

Polityka pieniężna państw nadbałtyckich — nowych członków Unii Europejskiej

Wiesława Przybylska-Kapuścińska, prof. dr hab., Katedra Teorii Pieniądza i Polityki Pieniężnej, Akademia Ekonomiczna w Poznaniu

1 maja 2004 r. w obszarze Unii Europejskiej znalazły się nowe państwa członkowskie z Europy Środkowej i Centralnej, które dokonały znaczącego przełomu w systemie społeczno-gospodarczym. Zasadniczą decyzją o kapitalnym dla ich przyszłości znaczeniu było przekształcenie gospodarek centralnie planowanych w rynkowe. Wymagało to ogromnej determinacji, konsekwencji i wyrzeczeń oraz pociągało za sobą różne koszty społeczne i ekonomiczne. Wśród wielu niezbędnych reform, jakich dokonały transformujące się gospodarki, były przemiany w funkcjonowaniu sektora bankowego, zbudowaniu tożsamości niezależnego banku centralnego oraz wyboru określonej strategii polityki pieniężnej.

Podstawowym problemem w polityce monetarnej nowych państw członkowskich z Europy Wschodniej i Centralnej była konieczność opanowania wysokiej inflacji oraz kształtowanie wiarygodności narodowych walut w obliczu zmiennych warunków zewnętrznych, jak i zróżnicowania sytuacji politycznej, gospodarczej i społecznej tych krajów. Stabilizacja cen na niskim poziomie stała się głównym kryterium w procesach dostosowawczych tych krajów, mających na celu akcesję w struktury Wspólnoty Europejskiej. Kryterium to stało się głównym wyznacznikiem polityki pieniężnej i jej strategii realizowanych w poszczególnych państwach kandydujących do Unii.

Opracowanie skupia uwagę na prezentacji sposobu realizacji polityki pieniężnej w grupie państw nadbałtyckich z Europy Wschodniej. W rozważaniach przedstawiono zatem politykę pieniężną Litwy, Łotwy i Estonii. Kraje te wyróżniają się wśród nowych członków Unii Europejskiej położeniem geopolitycznym, gdyż powstały po rozpadzie ZSRR, tworząc relatywnie homogeniczną grupę gospodarek transformujących się. Pewnie elementy homogeniczności można dostrzec także w przyjętej przez nie strategii polityki pieniężnej. W pierwszej części opracowania scharakteryzowano istotę strategii kursu walutowego, którą w praktyce stosują analizowane nowe nadbałtyckie kraje członkowskie UE. Następnie w związku z tym, iż najważniejszymi warunkami istotnymi z punktu widzenia polityki pieniężnej, a związanymi z wejściem analizowanych krajów do Eurosystemu, są niezależność banku centralnego oraz określenie głównego celu polityki pieniężnej zgodnie z celem Europej-

skiego Banku Centralnego, przybliżono genezę realizacji polityki pieniężnej w poszczególnych państwach, skupiając się na kwestii niezależności instytucjonalnej banku centralnego oraz głównych celach i instrumentach polityki pieniężnej. Prześladowano też przebieg procesów inflacyjnych w latach 1997–2005.

1. Kontrola kursu walutowego

Strategie oparte na kontroli kursu walutowego mają już długą historię. Na początku dwudziestego wieku większość krajów związała kurs własnej waluty z ceną złota (system waluty złotej). Początek XXI wieku z kolei charakteryzuje wyraźna skłonność do preferowania systemu kursu płynnego, który obowiązuje w większości rozwiniętych krajów uprzemysłowionych. W ciągu ostatnich stu lat wykształciło się jednakże wiele form pośrednich kontrolowania kursu walutowego.

System kursu płynnego może występować w trzech odmianach. System w pełni płynnego kursu walutowego (*pure floating*) charakteryzuje się tym, że bank centralny w ogóle nie podejmuje interwencji na rynku walutowym i kurs kształtowany jest wyłącznie przez rynek¹.

W drugim wariantcie systemu kursu płynnego władza monetarna od czasu do czasu może interweniować na rynku walutowym. Polityka aktywnych interwencji walutowych ma na celu stabilizację kursu walutowego wokół podstawowego trendu wyznaczonego przez rynek (*independent floating, exchange rate smoothing*).

Z kolei trzecia odmiana systemu kursu płynnego również polega na prowadzeniu polityki aktywnych interwencji walutowych, jednakże w taki sposób, aby kurs walutowy utrzymywał się w granicach wytyczonego trendu, stanowiącego nieogłoszony cel banku centralnego (*managed floating, exchange rate targeting*) [Bofinger, Wollmershaeuser, 2001, s. 1].

Do pośrednich form kontroli kursu walutowego zaliczamy skokową deprecjację, w której przypadku bank centralny okresowo przeprowadza deprecjację waluty krajowej o wyznaczoną wielkość, przy czym stopa deprecjacji może być co pewien czas zmieniana. W innych wariantach kontrola kursu walutowego może oznaczać zastosowanie pełzającej dewaluacji, kiedy deprecjacja waluty krajowej następuje z określoną częstotliwością i stałą, wyznaczoną stopą deprecjacji, którą władze monetarne mogą również co pewien okres dostosowywać.

W innych przypadkach waluta danego kraju zostaje związana z walutą innego, dużego kraju o stabilnej gospodarce i niskiej inflacji bądź też kurs wa-

¹ Podstawową zaletą systemu płynnego kursu walutowego w gospodarce otwartej o swobodnym przepływie kapitału jest zachowanie niezależności polityki monetarnej oraz odporność na szoki w realnej sferze gospodarki (jak np. zmiana popytu na eksport). Na podstawie: M. D. Bordo, *Exchange rate regime choice in historical perspective*, Working Paper No. 9654, National Bureau of Economic Research, Cambridge 2003, s. 2–8

lutowy jest wyznaczany w stosunku do koszyka wybranych walut obcych. Bardziej elastyczne warianty tego systemu pozwalają na dowolne zmiany kursu walutowego w ramach wyznaczonego przedziału wahań wokół parytetu ustalonego na podstawie koszyka walut obcych [F. S. Mishkin, 1997, s. 11].

Na przeciwnym biegunie kursu płynnego znajdują się trzy podstawowe rodzaje systemu stałego kursu walutowego: zarząd walutą, dolaryzacja i unia walutowa. Zarząd walutą (*currency board*) polega na utrzymywaniu kursu walutowego na stałym, wyznaczonym poziomie, a podaż pieniądza krajowego przyrasta odpowiednio do wzrostu krajowych rezerw walutowych utrzymywanych wyłącznie w rękach władzy monetarnej². Z kolei dolaryzacja posunęła się jeszcze krok dalej, eliminując całkowicie walutę narodową. Podobnie kwestia ta wygląda w unii walutowej, gdzie różne kraje przyjmują tę samą walutę [Bordo, 2003, s. 3]. Takie systemy walutowe wykluczają jednak jakąkolwiek dyskrecjonalność prowadzenia polityki pieniężnej. Mogą być natomiast pożądane w przypadku występowania szoków nominalnych, jak na przykład zmiany w popycie na pieniądź [Ghironi, Rebucci, 2002, s. 18].

Znaczącą zaletą stosowania kontroli kursu walutowego jest fakt, iż wyznaczenie celu w postaci kursu walutowego stanowi kotwicę nominalną, która pozwala łączyć inflację krajową z cenami dóbr importowanych, co znacznie ułatwia kontrolę wzrostu poziomu cen w kraju. Jednocześnie, jeżeli wyznaczony cel jest wiarygodny, wówczas również oczekiwania inflacyjne kształtują się odpowiednio do stopy inflacji w kraju, z którego walutą związana jest waluta krajowa.

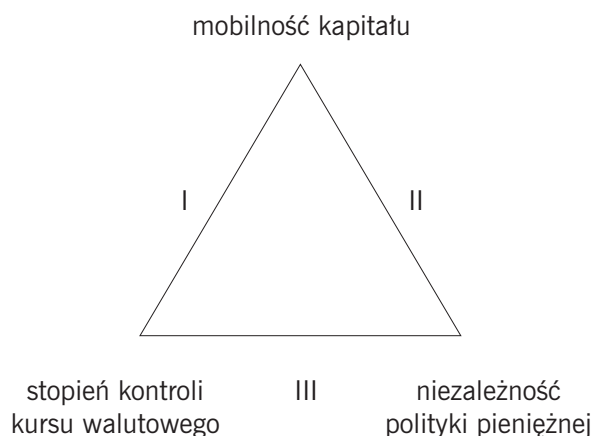
Polityka pieniężna oparta na kontroli kursu walutowego nie jest na tyle dyskrecjonalna, aby mogło to doprowadzić do nacisków w kierunku zwiększenia jej ekspansywności, tak by zmniejszyć stopę bezrobocia czy zwiększyć stopę wzrostu gospodarczego. Ryzyko takie raczej nie występuje i w związku z tym nie ma też problemu niespójności czasowej. Kontrola kursu walutowego może stanowić swoistą regułę prowadzenia polityki pieniężnej, która wymaga zacieśniania polityki monetarnej w sytuacji wystąpienia tendencji do deprecjacji waluty krajowej i poluzowania polityki banku centralnego w przypadku aprecjacji waluty krajowej [Mishkin, 1999, s. 2–4].

Z badań ekonomicznych przeprowadzonych przez Mundella [1963] i Fleminga [1962] wynika, że w różnych krajach mogą jednocześnie występować jedynie dwie spośród trzech właściwości: otwarty rynek kapitałowy, niezależna polityka monetarna i kontrolowany kurs walutowy³. Ostatecznie utrwalili się poglądy, iż w dobie otwartych i globalnych rynków kapitałowych możliwy jest wybór pomiędzy dwoma skrajnymi systemami kursu walutowego: sy-

² Zarząd walutą teoretycznie wymaga stu procentowego pokrycia kreacji pieniądza we wzroście rezerw walutowych banku centralnego. W rzeczywistości jednak stopa procentowa pokrycia wzrostu ilości pieniądza wzrostem rezerw walutowych w zasadzie nigdy nie wynosi 100%, co daje bankowi centralnemu ograniczone minimum swobody w prowadzeniu polityki, zwłaszcza w bardzo krótkim horyzoncie czasowym.

³ W systemie waluty złotej gospodarki charakteryzowały się swobodą przepływu kapitału oraz stałym kursem walutowym, gdyż niezależność polityki pieniężnej nie miała większego zna-

stemem kursu stałego lub kursu płynnego. Zgodnie z tym poglądem współczesne gospodarki rozwinięte stosują system kursu płynnego bądź też są członkami unii walutowych, np. Europejskiej Unii Walutowej (EMU) [Bordo, 2003, s. 7–8].



Schemat 1.

Trójkąt niespójności (trylemat gospodarki otwartej)

I — stały kurs walutowy i kontrola przepływu kapitału przy braku niezależnej polityki monetarnej,

II — płynny kurs walutowy i swobodny przepływ kapitału przy niezależnej polityce monetarnej,

III — kontrola przepływu kapitału i kombinacja stałego kursu walutowego z niezależną polityką monetarną.

Źródło: opracowanie własne na podstawie: [Bofinger, Wollmershaeuser, 2001, s. 11].

Ponieważ efektywność kontroli przepływu kapitału jest ograniczona, przynajmniej w długim okresie, dlatego należy uznać, że wybór władz monetarnych w gospodarkach rozwiniętych ogranicza się do wariantu I i II⁴.

Natomiast w krajach rozwijających i transformujących się kontrola kursu walutowego ma wiele zalet, aczkolwiek niesie ze sobą również istotne zagrożenia. Może ona bowiem sprzyjać słabemu rozwojowi rynków finansowych w tych krajach, co z kolei może doprowadzić do poważnych kryzysów finanso-

czenia. W okresie międzywojennym, kiedy celem polityki monetarnej stało się zapewnienie pełnego zatrudnienia, doszło do upadku systemu waluty złotej (1931 r.). Utworzony w 1944 roku system Bretton Woods zakładał kontrolę kursu walutowego przy jednoczesnym prowadzeniu niezależnej polityki monetarnej oraz kontroli przepływu kapitału. Jednak narastające trudności z utrzymaniem kontroli nad przepływem kapitału spowodowały upadek również tego systemu.

⁴ Nieco inaczej sytuacja kształtuje się w krajach rozwijających się, w których nie istnieją jeszcze na tyle dobrze funkcjonujące instytucje finansowe i polityczne, aby mogły efektywnie prowadzić niezależną politykę monetarną i w pełni korzystać z jej zalet. Można nawet pokusić się o stwierdzenie, że kraje rozwijające się mogą niewiele zyskać realizując własną, niezależną politykę pieniężną, natomiast z pewnością mogą wiele na tym stracić. Stąd też tak wiele krajów rozwijających się wprowadza kontrolę kursu walutowego wiążąc go z walutą dużego kraju o stabilnej gospodarce i niskiej inflacji, jak na przykład Stany Zjednoczone.

wych ze wszystkimi ich negatywnymi skutkami⁵. Kryzysy te wynikają z asymetrii informacji i polegają na tym, że rynki finansowe nie są zdolne skierować strumieni pieniądza do najbardziej produktywnych sektorów gospodarki, co prowadzi do nieefektywnej alokacji kapitału i znaczącego spadku aktywności gospodarczej [Mishkin F. S., 1999, s. 6–7].

Kraje rozwijające się jednak częściej stosują właśnie strategię opartą na celu pośrednim w postaci kursu walutowego niż w postaci agregatów monetarnych. Wyjaśnieniem tego może być fakt, iż kurs walutowy może stanowić cel sam w sobie, bądź to z przyczyn czysto ekonomicznych (minimalizowanie niepewności w handlu zagranicznym), bądź też z innych względów gospodarczych, jak na przykład niechęć do silnych wahań kursu waluty krajowej czy też w powodów politycznych [Cottarelli, Giannini, 1997, s. 27–28].

Wybór systemu kursu walutowego zarówno w krajach gospodarczo zaawansowanych, jak i w krajach rozwijających się zależy od dojrzałości rynku finansowego. Jednocześnie należy pamiętać, iż nie istnieje jeden system kursowy, który byłby najlepszy dla wszystkich krajów i w każdym warunkach lub dla wybranego kraju w każdym okresie jego rozwoju⁶.

Optymalny wybór systemu kursu walutowego może zostać dokonany na podstawie jednej z trzech koncepcji:

- teorii optymalnego obszaru walutowego,
- stopnia otwartości rynku kapitałowego,
- charakterystyki instytucjonalną i historyczną [Papaioannou, 2003, s. 5–8].

Pomimo wcześniejszych uwag krytycznych należy stwierdzić, że strategia oparta na kontroli kursu walutowego posiada istotną zaletę sprawiającą, iż jest ona w wielu przypadkach bardziej pożądanym sposobem prowadzenia polityki pieniężnej niż na przykład kontrola agregatów monetarnych. Miano-

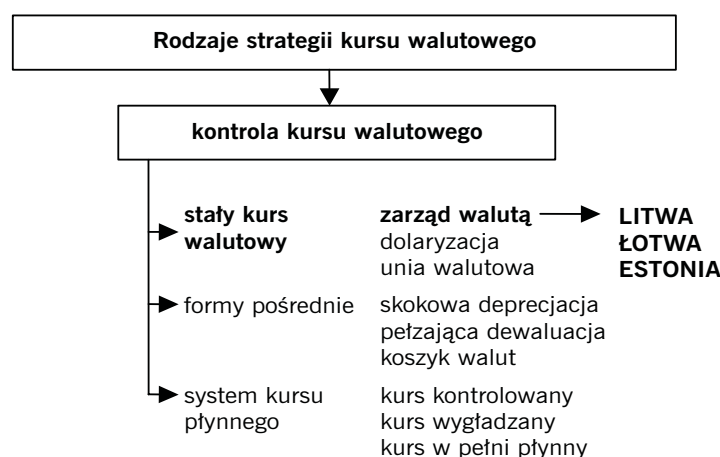
⁵ Ryzyko wystąpienia kryzysu walutowego w krajach rozwijających się i kontrolujących kurs walutowy jest tym większe, im więcej zobowiązań przedsiębiorstw i instytucji finansowych w tych krajach jest denominowanych w walutach obcych. Wówczas każda deprecjacja niesie ze sobą negatywne skutki dla bilansów przedsiębiorstw i instytucji finansowych. Deprecjacja sprawia, że zobowiązania podmiotów gospodarczych denominowane w walutach obcych rosną, przy czym równoległe nie występuje odpowiedni wzrost wartości aktywów, gdyż te z reguły są denominowane w walucie krajowej. W wyniku tych zjawisk spada wartość netto firm i jednocześnie wartość zabezpieczeń dla ich wierzycieli. Kredytowanie takich podmiotów wiąże się ze znacznie większym ryzykiem również dlatego, że mając mniej do stracenia podejmują one bardziej ryzykowne działania. Wszystkie te zjawiska prowadzą do ograniczenia kredytowania, spadku inwestycji i aktywności gospodarczej.

⁶ Obecnie obserwujemy zdecydowaną ewolucję w kierunku systemu płynnego kursu walutowego, podobnie jak 100 lat temu w kierunku systemu waluty złotej. Znaczącym wyjątkiem od tej reguły są unie walutowe, jak Europejska Unia Walutowa. Jednocześnie kraje rozwijające się często realizują pośrednie warianty kontroli kursu walutowego. Coraz bardziej popularna staje się tam ograniczona wersja strategii bezpośredniego celu inflacyjnego, polegająca na tym, że bank centralny dąży do osiągnięcia wyznaczonego celu inflacyjnego, prowadząc niezależną politykę monetarną, podejmując jednocześnie co pewien okres interwencje na rynku walutowym w celu zrównoważenia przejściowych szoków. Bank centralny prowadzący taką politykę posiada rozbudowany system składania raportów, pozwalających na utrzymanie zadłużenia w walutach obcych na określonym poziomie oraz na stopniowe otwarcie rynku kapitałowego na swobodny przepływ kapitału.

wicie kurs walutowy, będąc raczej ceną waluty, a nie wskaźnikiem ilościowym, dostarcza bardziej czytelne sygnały co do aktualnych działań i zamiarów władzy monetarnej niż agregaty monetarne. Jeżeli oczekiwania inflacyjne kształtują się w dużej mierze w zależności od tego, czy zmiany kierunku polityki monetarnej dają się łatwo śledzić dzięki poddającej się prostej obserwacji kotwicy nominalnej, wówczas kontrola kursu walutowego może mieć naturalną przewagę nad kontrolą agregatów monetarnych [Atkeson, Kehoe, 2001, s. 1–3].

Biorąc pod uwagę powyższe rodzaje strategii (schemat 2), kraje transformujące się, szczególnie te zorientowane na szybkie wejście do strefy euro, najczęściej stosują strategię opartą na zarządzie kursem walutowym. Dowodem słuszności realizacji polityki pieniężnej tym sposobem są Litwa, Łotwa i Estonia.

W związku z perspektywą wejścia do strefy euro państwa nadbałtyckie, będące nowymi członkami Unii Europejskiej mają bowiem obowiązek usztywnienia kursu walutowego w ramach mechanizmu ERM II, stanowiącym jedno z kryteriów konwergencji.



Schemat 2.

Strategie kursu walutowego w państwach nadbałtyckich — nowych członkach UE

Źródło: opracowanie własne na podstawie [Bofinger, Wollmershaeuser, 2001, s.1–5.

2. Litwa

Bank centralny Litwy Lietuvos Bankas wznowił swoją działalność po niemal pięćdziesięcioletniej przerwie dnia 1 marca 1990 roku⁷ na podstawie re-

⁷ Korzenie banku centralnego Litwy sięgają 1768 roku, kiedy to Sejm zdecydował się powołać do życia Bank Polski i Litewski z prawami do emisji pieniądza. Ostatecznie pomysł zrealizowano w 1792 r. Bank posiadał swe oddziały w Wilnie, Gardinasie i Mińsku. W swym pierwotnym kształcie działał do utraty niepodległości przez Polskę i Litwę. Jego działalność została wznowiona kilka lat po jej odzyskaniu, w 1922 roku, kiedy to kraj stanął w obliczu całkowitego chaosu

zoluacji Rady Najwyższej tego kraju⁸. W latach 1990–1992, kiedy Litwa znajdował się jeszcze w strefie rubla, główne wysiłki banku centralnego skupione były wokół przygotowania wprowadzenia do obiegu pieniężnego waluty narodowej. W 1992 wprowadzono walutę tymczasową — „talon”, dzięki czemu rozpoczęto realizację funkcji niezależnego banku centralnego. Rok później wprowadzono właściwą walutę krajową — „lit”, w wyniku czego udało się zahamować trzycyfrową inflację oraz rozpocząć proces stabilizacji kursu waluty krajowej.

Przełomowym rokiem dla polityki pieniężnej oraz bankowości centralnej na Litwie był rok 1994. 1 kwietnia zaczęła obowiązywać ustawa o wiarygodności lita⁹, przyjęto w niej strategię stałego kursu walutowego, w której wyniku lit został związany z dolarem amerykańskim w relacji 4 LTL za 1 USD. Zgodnie z ustawą lit miał w stu procentach pokrycie w złocie i wymienialnych rezerwach walutowych, a głównym źródłem jego emisji był zakup walut obcych przez Bank Litwy.

1 grudnia tego roku z kolei weszła w życie nowa ustawa o Banku Litwy¹⁰. Choć w swych zapisach wykazywała ona w pewnym stopniu zależność banku centralnego od Sejmu¹¹, to uwidaczniała stosunkowo duży stopień niezależności banku w sposobie określenia celu jego działania. Otóż zgodnie z artykułem 7 najważniejszym celem Banku Litwy miało być osiągnięcie stabilności walutowej, przy czym realizując ten cel, bank musiał, oprócz zapewnienia niezawodnego funkcjonowania rynku walutowego oraz systemu kredytów i rozliczeń, także wspierać politykę gospodarczą prowadzoną przez rząd. Mógł to jednak czynić tylko wtedy, gdy nie było to sprzeczne z celem priorytetowym banku. Bank Litwy odpowiadał za politykę pieniężną kraju, zarządzał rezerwami dewizowymi, a także kontrolował stosowanie reżimu kursowego¹².

gospodarczego wywołanego załamaniem się wartości marki niemieckiej (pełniacej do tego czasu rolę waluty krajowej). Wówczas Sejm zdecydował się na uchwalenie ustawodawstwa o wprowadzeniu do obiegu lita i powołaniu Banku Litwy. Wartość lita była gwarantowana przez złoto, rezerwy walutowe oraz papiery wartościowe. Kurs waluty krajowej w stosunku do dolara (10 : 1) był ustalany na podstawie zawartości złota w licie. Bank Litwy działał nieprzerwanie do połowy 1940 roku, kiedy to został wchłonięty do systemu bankowego Związku Radzieckiego. Za: www.lbank.lt/eng/about/history.html.

⁸ *The Supreme Council of the Lithuanian Soviet Socialist Republic Resolution concerning Establishment of the Bank of Lithuania*, 13 February 1990, No. XI-3680.

⁹ *Republic of Lithuania Law on the Credibility of Litas*, 17 March 1994, No. I-407.

¹⁰ *Republic of Lithuania Law on the Bank of Lithuania*, 1 December 1994, No. I-678.

¹¹ W artykule 1. stwierdzono, że Bank Litwy został stworzony przez Sejm, który miał również prawo go zlikwidować, przy czym nie określono dopuszczalnych przesłanek likwidacji tej instytucji. Dodatkowo Bank Litwy był odpowiedzialny przed Sejmem, a państwo nie ponosiło odpowiedzialności za zobowiązania banku, chyba że były one nałożone na niego ustawowo. W artykule 3., zatytułowanym „niezależność Banku Litwy”, ustawodawca stwierdził z kolei, że w zakresie realizacji celów, określonych w tej ustawie, i wykonywania innych funkcji Bank Litwy kieruje się przepisami Konstytucji i ustaw oraz jest niezależny od rządu i innych instytucji i władz. Zapisy powyższe należy uznać za w pewnym stopniu sprzeczne, gdyż jeżeli Bank Litwy ma kierować się przepisami ustaw przyjmowanych przez Sejm, to nie jest od Sejmu niezależny.

¹² *Republic of Lithuania Law on the Bank of Lithuania*, 1 December 1994, No. I-678, art. 8.

Rozwój prac nad ideą niezależności prowadzonych najpierw przez Europejski Instytut Walutowy, a następnie Europejski Bank Centralny (EBC), wymusił również zmiany w ustawodawstwie o bankowości centralnej Litwy, które z czasem wykazywało znaczne odstępstwa od docelowego modelu niezależności określonego w raportach konwergencji. W celu prawidłowej realizacji polityki pieniężnej, konieczne okazało się wprowadzenie wielu poprawek do ustawy o Banku Litwy z 1994 roku. Najważniejsze spośród nich zostały przyjęte w 2001 i 2004 roku [Poši8nas, Žygas, 2005, s. 288].

W nowelizacji ustawy o Banku Litwy przyjętej w marcu 2001 roku nadano tej instytucji większą niezależność oraz szersze możliwości aktywnego realizowania polityki pieniężnej. Przede wszystkim zmieniono cel działania tego Banku na bardziej zgodny¹³ z Traktatem UE i Statutem Europejskiego Banku Centralnego i Europejskiego Systemu Banków Centralnych (EBC i ESBC). Bank ten zatem przede wszystkim miał starać się o stabilność poziomu cen oraz, jeżeli nie stało to w sprzeczności z celem podstawowym, wspierać politykę gospodarczą rządu¹⁴. Celowi temu podporządkowano także kwestie związane z reżimem kursowym, które całkowicie znajdowały się w kompetencjach Banku Litwy. Ponadto zlikwidowano przepisy o odpowiedzialności banku Litwy przed Sejmem [Pošiūnas, Žygas, 2005, s. 290], zabroniono mu udzielania kredytów rządowi i innym instytucjom publicznym, szczebla zarówno regionalnego, jak i lokalnego, zakazano również kupowania papierów skarbowych na rynku pierwotnym¹⁵.

Z kolei w 2004 roku, a zatem w przededniu wstąpienia tego kraju do Unii Europejskiej, Sejm Litwy przyjął kolejną poprawkę do ustawy o Banku Litwy¹⁶. W artykule 3. zapewniono Bankowi Litwy niezależność instytucjonalną w sensie Traktatu z Maastricht. Ponadto doprecyzowano, że Bank Litwy ma za zadanie utrzymywać stabilność poziomu cen, a nie do niej dążyć, jak to określono w noweli z 2001 roku¹⁷.

Jeszcze przed uchwaleniem poprawek w ustawodawstwie litewskim dotyczącym zwiększenia niezależności banku centralnego 1 czerwca 1999 roku na podstawie *Programu Polityki Pieniężnej Banku Litwy na lata 1997–1999*¹⁸ opracowano i przyjęto *Wytyczne dotyczące Zastosowania Instrumentów Polityki Pieniężnej*¹⁹, w którym to dokumencie określono szczegółowo cele, warunki i limity

¹³ Staranie się o stabilny poziom cen nie jest bowiem tożsame z utrzymywaniem stabilnego poziomu cen, co powinno być priorytetowym celem Banku Litwy.

¹⁴ *Republic of Lithuania Law on the Amendment of the law on the Bank of Lithuania*, 13 March 2001 No. IX–205, art. 7.

¹⁵ Zob.: *Republic of Lithuania Law on the Bank of Lithuania*, 1 December 1994, No. I–678, art. 8., 29., 30., 31.; *Republic of Lithuania Law on the Amendment of the law on the Bank of Lithuania*, 13 March 2001 No. IX–205, art. 31., 37.

¹⁶ *Republic of Lithuania Law on the Amendment of the law on the Bank of Lithuania*, 15 April 2004 No. IX–2139, art. 50.

¹⁷ *Ibidem*, art. 7.

¹⁸ *Monetary Policy Programme of the Bank of Lithuania for 1997–1999*, 1997, No. 10–197

¹⁹ *Guidelines for the Application of Bank of Lithuania Monetary Policy Instruments*, 1999, No. 61–2024.

dotyczące instrumentów wykorzystanych w strategii stałego kursu walutowego. Głównym celem przygotowania tego dokumentu było nakreślenie sposobu realizacji polityki pieniężnej na następne lata, związane z zamiarem włączenia się Litwy w struktury Unii Europejskiej, a ostatecznie ze sprostaniem wymogom stawianym potencjalnym uczestnikom Unii Gospodarczej i Walutowej (UGW).

W związku z faktem, iż Unia Europejska stała się w latach 2000–2001 najważniejszym partnerem handlowym Litwy, a także mając na uwadze zapisy *Wytycznych*, 2 lutego 2002 roku zastąpiono dotychczasową kotwicę nominalną, którą był dolar, na nową — walutę euro, ustalając wartość lita w stosunku do euro w wysokości 3,45280 LTL za 1 EUR²⁰.

Główny cel polityki pieniężnej prowadzonej przez Bank Litwy, którym przed wstąpieniem tego kraju do Unii Europejskiej było dążenie do stabilności cen, a od 2004 roku jest utrzymanie stabilnego poziomu cen, realizowany jest za pomocą następujących instrumentów:

- rezerwy obowiązkowej, która ma zapewnić płynności systemu bankowego oraz większą stabilność poziomu stóp procentowych na rynku pieniężnym, a także regulować proporcje między bazą monetarną a podażą pieniądza oraz stopę depozytów i kredytów w systemie bankowym,
- operacji kredytowo-depozytowych, służących zwiększeniu stabilności banków oraz całego systemu pieniężnego,
- operacji otwartego rynku (OOR), które mają za zadanie absorpcję płynności na krajowym rynku pieniężnym²¹.

W tabeli 1. przedstawiono cechy charakterystyczne stosowanych obecnie przez bank Litwy instrumentów polityki pieniężnej.

Tabela 1.

Instrumenty polityki pieniężnej na Litwie

zabezpieczenie płynności	absorpcja płynności	termin zbywalności	częstotliwość	sposób postępowania/ dzień transakcji
operacje kredytowo-depozytowe				
nabywanie waluty bazowej (wprowadzono 04.1994)	sprzedaż waluty bazowej (wprowadzono 04.1994)		dostęp na poziomie decyzji stron transakcji	dwustronne procedury; Bank Litwy kupuje walutę bazową z datą waluty $T, T + 2$ i sprzedaje je z datą waluty $T + 2$

²⁰ Decyzja o zamianie waluty, na podstawie której ustalano wartość lita, ogłoszono publicznie już w październiku 1999 roku. Mając na uwadze chęć uniknięcia negatywnych skutków takiej zamiany, które w konsekwencji mogłyby spowodować reperkusje w gospodarce litewskiej, wskazano wówczas jej podstawowe zasady. Zgodnie z nimi zmiana waluty z USD na EUR miała odbyć się bez dewaluacji lub rewaluacji, zmiana ta nastąpi bezpośrednio na EUR, bez pośredniego określenia wartości lita na podstawie koszyka EUR/USD, a informacje o tym będą przekazane do publicznej wiadomości z odpowiednim wyprzedzeniem, za: *2001 Annual Report of Bank of Lithuania*, s. 42.

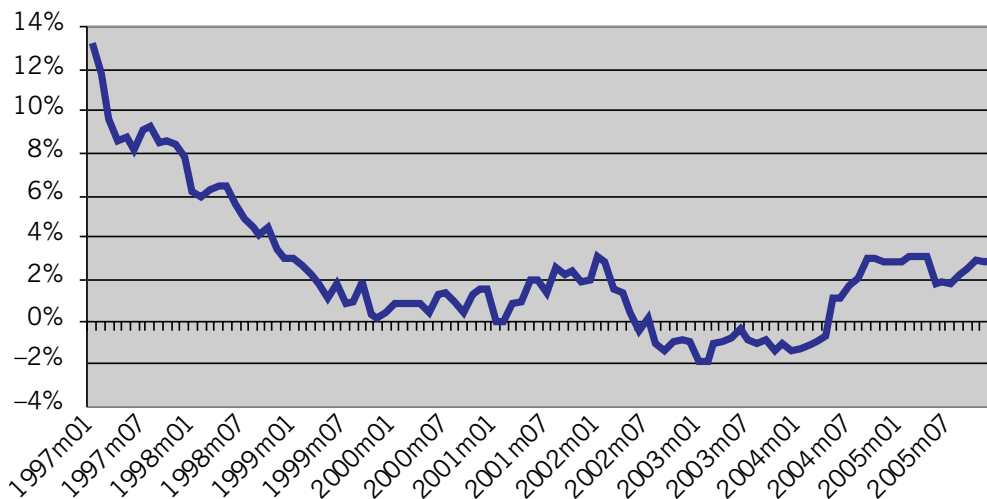
²¹ *Guidelines...*, op. cit., s. 3.

zabezpieczenie płynności	absorpcja płynności	termin zbywalności	częstotliwość	sposób postępowania/dzień transakcji
transakcje zakupu warunkowego overnight (dostępne od 06.2004; zastąpiły pożyczki overnight dostępne od 06.1998)		overnight	na poziomie decyzji stron transakcji	dwustronne procedury (95% wartości dostępnych dłużnych p.w. sprzedawanych jest Bankowi Litwy); <i>T</i>
zabezpieczone pożyczki dla zapewnienia płynności i dwustronne transakcje repo (pożyczki dostępne od 06.1995, transakcje repo od 01.1998)		pożyczki zmienne (1–3 miesiące) dwustronne transakcje repo do 90 dni kalendarzowych	nieregularna, na poziomie decyzji stron transakcji, przedmiot decyzji Zarządu Banku Litwy	dwustronne procedury; przedmiot porozumienia między stronami transakcji
operacje otwartego rynku				
	przetargi na depozyty terminowe banków komercyjnych w Banku Litwy (mogą być przeprowadzane od 08.1997)	zmienny, 7 i 14 dniowe, używane do tej pory	zmienna	przetargi na wielokrotne/pojedyncze stopy proc., <i>T</i>
przetargi na transakcje zakupu warunkowego z Bankiem Litwy kupującym p.w. od banków komercyjnych (mogą być przeprowadzane od 06.1997)		zmienny, 7 i 14 dniowe, używane do tej pory	zmienna	przetargi na pojedyncze stopy proc., <i>T + 1</i>
rezerwa obowiązkowa				
stabilizacja płynności systemu bankowego	Baza rezerwy składa się z zobowiązań banków komercyjnych z wyjątkiem zobowiązań wobec Banku Litwy i innych banków komercyjnych, które są przedmiotem rezerwy obowiązkowej Banku Litwy. Rezerwa obowiązkowa wynosi 6%. Zerowa rezerwa obowiązkowa obowiązuje w przypadku: 1) depozytów i równoważnych zobowiązań o ustalonym terminie zapadalności ponad 2 lata lub podlegających wykupowi na żądanie po upływie 2 lat, 2) dłużne p.w. o ustalonym terminie zapadalności ponad 2 lata, niepodlegające wykupowi przed terminem zapadalności, 3) transakcje zakupu warunkowego.			
kalkulacja i utrzymywanie rezerwy obowiązkowej				
Baza rezerwy jest obliczana w stosunku do zobowiązań w licie i walutach obcych na podstawie bilansu banku w ostatnim miesiącu poprzedzającym miesiąc, w którym rozpoczyna się okres utrzymywania rezerwy. Banki komercyjne muszą utrzymywać wymagane rezerwy w licie na kontach w Banku Litwy. Okres utrzymywania: od 24 dnia kalendarzowego miesiąca do 23 dnia kalendarzowego kolejnego miesiąca włącznie. Obowiązuje metoda uśredniania. Bank Litwy wynagradza część wymaganych rezerw obliczoną na podstawie wskaźników rezerw przyjętych przez EBC.				

Źródło: *System of Monetary Policy Instruments, Bank of Lithuania*, www.lb.lt/eng/about/policy.html.

Zdaniem Banku Litwy strategia stałego kursu walutowego, wykorzystująca przedstawione w tabeli 1. instrumenty, a oparta na związaniu lita z wal-

ta euro, przyczynia się do stabilizacji cen importu i eksportu, pomaga w utrzymaniu inflacji na niskim poziomie, a w długim okresie pozwala na stabilizację cen, co jest zgodne z podstawowym celem Eurosystemu. Potwierdzeniem słuszności jej stosowania przez Bank Litwy jest niska stopa inflacji, którą udaje się utrzymać od kilku już lat (wykres 1.).



Wykres 1.

Stopa inflacji na Litwie w latach 1997–2005

Źródło: Eurostat.

3. Łotwa

Łotwa była jeszcze republiką należącą do ZSRR, gdy dnia 2 marca 1990 Rada Najwyższa przyjęła rezolucję w sprawie Banku Łotwy (Latvijas Banka). Jednakże bankiem centralnym w pełnym tego słowa znaczeniu, włącznie z prawem do emisji pieniądza, Bank Łotwy stał się dopiero po ogłoszeniu deklaracji niepodległości 4 maja 1990 roku²², dzięki rezolucji Rady Najwyższej niezawisłej już Łotwy z 3 września 1991 roku²³. Przejął on wówczas aktywa łotewskiego oddziału Banku Państwowego ZSRR²⁴ i innych banków państwowych, a 4 marca 1992 roku Rada Najwyższa przyjęła ustawę w sprawie

²² Uznanie przez ZSRR niezależności wszystkich trzech republik nadbałtyckich miało miejsce dopiero dnia 3 września 1991 roku.

²³ *The Resolution of the Supreme Council of the Republic of Latvia on Reorganization of Banks in the Territory of the Republic of Latvia*, passed on September 3, 1991.

²⁴ W 1987 roku Łotewskie Biuro Banku Państwowego ZSRR (the Latvia Republican Office of the State Bank of the USSR) zostało co prawda przemianowane na Łotewski Bank Państwowego ZSRR (the Latvia Republican Bank of the State Bank of the USSR), jednakże niczego to nie zmieniło z punktu widzenia niezależności bankowości centralnej i prowadzonej przez bank centralny polityki pieniężnej w tym kraju, za: www.bank.lv.

przejęcia wszystkich praw należnych Bankowi Łotwy utworzonemu w 1922 roku²⁵, dzięki czemu można było uznać obecnie działający Bank Łotwy za sukcesora jego przedwojennego odpowiednika. Pozwoliło to ostatecznie na przyjęcie 19 maja 1992 roku ustawy o Banku Łotwy, która uregulowała kwestie związane z niezależnością banku centralnego, realizacją polityki pieniężnej czy emisją nowej, wprowadzonej w 1993 roku jednostki pieniężnej — łatów²⁶.

Ustawa o Banku Łotwy z 1992 roku określiła cel tego Banku w sposób w dużej mierze spójny z Traktatem z Maastricht, jako kontrolowanie ilości pieniądza w obiegu dla utrzymania stabilności poziomu cen. W ustawie nie stwierdzono jednak, iż jest to cel priorytetowy, celami równoległymi były bowiem także wspieranie wolnej konkurencji, efektywnej alokacji zasobów czy stabilności systemu finansowego. Poza tym określono, iż celem posiadania przez Bank rezerw dewizowych jest zapewnienie stabilności kursu walutowego, co również stanowiło o pewniej niespójności w określonych celach.

W ustawie stwierdzono również, że zadaniem Banku Łotwy była realizacja polityki pieniężnej, ale nie jej ustalanie²⁷. W tym przypadku również występowała niezgodność między zapisami ustawy. Zgodnie z artykułem 6. rola Banku w tym zakresie polegała na doradzaniu rządowi i sejmowi²⁸, artykuł 26. wskazywał zaś, że określanie ogólnej polityki pieniężnej znajduje się w kompetencjach najważniejszego organu Banku — Rady Prezesów. Bank Łotwy mógł jednak bez wątplenia samodzielnie prowadzić politykę kursową dzięki swobodzie prowadzenia operacji walutowych²⁹.

Bank Łotwy nie podlegał rządowi ani jego instytucjom, lecz mógł w sposób niezależny podejmować i realizować zadania wynikające z ustawy. Jednak w związku z opisanym wcześniej brakiem jasnych kompetencji w ustalaniu polityki pieniężnej tak określona niezależność banku centralnego była niewystarczająca. Zasadniczo zwiększono ją przez poprawki do ustawy z 1998 roku, wprowadzając zasadę, że Bank nie może udzielać kredytu rządowi ani nabywać emitowanych przez niego walorów dłużnych na rynku pierwotnym³⁰. Z punktu widzenia prowadzonej polityki pieniężnej istotne były poprawki z 2000 roku określające, że priorytetowym celem Banku jest kontrola obiegu

²⁵ *The Law on Taking over Rights of the Bank of Latvia Founded in 1922*, adopted by the Supreme Council on March 4, 1992

²⁶ Rada Najwyższa Łotwy przyjęła rezolucję w sprawie utworzenia własnego systemu monetarnego już 31 lipca 1990 roku. Jednak wcześniej okazało się konieczne wprowadzenie przejściowego pieniądza — łotewskiego rubla, co nastąpiło po rezolucji Komitetu Reformy Monetarniej (The Monetary Reform Committee) z 4 maja 1992 roku. Patrz: www.bank.lv.

²⁷ *Republic of Latvia Law on the Bank of Latvia*, adopted on May 19, 1992, art. 3.

²⁸ Poprawka do ustawy o Banku Łotwy z 1997 roku uwzględniła zmianę nazwy Rady Najwyższej na Sejm, co było jednak nieistotne z punktu widzenia niezależności Banku Łotwy i z tego względu nazwa Sejm będzie wykorzystywana także do opisu stanu prawnego sprzed 1997 roku. Podkreślić jednak należy, że w jego kompetencjach znajdowało się prawo do przyjęcia rezolucji w sprawie likwidacji Banku Łotwy i jego majątku. Por.: *Republic of Latvia Law on the Bank of Latvia*, adopted on May 19, 1992, as amended by the Saeima of the Republic of Latvia on June 18, 1997, art. 17.

²⁹ *Republic of Latvia Law on the Bank of Latvia*, adopted on May 19, 1992, art. 8.

pieniądza dla utrzymania stabilności poziomu cen³¹, oraz w 2002 roku — uściślając definicję niezależności banku centralnego³².

Utrzymywanie stabilnego poziomu cen jako cel główny polityki pieniężnej prowadzonej przez Bank Łotwy ma w długim okresie prowadzić do osiągnięcia w kraju sprzyjających warunków makroekonomicznych przyczyniających się do wzrostu gospodarki narodowej. Podobnie jak w przypadku Litwy cel ten jest osiągany przez stosowanie strategii stałego kursu walutowego. Według Banku Łotwy, strategia ta jest najbardziej efektywnym instrumentem redukującym inflację, stabilizującym sytuację makroekonomiczną, a także wzmacniającym zaufanie społeczeństwa do reform podejmowanych związanych z procesem transformacji. Jej stosowanie jest słuszne z co najmniej dwóch powodów. Po pierwsze, strategia ta jest odpowiednia dla małych krajów o otwartej gospodarce takich jak Łotwa, gdzie podmioty zagraniczne odgrywają znaczącą rolę. Mniejsze gospodarki zależą od zmian zachodzących na globalnych rynkach finansowych i towarowych. W takich krajach nawet pojedyncze transakcje (powodujące znaczny napływ lub wypływ kapitału) mogą spowodować znaczące krótkookresowe wahania w poziomie kursów walutowych, zwiększając wydatki na wymianę zagraniczną i związane z tym ryzyko. Im gospodarka bardziej otwarta, tym ważniejsze jest zapewnienie odpowiednich warunków koniecznych (włączając stabilność kursu walutowego) do wzrostu handlu zagranicznego i zagranicznych inwestycji, które mają istotny wpływ na ogólny jej rozwój.

Po drugie zaś, w mechanizmie transmisji impulsów monetarnych Łotwy, kanał kursu walutowego wpływa znacząco na dynamikę cen konsumpcyjnych, co w dużym stopniu należy łączyć z wysokim poziomem składników importu zarówno w konsumpcji, jak i przemyśle Łotwy³³.

Strategia stałego kursu walutowego jest stosowana przez Bank Łotwy od 1994 roku, kiedy to walutę łotewską łączy z koszykiem walut SDR (w skład koszyka wchodziły USD, EUR, GBP oraz JPY) w stosunku 1 XDR = 0,7997 LVL, przy czym odchylenie od tego kursu mogło wynosić $\pm 1\%$.

W związku z wejściem Łotwy do Unii Europejskiej, z czym wiąże się w przyszłości przyjęcie waluty euro, w listopadzie 2004 roku Zarząd Banku Łotwy przyjął uchwałę dotyczącą związania łąta z walutą euro oraz ustalania kursów walut³⁴, na podstawie której od 1 stycznia 2005 roku zastąpiono do-

³⁰ *Republic of Latvia Law on the Bank of Latvia*, adopted on May 19, 1992, as amended by the Saeima of the Republic of Latvia on October 29, 1998, art. 36.

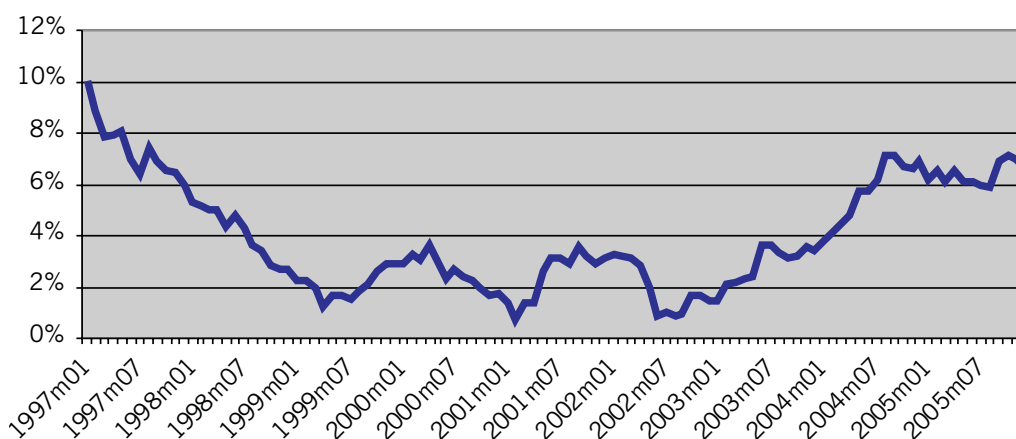
³¹ *Republic of Latvia Law „On the Bank of Latvia”*, adopted on May 19, 1992, with amendments passed by the Saeima of the Republic of Latvia on June 1, 2000, art. 3.

³² Po poprawkach z 2002 roku ustawa o Banku Łotwy nie była jeszcze w pełni zgodna z Traktatem z Maastricht i Statutem EBC i ESBC. Dlatego w grudniu 2005 roku przyjęto kolejne poprawki, które zapewniły ostatecznie zgodność ustawy o Banku Łotwy z dokumentami unijnymi. Por.: *Republic of Latvia Law on the Bank of Latvia*, adopted on May 19, 1992, with amendments passed by the Saeima of the Republic of Latvia on December 1, 2005.

³³ *Monetary Policy of the Bank of Latvia*, www.bank.lv/eng/main/monpolicy/mp.

³⁴ *Resolution on Pegging the Lats to the Euro and Setting Foreign Exchange Rates*, 11 November 2004.

tychczasową kotwicę nominalną na euro. Kurs walut kształtuje się w stosunku 1 EUR = 0,702804 LVL. Zasadniczo kurs łąta może odchyłać się w stosunku do euro o $\pm 15\%$. Jednakże w związku z faktem, iż poprzednio pasmo wahań wynosiło $\pm 1\%$, Bank Łotwy zapewnił jednostronnie, iż będzie dążyć do utrzymania takiego odchylenia, w przypadku zaś przekroczenia tego przedziału będzie stosował interwencje³⁵.



Wykres 2.

Stopa inflacji na Łotwie w latach 1997–2005

Źródło: Eurostat.

W celu powstrzymania szoków w sektorze finansowym, strategia stałego kursu walutowego jest realizowana za pomocą instrumentów, które dostosowano do stosowanych przez EBC oraz przez banki centralne znajdujące się w ESBC (jego członkiem Bank Łotwy stał się w momencie wstąpienia do UE)³⁶. Wśród instrumentów polityki pieniężnej wyróżnić należy:

- operacje otwartego rynku, które są przez Bank Łotwy stosowane najczęściej, w tym:
 - operacje bezwarunkowego zakupu papierów wartościowych z terminem zapadalności 7 i 28 dni, do których realizacji Bank Łotwy dostarcza instytucjom kredytowym środki pieniężne w zamian za zabezpieczenie na papierach wartościowych,
 - swapy walutowe z terminem zapadalności 7, 28 i 91 dni — tu Bank Łotwy sprzedaje instytucjom kredytowym łąty za dolary amerykańskie i euro, a następnie odkupuje je na końcu terminu ich zapadalności,

³⁵ *Bank of Latvia Annual Report 2004*, s. 40–41.

³⁶ *Convergence Programme of the Republic of Latvia 2004–2007*, Ministry of Finance of Republic of Latvia, December 2004, s. 11.

- inne operacje rynkowe, np. operacje warunkowego zakupu papierów wartościowych lub przetargi na papiery wartościowe na rynku wtórnym, które są jednak przeprowadzane nieregularnie lub nie są przeprowadzane przez Bank Łotwy wcale,
- operacje depozytowo-kredytowe, w tym pożyczki lombardowe z terminem zapadalności od 1 do 30 dni, czy depozyty bankowe z terminem zapadalności 7 lub 14 dni,
- rezerwy obowiązkowe, wynoszące obecnie 8%, które mają zapewnić większą stabilność bazy monetarnej, a także ułatwić efektywność operacji rynkowych, zapobiegając nadmiernym dziennym zmianom stóp procentowych na rynku międzybankowym³⁷.

Na wykresie 2. przedstawiono kształtowanie się inflacji na Łotwie w latach 1997–2005. Można zauważyć, iż w przypadku tego kraju, w odróżnieniu od Litwy, inflacja charakteryzowała się znacznie większą zmiennością, szczególnie w okresie przed i po akcesji do Unii Europejskiej. Jednakże w ostatnim prezentowanym roku wydaje się ona stabilizować i dążyć do poziomu określonego przez kryteria konwergencji.

4. Estonia

Bank Estonii — Eesti Pank — powstał w 1919 roku, jednakże został przekształcony w Estoński Oddział Banku Państwowego ZSRR w związku z włączeniem Estonii do ZSRR w 1944 roku. Bank Estonii rozpoczął ponownie działalność 1 stycznia 1990³⁸, choć Estonia nie była jeszcze niepodległym państwem, a Rada Najwyższa Estonii podjęła decyzję w tej sprawie dopiero 15 marca 1990 roku³⁹. Statut tego Banku, zgodnie z którym był on niezależną instytucją publiczną, przyjęto już w marcu 1990 roku, jednakże podkreślić należy, że reformę monetarną, wprowadzającą w miejsce rubla estońską koronę, zrealizowano dopiero 20 czerwca 1992 roku⁴⁰. Z tego względu najważniejszą ustawą dla niezależności Banku Estonii była ustawa o banku centralnym Estonii z 18 maja 1993 roku, która została znowelizowana niemal pół roku później 6 stycznia 1994 roku⁴¹.

Zgodnie ustawą bank ten był odpowiedzialny za zarządzanie obiegiem pieniężnym, zarówno w kraju, jak i za granicą, oraz za utrzymanie stabilności estońskiego pieniądza. Dlatego między innymi utrzymywał on rezerwy dewizowe, wskazywał kierunki ich wykorzystania, a także przeprowadzał operacje przy ich użyciu i ustalał kurs walutowy. Udział Banku Estonii w polityce eko-

³⁷ *Monetary Policy of the Bank of Latvia*, www.bank.lv/eng/main/monpolicy/mp.

³⁸ Był on sukcesorem działającego w okresie międzywojennym Banku Estonii. Po uznaniu tego faktu Wielka Brytania oraz Bank for International Settlements oddały mu przechowywane tam rezerwy, w tym złoto.

³⁹ *Decision by the Supreme Soviet of Estonian SSR of 15 March 1990 „On the Activities of Eesti Pank”* (ESSR Teataja 1990, No. 9. Article 146; RT 1990, No. 2, Article 37; 1992, No. 9, Article 122.

⁴⁰ Oficjalna strona internetowa Banku Estonii.

⁴¹ *Law on the central bank of the Republic of Estonia* z 18 maja 1993 roku.

nomicznej sprowadzał się do prowadzenia niezależnej polityki monetarnej. Mógł on jednakże wspierać politykę rządu, o ile nie stało to w konflikcie z opisanym wcześniej celem jego działania⁴².

Zgodnie z artykułem 3. ustawy z 1993 roku Bank ten był niezależny od jakichkolwiek agencji rządowych, przez co ustawodawca rozumiał brak relacji podległości w stosunku do rządu lub jakiejkolwiek władzy wykonawczej⁴³. Z drugiej strony ustawodawca starał się zapewnić pewne minimum koordynacji polityki pieniężnej i fiskalnej. Między innymi w tym celu określił, że Bank Estonii doradza rządowi w zakresie polityki pieniężnej, kredytowej i bankowej, a rząd nie może podejmować ważnych gospodarczo decyzji bez wysłuchania opinii Banku na ich temat⁴⁴.

Najważniejsze zmiany dla Banku Estonii wprowadziła nowelizacja do ustawy z 22 stycznia 2003⁴⁵. W szczególności określono priorytetowy cel Banku Estonii w sposób zgodny z Traktatem z Maastricht, a także doprecyzowano, że Bank ten nie ma prawa udzielać pożyczek żadnym instytucjom i agencjom: Unii Europejskiej, rządu Estonii i rządów innych państw członkowskich Unii Europejskiej, samorządów lokalnych czy innych władz publicznych, a także podmiotom prawa publicznego lub prywatnego z udziałem instytucji rządowych szczebla centralnego i lokalnego. Ponadto sprecyzowano przepisy przyznające Bankowi niezależność instytucjonalną od jakichkolwiek osób trzecich, z zastrzeżeniem, że od momentu przystąpienia do Eurosystemu Bank Estonii będzie mógł żądać i przyjmować instrukcje jedynie od Europejskiego Banku Centralnego oraz nie będzie mógł samodzielnie ustalać polityki pieniężnej.

Pomimo ciągłego wprowadzania poprawek do ustawy o Banku Estonii wciąż istnieje wiele niedoskonałości w zakresie jego niezależności. Mając to na uwadze Parlament Estonii przygotował kolejną poprawkę do ustawy o Banku Estonii i poprosił o opinię na jej temat Europejski Bank Centralny. Ten wskazał między innymi, iż w zakresie celu priorytetowego nie określono dostatecznie wyraźnie, że Bank może wspierać politykę gospodarczą rządu tylko wówczas, gdy nie jest to sprzeczne z celem priorytetowym. EBC wymaga również, aby w propozycji zmiany ustawy umieścić przepis, że od momentu przystąpienia Estonii do Eurosystemu Bank Estonii nie będzie miał kompetencji w dziedzinie ustalania polityki pieniężnej, na co wskazuje artykuł 11. ustawy⁴⁶. Można przypuszczać, iż niezgodności te zostaną wkrótce usunięte i Bank Estonii będzie w pełni odpowiadał standardom przyjętym przez EBS,

⁴² *Ibidem*, art. 4.

⁴³ Dodatkowo nie odpowiada on za żadne zobowiązania finansowe Państwa, ani Państwo nie odpowiada za zobowiązania finansowe Banku.

⁴⁴ *Law on the central bank of the Republic of Estonia* z 18 maja 1993 roku, art. 4.

⁴⁵ W większości artykułów weszła ona w życie dopiero w momencie przystąpienia Estonii do Unii Europejskiej.

⁴⁶ *Opinion of the European Central Bank of 30 December 2005 at the request of the Estonian Parliament on a draft law amending the Eesti Pank Act (CON/2005/59)*.

zarówno w zakresie niezależności banku centralnego, jak i celu polityki pieniężnej.

Priorytetowym celem polityki pieniężnej Banku Estonii jest zapewnienie stabilności poziomu cen. Stabilna, niska i łatwo przewidywalna stopa inflacji zapewnia sprzyjające warunki dla długoterminowego wzrostu gospodarczego. Stabilne ceny pozwalają przedsiębiorstwom oraz gospodarstwom domowym w sposób bardziej efektywny planować i podejmować decyzje inwestycyjne i konsumpcyjne. Przyczyniają się również do zapewnienia efektywnej alokacji ich środków⁴⁷.

Jak wskazano wyżej, dążenie do osiągnięcia stabilności poziomu cen jest realizowane przy pomocy strategii stałego kursu walutowego, która została wprowadzona w Estonii wraz ze wspomnianą już reformą monetarną z 20 czerwca 1992 roku: na jej podstawie zastąpiono dotychczas obowiązującego rubla estońskiego koroną. Początkowo korona estońska była związana z marką niemiecką w stosunku 1 DEM = 8 EEK, natomiast od 1999 roku jest związana z euro w relacji 1 EUR = 15,6466 EEK.

W związku z występowaniem silnych powiązań między systemem monetarnym Estonii a euro, a także wysoką mobilnością kapitału, polityka pieniężna Estonii w znacznej mierze jest kształtowana przez operacje i działania Europejskiego Banku Centralnego. Decyzje EBC są w dosyć szybko przenoszone do gospodarki Estonii, wpływając na wysokość oprocentowania depozytów i kredytów oraz kurs korony estońskiej w stosunku do innych walut, w konsekwencji oddziałując na działania sektora niefinansowego oraz stabilność poziomu cen. W związku z tym zasięg instrumentów polityki pieniężnej stosowanych przez Bank Estonii jest stosunkowo mały i ogranicza się do zarządu walutą (tabela 2.)⁴⁸.

Tabela 2.

Instrumenty polityki pieniężnej wykorzystywane przez Bank Estonii

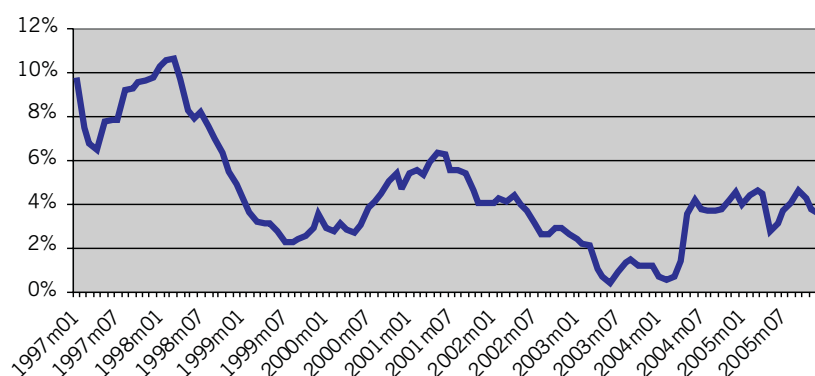
Instrumenty polityki pieniężnej	Działania
1. Operacje wymiany waluty (forex)	Bank Estonii jest zobligowany do przeprowadzania transakcji wymiany walut z estońskimi instytucjami kredytowymi bez ograniczeń między EEK a EUR, USD, JPY, GBP i SEK
spread walutowy	nie występuje spread walutowy w przypadku kupna i sprzedaży EUR–EEK między instytucjami kredytowymi a Bankiem Estonii obowiązujące od 1.01.1999
2. Rezerwy obowiązkowe	— estońskie instytucje kredytowe są zobligowane do utrzymywania odpowiedniej ilości swoich płynnych aktywów w postaci wskazanej przez Bank Estonii
baza obliczeniowa rezerwy obowiązkowej	— zobowiązania wobec klientów — dłużne papiery wartościowe emitowane przez banki

⁴⁷ *Bank of Estonia Annual Report 2005*, s. 24.

⁴⁸ *Ibidem*.

Instrumenty polityki pieniężnej	Działania
baza obliczeniowa rezerwy obowiązkowej	<ul style="list-style-type: none"> — zobowiązania brutto należne zagranicznym instytucjom kredytowym — transakcje repo — gwarancje finansowe dla instytucji finansowych należących do grup skonsolidowanych
	<ul style="list-style-type: none"> — zobowiązania podporządkowane — pożyczki rządowe i fundusze podobnych jednostek obowiązuje od 1.03.2003
miesięczne minimalne rezerwy obowiązkowe	generalnie 13% i specjalny wymóg 13% rezerw z bazy obliczeniowej obowiązuje od 1.03.2003*
aktywa spełniające wymogi rezerw obowiązkowych	depozyty w Banku Estonii zagraniczne papiery wartościowe (o odpowiedniej jakości) — do 50% rezerwy obowiązuje od 1.03.2004
uśrednianie	uśrednianie na podstawie miesięcznej; uśrednianie rozpoczyna się w 1 dniu kalendarzowym każdego miesiąca i kończy ostatniego dnia kalendarzowego danego miesiąca obowiązuje od 1.06.1996
dzienne minimalne rezerwy obowiązkowe	40% rezerwy obowiązkowej korony estońskiej obowiązuje od 1.01.2001
wynagrodzenie rezerwy obowiązkowej	stopa oprocentowania depozytów w EBC obowiązuje od 1.06.1999
3. Operacje depozytowe w Banku Estonii	Bank Estonii oferuje instytucjom kredytowym możliwość osiągnięcia dochodów ze średniego miesięcznego stanu na rachunku w Banku Estonii przewyższającego minimum rezerwy obowiązkowej stopa oprocentowania depozytów w EBC obowiązuje od 1.06.1999
4. Operacje sprzedaży zagranicznych papierów wartościowych Bankowi Estonii	Bank Estonii jest gotowy do kupna od instytucji kredytowych papierów wartościowych, które spełniają wymogi jakościowe związane z rezerwą obowiązkową obowiązuje od 1.01.2001

* w przypadku zobowiązań powyżej 2 lat oraz transakcji repo występuje specjalny wskaźnik
Źródło: *Eesti Pank's operational framework of monetary policy*, www.bankofestonia.info.



Wykres 3.

Stopa inflacji w Estonii w latach 1997–2005

Źródło: Eurostat.

W ramach przyjętego celu priorytetowego, który osiągany jest przy wykorzystaniu wskazanych wyżej instrumentów, bank centralny Estonii dąży do uniemożliwienia negatywnego wpływu czynników zewnętrznych (zagranicznych) na zmiany cen krajowych. Ma to pozwolić na ich łagodne dostosowanie się do poziomu i struktury cen, jakie obowiązują w rozwiniętych gospodarkach rynkowych. Konsekwencja w dotychczasowej realizacji założeń polityki pieniężnej jest jednym z najważniejszych czynników wpływających na rozwój gospodarki, a także na oczekiwania inflacyjne. Na wykresie 3. przedstawiono kształtowanie się stopy inflacji w Estonii w latach 1997–2005. Można zaobserwować, iż od momentu zmiany kotwicy nominalnej Bank Estonii realizuje cel priorytetowy i utrzymuje niską i stabilną inflację.

5. Podsumowanie

Jednym z głównych założeń związanych z członkowstwem krajów nadbałtyckich w Unii Europejskiej jest przyjęcie przez nie waluty euro. Konieczność szybkiego przystąpienia do Unii Gospodarczej i Walutowej (UGW) podkreślają zarówno rządy, jak i banki centralne tych krajów. Biorąc pod uwagę rozmiar tych krajów, a także stopień otwartości ich gospodarek względem pozostałych krajów UE, członkostwo w Eurosystemie jest najbardziej odpowiednim rozwiązaniem z punktu widzenia celów strategicznych polityki pieniężnej. Pełne członkostwo tych krajów w UGW wraz ze znaczącym partnerem gospodarczym — Unią Europejską — pozwoli na utrzymanie stabilnego rozwoju gospodarczego, zabezpieczając jednocześnie stabilność ich walut i niską stopę inflacji.

Schemat 3.

Etapy wstąpienia do strefy euro przez kraje nadbałtyckie

1. etap	2. etap	3. etap
do momentu wstąpienia do UE, kraje nadbałtyckie będą stosowały strategię stałego kursu walutowego i zwiążą swoje waluty z euro, będzie to zagwarantowane przez odpowiedni dokument prawny w formie porozumienia dotyczącego zarządu walutą	tuż po wstąpieniu do UE, kraje te będą zdolne do częściowego członkostwa w EMU, co oznacza spełnienie wymogów ustawowych i polityki pieniężnej związanych z wejściem do ERM2 w ciągu 2 lat po wstąpieniu tych krajów do UE	po spełnieniu kryteriów konwergencji Europejskiej Wspólnoty Gospodarczej i Walutowej, kraje nadbałtyckie staną się pełnymi członkami Unii i wstąpią do strefy euro
↓	↓	↓
01.01.1999 — Estonia 02.02.2002 — Litwa 01.01.2005 — Łotwa	28.06.2004 — Estonia 28.06.2004 — Litwa 02.05.2005 — Łotwa	Estonia — 2008 (oficjalna zmiana terminu) Litwa — 2008 (?) Łotwa — 2009 (?)

Źródło: *Bank of Estonia Annual Report 1999*, s. 43.

Zdając sobie sprawę z korzyści wynikających z wejścia do Eurosystemu, banki centralne krajów nadbałtyckich już w 1998 roku rozpoczęły przygoto-

wania do przyjęcia waluty euro. Mając na uwadze skalę tego przedsięwzięcia, jak również ogrom zadań, jakie należy przy tym wykonać, zasadniczo proces ten podzielono na 3 etapy (schemat 3.):

- etap 1. — przed wstąpieniem do Unii Europejskiej, polegający na związaniu waluty krajowej z walutą euro,
- etap 2. — po wstąpieniu do Unii Europejskiej, w którym to kraje nadbałtyckie wstąpią do ERM2,
- etap 3. — przyjęcie waluty euro.

Jak wskazano na schemacie 3., obecnie wszystkie kraje nadbałtyckie znajdują się w mechanizmie ERM2. Litwa i Estonia wstąpiły do niego 28 czerwca 2004 roku, Łotwa zaś w rok po wstąpieniu do UE, 2 maja 2005 r.⁴⁹ Kraje te związały na stałe swoje waluty z walutą euro w taki samej relacji jak do tej pory, przy czym przedział wahań określono na $\pm 15\%$. Tym samym kraje nadbałtyckie spełniły warunek drugiego etapu wstąpienia do strefy euro, co oznacza, iż po dwóch latach od wstąpienia do ERM II, po spełnieniu kryteriów konwergencji mają szansę na pełne członkostwo w Unii Gospodarczej i Walutowej.

Niestety Komisja Europejska odrzuciła wniosek Litwy o wejście do strefy euro od 1 stycznia 2007 r. z racji minimalnego przekroczenia kryterium inflacyjnego. Natomiast Estonia w obliczu trudności z ustabilizowaniem cen oficjalnie ogłosiła zmianę terminu wejścia do strefy euro na 2008 rok.

Bibliografia

- Atkeson A., Kehoe P., 2001, *The Advantage of Transparent Instruments of Monetary Policy*, Working Paper No. 8681, National Bureau of Economic Research, Cambridge.
- Bofinger P., Wollmershaeuser T., 2001, *Managed Floating: Understanding the New International Monetary Order*, Discussion Paper No. 3064, Centre for Economic Policy Research, London.
- Bordo M. D., 2003, *Exchange rate regime choice in historical perspective*, Working Paper No. 9654, National Bureau of Economic Research, Cambridge.
- Cottarelli C., Giannini C., 1997, *Credibility without rules? Monetary frameworks in the post Bretton-Woods era*, International Monetary Fund, Occasional Paper No. 154, Washington.
- Ghironi F., Rebucci A., 2002, *Monetary Rules for Emerging Market Economies*, International Monetary Fund, Working Paper No. 34, Washington.
- Mishkin F. S., 1997, *Strategies for controlling inflation*, NBER, Working Paper No. 6122, Cambridge.
- Mishkin F. S., 1999, *International experiences with different monetary policy regimes*, National Bureau of Economic Research, Working Paper No. 7044, Cambridge.
- Papaioannou G., 2003, *Determinants of the choice of exchange rate regimes in six central American countries: an empirical analysis*, International Monetary Fund, Working Paper No. 59, Washington.
- Pošiūnas G., Žygas L., 2005, *National Experiences in Addressing the Issue of Independence in Central Bank Statutes*, w: L. Amicorum, P. Zamboni-Garavelli, *Legal Aspects of the European System of Central Banks*, ECB, Frankfurt am Main.

oraz ustawy, dokumenty rządowe, raporty bankowe z Litwy, Łotwy i Estonii przywoływane w przypisach i odwołaniach.

A b s t r a c t Monetary Policy of the Baltic States—new EU Members

A

On 1 May 2004, new East and Central European states that had made a major breakthrough in their social and economic system found themselves within the European Union area. A fundamental decision of capital importance for their future had been the transformation of centrally planned economies into market economies. This required an extreme determination, consistence and sacrifices, and entailed different social and economic costs. The economies in transformation carried out many indispensable reforms and among them changes in the functioning of the banking sector, development of an independent central bank and choice of a defined monetary policy strategy.

The fundamental problem in the monetary policy of the East and Central European countries was the necessity to get under control the high inflation and build up the credibility of their national currencies in the face of both the changing external conditions and the differentiation of the political, economic and social situation in the group of the countries in question. Stabilization of prices on a low level became the main criterion in the adaptation processes of those countries on their road to integration with the European Community structures. This criterion also became the most important determinant of the monetary policy and its strategies adopted by the individual countries running for the EU membership.

The paper focused on presentation of the methods adopted by the group of East European Baltic countries in the conduct of their economic policy. Thus, the monetary policy of Lithuania, Latvia and Estonia was presented. These three countries distinguish themselves among the new EU members by their geopolitical situation because all of them have emerged from the disintegration of the Soviet Union and constitute a relatively homogeneous group of economies in transformation. Certain elements of homogeneity can also be observed in the monetary policy adopted by them. In the first part of the paper, the essence of the exchangerate strategy applied in practice by the new Baltic EU member countries was characterized. Then, in consideration of the fact that the most important conditions substantial from the point of view of the monetary policy, and related to the accession of the countries in question to the Eurosystem, were the independence of the central bank and the definition of the main goal of their monetary policy so as to make it compatible with the goal of the European Central Bank, the process of shaping the monetary policy in the individual countries was presented in more detail, in concentrating on the problem of institutional independence of the central bank and on the main goals and instruments of the monetary policy. Also, the course of the inflationary processes over the period of 1997–2005 was monitored.