach zdewaluowano waluty prawie jednocześnie z wprowadzeniem polityki celu inflacyjnego. Uniknięto dzięki temu bezpośredniej spekulacji deprecjacyjnej. Mimo całościowych planów integracji kursowej nie obyło się jednak

złemu księgowaniu wpływów i wydatków budżetowych, zaniżaniu kosztów obsługi długu — udało się wykazywać w latach 2000–2003 deficyty rządu 2, 1,4, 1,4, 1,7% PKB zamiast 4,1, 3,7, 3,7, 4,6% PKB.

³ Od stycznia 2007 roku do momentu rewaluacji kurs korony słowackiej był średnio o 10,2% wyższy od parytetu centralnego.

⁴ Podobne negocjacje miały miejsce i w Irlandii, gdzie rząd obiecał związkom zawodowym obniżki podatków dochodowych w zamian za umiarkowanie związkowców w żądaniach płacowych. Patrz Sławiński A., *Licho nie śpi*, „Rzeczpospolita”, 24 marca 2006. Podobnych możliwości nie mają kraje zmagające się z deficytami budżetowymi, np. Litwa czy Estonia.

bez bezpośrednich interwencji walutowych, w przypadku Hiszpanii także i podczas pobytu w systemie ERM.

Z niespójnością polityk próbują sobie — nieskutecznie — poradzić władze węgierskie. W styczniu 2003 roku wystąpił pierwszy kryzys spowodowany tą niezgodnością. Od kilku tygodni uczestnicy rynku testowali górne ograniczenie na poziomie 234,7 HUF/EUR, ponieważ osłabienie koniunktury gospodarczej, gwałtowny wzrost płac oraz problemy z deficytem budżetowym podsyciły oczekiwania na rewaluację lub opuszczenie 15-procentowego kanału kontroli kursu forinta. W celu uspokojenia sytuacji na rynku walutowym władze postanowiły zaskoczyć uczestników, obniżając oprocentowanie o 200 punktów bazowych do 6,5%, skupując waluty obce na rynku bieżącym, poszerzając korytarz wahań stóp O/N oraz wprowadzając limity ilościowe na depozyty dwutygodniowe. Po pewnym czasie władze sprzedały pozyskaną wcześniej walutę, zawęziły korytarz O/N, utrzymując jednak obniżone stopy procentowe. Konflikt między celem inflacyjnym a celem kursowym nadal jednak narastał. Władze, korzystając ze stabilizacji forinta na poziomie ok. 240 HUF/EUR, dokonały dewaluacji parytetu o 2,26%, mimo to presja deprecjacyjna nie ustępowała. Narodowy Bank Węgier był zmuszony podwyższyć stopy do 9,5%, co przyniosło pewien rezultat w postaci ustabilizowania się kursu w przedziale 250–260 HUF/EUR do listopada. Pod koniec roku były już jednak znane całościowe informacje na temat powiększenia się deficytu na rachunku obrotów bieżących oraz odpływu FDI, co ponowiło wątpliwości na temat możliwości osiągnięcia wytyczonych celów fiskalnych. Wraz z osłabieniem kursu do 275 HUF/EUR bank centralny zdecydował się podjąć decyzję o podniesieniu stóp procentowych do 12,5%. Doświadczenie Węgier pokazuje, że niespójność polityk szybko zostanie zauważona przez uczestników rynku, a wtedy jedynym — i jak się okazuje nieskutecznym — środkiem obrony będą zmiany stóp procentowych, rzutujące nie tylko na koniunkturę gospodarczą, ale i na budżet państwa lub alternatywa w postaci porzucenia parytetu.

Trzecim zagrożeniem dla stabilności kontrolowanego kursu mogą być zjawiska związane z ryzykiem wystąpienia z m i e n n o ś c i p o z y c j i b i l a n s u p ł a t n i c z e g o (gwałtowny napływ lub odpływ kapitału). Duże napływy są zwykle uznawane za dowód wiarygodności prowadzonej polityki oraz ścieżki integracji. Należy oczekiwać napływu zarówno inwestycji portfelowych, jak i bezpośrednich. Napływowi będzie sprzyjać zmniejszenie się różnic w infrastrukturze i regulacjach prawnych po akcesji, wysokie (i wyższe niż w strefie euro) stopy zwrotu, poprawa percepcji ryzyka oraz niedoinwestowanie kapitałowe gospodarki (niska relacja K/L). Co więcej, przystąpienie do ERM2 da dobry sygnał dla inwestorów, ponieważ zapewni ich o determinacji władz co do realizacji kryteriów z Maastricht (przeprowadzania dalszych reform strukturalnych). Stabilizacja inflacji może wymagać utrzymania nieco wyższych stóp procentowych niż w strefie euro, co także może ich zachęcić do inwestycji. Ponadto samo wprowadzenie euro powinno przynieść zwiększenie stopy wzrostu gospodarczego. Wszystkie te czynniki mogą być bodźcem do dalszego

napływu inwestycji bezpośrednich. Można także oczekiwać napływu kapitału portfelowego zaangażowanego w tzw. gry pod konwergencję (*convergence plays*) [EBRD, 2004]. Z jednej strony wyższe stopy procentowe (w związku z wyższą inflacją) mogą uatrakcyjnić obligacje o zmiennym oprocentowaniu, z drugiej — oczekiwana konwergencja (spadek stóp) zachęcać do nabywania obligacji (bonów) o stałym oprocentowaniu.

Wydaje się, że realnie obecnym problemem Polski, jak i może w mniejszym stopniu pozostałych krajów, będzie absorpcja napływu inwestycji, który i tak następuje na skutek akcesji do Unii Europejskiej. Nieudolna, lub niemożliwa z przyczyn obiektywnych, absorpcja napływającego kapitału może przyczynić się do zwiększenia wzrostów indeksów giełdowych, cen nieruchomości, żywności, cen dóbr i usług. W rezultacie poprawa wiarygodności może przyczynić się do boomów, a następnie potencjalnych załamań rynkowych. Ponadto, ekonomiczne spowolnienie, odrzucenie euro lub odwołanie jego wprowadzenia może odwrócić cały proces i rozpocząć falę odpływu kapitału.

Doświadczenia Hiszpanii, Portugalii oraz Irlandii pokazują, że w latach poprzedzających przyjęcie euro kraje te doświadczyły napływu kapitału międzybankowego, co może świadczyć o prowadzeniu w nich gry pod konwergencję. W przypadku Grecji rejestrowano ponadto napływ inwestycji portfelowych, w Irlandii inwestycji bezpośrednich. Zaskakuje przykład Włoch, w których odnotowano odpływ kapitału. Tym, co odróżnia sytuację Polski, jest stały napływ inwestycji bezpośrednich, charakteryzuje to także inne kraje regionu i jest efektem zarówno transformacji ustrojowej, jak i akcesji do Unii Europejskiej.

Załamanie bilansu obrotów kapitałowych wydaje się w tej sytuacji raczej mało prawdopodobne. Struktura napływu do Polski jest lepsza niż do wyżej wymienionych krajów (w których wygasły efekty akcesji), pewne podobieństwa można zauważyć w porównaniu z Irlandią. Nagłemu odpływowi kapitału powinny przeciwdziałać wysokie stopy zwrotu z inwestycji, płytkie rynki terminowe, dominacja FDI w napływie kapitału. Wiarygodna ścieżka konwergencji stóp procentowych zniechęci inwestorów portfelowych do opuszczania rynku. Jednakże kraje rozwijające się są z definicji bardziej podatne na zmiany kursów i spekulacje, zatem nie można tego ryzyka całkowicie wykluczyć. Przyczyną nagłego odpływu mogą być zachowania stadne, przesunięcia pomiędzy różnymi (wielorakimi) punktami równowagi kursu, epidemia finansowa (*contagion*) czy immanentna asymetria informacyjna. Zakłócenie na rynku walutowym może być także spowodowane gromadzeniem się niezabezpieczonej otwartej długiej pozycji walutowej. Przyczyną nagłego odpływu kapitału może być oczywiście wcześniejszy wstrząs asymetryczny (jakim np. w przeszłości były zjednoczenie Niemiec czy kryzys rosyjski) — w tym przypadku efekty będą zależały od możliwości automatycznego dostosowania się gospodarki, racjonalności podjętych kroków politycznych oraz dobrej komunikacji z rynkami.

Analizując przemiany na rachunku obrotów kapitałowych w Polsce, na Węgrzech i w Republice Czeskiej można zauważyć, że relatywna wielkość napływów i odpływów jest podobna jak w sytuacji krajów członkowskich strefy euro przed jego wprowadzeniem. Jednakże w przypadku tych trzech krajów napływ spowodowany jest raczej transformacją, reformami rynkowymi i — co najważniejsze — akcesją do Unii Europejskiej, a nie poważnymi posunięciami mającymi na celu wprowadzenie euro w którymkolwiek z tych krajów.

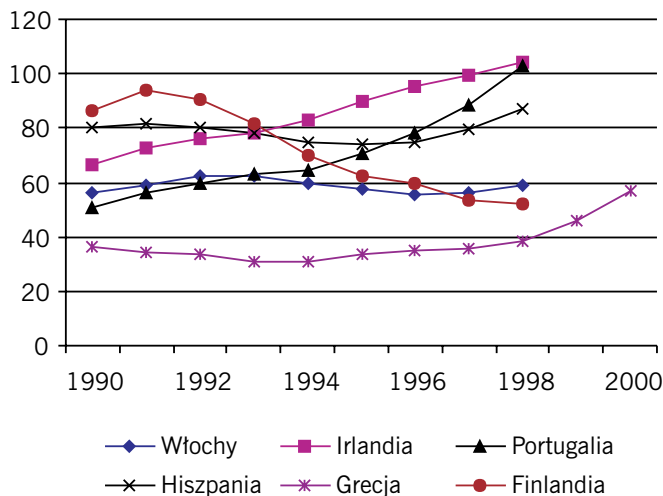
W przypadku Polski zmiany na rachunku obrotów kapitałowych są względnie niewielkie, co oznacza, że problem z absorpcją funduszy na razie nie występuje. W przypadku Republiki Czeskiej zaznaczył się duży napływ inwestycji bezpośrednich, co jednak też nie spowodowało większych problemów z absorpcją. W przypadku Węgier napływ inwestycji portfelowych, bezpośrednich i międzybankowych był jednak spory, corocznie przekraczając 10% PKB. Pewnym negatywnym efektem ubocznym napływu może być nominalna aprecjacja, wzmacniająca aktywność spekulantów liczących na dalszą aprecjację (przy dodatniej różnicy stóp procentowych). Zatem podejmując dalsze kroki w kierunku euro należy liczyć się z dodatkowym napływem funduszy prywatnych, dodatkową presją aprecjacyjną i dodatkowymi bodźcami do spekulacji. Z tego punktu widzenia niebezpieczeństwa związane z napływem kapitału mogą być większe, dopóki nie wygasną, obiektywnie pozytywne, efekty akcesji z UE.

Czwartym zagrożeniem może być nagły i znaczący wzrost ekspansji kredytowej. Zwiększeniu akcji kredytowej może sprzyjać prywatyzacja banków i przejmowanie ich przez instytucje o wyższym ratingu oraz zdolności kredytowej. Wzrost zaufania do kraju wprowadzającego euro, przekładający się na niższy koszt i większą łatwość pozyskiwania kapitału z zagranicy, będzie czynnikiem skłaniającym je do bardziej otwartej polityki kredytowej. Czynnikiem sprzyjającym boomowi kredytowemu może być inflacja wyższa niż w strefie euro, prowadząca do utrzymywania negatywnej realnej stopy procentowej, podobnie jak niski, w porównaniu do europejskiego, poziom kredytu w relacji do PKB.

Gwałtowny wzrost kredytu przy jednoczesnym spadku poziomu oszczędności prowadzić może do zwiększania się deficytu obrotów bieżących, bąbla spekulacyjnego na rynkach aktywów oraz wzrostu poziomu inflacji zagrażając spełnieniu kryteriów z Maastricht.

Doświadczenia unijne pokazują, że z tym problemem nie do końca sobie poradzono. Z jednej strony wszystkie kraje zostały członkami strefy euro (cel ostateczny został osiągnięty), a stabilność sektorów bankowych nie została naruszona (nie zaobserwowano wzrostu poziomu zagrożonych kredytów). Z drugiej, w Grecji, w celu ograniczenia kredytu, musiano wprowadzić ograniczenia rynkowe (np. wprowadzono obowiązek dodatkowych quasi-obowiązkowych rezerw), w Hiszpanii opracowano tzw. system *statistical provision*, system tworzenia dodatkowych rezerw przez banki [DeLis, Pages, Saurina, 2000]. Można zauważyć, że w okresie dwóch lat poprzedzających faktyczne

przyjęcie euro (pobyt w systemie kontroli kursów), zaznaczyła się ekspansja kredytowa, potwierdzając wiarygodność dotrzymania zobowiązania przez władze monetarne. Jedynie przypadek Finlandii przeczy temu schematowi, jednakże w latach 1999–2003 wskaźnik ten wzrósł z 91% do 109%. Należy także dodać, że w latach 1991–1994 PKB był niższy niż w 1990 roku na skutek załamania więzi z b. ZSRR, a następnie kryzysu walutowego. Ponieważ kredyt dla sektora prywatnego jest silnie skorelowany z koniunkturą gospodarczą, to skutkiem recesji był spadek akcji kredytowej.



Rysunek 1.

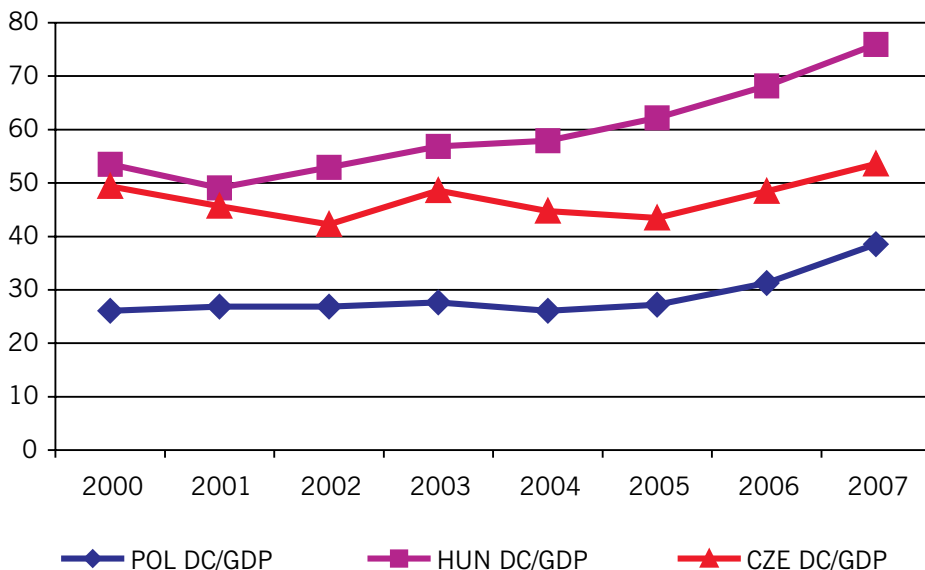
Kredyt bankowy dla sektora prywatnego (w relacji do PKB)

Źródło: IMF IFS [2007], opracowanie własne.

Warto podkreślić, że specyficznym czynnikiem wzrostu kredytu w krajach przyjmujących euro (nienależących do rdzenia Unii) była deregulacja sektorów finansowych oraz liberalizacja obrotów kapitałowych przeprowadzona na początku lat dziewięćdziesiątych — sprzyjająca napływowi kapitału z zagranicy. Być może, podobnie jak w wyżej opisanych krajach, w obliczu kredytowego boomu, należałoby rozważyć ściślejszą kontrolę i nadzór bankowy, a także przejściowe wprowadzenie restrykcji administracyjnych, nie tylko w celu ograniczenia akcji kredytowej, ale i stabilizacji oraz ochrony sektora bankowego.

Gwałtowny boom kredytowy i popytowy może poważnie zakłócić proces integracji monetarnej. Poprawa perspektyw gospodarstw domowych, dobra koniunktura gospodarcza, spadek stóp procentowych zaowocowały nadzwyczajnym wzrostem na rynku depozytowo-kredytowym. Warto dodać, że w 2007 roku zanikła w Polsce nadpłynność, będąca cechą charakterystyczną rynku polskiego od kilkunastu lat. Co ciekawe, wzrost gospodarczy oraz ekspansja kredytowa początkowo nie spowodowały wzrostu presji inflacyjnej. Jednak

od połowy 2007 roku kryzys międzynarodowy wywołany załamaniem na amerykańskim rynku hipotecznym spowodował kontrakcję na rynku międzybankowym i zwiększenie stóp procentowych oraz premii za ryzyko.



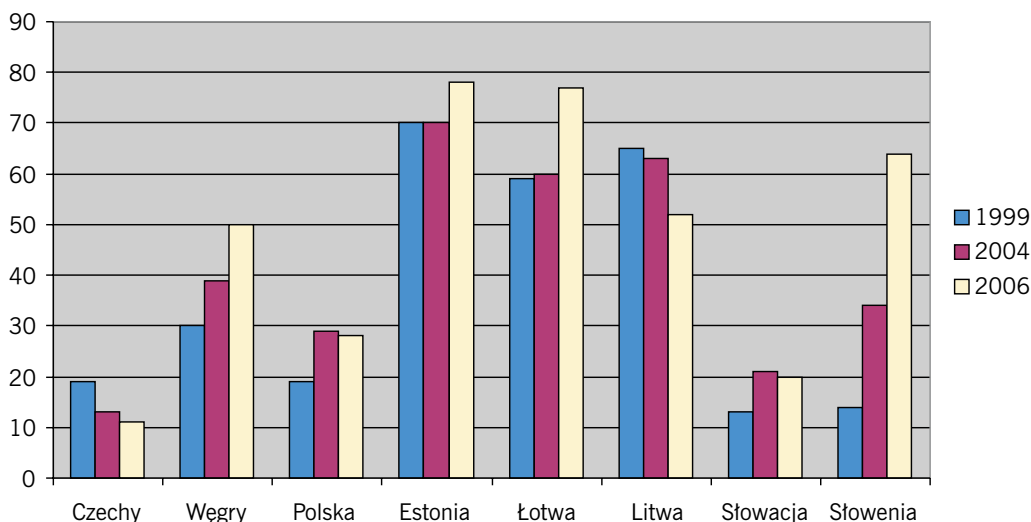
Rysunek 2.

Kredyty bankowe dla sektora prywatnego (w % PKB)

Źródło: IMF IFS [2007], IMF, MNB, GUS, CzSU, obliczenia własne.

W rezultacie przyjęcie euro może być trudniejsze niż dwa, trzy lata temu. Dodatkowym czynnikiem mogącym zakłócić proces integracji walutowej może być wzrost cen żywności oraz paliw na rynkach światowych. Wzrost cen, spowodowany kryzysem oraz wzmocnioną ekspansją kredytową, przez wzrost inflacji zapewne utrudni spełnienie kryterium inflacyjnego. Problem realizacji tego kryterium jest szczególnie istotny w przypadku Węgier, gdzie inflacja przekroczyła 8% i obecnie trudno sądzić, aby udało się ją zredukować do wyznaczonych 3%. W Republice Czeskiej problem ten także jest widoczny — inflacja przekroczyła 5% („inflacja polityki pieniężnej”) lub 7% (na podstawie CPI) w zależności od metody liczenia.

Tym co odróżnia gospodarki i rynki finansowe nowych krajów członkowskich od starej Unii jest wysoki udział kredytów denominowanych w obcych walutach udzielanych sektorowi prywatnemu. Były one oferowane początkowo zamożniejszym klientom, potem ogółowi kredytobiorców. Akcesja, spadek stóp w Szwajcarii, Stanach Zjednoczonych i strefie euro, stała aprecjacja kursów nominalnych wobec głównych walut, zachęcały nowych kredytobiorców do zaciągania „samospłacających się” kredytów. Strategia tego typu kredytobiorców nie była pozbawiona racjonalności.



Rysunek 3.

Kredyty denominowane w obcych walutach w kredytach dla sektora prywatnego (w %)

Źródło: Backe, Zumer [2005]; banki centralne.

Dopóki na rynku światowym trwała koniunktura finansowa, można było oczekiwać spadku oprocentowania kredytów, dopóki kraj znajdował się w Unii Europejskiej oraz planował wprowadzenie wspólnej waluty — to za sprawą aprecjacji kursu walutowego wartość kredytu mierzona w walucie lokalnej malała, a on sam stawał się bardziej dostępny od denominowanego w walucie krajowej za sprawą niższych rat. Warto jednak zauważyć, że odsuwająca się perspektywa wprowadzenia euro na Litwie wpłynęła najprawdopodobniej na spadek udziału kredytów walutowych w kredytach ogółem. W Polsce, Czechach i na Węgrzech problem ten pojawia się z różnym nasileniem, ale jak na razie nie stanowi zagrożenia. Można jednak przypuszczać, że dalsze opóźnianie wprowadzenia euro, poza rok 2013 (np. do roku 2020), może spowodować odwrotną spiralę, i zamiast gry na konwergencję — grę na dywergencję oraz spekulację deprecjacyjną.

Na zakończenie tej części warto dodać, że trzej członkowie Unii Europejskiej do dziś nie zastąpili własnych walut pieniądzem europejskim. Regułą polityki kursowej Danii, członka ERM2, jest utrzymywanie kursu korony w wąskim przedziale $+2,25\%$ wobec euro — co dotychczas nie sprawia żadnych problemów. Mimo to nie dokonano wymiany korony na euro. Dania i Wielka Brytania są członkami Europejskiej Unii Monetarnej z permanentną klauzulą opt-out. Z kolei Szwecja formalnie przyjmie euro, gdy wypełni kryteria Maastricht. W krajach tych, podobnie jak i obecnie w nowych krajach członkowskich, toczy się debata nad korzyściami i zagrożeniami związanymi z wprowadzeniem euro. Jednakże nie przeważały tam argumenty za wprowadzeniem euro.

Wielka Brytania, pomimo deklaracji wprowadzenia euro, nie dokonała do tychczas tego posunięcia. W 2003 roku ponownie zweryfikowano wyniki pięciu testów ekonomicznych, mających potwierdzić gospodarczą celowość przyjęcia waluty unijnej. W 2003 roku Wielka Brytania była bliżej pozytywnej odpowiedzi na pięć testów niż w 1997 roku, jednakże kwestie związane z konwergencją i elastycznością nie zostały w dalszym ciągu rozwiązane⁵. Zwraca się uwagę, że gdyby Wielka Brytania przystąpiła w 1999 roku do strefy euro, to obecnie doświadczałaby większej niestabilności ekonomicznej, wahań PKB, procyklicznych realnych stóp procentowych oraz mocniejszego kursu realnego.

Parlament szwedzki dwukrotnie, w 1994 oraz 1997 roku, ustosunkował się pozytywnie co do planów wejścia do strefy euro od samego początku. Jednakże komisja rządowa w 1996 roku stwierdziła, że wprawdzie z politycznego (a i po części ekonomicznego) punktu widzenia byłoby to korzystne, to jednak wymagałoby to uporządkowania finansów publicznych i redukcji deficytu budżetowego oraz długu publicznego, co przy wysokim bezrobociu uniemożliwia rezygnację z instrumentu kursu walutowego. Wzrost bezrobocia mógłby negatywnie wpłynąć na finanse publiczne oraz stabilność makroekonomiczną. Ponadto mogłoby się to przyczynić do powstania konfliktu pomiędzy władzami a obywatelami. Oczekiwano także, że i inne kraje początkowo pozostaną poza strefą euro⁶.

Doświadczenia te pokazują, że dyskusja nad wprowadzeniem euro nie opiera się tylko i wyłącznie na argumentach ekonomicznych (mimo że analiza ta też może dać — jak w przypadku Wielkiej Brytanii — wskazania negatywne), ale istotnym jej elementem są poglądy polityczne i społeczne, a także psychologiczne oddziałujące na społeczną percepcję indywidualnych korzyści i strat związanych z przyjęciem wspólnej waluty. Warto dodać, że z punktu widzenia konkurencyjności międzynarodowej, ponieważ na deprecjację w średnim okresie nie ma co liczyć, eurosceptycy powinni się domagać szybszego wprowadzenia euro — przy kursie EUR/PLN 3,8–3,9, a nie późniejszym, np. EUR/PLN 3,4–3,5⁷.

Podsumowując, masowy napływ funduszy unijnych oraz inwestycji prywatnych przed i po akcesji był i jest wielką okazją, ale i pewnym zagrożeniem. Gwałtowny wzrost akcji kredytowej, ekspansja popytowa, a przez to presja inflacyjna stworzyły nowy problem, szczególnie istotny, i być może uporczywy, szczególnie w tak niespokojnym otoczeniu międzynarodowym. Oznacza to, że większego znaczenia może nabrać właściwe zaplanowanie w czasie procesu adopcji euro — i być może, dalsze przesuwanie tego kroku jest niewłaściwe, ze względu na kumulowanie się wyżej wymienionych nierównowag w nominalnym kursie walutowym.

⁵ Porównaj UK [1997] oraz UK [2003].

⁶ Patrz np. Heikensten [1999].

⁷ Patrz felieton: *Kiedy do euro?*, „Parkiet” 12 października 2005.

Nowe kraje członkowskie zastosowały różne podejścia do europejskiej integracji walutowej. W zasadzie można wyróżnić dwa nurty, z niewielkimi modyfikacjami. Z jednej strony, kraje mniejsze postawiły na integrację błyskawiczną, zapewne uważając, że po przyjęciu wspólnej waluty problemy wewnętrzne — lub oczekiwane — będą mogły być już rozwiązywane w innej rzeczywistości. W ten sposób postąpiły kraje bałtyckie (Litwa, Łotwa, Estonia), Słowacja, Słowenia, Cypr i Malta — ze zmiennym powodzeniem. Warto zauważyć, że presja inflacyjna, była — przynajmniej przez niektóre z tych krajów — antycypowana, mimo to postanowiły przyjąć euro stosując znany z rynków finansowych *window dressing*. Inflacja stanęła na przeszkodzie wprowadzeniu euro na Litwie, Łotwie, a także ujawniła się ze znaczną siłą na Słowenii. Widać także próby innego rodzaju, a mianowicie „wyjmowanie” z budżetu państwa wydatków na autostrady (Węgry), opóźnianie deregulacji cen czynników produkcji (np. energii), włączanie do budżetu wpływów do otwartych funduszy emerytalnych (z pewnym, acz niewielkim, powodzeniem).

2. Efektywność kursów walutowych EUR/CZK, EUR/PLN, EUR/HUF — badanie empiryczne

Jednym z najważniejszych celów istnienia rynku walutowego, podobnie jak i innych rynków w gospodarce wolnokonkurencyjnej, jest alokacja ograniczonych zasobów (walut obcych) pomiędzy konkurującymi uczestnikami rynku w sposób prowadzący do ich najbardziej efektywnego wykorzystania (inwestycji zagranicznych, spekulacji, finansowania korzystnego handlu, turystyki itp.). Uczestnik skłonny zapłacić najwyższą cenę — otrzyma je. Jeżeli to zjawisko zachodzi, to o rynku mówi się, że jest efektywny alokacyjnie (*allocatively efficient*). Uważa się także, że rynek jest efektywny operacyjnie (*operationally efficient*), jeśli koszty transakcyjne działania na rynku (np. otwarcie i zamknięcie pozycji) — w tym przypadku spready kreatorów rynku, marże brokerów — ustalane są w sposób wolnorynkowy. Rynek jest efektywny informacyjnie (*informatively efficient*) jeśli bieżące ceny rynkowe (kurs walutowy) w pełni i natychmiast odzwierciedlają całą dostępną, odnośną informację. Rynek jest idealnie efektywny, jeśli jest jednocześnie efektywny alokacyjnie, operacyjnie i informacyjnie.

Należy się także przez chwilę zastanowić nad praktycznymi konsekwencjami efektywności lub nieefektywności rynku (kursu walutowego). Przewidywalny kurs walutowy może wydawać się korzystny, szczególnie z punktu widzenia prowadzenia działalności gospodarczej oraz jej perspektyw. Podobnie stała aprecjacja lub deprecjacja może stopniowo pogarszać lub polepszać sytuację eksporterów i importerów. Zjawisko takie może spowodować przyzwyczajenie uczestników rynku do niskich (spadających) lub wysokich (wzyskujących) cen (kursów). Zmiana trendu może jednak wtedy zaowocować wstrząsem psychicznym i załamaniem strategii. Co ciekawe, na rynku finansowym w ubiegłych latach można było zaobserwować zjawisko odwrotne do

opisywanego przez Stiglitz i Weissa [1981]. Zauważyli oni, że wzrost stóp procentowych może wiązać się ze spadkiem jakości kredytobiorców. Jednakże ostatnie dwa lata pokazały, że podobne zjawisko może zachodzić także i w przypadku spadku stóp procentowych, gdy kredyty przyznawane są osobom z niską zdolnością kredytową lub nawet i bez niej (tzw. NINJAs). Z teoretycznego (i praktycznego na rynku finansowym) punktu widzenia nieefektywne kształtowanie się kursu walutowego może zakłócić mechanizm kształtowania się innych zmiennych — cen aktywów oraz cen opcji. Jeżeli jedna zmienna w parytecie kupna-sprzedaży (*Put-call parity*) jest kształtowana nieefektywnie, to — aby parytet był zachowany — pozostałe zmienne powinny zachowywać się podobnie (być w tej samej fazie). I w końcu, nieefektywny kurs walutowy może być traktowany jako darmowe zabezpieczenie inwestycji w walutach obcych (lub przez inwestorów zagranicznych — w walutach krajów nowej akcesji).

Stwierdzenie, że ceny rynkowe w pełni i natychmiast odzwierciedlają całą dostępną, odnośną informację, znane jest jako hipoteza efektywności rynku (*efficient market hypothesis* — EMH). Jeśli jest to prawdą, to cena rynkowa powinna zawsze być równa wartości uczciwej lub fundamentalnej, lub inaczej, różnice powinny być na tyle małe, aby nie można ich było efektywnie wykorzystać.

Hipoteza rynku efektywnego jest prawdziwa, jeśli rynek walutowy jest w ciągłej równowadze stochastycznej (*continuous stochastic equilibrium*).

$$R_{i,t+1} = E(R_{i,t+1} | \Omega_t) + \xi_{i,t+1}$$

gdzie $R_{i,t+1}$ — zwrot z aktywu i w okresie $t+1$, $E(R_{i,t+1} | \Omega_t)$ — oczekiwany zwrot z aktywu i w okresie $t+1$ przy rozważeniu dostępnej informacji z okresu t , $\xi_{i,t+1}$ — błąd prognozy

Błąd prognozy rzeczywistego zwrotu powinien być niesystematyczny (biały szum). Oznacza to, że musi mieć trzy statystyczne właściwości: zgodność (nieobciążoność), niezależność i efektywność.

Błąd prognozy będzie zgodny, jeśli oczekiwany jego wartość oczekiwana (pod warunkiem Ω) jest zero:

$$E(\xi_{i,t+1} | \Omega_t) = E[(R_{i,t+1} - E(R_{i,t+1} | \Omega_t)) | \Omega_t] = E(R_{i,t+1} | \Omega_t) - E(R_{i,t+1} | \Omega_t) = 0$$

Błąd prognozy jest niezależny, jeśli jest nieskorelowany z oczekiwanym zwrotem:

$$E[\xi_{i,t+1} E(R_{i,t+1} | \Omega_t) | \Omega_t] = E(R_{i,t+1} | \Omega_t) E(\xi_{i,t+1} | \Omega_t) = 0$$

Błąd prognozy jest efektywny, jeśli jest jednocześnie zgodny i nieskorelowany:

$$E(\xi_{i,t+1} \xi_{j,t+1} | \Omega_t) = 0$$

$$E(\xi_{i,t+1} \xi_{i,t} | \Omega_t) = 0$$

$$E(\xi_{i,t+1} \xi_{j,t} | \Omega_t) = 0$$

Inną ważną kwestią jest funkcja formowania oczekiwań: $E(R_{i,t+1} | \Omega_t)$. Jeśli EMH jest prawdziwa to rynek powinien być w ciągłej równowadze stochastycznej. Oznacza to, że kurs powinien zawsze być równy wartości uczciwej lub fundamentalnej. Zmiana wartości fundamentalnej powinna natychmiast znaleźć odzwierciedlenie w kursie rynkowym. Z kolei brak informacji powinien pozostawiać kurs bez zmian.

Teorię efektywnych rynków kapitałowych, EMH, sformułował w 1970 roku, a następnie rozwinął w 1991 roku Fama [1970, 1991]. Zdefiniował on efektywność na trzech poziomach:

- Hipoteza słaba — zgodnie z którą cena aktywu odzwierciedla ogólnodostępne informacje z przeszłości (ceny historyczne, sekwencje spadków i wzrostów, wielkości obrotów) oraz informacje fundamentalne.
- Hipoteza półsilna mówi, że bieżące ceny natychmiast i w pełni odzwierciedlają całą publicznie dostępną informację. Nie ma opóźnienia w transmisji nowej wiadomości na kurs walutowy.
- Hipoteza silna: zgodnie z nią cena aktywu odzwierciedla całą informację jaka tylko istnieje na ich temat (zarówno publiczną, jak i niepubliczną, z każdego źródła). Na rynku efektywnym w silnym rozumieniu, żaden uczestnik nie ma dostępu do niepublicznej informacji, która mogłaby wpłynąć na poziom ceny, zatem także żadna grupa inwestorów nie byłaby w stanie realizować większych zysków, niż średnie dla całego rynku.

Głównym założeniem efektywności rynku jest przekonanie, że pomimo istnienia rozmaitych uczestników rynku (niedoświadczonych i ekspertów, spekulantów i arbitrażystów itp.), rynek jest w stanie ustanawiać takie ceny, które właściwie odzwierciedlają wszelką publicznie dostępną informację dotyczącą odpowiedniego aktywu [Keane, 1983]. Wymaga to, aby na rynku znajdowało się dostatecznie wielu maksymalizujących zysk uczestników, niezależnie od siebie wyceniających instrument, a także aby koszty transakcyjne były niewielkie. Ponadto, przyjmuje się następujące założenia [Brzeszczyński, Kelm, 2002]:

- napływ informacji na rynek odbywa się nieregularnie (nie są one od siebie zależne),
- uczestnicy rynku reagują na nową informację natychmiast,
- wszelkie informacje są całkowicie dostępne dla każdego uczestnika, a koszt ich pozyskania jest zerowy,
- wszyscy uczestnicy rynku są zgodni co do kierunku wpływu nowych informacji na zmiany cen,

- uczestnicy rynku nie popełniają systematycznych błędów w prognozowaniu przyszłych zdarzeń.

Spełnienie wyżej wymienionych założeń oznaczałoby, że teoria rynku efektywnego jest częścią teorii racjonalnych oczekiwań.

W tej części pracy autorzy spróbowali zweryfikować hipotezę, czy po akcesji nastąpiła zmiana (spadek lub poprawa) efektywności kursu walutowego. Po akcesji rynki walutowe Polski, Czech i Węgier znalazły się pod dużą presją związaną z napływem funduszy unijnych i prywatnych. Mogło to spowodować zmianę warunków prowadzenia działalności gospodarczej, czy stać się zachętą do spekulacji. Zbadano słabą formę efektywności używając tygodniowych kursów EUR/PLN, EUR/HUF i EUR/CZK w okresie 01.01.2000–31.12.2007.

Zgodnie z teorią rynków efektywnych rynek nie jest efektywny, jeśli istnieją zależności pomiędzy zmianami cen aktywów (kursu walutowego) w dowolnie od siebie oddalonych okresach. Gdyby ta zależność istniała, to możliwe byłoby zastosowanie systemu transakcyjnego w celu odniesienia ponadprzeciętnych zysków. Najprostszym, wstępnym testem hipotezy słabej efektywności rynku jest badanie autokorelacji stóp zwrotu kursu walutowego w okresach t i $t-s$, polegające na sprawdzeniu współczynników korelacji:

$$\rho(e_t, e_{t-s}) = \frac{\text{Cov}(e_t, e_{t-s})}{\sqrt{D^2 e_t * D^2 e_{t-s}}} = \frac{E[(e_t - Ee_t) * (e_{t-s} - Ee_{t-s})]}{\sqrt{D^2 e_t * D^2 e_{t-s}}}$$

Gdyby rynek był efektywny, to wartości te powinny być bliskie zeru (lub błędowi statystycznemu, lub $\pm 10\%$, jak sugerują Brzeszczyński i Kelm [2002]).

W tabeli 1. przedstawiono wyniki prostego testu na korelację bieżących zmian kursu z poprzednimi. Już na pierwszy rzut oka widać, że wartości przy 1, 2 i 3 opóźnieniu wzrosły po akcesji. Oznacza to, że efektywność kursu walutowego mogła ulec zmniejszeniu — po akcesji łatwiej było przewidzieć zmianę kursu niż uprzednio.

Tabela 1.

Wartość współczynnika korelacji $\text{cor}(\Delta e_t, \Delta e_{t-s})$ dla kursów EUR/PLN, EUR/HUF, EUR/CZK w okresie poprzedzającym akcesję (1.1.2000–30.04.2004) oraz następującym po niej (1.05.2004–31.12.2007)

Opóźn.	Polska		Węgry		Czechy	
	Przed akcesją	Po akcesji	Przed akcesją	Po akcesji	Przed akcesją	Po akcesji
1	-0,3122	-0,4638	0,1123	0,2852	0,1633	0,2188
2	-0,0027	0,0089	-0,0534	0,0876	-0,0379	-0,1470
3	0,0882	-0,0136	0,0408	0,0201	0,0001	-0,1162
4	-0,0150	0,0205	0,0471	-0,0777	-0,0863	0,0755
5	-0,0174	-0,0260	0,0292	-0,0707	-0,1043	0,0660

Źródło: obliczenia własne.

W celu wykrycia autokorelacji, zastosowano test Ljunga-Boxa. Wszystkie zmienne zostały przedstawione w postaci logarytmicznych stóp zwrotu. Test Ljunga-Boxa przedstawiony jest równaniem:

$$Q = (n(n+2)) \sum_{j=1}^h \frac{\rho_j^2}{n-j}$$

gdzie n oznacza liczbę obserwacji, h liczbę testowanych opóźnień, ρ_j zaś korelację dla opóźnienia j .

Tabela 2.

Badanie testem Ljunga-Boxa (Q, Portmanteau) na występowanie autokorelacji — statystyka Q testu. EUR/PLN, EUR/HUF, EUR/CZK w okresie poprzedzającym akcesję (1.1.2000–30.04.2004) oraz następującym po niej (1.05.2004–31.12.2007)

Opóźn.	Polska		Węgry		Czechy	
	Przed akcesją	Po akcesji	Przed akcesją	Po akcesji	Przed akcesją	Po akcesji
2	15,8413***	41,3796***	3,5354	15,6632***	6,3961**	13,4884***
4	17,1809***	41,4961***	4,4238	16,7040***	8,0199*	16,5558***
6	17,2387***	41,7164***	9,1688	20,3292***	11,3232*	18,8734***
8	17,2571**	41,8023***	15,9228**	24,8629***	12,4355	25,4798***
10	17,7245*	41,8332***	18,8762**	26,3681***	12,6126	26,4634***
12	18,1697	42,0327***	26,5174***	27,0084***	18,9530*	29,8694***

Oznaczenia: * — oznacza stwierdzenie autokorelacji przy zastosowaniu poziomu istotności 5%; ** — przy zastosowaniu poziomu istotności 10%, *** — przy zastosowaniu poziomu istotności 15%

Źródło: Opracowanie własne.

Test statystyczny potwierdza poprzednie, wstępne wnioski z analizy korelacji stóp zwrotów. Po akcesji wszystkie nominalne kursy walutowe wydają się być bardziej nieefektywne (lub mniej efektywne) niż przed nią, nawet przy 1% istotności dla wszystkich opóźnień. Wydaje się, że tego typu zmiana mogła zmienić warunki prowadzenia działalności gospodarczej oraz inwestycyjnej w Polsce, Czechach i na Węgrzech. Można przypuszczać, że wszystkie trzy waluty poszukują nowych kursów równowagi, lub za jakiś czas powrócą do uprzednich. Z tego punktu widzenia, spełnienie jednego z kryteriów Maastricht, a mianowicie kontroli kursu w ramach systemu ERM II, może obecnie być łatwiejsze niż wcześniej — lub później.

4. Zakończenie

Akcesja do Unii Europejskiej postawiła nowe kraje członkowskie przed nieznanymi dotychczas wyzwaniami. Otworzyła nowe drogi postępowania, prowadzenia działalności gospodarczej, inwestowania. Masowy napływ funduszy unijnych oraz inwestycji prywatnych stał się faktem. Wstępując do

Unii, nowi członkowie zobowiązali się do wprowadzenia wspólnej waluty. Jednakże w obliczu niezakończonych transformacji ekonomicznej, reform strukturalnych, ale także obserwowanego dynamicznego wzrostu gospodarczego oraz doganiania (*catching-up*) bogatych członków Unii, posunięcie to nie jest tylko formalnością i niesie ze sobą kolejne dylematy i wyzwania. Literatura przedmiotu wskazywała zazwyczaj na cztery niebezpieczeństwa, z którymi należało się liczyć na drodze do wspólnej waluty: błędny parytet, nadmierna zmienność pozycji bilansu płatniczego, niespójność polityczna oraz ekspansja kredytowa [Schadler *et al.*, 2005]. Pierwsze doświadczenia nowych członków Unii weryfikują te ostrzeżenia oraz dodają nowe, nieoczekiwane elementy. Wydaje się, że zasadniczym problemem jest zdolność tych krajów do absorpcji napływu funduszy oraz kontroli inflacji przy jednoczesnym, dynamicznym wzroście gospodarczym. Pewną specyfiką jest występowanie kredytów denominowanych w obcych walutach, co dodatkowo wystawia gospodarkę lokalną na zmiany zachodzące w gospodarce światowej.

Autorzy skłaniają się ku pogładowi, że wpływ, uświadomiony lub nie, na decyzje inwestycyjne ma nieefektywność kursu walutowego. Skłania ona do definiowania strategii inwestycyjnych jako strategii inwestowania w nowych krajach członkowskich, polegającej na otwieraniu długich pozycji w walutach obcych i krótkich w walutach lokalnych (np. kredytobiorców do zaciągania kredytów w obcych walutach). Można przypuszczać, że po akcesji nowe kraje Unii znalazły się w „kaskadzie inwestycyjnej” [Bikhchandani, Sharma, 2000]. Oznaczałoby to, że absorpcja napływających środków byłaby bardzo trudna, o ile nie niemożliwa do osiągnięcia w pełnej skali. Efektem tego są bąble spekulacyjne, na przykład na giełdach papierów wartościowych, rynkach nieruchomości czy żywności. W tej sytuacji nie należy się spodziewać szybkiego wprowadzenia euro oraz spełnienia kryteriów z Maastricht. Paradoksalnie, nieefektywność kursu walutowego może sprzyjać wypełnieniu warunku stabilności kursu w systemie ERM II. Jednocześnie jednak pojawiające się problemy z kontrolą inflacji będą utrudniały spełnienie warunku stabilności cen.

Bibliografia

- Alexander S., 1961, *Price movements in speculative markets: trends or random walks*, „Industrial Management Review”, maj.
- Allen H., Taylor M., 1989, *Charts and fundamentals in the foreign exchange market*, „Bank of England, Discussion Papers” nr 40.
- Backe P., Zumer T., 2005, *Developments in Credit to the Private Sector in Central and Eastern European EU Member States: Emerging from Financial Repression — A Comparative Overview*, „FEEI Focus” nr 2; OENB.
- Beemtsma R., Bovenberg A., 1999, *Does monetary unification lead to excessive debt accumulation?*, „Journal of Public Economics” nr 74.
- Bikhchandani S., Sharma S., 2000, *Herd Behavior in Financial Markets — A Review*, „IMF Working Paper” nr 48, Waszyngton.

- Boissay F., Calvo-Gonzalez O., Kozluk T., 2005, *Is Lending in Central and Eastern Europe developing too fast?* mimeo.
- Brzoza-Brzezina M., 2005, *Lending booms in the New EU member states Will euro adoption Matter?*, „Working paper” nr 543, European Central Bank.
- Baldwin R., 1990, *Re-Interpreting the Failure of Foreign Exchange Market Efficiency Tests: Small Transaction Costs, Big Hysteresis Bands*, „NBER WP” nr 3319.
- Blake D., 2000, *Financial market analysis*, John Wiley & Sons, Ltd.
- Brzeszczyński J., Kelm R., 2002, *Ekometryczne modele rynków finansowych. Modele kursów giełdowych i kursów walutowych*, WIG Press, Warszawa.
- Burt J., Kaen F., Booth G., 1977, *Foreign Exchange Market Efficiency Under Flexible Exchange Rates*, „Journal of Finance”, Vol 32, nr 4.
- Canjels E., Gauri Prakash-Canjels, G., Taylor A., 2004, *Measuring Market Integration: Foreign Exchange Arbitrage And The Gold Standard, 1879–1913*, „NBER WP” nr 10583.
- Cornell W., Dietrich J., 1978, *The efficiency of the market for foreign exchange under floating exchange rates*, „Review of Economics and Statistics” Vol. 60.
- DeLis S., Pages J., Saurina J., 2000, *Credit growth, problem loans, and credit risk provisioning in Spain*, Banco de España, „DT” nr 18.
- EBRD, 2004, *Annual report 2003: Annual review and Financial report*.
- Elliott G., Ito T., 1995, *Heterogeneous Expectations and Tests of Efficiency in the Yen/Dollar Forward Foreign Exchange Rate Market*, IFM, „NBER WP” nr 5376.
- Fama E., 1970, *Efficient capital markets: a review of theory and empirical work*, „Journal of Finance” nr 25.
- Fama E., 1991, *Efficient Markets II*, „The Journal of Finance” Vol. 46, nr 5.
- Flood M., 1994, *Market Structure and Inefficiency in the Foreign Exchange Market*, „Journal of International Money and Finance” Vol. 13, nr 2.
- Frankel J., Rose A., 2002, *An estimate of the effect of common currencies on trade and income*, „Quarterly Journal of Economics” nr 117.
- Giddy I., Dufey G., 1975, *The Random Behavior of the Flexible Exchange Rates: Implications for Forecasting*, „Journal of International Business Studies” Vol. 6, nr 1.
- Goodman S., 1979, *Foreign exchange rate forecasting techniques: implications for business and policy*, „The Journal of Finance” Vol. 34, nr 2.
- Heikensten L., 1999, *Should Sweden join the euro area?*, <http://www.riksbank.com/templates/speech.aspx?id=3288>.
- IMF IFS, 2007, *International financial statistics*, MFW, Waszyngton.
- Keane S., 1983, *Stock market efficiency*. Phillip Allan Publishers, Oxford.
- Kiedy do euro?*, 2005, „Parkiet” 12 października.
- Padoa-Schioppa T., 2004, *Exchange rate issues relating to the acceding countries*, http://www.ecb.int/press/key/date/2004/html/sp040202_1.en.html.
- Schadler S., Drummond Paulo Flavio Nacif, Kuijs Louis, Murgasova Zuzana, van Elkan Rachel, 2005, *Adopting the Euro in Central Europe. Challenges of the next step in European integration*, Waszyngton, MFW.
- Sławiński A., 2006, *Łicho nie śpi*, „Rzeczpospolita”, 24 marca.
- Stiglitz J., Weiss A., 1981, *Credit rationing in markets with imperfect information*, „American Economic Review” nr 71.
- UK, 1997, *UK membership of the single currency: an assessment of the five economic tests*, HM Treasury, Londyn.
- UK, 2003, *UK membership of the single currency: an assessment of the five economic tests*, HM Treasury, Londyn.

Wyżnikiewicz D., 2007, *Wpływ członkostwa w Unii Europejskiej na relacje gospodarcze i finansowe z zagranicą — wnioski dla Polski*, „Materiały i Studia” nr 218, Narodowy Bank Polski, Warszawa.

Wiśniewski J. (red.), 2008, *Cztery lata członkostwa Polski w UE*. Urząd Komitetu Integracji Europejskiej.

A b s t r a c t The introduction of the euro in the perspective of accession and the challenges of absorption



The introduction of the euro is one of the elements of wider strategy of EU integration. After the accession the new member countries tested significant and rapid inflow of portfolio and direct investments. This Inflow—paradoxically—may make it difficult to introduce a common currency. It is additionally strengthened by the ineffectiveness of the exchange rate mechanism. This ineffectiveness may cause that the rate of exchange can be recognized as guaranteed, taking the currency risk off the market participants who invest in the assets denominated in the currencies of the new member countries or raise a credit in the foreign currency. This causes—short and long term—inflow of the investments, and at the same time bigger pressure of appreciation of these currencies. The effect of the inflow, except the real and the nominal appreciation, is additional inflationary pressure. The thesis advanced by the authors is that, after the asset there is a change of efficiency of the rate of the exchange in Poland, Czech Republic and Hungary. The weekly courses such as EUR/PLN, EUR/CZK, EUR/HUF were examined. The correlations of delays were tested and the Ljunga-Boxa autocorrelation (Q) as well.