

Zeszyt nr 199

Polityka gospodarcza Hiszpanii, Portugalii i Grecji
w drodze do Unii Gospodarczej i Walutowej.
Analiza doświadczeń na tle teorii

Jakub Karnowski

Warszawa/Waszyngton, styczeń 2006

SPIS TREŚCI

Wprowadzenie	11
Część I	
Geneza i znaczenie kryteriów konwergencji z Traktatu z Maastricht dla długofalowego wzrostu gospodarczego	13
1. Uzasadnienie rozdziału	13
2. Od Unii Europejskiej do Unii Gospodarczej i Walutowej	14
2.1. Etapy integracji	14
2.2. Ilościowe kryteria konwergencji	16
2.2.1. <i>Geneza kryteriów konwergencji</i>	17
2.2.2. <i>Realizacja trzeciego etapu tworzenia UGW</i>	20
3. Analiza ilościowych kryteriów konwergencji	22
3.1. Kryteria fiskalne	22
3.1.1. <i>Kryterium deficytu budżetowego w Traktacie</i>	22
3.1.2. <i>Kryterium długu publicznego w Traktacie</i>	25
3.1.3. <i>Uzasadnienie kryteriów fiskalnych</i>	25
3.1.4. <i>Krytyka kryteriów fiskalnych</i>	31
3.2. Kryteria monetarne	32
3.2.1. <i>Kryterium inflacyjne w Traktacie</i>	33
3.2.2. <i>Uzasadnienie kryterium inflacyjnego</i>	33
3.2.3. <i>Kryterium długoterminowych stóp procentowych w Traktacie</i>	44
3.2.4. <i>Uzasadnienie kryterium długoterminowych stóp procentowych</i>	45
3.2.5. <i>Kryterium kursu walutowego w Traktacie</i>	46
3.2.6. <i>Uzasadnienie kryterium kursu walutowego</i>	48
3.3. Inne kryteria	48
Część II	
Relacje między kryteriami konwergencji i innymi istotnymi zmiennymi makroekonomicznymi	50
1. Uzasadnienie rozdziału	50
2. Uproszczony schemat zależności makroekonomicznych w gospodarce	51

Część III

Zewnętrzne warunki realizacji kryteriów z Maastricht w latach dziewięćdziesiątych

1. Uzasadnienie rozdziału	68
2. Koniunktura międzynarodowa	69
3. Ceny ropy naftowej	72
4. Zagraniczne stopy procentowe	76
4.1. Definicja i opis	76
4.2. Stopa procentowa Bundesbanku w latach 1990-1998	76
4.3. Stopa procentowa Europejskiego Banku Centralnego w latach 1999-2003	78
4.4. Wpływ zagranicznych stóp procentowych na politykę pieniężną Hiszpanii i Portugalii oraz Grecji	80

Część IV

Realizacja kryteriów konwergencji w Hiszpanii

1. Ogólne wprowadzenie	82
2. Polityka fiskalna: dochodzenie do spełnienia fiskalnych kryteriów z Maastricht (deficyt finansów publicznych i dług publiczny)	86
2.1. Lata 1990-1995 – gwałtowny wzrost deficytu finansów publicznych i poziomu długu publicznego (do 1996 r. włącznie)	89
2.2. Lata 1996-1998 – okres bezpośrednio poprzedzający wejście do UGW obniżanie deficytu finansów publicznych i długu publicznego	97
3. Polityka pieniężna i inflacja	117
3.1. Lata 1990-1994	119
3.2. Lata 1995-1998	123
4. Nominalna długookresowa stopa procentowa	130
4.1. Lata 1990-1994	131
4.2. Lata 1995-1998	132
5. Kurs walutowy	133
5.1. Lata 1990-1994	137
5.2. Lata 1996-1998	140

Część V	142
Realizacja kryteriów konwergencji w Portugalii	
1. Ogólne wprowadzenie	142
2. Polityka fiskalna: dochodzenie do spełnienia fiskalnych kryteriów z Maastricht (deficyt finansów publicznych i dług publiczny)	146
2.1. Lata 1990-1995 – gwałtowny wzrost deficytu finansów publicznych i wzrost poziomu długu publicznego (z wyjątkiem 1992 r.)	150
2.2. Lata 1996-1998 – okres bezpośrednio poprzedzający wejście do UGW – obniżanie deficytu finansów publicznych i długu publicznego	158
3. Polityka pieniężna i inflacja	169
3.1. Lata 1990-1991	171
3.2. Lata 1992-1998	173
4. Nominalna długookresowa stopa procentowa	178
4.1. Lata 1990-1991	179
4.2. Lata 1992-1998	179
5. Kurs walutowy	181
5.1. Lata 1990-1992	185
5.2. Lata 1992-1995	186
5.3. Lata 1996-1998	188
 Część VI	 189
Realizacja kryteriów konwergencji w Grecji	
1. Ogólne wprowadzenie	189
2. Polityka fiskalna: dochodzenie do spełnienia fiskalnych kryteriów z Maastricht (deficyt finansów publicznych i dług publiczny)	193
2.1. Lata 1990-1995 – okres luźnej polityki fiskalnej – gwałtowny wzrost deficytu finansów publicznych i długu publicznego	198
2.2. Lata 1996-2000 – okres bezpośrednio poprzedzający wejście do UGW – stopniowe obniżanie deficytu finansów publicznych i zadłużenia państwa	206
3. Polityka pieniężna i inflacja	216
3.1. Lata 1990-1997	218
3.2. Lata 1998-2000	221

4. Nominalna długookresowa stopa procentowa	226
4.1. Lata 1992-1998	227
4.2. Lata 1999-2000	229
5. Kurs walutowy	230
5.1. Lata 1990-1994	231
5.2. Lata 1995-1997	232
5.3. Lata 1998-2000	233
 Część VII	
Porównanie dróg dojścia do euro Hiszpanii, Portugalii i Grecji.	235
Wnioski dla Polski	
1. Uzasadnienie rozdziału	235
2. Sytuacja początkowa przed okresem referencyjnym – uwarunkowania makroekonomiczne i polityczne	236
3. Okres referencyjny	238
3.1. Polityka fiskalna	238
3.2. Polityka pieniężna	246
4. Wnioski dla Polski	254
 Załącznik nr 1	260
Bibliografia	266

Spis wykresów, tabel i schematów

	STR
Wykres 1.1. Mapa preferencji rządu	35
Wykres 1.2. Stopa inflacji w równowadze	36
Wykres 1.3. Stopa inflacji w równowadze	37
Wykres 1.4. Równowaga w przypadku władz monetarnych przywiązujących dużą wagę do niskiej inflacji oraz w przypadku władz monetarnych nieprzywiązujących wagi do niskiej inflacji	39
Wykres 1.5. Równowaga i poziom bezrobocia naturalnego	40
Wykres 2.1. Popyt i podaż a inflacja	54
Wykres 2.2. Wzrost inflacji wskutek wzrostu deficytu finansów publicznych	56
Wykres 2.3. Wpływ wzrostu deficytu na poziom stóp procentowych	59
Wykres 3.1. Tempo wzrostu gospodarczego w wybranych gospodarkach (w %)	69
Wykres 3.2. Światowe ceny ropy naftowej (BRENT USD za baryłkę)	72
Wykres 3.3. Podstawowa stopa procentowa Bundesbanku oraz CPI w Niemczech	76
Wykres 3.4. Skala zmian podstawowej stopy procentowej Bundesbanku (w pkt. proc.)	77
Wykres 3.5. Podstawowa stopa procentowa Bundesbanku w ujęciu realnym	78
Wykres 3.6. Podstawowa stopa procentowa ECB oraz CPI w strefie euro	78
Wykres 3.7. Skala zmian podstawowej stopy procentowej ECB (w pkt. proc.)	79
Wykres 4.1. Hiszpania a cztery nominalne kryteria konwergencji w latach 1990-2002 (linia pozioma oznacza wartość referencyjną)	83
Wykres 4.2. Odchylenie kursu pesety hiszpańskiej od bilateralnych kursów centralnych wobec pozostałych walut uczestniczących w systemie ERM (w %)	85
Wykres 4.3. Saldo sektora finansów publicznych w Hiszpanii w latach 1990-2002 (w % PKB)	86
Wykres 4.4. Dług publiczny Hiszpanii w latach 1990-2002 (w % PKB)	87
Wykres 4.5. Stopa bezrobocia w Hiszpanii w latach 1990-2002 (w %)	104
Wykres 4.6. Wskaźniki rynku pracy w Hiszpanii (w %)	104
Wykres 4.7. Źródła sukcesu w realizacji budżetowego kryterium z Maastricht w latach 1996-1998	116

Wykres 4.8. Wskaźniki zmian cen w Hiszpanii w latach 1990-2002 (w %)	117
Wykres 4.9. Inflacja CPI w Hiszpanii oraz podstawowa stopa procentowa Banku Hiszpanii (dane miesięczne w %)	119
Wykres 4.10. Inflacja CPI w Hiszpanii oraz podstawowa stopa procentowa Banku Hiszpanii (dane miesięczne w %)	125
Wykres 4.11. Skala zmian podstawowej stopy procentowej Banku Hiszpanii (w punktach procentowych)	126
Wykres 4.12. Długookresowa nominalna stopa procentowa w Hiszpanii w latach 1990-2002 (oprocentowanie dziesięcioletnich obligacji skarbowych)	130
Wykres 4.13. Kurs pesety hiszpańskiej do walut krajów uczestniczących w ERM w ramach dopuszczalnych wahań wokół kursów centralnych - piąte kryterium konwergencji nominalnej	133
Wykres 4.14. Rezerwy walutowe Hiszpanii w latach 1990-1998 (w mld USD)	137
Wykres 5.1. Portugalia a cztery nominalne kryteria konwergencji w latach 1990-2002 (linia pozioma oznacza wartość referencyjną)	143
Wykres 5.2. Odchylenie kursu escudo portugalskiego od bilateralnych kursów centralnych wobec pozostałych walut uczestniczących w systemie ERM (w %)	144
Wykres 5.3. Saldo sektora finansów publicznych w Portugalii w latach 1990-2002 (w % PKB)	146
Wykres 5.4. Dług publiczny Portugalii w latach 1990-2002 (w % PKB)	147
Wykres 5.5. Źródła sukcesu w realizacji budżetowego kryterium z Maastricht w latach 1996-1998	167
Wykres 5.6. Wskaźniki zmian cen w Portugalii w latach 1990-2002 (w %)	169
Wykres 5.7. Skala obniżek podstawowej stopy procentowej Banku Portugalii (w pkt. proc.)	175
Wykres 5.8. Długookresowa nominalna stopa procentowa w Portugalii w latach 1990-2002 (oprocentowanie 10-letnich obligacji skarbowych – dane miesięczne)	178
Wykres 5.9. Kurs escudo portugalskiego do walut krajów uczestniczących w ERM w ramach dopuszczalnych wahań wokół kursów centralnych - piąte kryterium konwergencji nominalnej	182
Wykres 6.1. Grecja a cztery nominalne kryteria konwergencji w 1990-2002 (linia pozioma oznacza wartość referencyjną)	191

Wykres 6.2. Odchylenia kursu drachmy greckiej od bilateralnych kursów centralnych wobec pozostałych walut systemu ERM w okresie uczestnictwa Grecji w ERM, tj. od 16 marca 1998 r. do 31 grudnia 1998 r. (w %)	192
Wykres 6.3. Saldo sektora finansów publicznych w Grecji w latach 1990-2002 (w % PKB)	193
Wykres 6.4. Dług publiczny Grecji w latach 1990-2002 (w % PKB)	194
Wykres 6.5. Źródła sukcesu w realizacji budżetowego kryterium z Maastricht w latach 1996-2000	215
Wykres 6.6. Wskaźniki zmian cen w Grecji w latach 1990-2002 (w %)	217
Wykres 6.7. Skala zmian podstawowej stopy procentowej Banku Grecji w latach 1990-2000 (w pkt. proc.)	222
Wykres 6.8. Długookresowa nominalna stopa procentowa w Grecji w latach 1997-2002 (oprocentowanie dziesięcioletnich obligacji skarbowych)	227
Wykres 6.9. Kurs drachmy greckiej do ecu (euro) wraz z tunelem +/-15% względem kursu centralnego do euro w okresie uczestnictwa drachmy greckiej w ERM2, tj. w latach 1999-2000	231
Wykres 6.10. Rezerwy walutowe Banku Grecji w latach 1990-2000 (w mld USD)	232
Wykres 7.1. Deficyt finansów publicznych w relacji do PKB w Hiszpanii, Portugalii i Grecji w latach 1995, 1998 i 2000	238
Wykres 7.2. Bilans pierwotny finansów publicznych w relacji do PKB w Hiszpanii, Portugalii i Grecji w latach 1995, 1998 i 2000	239
Wykres 7.3. Fiskalizm, czyli relacja dochodów podatkowych do PKB w Hiszpanii, Portugalii i Grecji w latach 1995, 1998 i 2000	240
Wykres 7.4. Tempo wzrostu gospodarczego w Hiszpanii, Portugalii i Grecji w latach 1991-2002	240
Wykres 7.5. Wydatki publiczne w relacji do PKB w Hiszpanii, Portugalii i Grecji w latach 1995, 1998 i 2000	241
Wykres 7.6. Średnioroczny wzrost realnych dochodów podatkowych w Hiszpanii i Portugalii w latach 1995-1998 i w Grecji w latach 1995-2000	242
Wykres 7.7. Średnioroczny wzrost realny wydatków publicznych w Hiszpanii i Portugalii w latach 1995-1998 i w Grecji w latach 1995-2000	243
Wykres 7.8. Deficyt finansów publicznych jako odsetek PKB w Hiszpanii, Portugalii i Grecji w latach 1998-2002	243

Wykres 7.9. Dług publiczny brutto jako odsetek PKB w Hiszpanii, Portugalii i Grecji w latach 1995, 1998, 2000 i 2002	244
Wykres 7.10. Inflacja (HICP) w Hiszpanii, Portugalii i Grecji oraz wartość referencyjna w latach 1991-2000	247
Wykres 7.11. Inflacja (HICP) w Hiszpanii, Portugalii i Grecji oraz wartość referencyjna w latach 1995-2002	248
Wykres 7.12. Długookresowe stopy procentowe w Hiszpanii, Portugalii i Grecji oraz wartość referencyjna w latach 1991-2000	250
Wykres 7.13. Długookresowe stopy procentowe w Hiszpanii, Portugalii i Grecji oraz wartość referencyjna w latach 1995-2002	250
Spis tabel	STR
Tabela 3.1. Wskaźnik cen konsumpcyjnych w EU15, Hiszpanii, Portugalii oraz Grecji	71
Tabela 3.2. Krótkookresowa stopa procentowa w Niemczech, Hiszpanii oraz Portugalii w latach 1996-1998 (dane kwartalne na koniec okresu)	80
Tabela 3.3. Krótkookresowa stopa procentowa w Niemczech (od 1999 r. UGW) oraz w Grecji w latach 1998-2000 (dane kwartalne na koniec okresu)	80
Tabela 4.1. Struktura wydatków i przychodów sektora finansów publicznych w Hiszpanii w latach 1990-2002 (w % PKB)	87
Tabela 4.2. Dług publiczny Hiszpanii w latach 1990-2002 (w % PKB)	89
Tabela 4.3. Struktura deficytu finansów publicznych w latach 1991-2002 (w % PKB)	97
Tabela 4.4. Dynamika przychodów i wydatków sektora finansów publicznych w latach 1995-2002	114
Tabela 4.5. Mierniki inflacji i inne powiązane z nią wskaźniki w latach 1990-2002 (roczne zmiany procentowe)	118
Tabela 4.6. Dynamika podaży pieniądza a pośredni cel polityki monetarnej w Hiszpanii w latach 1990-1994	120
Tabela 4.7. Eksport i import Hiszpanii w latach 1990-2002 (realna zmiana procentowa)	128
Tabela 4.8. Długookresowa stopa procentowa w Hiszpanii w latach 1990-2002	131
Tabela 5.1. Struktura wydatków i przychodów sektora finansów publicznych w Portugalii w latach 1990-2002 (w % PKB)	148

Tabela 5.2. Dług publiczny Portugalii w latach 1990-2002 (w % PKB)	149
Tabela 5.3. Dynamika przychodów i wydatków sektora finansów publicznych w latach 1995-2002	165
Tabela 5.4. Mierniki inflacji i inne powiązane z nią wskaźniki w latach 1990-2002 (roczne zmiany procentowe)	170
Tabela 5.5. Eksport i import Portugalii w latach 1990-2002 (realna procentowa zmiana roczna)	177
Tabela 5.6. Długookresowa stopa procentowa w Portugalii w latach 1990-2002	179
Tabela 6.1. Struktura wydatków i przychodów sektora finansów publicznych w Grecji w latach 1990-2002 (w % PKB)	195
Tabela 6.2. Dług publiczny Grecji w latach 1990-2002 (w % PKB)	196
Tabela 6.3. Dynamika przychodów i wydatków sektora finansów publicznych w latach 1995-2002	213
Tabela 6.4. Mierniki inflacji i inne powiązane z nią wskaźniki w latach 1990-2002 (roczne zmiany procentowe)	217
Tabela 6.5. Rozwój eksportu i importu Grecji w latach 1990-2002 (procentowa zmiana roczna)	221
Tabela 6.6. Długookresowa stopa procentowa w Grecji w latach 1990-2002	227
Tabela 6.7. Polityka twardej drachmy w Grecji w latach 1990-1997	231
Tabela 7.1. Podsumowanie. Hiszpania, Portugalia i Grecja w latach 1995-2002	251
Spis schematów	STR
Schemat 2.1. Uproszczony schemat zależności makroekonomicznych w gospodarce	52
Schemat 6.1. Struktura polityki monetarnej w Hiszpanii	124

Wprowadzenie

Celem pracy jest analiza polityki gospodarczej Hiszpanii, Portugalii i Grecji w drodze do Unii Gospodarczej i Walutowej, czyli w latach dziewięćdziesiątych XX wieku, ze szczególnym uwzględnieniem okresu bezpośrednio poprzedzającego akcesję tych krajów do UGW zwanego okresem referencyjnym.

Hiszpania, Portugalia i Grecja – choć bogatsze od Polski – to kraje o najniższym PKB na mieszkańca wśród 12 krajów tworzących Unię Gospodarczą i Walutową z historią wysokiego deficytu fiskalnego i dość wysokiej inflacji. Wydaje się więc, że wnioski płynące z doświadczeń tych krajów w drodze do UGW mogą okazać się przydatne dla Polski oraz pozostałych krajów akcesyjnych w ich drodze do strefy euro.

Aby zakwalifikować się do UGW wszystkie kraje muszą wypełnić kryteria konwergencji, zwane inaczej kryteriami z Maastricht. Kryteria te odnoszą się do maksymalnej wysokości deficytu finansów publicznych, długu publicznego, inflacji i długookresowych stóp procentowych oraz do maksymalnych odchyleń waluty krajowej – jakie mogą wystąpić w okresie referencyjnym, aby dany kraj zakwalifikował się do europejskiej unii walutowej. Kryteria konwergencji omówię w pierwszym rozdziale pracy, przedstawiając ich genezę i sens ekonomiczny.

Rozdział drugi stanowi próbę skonstruowania uproszczonego schematu opisującego zależności pomiędzy zmiennymi będącymi kryteriami konwergencji i innymi istotnymi zmiennymi makroekonomicznymi oraz przedstawia wnioski z literatury, która zajmuje się relacjami pomiędzy tymi zmiennymi.

Rozdział trzeci to analiza empiryczna warunków zewnętrznych, które miały wpływ na stopień realizacji kryteriów z Maastricht w Hiszpanii, Portugalii i Grecji w drugiej połowie lat dziewięćdziesiątych.

Zasadniczą część pracy stanowią rozdziały: czwarty, piąty i szósty. Celem polityki gospodarczej Hiszpanii, Portugalii i Grecji było uzyskanie członkostwa w UGW, dlatego

politykę gospodarczą tych krajów – w podziale na fiskalną i monetarną – analizuję przez pryzmat wypełniania kryteriów z Maastricht.

Ostatni rozdział stanowi podsumowanie pracy: zawiera porównanie strategii i sposobów wypełniania kryteriów konwergencji w omawianych krajach oraz wnioski płynące z doświadczeń Hiszpanii, Portugalii i Grecji do wykorzystania przez nowych członków Unii Europejskiej, w tym przez Polskę.

Każdy z rozdziałów pracy rozpoczyna się punktem *uzasadnienie rozdziału*, w którym staram się opisać znaczenie poszczególnych części pracy.

Część I

Geneza i znaczenie kryteriów konwergencji z Traktatu z Maastricht dla długofalowego wzrostu gospodarczego

1

Uzasadnienie rozdziału

Celem niniejszego rozdziału jest analiza kryteriów konwergencji, które znalazły się w Traktacie o Unii Europejskiej (1992). Konieczność wypełnienia ilościowych kryteriów z Maastricht – jako formalny warunek integracji monetarnej – istotnie wpłynęła na kształt polityki gospodarczej krajów kandydujących do unii monetarnej, co będę starał się pokazać analizując politykę gospodarczą Hiszpanii, Portugalii oraz Grecji w dalszej części pracy.

Analiza kryteriów wymaga przedstawienia historii ich powstawania oraz roli, jaką odegrały w procesie integracji europejskiej. W dalszej części rozdziału przedstawię przyczyny, dla których kryteria te zostały ustanowione, zarówno ekonomiczne, jak i pozaekonomiczne. Omówię także ich krytykę, szczególnie rozbudowaną w odniesieniu do kryteriów fiskalnych, ponieważ ich kształt wzbudzał największe kontrowersje i wątpliwości.

Pisząc ten rozdział korzystałem głównie z De Grauwe (2000) oraz Buitera i in. (1993).

Od Unii Europejskiej do Unii Gospodarczej i Walutowej

7 lutego 1992 r. w holenderskim mieście Maastricht został podpisany Traktat o Unii Europejskiej¹, który był pierwszym rzeczywistym² krokiem w kierunku integracji monetarnej w Europie. Dokumentem, który miał duży wpływ na treść Traktatu z Maastricht był, przygotowany 3 lata wcześniej, tzw. Raport Komisji Delorsa³.

Zapisana w Traktacie o Unii Europejskiej strategia tworzenia europejskiej Unii Gospodarczej i Walutowej opierała się na dwóch podstawowych założeniach:

- proces integracji walutowej w Unii Europejskiej miał być procesem stopniowym;
- proces ten miał być poprzedzony wypełnieniem przez kraje kandydackie ilościowych kryteriów konwergencji, które zostały ustalone w Traktacie.

2.1. Etapy integracji

Pierwszym założeniem Traktatu o Unii Europejskiej było dokonanie integracji walutowej w sposób stopniowy. Przyjęto harmonogram realizacji procesu tworzenia unii monetarnej w trzech etapach:

- I etap – od 1 lipca 1990 r. do 31 grudnia 1993 r.;
- II etap – od 1 stycznia 1994 r. do 31 grudnia 1998 r.;
- III etap – od 1 stycznia 1999 r. do 30 czerwca 2002 r.

W trakcie realizacji pierwszego etapu, który rozpoczął się jeszcze przed podpisaniem Traktatu, kraje będące członkami Europejskiego Systemu Walutowego⁴ usunęły istniejące wówczas ograniczenia w przepływie kapitału. Wzmocniono współpracę banków centralnych

¹ Pojęcia Traktat o Unii Europejskiej, Traktat z Maastricht i Traktat używane są w tej pracy zamiennie.

² Wcześniej podejmowano nieskuteczne próby integracji monetarnej, np. Plan Wernera z 1969 r. nie został zrealizowany głównie wskutek załamania się w 1971 r. systemu walutowego z Bretton Woods.

³ Committee on the Study of Economic and Monetary Union (the Delors Committee), 1989.

⁴ Europejski System Monetarny (European Monetary System, EMS) został utworzony w 1979 r. i funkcjonował do końca 1998 r., a więc do utworzenia Unii Gospodarczej i Walutowej. Dwa główne filary EMS to: mechanizm kursów walut (Exchange Rate Mechanism, ERM) czyli tzw. wąż walutowy i wspólna jednostka monetarna ECU, będąca koszykiem większości walut Unii Europejskiej (bez Austrii, Finlandii i Szwecji).

krajów będących członkami Europejskiego Systemu Walutowego. W fazie tej dopuszczalne były zmiany kursów centralnych walut w ramach mechanizmu kursowego ERM.

Drugi etap integracji monetarnej rozpoczął się powołaniem Europejskiego Instytutu Monetarne (European Monetary Institute, EMI), który docelowo miał się przekształcić w Europejski Bank Centralny (European Central Bank, ECB). W fazie tej, funkcje EMI polegały głównie na koordynacji współpracy banków centralnych krajów EMS. Jednocześnie, prowadzone były starania w kierunku ujednolicenia systemów prawnych, tak, aby umożliwić wspólne prowadzenie polityki monetarnej przez kraje tworzące unię monetarną. W 1998 r. podjęta została ostateczna decyzja o rozpoczęciu na początku 1999 r. realizacji trzeciego etapu UGW.

W celu przedstawienia oceny czy podstawowy warunek wstąpienia do UGW – spełnienie pięciu ilościowych kryteriów konwergencji oraz zapewnienie niezależności bankowi centralnemu – został spełniony, Komisja Europejska i Europejski Instytut Monetarny w marcu 1998 r. przedstawiły niezależnie od siebie raporty zbieżności. Następnie – zgodnie z procedurą – raporty były omawiane przez Komitet ds. Ekonomicznych i Finansowych i przedstawione Radzie Unii ds. Ekonomicznych i Finansowych (ECOFIN). Komisja Europejska przygotowała rekomendację z zaleceniem dla Rady Unii Europejskiej, że 11 państw powinno być przyjętych do UGW. Po dyskusji w Radzie UE i po wydaniu pozytywnej opinii przez Parlament Europejski Rada ECOFIN podjęła ostateczną decyzję o przyjęciu Austrii, Belgii, Finlandii, Francji, Hiszpanii, Holandii, Irlandii, Luksemburga, Niemiec, Portugalii i Włoch do UGW.

Analogiczna decyzja w sprawie przyjęcia Grecji do UGW została podjęta na podstawie raportów zbieżności Komisji Europejskiej i Europejskiego Banku Centralnego i po przejściu analogicznej procedury w 2000 r.

Przed 1 stycznia 1999 r., kiedy rozpoczęła się trzecia faza integracji ustalono stałe i nieodwołalne kursy walut narodowych wobec wspólnej waluty euro, która na mocy decyzji Rady Europejskiej z 1995 r. zastąpiła ecu. Jednocześnie powołano do życia Europejski Bank Centralny, który wyłonił się z Europejskiego Instytutu Monetarne.

Decyzja w sprawie ustalenia nieodwołalnych kursów wymiany walut narodowych państw tworzących UGW na euro została podjęta 3 maja 1998 r. Rada Europejska wspólnie z Komisją Europejską, Europejskim Instytutem Monetarnym oraz gubernatorami banków centralnych państw uczestniczących w trzeciej fazie UGW postanowiła, iż nieodwołalne kursy wymiany walut narodowych będą równe ich kursom centralnym w systemie ERM. Te natomiast ustalane były wspólnie przez zainteresowane państwa i Komisję Europejską w chwili przystępowania do ERM, tj. w przypadku Hiszpanii w 1989 r., a Portugalii w 1992 r. Jednakże w Hiszpanii w latach 1992-1995 kurs centralny pesety był czterokrotnie dewaluowany, łącznie o ponad 27%; w Portugalii dewaluacja w latach 1992-1995 wystąpiła 3 razy, łącznie o blisko 17%. Grecja przystąpiła do ERM w 1998 r. i pozostawała w mechanizmie walutowym – który z początkiem 1999 r. przekształcił się w ERM II – przez dwa lata dokonując na krótko przed upływem dwóch lat 3,5% rewaluacji drachmy⁵.

2.2. Ilościowe kryteria konwergencji

Przystąpienie do trzeciej fazy integracji walutowej było uwarunkowane spełnieniem pięciu ilościowych kryteriów konwergencji. Dwa z nich odnoszą się do maksymalnej wysokości deficytu budżetowego i długu publicznego, jakie mogą wystąpić w okresie referencyjnym – są to kryteria fiskalne. Pozostałe, to kryteria monetarne – dotyczą maksymalnej wysokości inflacji i długoterminowych stóp procentowych, jakie mogą występować w każdym kraju w okresie referencyjnym oraz konieczności utrzymywania waluty w mechanizmie kursowym ERM przez dwa lata bez dewaluacji.

Analizę zakresu realizacji kryteriów konwergencji przez kraje kandydujące do UGW publikuje w specjalnych sprawozdaniach (tzw. raportach konwergencji) Komisja Europejska i Europejski Bank Centralny (do 1999 r. Europejski Instytut Monetarny). W raportach tych brany jest również pod uwagę stopień integracji rynków, stan i kształtowanie się bilansów płatniczych oraz ocena dynamiki jednostkowych kosztów pracy i innych wskaźników cen.

⁵ Szczegóły dotyczące kursu walutowego dla Hiszpanii, Portugalii i Grecji zawierają odpowiednio rozdziały V, VI i VII opisujące realizację kryteriów konwergencji w tych krajach.

2.2.1. Geneza kryteriów konwergencji

Konieczność zdefiniowania ilościowych kryteriów konwergencji została uznana w 1989 r. przez Komisję Delorsa, w skład której wchodził prezes banków centralnych krajów Wspólnoty Europejskiej, trzech niezależnych ekspertów oraz Jacques Delors, przewodniczący Komisji Europejskiej. Komisja ta została powołana w 1988 r. przez Radę Europejską w celu wypracowania odpowiedniej strategii tworzenia unii monetarnej. Była to kolejna w historii próba utworzenia optymalnej ścieżki realizacji unii monetarnej przez kraje Unii Europejskiej⁶. Powrót do realizacji pomysłu utworzenia unii monetarnej możliwy był z kilku przyczyn:

- na czele najsilniejszych państw Wspólnoty Europejskiej stali silni przywódcy, mający duże poparcie dla swojej polityki, będący zwolennikami idei dalszej integracji gospodarczej w Europie (kanclerzem Niemiec był Helmut Kohl, prezydentem Francji był François Mitterand);
- lata osiemdziesiąte charakteryzowały się szybkim wzrostem gospodarczym;
- w Europie Zachodniej utrzymywała się tendencja do deregulacji i zmniejszania udziału państwa w gospodarce rozumianych także jako ograniczanie deficytu finansów publicznych (np. polityka Margaret Thatcher w Wielkiej Brytanii);
- tworzenie unii monetarnej stanowiło logiczną kontynuację wcześniejszych działań: utworzenia EMS w 1979 r., wspólnego rynku w 1986 r., liberalizacji przepływów kapitałowych w latach 1987-1988.

Autorzy raportu Delorsa uznali za konieczną realizację programu tworzenia Unii Gospodarczej i Walutowej w trzech etapach. Jednocześnie podkreślili, iż aby utworzyć unię, konieczne jest osiągnięcie konwergencji ekonomicznej, w związku z czym, niezbędny jest pewien etap przejściowy. Niemożliwa była natomiast szybka realizacja unii walutowej. Celem raportu było wskazanie sposobu utworzenia unii walutowej, a nie wykazanie, czy jest to w ogóle korzystne i kiedy powinno nastąpić.

⁶ Pierwsza próba tworzenia unii walutowej na podstawie tzw. planu Wernera nie powiodła się ze względu na niekorzystne okoliczności – wstrząs naftowy z lat 1973-1974. Kolejną próbą było utworzenie Europejskiego Systemu Monetarnego (EMS) w 1979 r. Przez wiele następnych lat nie nastąpiły jednak żadne dalsze kroki w kierunku unii monetarnej. Termin Unia Gospodarcza i Walutowa pojawił się pierwszy raz dopiero w Traktacie Rzymskim w 1986 r.

Kwestia warunków, jakie należy postawić państwom zamierzającym utworzyć unię walutową, w dyskusjach ekspertów pojawiła się już na początku lat siedemdziesiątych. Powstały dwie koncepcje, które w Raporcie Delorsa zostały określone mianem podejścia „behawioralnego” oraz „instytucjonalnego”. Pierwsza polega na tym, iż unię monetarną mogą tworzyć tylko kraje, które osiągnęły odpowiedni poziom konwergencji gospodarczej (głównym przedstawicielem „behawiorystów” były Niemcy). W dyskusjach na ten temat na przełomie lat osiemdziesiątych i dziewięćdziesiątych padały propozycje utworzenia kryteriów poziomu inflacji, zbieżności polityki monetarnej i fiskalnej, poziomu życia, sytuacji na rynku pracy. „Instytucjonaliści” kładli z kolei nacisk na konwergencję na poziomie instytucji, przepisów prawnych, które swoim jednolitym kształtem wymuszałyby podobne zachowania i jednakowe prowadzenie polityki gospodarczej (głównym przedstawicielem „instytucjonalistów” była Francja). Raport Delorsa wskazywał na kompromisowe rozwiązanie uwzględniające zarówno kryteria ekonomiczne, jak i instytucjonalne. Jednocześnie podkreślał, iż kryteria konwergencji muszą być jasno zdefiniowane i łatwo policzalne. Obok znaczenia kryteriów konwergencji Raport Delorsa podkreślał również dobrowolność uczestniczenia w procesie tworzenia unii walutowej.

Po opublikowaniu Raportu Delorsa, Rada Europejska podjęła w 1990 r. decyzję o rozpoczęciu 1 stycznia 1994 r. drugiego etapu tworzenia UGW. Jednocześnie ustanowiono warunki przystąpienia do drugiego etapu:

- zakaz finansowania wydatków rządowych poprzez zwiększanie emisji pieniądza;
- zakaz udzielania pomocy finansowej jednego kraju na rzecz drugiego, w sytuacji jego niewypłacalności (z ang. *bail-out*).

Rada Europejska podkreśliła również, iż konieczny jest postęp w zakresie konwergencji gospodarczej, rozumianej jako stabilność cen oraz równowaga finansów publicznych⁷. Kolejnym krokiem miało być zatem wyznaczenie kryteriów konwergencji, których spełnienie miało być warunkiem uczestniczenia w unii walutowej. Koncepcje w tej kwestii były zróżnicowane. Brano pod uwagę sugestie „behawiorystów” oraz „instytucjonalistów”, a także dorobek teorii optymalnych obszarów walutowych.

⁷ Bini-Smaghi, Padoa-Schioppa, Papadia (1994), s. 22.

Dokładna treść kryteriów konwergencji była stopniowo uzgadniana podczas serii spotkań w ramach tzw. Konferencji Międzyrządowej (Intergovernmental Conference, IGC) w okresie 1990-1991⁸. Najpierw podjęta została decyzja dotycząca ustalenia trzech kryteriów konwergencji, których dokładny kształt nie został jeszcze sprecyzowany. Były to:

- kryterium inflacyjne;
- kryterium ograniczające deficyt budżetowy;
- kryterium kursowe uczestnictwa w systemie ERM.

Następnie, do listy powyższych kryteriów konwergencji dołączono kryterium ograniczające dług publiczny i poziom długookresowych stóp procentowych oraz doprecyzowano wartości nominalne dla kryteriów zaproponowanych wcześniej.

Przyczynami ustanowienia kryterium uczestnictwa w systemie ERM były:

- konieczność uniknięcia ryzyka przeprowadzenia dewaluacji walut narodowych w przeddzień utworzenia unii monetarnej;
- chęć wykorzystania EMS w przygotowaniach do unii walutowej;
- zamiar przygotowania gospodarek krajów członkowskich do trwałego usztywnienia kursu walutowego w przyszłości.

W kwestii uzasadnienia kryterium ograniczającego deficyt budżetowy wypowiadał się już raport Delorsa, który wskazywał, iż kontrolowanie finansów publicznych jest niezbędne dla utrzymania stabilności polityki monetarnej i uniknięcia ewentualnej presji w kierunku ekspansji monetarnej. Inną przyczyną były obawy przed wystąpieniem w przyszłości kryzysu zadłużeniowego.

Kryterium długookresowych stóp procentowych ustanowione zostało pod naciskiem Niemiec. Miał to być miernik trwałości ekonomicznej konwergencji, ponieważ, jak argumentowali Niemcy, poziom długookresowych stóp procentowych jest obiektywnym werdyktem w kwestii konwergencji gospodarczej, wydanym przez rynki finansowe.

⁸ IGC był cyklem spotkań organizowanych w celu kompromisowego rozwiązywania najważniejszych problemów przez rządy krajów Unii Europejskiej (wcześniej Wspólnoty Europejskiej). W spotkaniach IGC w latach 1990-1991 uczestniczyli przedstawiciele banków centralnych oraz rządów państw członkowskich. Ich celem było opracowanie strategii realizacji trzeciego etapu tworzenia UGW oraz zdefiniowanie kryteriów konwergencji będących warunkiem przystąpienia do tego etapu.

Granice długu publicznego na poziomie 60% PKB uznano za poziom, który przy przeciętnym tempie nominalnego wzrostu gospodarczego 5% i wielkości deficytu budżetowego 3% PKB może pozostać niezmienny⁹.

2.2.2. Realizacja trzeciego etapu tworzenia UGW

W maju 1998 r. podjęto decyzję o przyjęciu do trzeciej fazy tworzenia Unii Gospodarczej i Walutowej 11 państw-członków Unii Europejskiej (Austria, Belgia, Finlandia, Francja, Niemcy, Irlandia, Włochy, Luksemburg, Holandia, Portugalia i Hiszpania), które spełniły kryteria konwergencji z Maastricht. Grecja okazała się jedynym krajem, któremu się to nie udało. Grecy nadrobili stracony czas i zakwalifikowali się do trzeciego etapu integracji dwa lata później – 1 stycznia 2001 r. Pozostałe trzy kraje Unii Europejskiej (Wielka Brytania, Szwecja i Dania) – mimo formalnego spełnienia (lub – w przypadku Szwecji – możliwości spełnienia) kryteriów konwergencji – zdecydowały się przynajmniej na razie pozostać poza „strefą euro”, jak nazwano trzeci etap europejskiej integracji walutowej. Dania zdecydowała się przeprowadzić referendum w tej sprawie, które odbyło się 28 września 2000 r. i zakończyło się zwycięstwem przeciwników wspólnej waluty. Szwecja natomiast świadomie zdecydowała się nie uczestniczyć w mechanizmie kursów walut ERM i tym samym nie spełniła jednego z kryteriów z Maastricht.

Na szczycie Unii Europejskiej w Madrycie, w grudniu 1995 r., podjęto dodatkowe decyzje dotyczące trzeciego etapu tworzenia Unii Gospodarczej i Walutowej. Został on podzielony na trzy fazy¹⁰.

Pierwsza miała trwać od 1 stycznia 1999 r. do 31 grudnia 2001 r. W tym czasie waluty narodowe miały funkcjonować równolegle z euro pomimo ustalenia stałych i nieodwołalnych kursów każdej z tych walut wobec nowej europejskiej waluty. Europejski Bank Centralny i banki komercyjne w tym okresie zobowiązane były przeprowadzać wszystkie transakcje międzybankowe w euro. Osoby fizyczne mogły z kolei posiadać w bankach rachunki zarówno w starych walutach, jak i w euro, choć oczywiście gotówkę mogły wypłacić tylko w starych walutach, ponieważ euro w obiegu gotówkowym pojawiło się dopiero w następnej fazie

⁹ Dokładne wyjaśnienie w dalszej części pracy.

¹⁰ De Grauwe (2000), s. 129-130.

trzeciego etapu. Rządy narodowe miały prawo wyboru waluty emisji obligacji między euro, a dotychczasową walutą narodową.

W drugiej fazie euro miało całkowicie, w tym w formie gotówkowej, zastąpić dotychczasowe waluty narodowe. Pierwotnie zaplanowano, iż faza ta będzie trwała całe pierwsze półrocze 2002 r., ostatecznie jednak ograniczono ją do dwóch pierwszych miesięcy 2002 r.

Trzecia – otwarta w czasie – faza to ostateczne ukształtowanie się Unii Gospodarczej i Walutowej, z euro jako jedyną i wspólną walutą emitowaną przez Europejski Bank Centralny odpowiedzialny za jednolitą politykę monetarną. Banki centralne krajów członkowskich zostały członkami Europejskiego Systemu Banków Centralnych. W ich kompetencjach pozostała realizacja decyzji ECB i nadzór bankowy (w tych krajach, w których odpowiedzialność za nadzór bankowy dotychczas była przypisana bankom centralnym).

Analiza ilościowych kryteriów konwergencji

W tym miejscu chciałbym odpowiedzieć na pytanie, jakie było ekonomiczne uzasadnienie fiskalnych i monetarnych kryteriów wprowadzonych przez Traktat z Maastricht.

3.1. Kryteria fiskalne

Dwa z pięciu kryteriów, których spełnienie uznane zostało za warunek konieczny, umożliwiający przystąpienie do Unii Gospodarczej i Walutowej, dotyczą finansów publicznych. Określają dopuszczalną wielkość deficytu budżetowego oraz długu publicznego w relacji do PKB. Obydwa wskaźniki do 1998 r. liczone były według standardów ESA 79, od 1999 r. według standardów ESA95¹¹. Sektor finansów publicznych, którego deficyt oraz dług podlegają ograniczeniom, stanowi:

- budżet centralny państwa;
- budżety regionalne oraz budżety lokalne;
- system ubezpieczeń społecznych.

Do obliczania wskaźników fiskalnych nie bierze się pod uwagę finansów przedsiębiorstw państwowych oraz transferów z i do budżetu Unii Europejskiej¹².

Okresem referencyjnym dla sprawdzenia kryteriów fiskalnych krajów ubiegających się o członkostwo w Unii Gospodarczej i Walutowej był 1997 r. (dla Grecji rok 1999).

3.1.1. Kryterium deficytu budżetowego w Traktacie

Artykuł 109(j) Traktatu z Maastricht wymaga, aby państwa ubiegające się o członkostwo w Unii Gospodarczej i Walutowej wykazały „stabilność finansów, stwierdzoną na podstawie osiągnięcia sytuacji, w której nie występuje nadmierny deficyt budżetowy”¹³.

¹¹ Szczegóły – patrz załącznik nr 1 „Metodologia kryteriów konwergencji”.

¹² Eurostat (2001).

¹³ Traktat o Unii Europejskiej (1992).

W Protokole 5 do Traktatu w sprawie procedury dotyczącej nadmiernego deficytu¹⁴ ustalono wartości bazowe stanowiące kryterium deficytu budżetowego. Wartość ta dla planowanego lub rzeczywistego (faktycznego) deficytu budżetowego w relacji do produktu krajowego brutto wyrażonego w cenach rynkowych wynosi 3%.

Traktat z Maastricht przewidział wyjątki od nominalnych kryteriów konwergencji. I tak, oceniająca wykonanie kryteriów Komisja Europejska mogła uznać, że kryterium jest wykonane, mimo uzyskania przez dany kraj wartości wyższej, niż wartość bazowa jeśli:

- „stosunek rzeczywistego lub planowanego deficytu budżetowego lub długu publicznego znacznie i stale malejąc, osiągnął poziom zbliżony do wartości bazowej;
- przekroczenie wartości bazowej ma charakter wyjątkowy i tymczasowy i stosunek pozostaje zbliżony do wartości bazowej”¹⁵.

W przygotowywanych sprawozdaniach Komisja Europejska bierze również pod uwagę, czy deficyt budżetowy przekracza publiczne wydatki inwestycyjne i uwzględnia wszelkie inne czynniki, łącznie ze średniookresową sytuacją gospodarczą. Istotne jest także, czy mimo spełnienia wymogów określonych przez kryteria, w państwie członkowskim istnieje niebezpieczeństwo wystąpienia nadmiernego deficytu.

Do równowagi finansów publicznych przywiązuje się duże znaczenie nie tylko w krajach dążących do członkostwa w Unii Gospodarczej i Walutowej, lecz w całej Unii Europejskiej. Zgodnie z art.104 Traktatu o Unii Europejskiej (1992) - w celu trwałego zwiększenia dyscypliny finansów publicznych, od początku 1994 r. wszystkie kraje UE obowiązane są do unikania nadmiernego deficytu budżetowego. W rozumieniu Traktatu granicą, powyżej której rozpoczyna się nadmierny deficyt jest wielkość identyczna z kryterium konwergencji dotyczącym deficytu budżetowego (3% PKB). Przepisy, które weszły w życie w 1994 r. mówią, iż Rada Europejska na wniosek Komisji Europejskiej stwierdza fakt występowania nadmiernego deficytu w kraju, w którym jego wartość przekracza 3% PKB i wydaje zalecenia ukierunkowane na powrót do równowagi finansów publicznych. Zalecenia te mają charakter poufny i zostają przekazane do opinii publicznej tylko w sytuacji, gdy dany kraj nie stosuje się do zaleceń Rady.

¹⁴ Ibidem.

¹⁵ Ibidem.

Kolejnym krokiem zmierzającym do ograniczenia deficytu finansów publicznych w krajach UE było utworzenie Funduszu Spójności¹⁶, którego wypłaty miały służyć zmniejszaniu różnic w poziomach rozwoju między krajami Unii. Wypłaty z funduszu spójności były i są uwarunkowane utrzymywaniem dyscypliny budżetowej: prowadzenie zbyt luźnej polityki fiskalnej oraz nie stosowanie się do zaleceń Rady mogło oznaczać wstrzymanie wypłat z Funduszu.

W 1997 r. podpisano Pakt Stabilności i Wzrostu składający się z dwóch rozporządzeń Rady Europejskiej oraz jednej uchwały¹⁷. Na podstawie tych przepisów państwa członkowskie Unii Europejskiej uczestniczące w trzecim etapie tworzenia UGW zostały zobowiązane do corocznego przygotowywania programów stabilności, a pozostałe państwa programów konwergencji. Celem obu typów programów ma być m. in. zapobieganie we wczesnym etapie występowaniu nadmiernego deficytu budżetowego we wszystkich krajach Unii Europejskiej.

Pakt Stabilności i Wzrostu określa konsekwencje zbyt wysokiego deficytu budżetowego. Kraje Unii Europejskiej, których deficyt budżetowy przekroczy 3% PKB mogą podlegać karom, sięgającym nawet 5% PKB. Zwolnienie z kary dotyczy krajów, które mając zbyt wysoki deficyt budżetowy znajdowały się w recesji gospodarczej lub zostały dotknięte katastrofą naturalną. Jeśli w ciągu jednego roku nastąpił spadek PKB o więcej niż 2%, kara nie zostaje nałożona. W innych przypadkach jej zastosowanie obwarowane jest dodatkowymi warunkami. Gdy spadek PKB wynosi od 0,75 do 2% zastosowanie kary może nastąpić w przypadku zgody wszystkich ministrów finansów krajów UE. Z kolei kraje, w których nastąpił spadek PKB o mniej niż 0,75% nie mogą się odwoływać do nadzwyczajnych okoliczności.

¹⁶ Fundusz Spójności powstał na mocy rozporządzenia Komisji Europejskiej nr 1164/94. Celem Funduszu jest wsparcie projektów inwestycyjnych w krajach, których PKB per capita wynosi mniej niż 90% średniej wartości w UE. Źródłem finansowania Funduszu jest budżet UE.

¹⁷ Rozporządzenia nr 1466/97 i 1467/97 oraz uchwała z 17 czerwca 1997 r.

3.1.2. Kryterium długu publicznego w Traktacie

W Protokole 5 do Traktatu w sprawie procedury dotyczącej nadmiernego deficytu¹⁸ ustalono wartości bazowe stanowiące kryterium długu publicznego. Wartość bazowa dla zadłużenia publicznego w relacji do produktu krajowego brutto w cenach rynkowych wynosi 60%.

Traktat z Maastricht przewidział wyjątki od nominalnych kryteriów konwergencji. Komisja Europejska, może uznać, że kryterium jest wykonane, mimo uzyskania przez dany kraj wartości wyższej, niż wartość bazowa, jeśli „stosunek zadłużenia publicznego do produktu krajowego brutto (...) maleje w wystarczającym stopniu i zbliża się do wartości bazowej w zadowalającym tempie”¹⁹.

Do wielkości długu publicznego odnosi się również w wąskim zakresie procedura w wypadku wystąpienia nadmiernego deficytu. Jeśli zadłużenie przekroczy 60% PKB, bez względu na to, czy towarzyszyć temu będzie deficyt budżetowy powyżej 3% PKB, Komisja Europejska przygotowuje sprawozdanie, które po zaopiniowaniu przez Komitet Ekonomiczno-Finansowy staje się podstawą do wydania opinii na temat występowania, nadmiernego deficytu. Sam fakt przekroczenia granicy zadłużenia w wysokości 60% PKB nie stanowi jednak podstawy do wyciągania sankcji wobec danego kraju.

3.1.3. Uzasadnienie kryteriów fiskalnych

Utworzenie unii walutowej, czyli uruchomienie wspólnej polityki pieniężnej, na obszarze, na którym funkcjonuje wiele niezależnych polityk fiskalnych zwiększa zjawisko znane w ekonomii jako *moral hazard* i dlatego wymaga specjalnych zabezpieczeń.

Poniżej prezentuję – zaczerpnięte z literatury – argumenty pozwalające uzasadnić, wprowadzenie przez twórców Traktatu o Unii Europejskiej maksymalnych dopuszczalnych granic deficytu i długu publicznego (podpunkty 1-6) oraz ustanowienie ich na konkretnym poziomie 3% PKB i 60% PKB (podpunkty 7-8).

¹⁸ Traktat o Unii Europejskiej (1992).

¹⁹ Ibidem.

1) Przeciwdziałanie bodźcom do zwiększania inflacji²⁰

Ograniczenie dopuszczalnej wysokości deficytu budżetowego i długu publicznego ma za zadanie ograniczyć skłonność polityków do gry na wyższą inflację. Wysoki dług publiczny zachęca władze do gry na wyższą inflację niż tego spodziewa się rynek²¹. Rząd wpływa w ten sposób na obniżenie wartości realnej długu (odnosi „korzyści” z podatku inflacyjnego), jeśli jego część jest ulokowana w długookresowych obligacjach o stałym oprocentowaniu. Wierzyciele będą zatem ponosili straty, w wyniku czego wykupując kolejne obligacje będą żądali wyższej premii za ryzyko. Oznacza to, iż w długim okresie władze tego kraju nie będą mogły bezkarnie powtarzać tego manewru, ponieważ premia będzie tym większa, im częściej inflacja rzeczywista będzie wyższa od oczekiwanej i im większa za każdym razem będzie różnica pomiędzy nimi. Krótkoterminowy zysk może mieć dla rządzących większe znaczenie, niż strata dla kraju w dłuższym okresie.

W takiej sytuacji unia monetarna pomiędzy dwoma krajami, z których jeden ma niski poziom długu publicznego, a drugi wysoki, jest niekorzystna dla tego pierwszego, ponieważ odczuwałby on skutki proinflacyjnych zachowań władz drugiego kraju, jeśli te zdecydowałyby się grać na wyższą inflację, stosując opisaną wyżej metodę. W interesie pierwszego leży więc, aby przed utworzeniem unii walutowej kraje do niej przystępujące ograniczyły deficyt i dług publiczny. W przeciwnym razie inflacja na wspólnym obszarze walutowym będzie wyższa, niż dotychczas w kraju o niskim wskaźniku długu publicznego²².

2) Przeciwdziałanie ryzyku niewypłacalności kraju członkowskiego²³

Kraj o wyższym poziomie zadłużenia publicznego charakteryzuje się większym ryzykiem niewypłacalności w porównaniu do kraju o niższym poziomie zadłużenia. W momencie wejścia takiego kraju do unii walutowej zwiększa się prawdopodobieństwo, że zwróci się on w kierunku banków centralnych lub innych instytucji „ostatniej szansy” o pomoc.

Zakaz wspomagania finansowego władz i instytucji publicznych krajów UGW w jakiegokolwiek formie wprowadza artykuł 104 Traktatu o Unii Europejskiej, który brzmi:

²⁰ M.in. DeGrauwe (2000), s. 133.

²¹ Porównaj podrozdział opisujący model Barro-Gordona.

²² Ibidem.

²³ M.in. Buitier, Corsetti, Roubini (1993), s. 62.

„Stwarzanie możliwości przekraczania stanu rachunków lub jakiejkolwiek inne formy kredytu EBC lub banków centralnych krajów członkowskich na rzecz instytucji lub organów wspólnoty, władz centralnych, regionalnych, lokalnych lub innych władz publicznych, instytucji lub przedsiębiorstw publicznych państw członkowskich są zabronione; zabroniony jest również bezpośredni zakup od nich przez EBC lub narodowe banki centralne instrumentów zadłużenia”.

Z ryzykiem niewypłacalności wiąże się również ryzyko rozprzestrzenienia się kryzysu finansowego na inne kraje unii. Niewypłacalność jednego kraju może bowiem mieć groźne skutki dla pozostałych członków unii monetarnej. Jeśli wierzycielami rządu, który ogłosił niewypłacalność są instytucje innych krajów, wówczas nie uzyskawszy swoich wierzytelności same mogą popaść w kłopoty finansowe.

3) Wpływ finansów publicznych na stopy procentowe i kurs walutowy²⁴

Finansowanie wydatków państwa zaciąganiem długu publicznego negatywnie wpływa na poziom stóp procentowych oraz kurs walutowy. Prowadzenie luźnej polityki fiskalnej zwłaszcza przez duży kraj miałyby szczególnie poważne konsekwencje dla całej unii walutowej. Nadmierna podaż skarbowych papierów dłużnych wywołuje wzrost stóp procentowych, którego efektem jest zwiększony napływ kapitału zagranicznego. Mogłoby to zagrazić stabilności kursu waluty unijnej wywołując presję w kierunku jej aprecjacji. Ponadto, gdyby duży kraj zaciągał dług znacznej wielkości, mógłby wpłynąć negatywnie na wielkość inwestycji w unii ze względu na efekt wypychania²⁵.

4) Chęć poprawy dyscypliny finansów publicznych²⁶

Istnieje pogląd, iż prócz przyczyn wyżej wymienionych, powodem utworzenia kryteriów fiskalnych była chęć poprawy dyscypliny finansów publicznych „przy okazji” tworzenia unii monetarnej. Na przełomie lat osiemdziesiątych i dziewięćdziesiątych deficyt budżetowy w krajach Unii Europejskiej wynosił przeciętnie około 5% PKB. W latach siedemdziesiątych

²⁴ Ibidem.

²⁵ Efekt wypychania polega na wypieraniu inwestycji prywatnych przez inwestycje w obligacje rządowe, które wskutek wysokiego deficytu budżetu charakteryzują się wysoką rentownością.

²⁶ Frankel (1993), s. 6.

i osiemdziesiątych podejmowano liczne nieudane próby trwałego zrównoważenia finansów publicznych. Polityka fiskalna w krajach Wspólnoty Europejskiej miała cykliczny charakter, przez co zamiast wygładzać cykl koniunkturalny, pogłębiała jego wahania²⁷.

Wymagające kryteria fiskalne mogły stać się bodźcem do reformy finansów publicznych poprzez redukcję wydatków²⁸. Członkostwo w UGW jest tym samym pewnym bodźcem do prowadzenia zrównoważonej polityki fiskalnej oraz „nagrodą” za zbliżenie się do równowagi budżetowej. Kryteria fiskalne stworzone zostały w ten sposób, że nawet ich nie spełnienie przez kraje o wysokim długu publicznym nie dyskwalifikuje ich w dążeniu do członkostwa w UGW. Obniżanie wielkości zadłużenia wystarcza dla spełnienia kryterium długu publicznego. Tym samym, stwarza to pewnego rodzaju zachętę nawet dla krajów, których dług przekracza wartość PKB.

5) Eliminacja słabych kandydatów²⁹

Niektórzy ekonomiści postrzegali kryteria fiskalne za trudne do realizacji dla wielu gospodarek charakteryzujących się luźną polityką fiskalną. Pojawiła się zatem sugestia, iż zostały one specjalnie tak skonstruowane, aby słabsze gospodarki nie były w stanie ich zrealizować. Był to wybieg natury politycznej, ponieważ ustalenie kryteriów konwergencji oznacza, iż teoretycznie każdy kraj należący do Unii Europejskiej może starać się o członkostwo w UGW, jeśli tylko zdoła spełnić stawiane wymagania. Opisując to zjawisko Frankel (1993) przytacza przykład z mitologii greckiej, w której król wysłał Jazona po złote runo – zdając sobie sprawę, iż zlecił mu zadanie niewykonalne³⁰. Jednakże, w przypadku tworzenia UGW, kryteria fiskalne okazały się wykonalne (choć trudne), nawet dla krajów prowadzących tradycyjnie luźną politykę fiskalną (np. Irlandia, Portugalia, Włochy, Belgia i z opóźnieniem Grecja).

6) Czynnik mobilizujący

Postawienie sobie za cel wypełnienie trudnego celu obniżenia deficytu i długu publicznego miało w wielu krajach znaczenie mobilizujące, które okazało się kluczowe dla realizacji

²⁷ Buti, Giudice (2002), s. 2.

²⁸ Buitier i in (1993), s. 62.

²⁹ Ibidem, s. 7.

³⁰ Ibidem.

polityki gospodarczej. Ograniczenia fiskalne stały się środkiem do celu, warunkiem wprowadzenie euro, do czego kraje kandydujące do UGW dążyły ze zwiększoną determinacją. W momencie tworzenia kryteriów fiskalnych tylko dwa kraje je spełniały. Były to Dania oraz Francja – jedne z najmniej chętnych krajów do przystąpienia do unii walutowej. Kraje o największej nierównowadze finansów publicznych, zwłaszcza Włochy, były z kolei największymi zwolennikami utworzenia UGW.

Hagen i in. (2001, s. 62-64) twierdzą, iż ustanowienie kryteriów konwergencji było istotnym czynnikiem mobilizującym władze do prowadzenia lepszej polityki gospodarczej (tzw. *Maastricht effect*). Proces zacieśniania dyscypliny finansów publicznych, który rozpoczął się w połowie lat dziewięćdziesiątych był nowym zjawiskiem. Wyznaczenie kryteriów fiskalnych stało się „katalizatorem” równoważenia finansów publicznych.

Kryteria fiskalne stanowiły również pewien sprawdzian woli przystąpienia do UGW, np. Szwecja, która nie chciała przystąpić do UGW, nie spełniła kryteriów konwergencji, wskutek czego nie została włączona do unii monetarnej (choć dokonała radykalnej sanacji finansów publicznych). Spełnienie kryteriów konwergencji, można odczytać jako oznakę chęci władz danego kraju do przystąpienia do unii walutowej i rezygnacji z autonomicznej polityki monetarnej.

7) Dlaczego 3% i 60%? – uzasadnienie teoretyczne

Teoretyczne uzasadnienie konieczności redukcji deficytu finansów publicznych i długu publicznego jest łatwiejsze, niż podanie rozsądnych przyczyn ustalenia wartości referencyjnych na poziomie 3% PKB w przypadku deficytu i 60% PKB w przypadku długu publicznego. Buitter i in. (1993, s. 72-86) oraz Wickens i Uctum (1993, s. 214-219) krytykują ustalenie kryteriów w ten sposób jako arbitralne. Próbę racjonalizacji tych wartości znajdujemy w DeGrauwe (2000, s. 33-34).

Przyjmujemy, że deficyt budżetowy finansowany jest poprzez emisję obligacji, czyli zaciąganiem dodatkowego długu. Dług publiczny podajemy w relacji do PKB, a więc na

wysokość tej relacji wpływa nie tylko nominalny wzrost jego wartości, ale także zmiana PKB. Wzrost relacji długu do PKB możemy zatem ująć jako rezultat dwóch czynników – wpływu zmiany PKB na dotychczasową wielkość długu oraz zmiany wielkości samego długu. Jeśli PKB rośnie, wówczas relacja dotychczasowej wartości długu do PKB obniża się. Z kolei czynnikiem, który powiększa wskaźnik zadłużenia jest deficyt budżetowy, który powoduje zaciąganie dodatkowego długu na jego pokrycie. Zapisując to w postaci równania otrzymujemy:

$$\Delta b = d - b * g \quad (1.1)$$

gdzie b stanowi wielkość długu publicznego w relacji do PKB, a Δb zmianę tej relacji, d jest wielkością deficytu finansów publicznych w relacji do PKB, natomiast g oznacza tempo wzrostu PKB. Znak minus w równaniu oznacza, iż wzrost PKB wpływa na obniżenie wielkości długu do PKB, a spadek PKB wywołuje jego wzrost.

Jeśli zatem przyjmiemy, że celem jest utrzymywanie relacji długu do PKB na nie zmienionym poziomie ($\Delta b=0$), wówczas równanie (1.1) przyjmuje postać:

$$d = g * b \quad (1.2)$$

Realna długookresowa stopa wzrostu gospodarczego dla krajów Wspólnoty Europejskiej na podstawie danych historycznych została określona na poziomie 3% PKB, co nominalnie (po uwzględnieniu inflacji 2%) daje wielkość 5%. Wykorzystując takie tempo wzrostu w równaniu (1.2) otrzymujemy, iż aby utrzymać wielkość długu publicznego w relacji do PKB na poziomie 60%, deficyt budżetowy musi być ograniczony do poziomu 3% PKB ($3\% = 5\% * 60\%$).

Nominalny wzrost PKB na poziomie 5% staje się więc warunkiem koniecznym zachowania równowagi pomiędzy deficytem finansów publicznych a długiem publicznym. Jeśli jednak PKB w danym kraju wzrośnie nominalnie o mniej (więcej) niż 5%, wówczas wielkość deficytu budżetowego, która zapewni stabilizację długu na poziomie 60% PKB spadnie poniżej (wzrośnie powyżej) 3% PKB.

8) Dlaczego 3% i 60%? - złota zasada finansów publicznych³¹

Oprócz wyżej wymienionej przyczyny istnieje jeszcze jedna, która może być w pewnym stopniu odpowiedzią na pytanie dlaczego kryteria deficytu budżetowego oraz długu publicznego zostały ustalone na takim, a nie innym poziomie, tj. odpowiednio 3% PKB oraz 60% PKB.

Komisja Europejska wprowadziła tzw. złotą zasadę finansów publicznych³², która polega na tym, iż w prawidłowo prowadzonej polityce fiskalnej wydatki bieżące powinny być zrównoważone, natomiast ewentualny deficyt może obejmować jedynie wydatki kapitałowe. Wielkość 3% PKB, jaką stanowi kryterium deficytu budżetowego jest równa przeciętnej wielkości wydatków inwestycyjnych w krajach Wspólnoty Europejskiej w latach 1974-1991. Dopuszczając zatem poziom deficytu w wysokości 3% PKB Komisja zaakceptowała sytuację, w której publiczne wydatki inwestycyjne finansowane są zaciąganiem przez państwo zobowiązań.

Z kolei wielkość kryterium długu publicznego można tłumaczyć faktem, iż stopień zadłużenia krajów WE w 1991 r. przeciętnie wynosił właśnie 60% PKB. Oznacza to wówczas, iż ustanowienie granicy długu miało służyć powstrzymaniu dalszego zadłużania się gospodarek Europy Zachodniej.

3.1.4. Krytyka kryteriów fiskalnych

Kryteria konwergencji spotkały się z krytyką, która w największym stopniu dotknęła kryteriów fiskalnych. Najważniejsze argumenty przedstawili Buiter i in. (1993):

- kryterium długu publicznego dotyczy wielkości zadłużenia brutto, a nie netto. Ma to duże znaczenie, gdyż różnica między wielkością długu brutto, a netto wynosiła w 1990 r. w krajach Wspólnoty Europejskiej od kilku do ponad 30% PKB (np. zadłużenie brutto Danii według danych OECD wynosiło 59,6% PKB, natomiast dług publiczny netto tylko 27,3% PKB);

³¹ Buiter (1993), s. 63.

³² Z ang. *golden rule of public finances*.

- kryterium długu publicznego skłania kraje kandydujące do przeprowadzania prywatyzacji, wyłącznie w celu poprawy wskaźników zadłużenia. Może to zmniejszać determinację krajów do poprawy sytuacji finansów publicznych w inny sposób np. poprzez racjonalizację wydatków;
- Traktat nie uwzględnia faktu, iż kraje słabiej rozwinięte rozwijają się szybciej, przez co mogą łatwiej ukryć rosnący dług publiczny (na obniżenie relacji długu do PKB wpływa wzrost PKB);
- określenie, iż wielkość deficytu może równać się publicznym wydatkom inwestycyjnym jest nieprecyzyjne, ponieważ klasyfikacja niektórych wydatków nie jest jednoznaczna (np. trudno jest rozstrzygnąć, czy wydatki na edukację to wydatki inwestycyjne, czy nie);
- ograniczenie deficytu budżetowego w niektórych krajach może nie prowadzić do uzdrowienia finansów publicznych poprzez redukcję wydatków, lecz wpływać na podniesienie podatków.

3.2. Kryteria monetarne

Pozostałe trzy z pięciu kryteriów, których spełnienie uznane zostało za warunek konieczny, umożliwiający przystąpienie do Unii Gospodarczej i Walutowej, to kryteria monetarne. Określają maksymalną dopuszczalną wielkość inflacji, długookresowych stóp procentowych oraz stabilność kursu walutowego.

Okresem referencyjnym³³ dla krajów ubiegających się o członkostwo w Unii Gospodarczej i Walutowej był okres od lutego 1997 r. do stycznia 1998 r. w przypadku inflacji i długookresowych stóp procentowych oraz od marca 1996 r. do lutego w 1998 r. w przypadku kryterium kursu walutowego. Wyjątek stanowi Grecja, dla której okres referencyjny rozpoczynał się w kwietniu 1999 r. w przypadku kryterium inflacyjnego i długookresowych stóp procentowych oraz w kwietniu 1998 r. w przypadku kryterium kursowego, a kończył się w marcu 2000 r.

³³ Okresem, w którym Komisja Europejska i Europejski Bank Centralny oceniały stopień realizacji kryteriów konwergencji.

3.2.1. Kryterium inflacyjne w Traktacie

Artykuł 109(j) Traktatu z Maastricht nakłada na państwa ubiegające się o członkostwo w Unii Gospodarczej i Walutowej obowiązek „osiągnięcia wysokiego stopnia stabilności cen, stwierdzonego na podstawie stopnia inflacji zbliżonego do istniejącego w trzech najlepiej funkcjonujących, pod względem stabilności cen, państwach członkowskich”³⁴.

Artykuł 1 Protokołu nr 6 w sprawie kryteriów zbieżności określonych w artykule 109(j) traktatu ustanawiającego Wspólnotę Europejską uściśla kryterium inflacyjne:

„Kryterium stabilności cen określone w pierwszym akapicie artykułu 109(j).1 Traktatu oznacza, że państwo członkowskie ma stały poziom stabilności cen, a średnia stopa inflacji, odnotowana w tym państwie w ciągu jednego roku poprzedzającego badanie, nie przekracza o więcej niż 1,5 punktu procentowego inflacji trzech państw członkowskich, o najbardziej stabilnych cenach. Inflacja mierzona jest za pomocą wskaźnika cen artykułów konsumpcyjnych na porównywalnych podstawach, z uwzględnieniem różnic w definicjach krajowych”³⁵.

Wartość referencyjną stanowi średnia arytmetyczna inflacji trzech państw członkowskich, o najbardziej stabilnych cenach. Krajami, które w okresie referencyjnym – w 1997 r., wykazały się najniższą inflacją wyliczaną przy pomocy HICP były: Austria (1,1%), Francja (1,2%) i Irlandia (1,2%). W rezultacie wartością średnią było 1,2%, co po dodaniu 1,5 punktu procentowego w myśl zapisu Traktatu z Maastricht dało kryterium inflacyjne w wysokości 2,7%³⁶. Z kolei wartością referencyjną dla Grecji było 2,4% – średnia trzech krajów o najniższej inflacji (Szwecja 0,8%; Francja 0,9%; Austria 0,9%) powiększona o 1,5 punktu procentowego³⁷.

3.2.2. Uzasadnienie kryterium inflacyjnego

Osiągnięcie równie niskiej inflacji na obszarze wszystkich krajów kandydujących do unii monetarnej uznano za warunek konieczny dla przystąpienia do Unii Gospodarczej

³⁴ Traktat o Unii Europejskiej (1992).

³⁵ Ibidem.

³⁶ EMI (1998).

³⁷ EMI (2000).

i Walutowej. Celem było zachęcenie rządów krajów członkowskich do prowadzenia antyinflacyjnej polityki gospodarczej. Teoretyczne uzasadnienie tego kryterium stanowi model Barro-Gordona (1983) oraz analiza Bini Smaghi i Del Giovane (1992).

Model Barro-Gordona³⁸

Dla wyjaśnienia istoty kryterium inflacyjnego konieczne jest przedstawienie modelu Barro-Gordona.

W stosowanym obecnie ujęciu krzywa Phillipsa wskazuje, iż stopa bezrobocia w długim okresie³⁹ jest stała i równa się naturalnej⁴⁰ stopie bezrobocia. W krótkim okresie⁴¹ stopa bezrobocia zależy jednak od inflacji, a dokładnie, od jej odchylenia od oczekiwań inflacyjnych. W tej sytuacji wielkość bezrobocia w krótkim okresie można opisać następującym wzorem:

$$U = U_N + a(p_e - p) \quad (1.3)$$

gdzie U to stopa bezrobocia, U_N to naturalna stopa bezrobocia, p to zarejestrowana stopa inflacji, p_e to oczekiwana stopa inflacji, natomiast a oznacza wpływ różnicy między zaobserwowaną, a oczekiwaną inflacją na poziom bezrobocia.

Z powyższego równania wynika, iż tylko nieoczekiwana inflacja wpływa na stopę bezrobocia, ponieważ dla danej gospodarki stopa bezrobocia naturalnego jest dana. Oczekiwania inflacyjne również są znane. Jeśli zatem rzeczywista stopa inflacji p jest wyższa, niż oczekiwana stopa inflacji dla tego samego okresu, wówczas bezrobocie w krótkim okresie spada poniżej swojego naturalnego poziomu⁴². W ten sposób rząd może chwilowo zmniejszyć bezrobocie, kosztem wyższej inflacji.

³⁸ Barro and Gordon (1983a); Barro and Gordon (1983b); DeGrauwe (2000).

³⁹ Okres, w którym wszystkie czynniki produkcji są zmienne, a podaż jest doskonale elastyczna.

⁴⁰ Taki poziom stopy bezrobocia przy którym poziom inflacji jest stały; inaczej: NAIRU (*non-accelerating inflation rate of unemployment*) [źródło: Donald Rutherford, Routledge Dictionary of Economics (1992)].

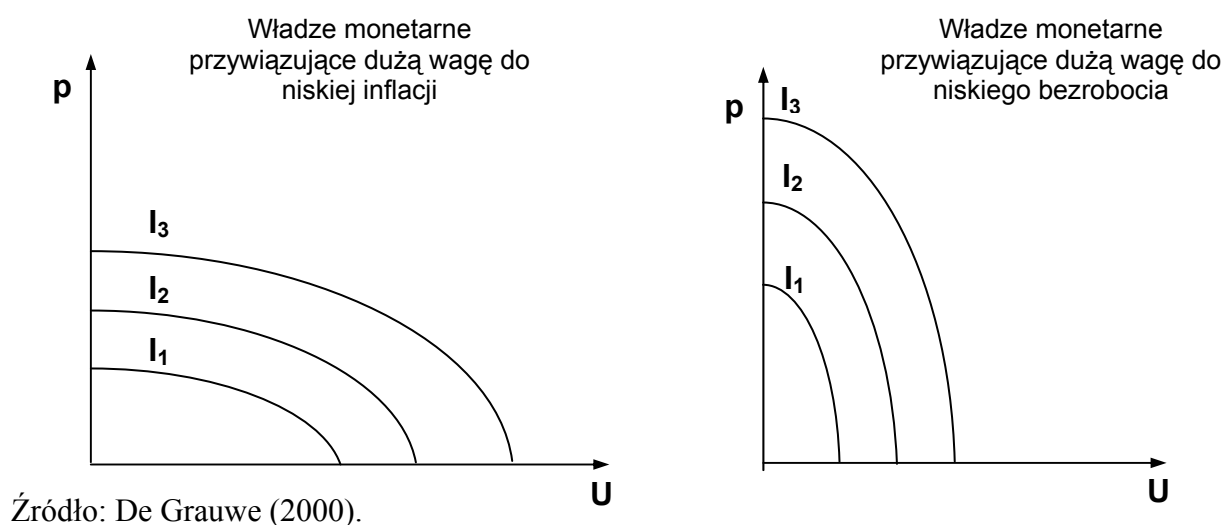
⁴¹ Okres, w którym część czynników produkcji (np. praca) jest stała, a podaż nie dostosowuje się elastycznie do warunków rynkowych.

⁴² Zobacz także Lucas and Rapping (1969) i Phepls (1970).

Przyjęte dla modelu Barro-Gordona, założenie racjonalnych oczekiwań uczestników życia gospodarczego oznacza, iż wykorzystują oni wszystkie istotne informacje do prognozowania stopy inflacji i dlatego nie popełniają istotnych błędów sporządzając te prognozy. W ten sposób inflacja równa się jej oczekiwaniom, a stopa bezrobocia utrzymuje się na poziomie bezrobocia naturalnego.

Celem polityki gospodarczej jest uzyskanie jak najwyższego dobrobytu, rozumianego jako najniższe bezrobocie (lub najwyższe zatrudnienie) i jak najniższa inflacja. Preferencje władz różnych krajów różnią się jednak w kwestii kombinacji tych dwóch wielkości. Jedne rządy są w stanie zaakceptować wyższą inflację, skupiają się na obniżeniu bezrobocia, inne odwrotnie, godzą się na wyższe bezrobocie, jeśli tylko możliwe jest osiągnięcie jak najniższej inflacji. Preferencje te obrazują krzywe obojętności na wykresie 1.1, przy czym krzywe obojętności znajdujące się bliżej początku układu współrzędnych są bardziej pożądane, ponieważ oznaczają wyższy dobrobyt.

Wykres 1.1. Mapa preferencji rządu



Pierwsza grupa rządów⁴³ – władze przywiązujące większą wagę do inflacji w miarę spadku bezrobocia⁴⁴ – ich krzywe obojętności przyjmują kształt relatywnie płaski. Oznacza to, iż aby obniżyć inflację o jeden punkt procentowy zaakceptują większe bezrobocie. Druga grupa rządów – władze przywiązujące większą wagę do bezrobocia w miarę spadku inflacji⁴⁵ – ich

⁴³ Przez rząd rozumiem władze fiskalne i monetarne.

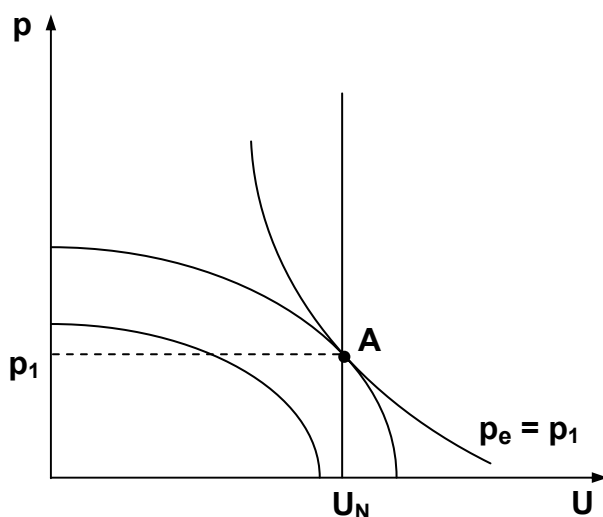
⁴⁴ Z ang. *hard-nosed government*.

⁴⁵ Z ang. *wet government*.

krzywe obojętności przyjmują kształt relatywnie stromy. Oznacza to, że aby obniżyć bezrobocie o jeden punkt procentowy, zaakceptują wyższą inflację.

Nakładając mapę preferencji danego kraju na jego krzywą Phillipsa, możemy wyznaczyć punkt równowagi danej gospodarki (patrz wykres 1.2.).

Wykres 1.2. Stopa inflacji w równowadze



Źródło: De Grauwe (2000).

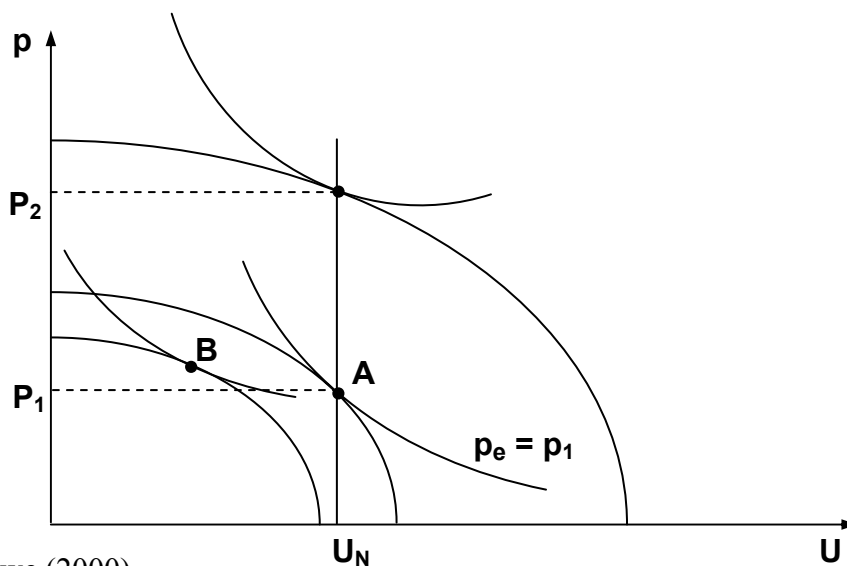
Punkt równowagi znajduje się w miejscu przecięcia krzywej obojętności rządu z krótkookresową krzywą Phillipsa wyznaczaną przez oczekiwania inflacyjne oraz długookresową krzywą Phillipsa (punkt A). Jest tak tylko w sytuacji, gdy polityka gospodarcza cieszy się wysoką wiarygodnością, tj. uczestnicy życia gospodarczego wierzą w zapewnienia rządu o utrzymaniu inflacji na określonym poziomie (ich oczekiwania inflacyjne znajdują się na tym samym poziomie, do jakiego zadeklarował się rząd), a rząd realizuje zadeklarowaną politykę.

Na krótką metę rząd może jednak osiągnąć sytuację „lepszą”, niż w punkcie A. Mógłby bowiem oszukać uczestników życia gospodarczego i nieoczekiwanie spowodować wzrost stopy inflacji – patrz wykres 1.3. W krótkim okresie zmalałoby wówczas bezrobocie. Załóżmy, że po ogłoszeniu polityki utrzymywania inflacji na poziomie p_1 , władze zaskakując rynek powodują jej wzrost. Wywoła to przesunięcie do punktu B, który znajduje się na niższej krzywej obojętności. Inflacja będzie wówczas większa od zakładanej $p_e = p_1$, lecz w zamian za to, zmaleje bezrobocie. Stwarza to krótkookresowe bodźce dla rządu do wyparcia się swoich fałszywych już deklaracji utrzymywania inflacji na poziomie p_1 .

Ten mechanizm może działać tylko w krótkim okresie. W długim okresie władze muszą brać pod uwagę fakt, że wykonanie takiego ruchu spowoduje wzrost oczekiwań inflacyjnych w kolejnym okresie, ponieważ uczestnicy rynku będą się spodziewali kolejnego niewywiązania się rządu z deklaracji inflacyjnych. W tej sytuacji rząd powinien porównać krótkookresowe korzyści z oszukiwania, ze stratami w długim okresie, będącymi rezultatem przesunięcia w górę krzywej Phillipsa.

Jeśli jednak rząd prowadzi krótkookresową politykę nie licząc się z konsekwencjami w długim okresie i regularnie nie realizuje swoich deklaracji, wówczas nastąpi przesunięcie w górę krótkookresowej krzywej Phillipsa. W miarę powtarzania mechanizmu, polegającego na wywoływaniu wyższej inflacji od oczekiwań inflacyjnych, równowaga długookresowa zostanie osiągnięta w punkcie E przy inflacji na poziomie p_2 , wyższym od p_1 . Istnieje bogata literatura uzasadniająca tezę, że wyższa inflacja jest szkodliwa dla wzrostu gospodarczego i zatrudnienia⁴⁶.

Wykres 1.3. Stopa inflacji w równowadze



Źródło: De Grauwe (2000).

W punkcie E rząd nie ma bodźców do dalszego zwiększenia inflacji. Jest on bowiem optymalny w sensie Pareto⁴⁷. Prowadziłoby to do przesunięcia na wyższą krzywą obojętności,

⁴⁶ Fischer i Modigliani (1978), Barro (1995).

⁴⁷ Stan optymalny w sensie Pareto występuje wtedy, kiedy nie jest możliwe polepszenie sytuacji żadnej jednostki bez pogorszenia sytuacji innej jednostki.

co oznaczałoby spadek dobrobytu rozumianego jako najniższe bezrobocie (lub najwyższe zatrudnienie) i jak najniższa inflacja. Punkt E jest zatem punktem równowagi w świecie racjonalnych oczekiwań jeśli rząd realizuje politykę dyskrecyjną⁴⁸.

Polityka utrzymywania inflacji poniżej poziomu osiągniętego w punkcie E jest niewiarygodna. Uczestnicy życia gospodarczego dobrze wiedzą, że istnieją siły, które zachęcają władze do ogłaszania niższej inflacji i powodowania, aby była jednak wyższa. Postępując racjonalnie, dostosowują więc swoje oczekiwania do punktu, w którym rząd – z powodów o których mowa była powyżej - traci motywację do dalszego oszukiwania (punkt E). W rzeczywistości, najbardziej optymalny poziom inflacji nie wystąpi – nie utrzyma się⁴⁹.

Opisany model Barro-Gordona jest modelem statycznym, czyli takim, który zakłada, że gra nie może być powtarzana wielokrotnie. Jeśli wyjdziemy poza to ograniczenie rząd będzie motywowany, aby uzyskać reputację rządu niskiej inflacji. Pozwoli to na osiągnięcie niższej inflacji w długim okresie.

Zdaniem autorów modelu wyróżniamy dwa czynniki wpływające na położenie punktu równowagi inflacji (punkt E):

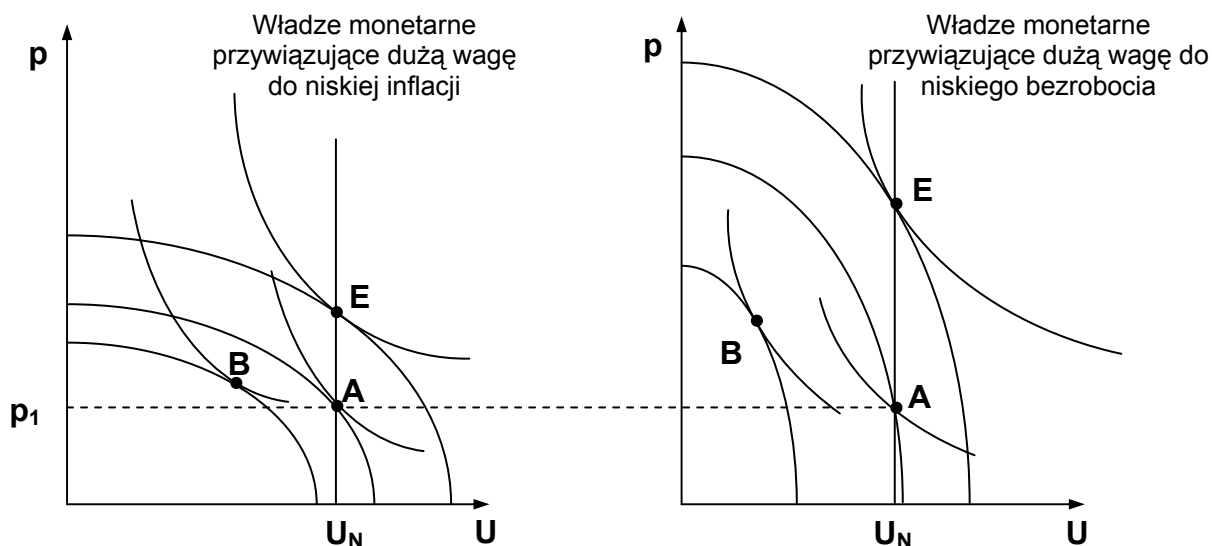
- a) preferencje władz monetarnych;
- b) poziom bezrobocia naturalnego.

Charakterystyka preferencji (krzywej obojętności) władz została omówiona na początku podrozdziału. Wyróżnione zostały dwa przypadki: kraje, w których władze monetarne przywiązują dużą wagę do niskiej inflacji (płaskie krzywe obojętności) oraz kraje, których władze monetarne przywiązują wagę do niskiego bezrobocia (strome krzywe obojętności). Punkt E na wykresie 1.4. obrazuje poziom inflacji w równowadze długookresowej w obu grupach krajów przy założeniu, że krótkookresowe krzywe Phillipsa w poszczególnych krajach mają takie same nachylenie.

⁴⁸ Dyskrecyjna polityka gospodarcza – polityka gospodarcza polegająca na wywieraniu przez rząd wpływu na sytuację gospodarczą inaczej niż za pomocą automatycznych stabilizatorów.

⁴⁹ Na podstawie tego rozumowania De Grauwe (2000) twierdzi, że zasada zerowej inflacji jest „niespójna w czasie” (z ang. *time-inconsistent*), tj. władze stają przed problemem, że w każdym okresie możliwy jest lepszy rezultat krótkookresowy.

Wykres 1.4. Równowaga w przypadku władz monetarnych przywiązujących dużą wagę do niskiej inflacji oraz w przypadku władz monetarnych nieprzywiązujących wagi do niskiej inflacji



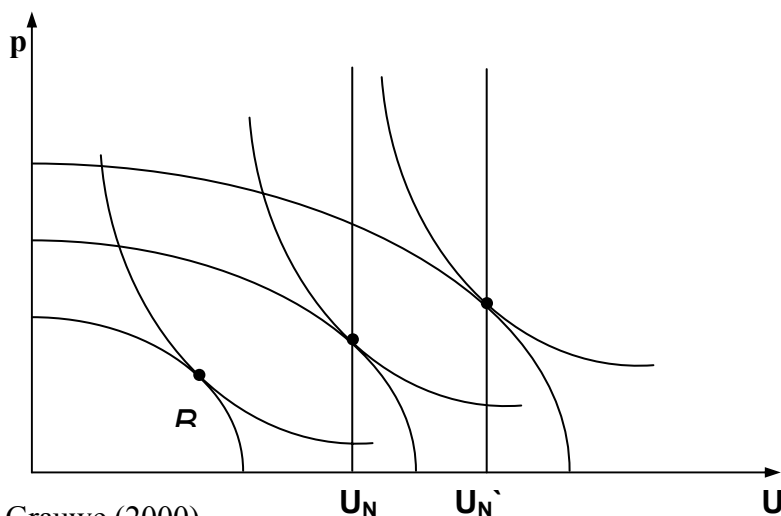
Źródło: De Grauwe (2000).

Z wykresu wynika, że polityka niskiej inflacji będzie wiarygodna jeśli władze monetarne nie będą przywiązywać wagi do poziomu bezrobocia (zatrudnienia). Innymi słowy – jeśli rząd chce żeby uczestnicy rynku uwierzyli w zapewnienia, że celem jest niska inflacja, poziom bezrobocia (zatrudnienia) musi być poza obszarem zainteresowania rządu. Krzywa obojętności jest wówczas horyzontalna. Władze wybiorą w każdym okresie najniższą możliwą krzywą obojętności, w wyniku czego inflacja w stanie równowagi zostanie osiągnięta w punkcie A. Oznacza to, iż najlepszym wyjściem dla każdego kraju jest oddanie polityki monetarnej w ręce ortodoksyjnego banku centralnego⁵⁰.

Jeśli poziom naturalnego bezrobocia wzrasta, a preferencje rządu pozostają niezmiennione, nowy poziom inflacji w równowadze wzrasta. Zostało to zilustrowane na wykresie 1.5., który przedstawia przypadek przesuwania się długookresowej krzywej Phillipsa w prawo. Efektem tego jest przesunięcie równowagi z punktu E do E'. Oznacza to, iż wraz ze wzrostem bezrobocia rośnie także inflacja.

⁵⁰ Do tego wniosku doszedł także Rogoff (1985).

Wykres 1.5. Równowaga i poziom bezrobocia naturalnego



Źródło: De Grauwe (2000).

Istotne dla analizy kosztów i korzyści unii monetarnej wnioski pojawiają się w momencie rozszerzenia analizy modelu Barro-Gordona na dwa kraje. Różnica inflacji powoduje, iż w kraju o szybszym tempie wzrostu cen następuje deprecjacja waluty krajowej względem waluty kraju, w którym inflacja jest niższa. W przeciwnym wypadku kraj ten straciłby na konkurencyjności własnej gospodarki. Jeśli te kraje miałyby połączyć unia walutowa, należałoby zastosować mechanizm umożliwiający utrzymanie poziomów inflacji w obu krajach na zbliżonym do siebie niskim poziomie.

Kraj o wysokiej inflacji mógłby osiągnąć znacznie niższy poziom inflacji w równowadze niż punkt E przy zachowaniu takiego samego poziomu bezrobocia w długim okresie, gdyby władze monetarne w tym kraju konsekwentnie dążyły do utrzymania niskiej inflacji.

Model Barro-Gordona stanowi więc teoretyczne uzasadnienie dla istnienia kryterium inflacyjnego w Traktacie z Maastricht. Władze państwa, które zamierza stać się członkiem unii monetarnej muszą wykazać dostatecznie dużą determinację w dążeniu do niskiej inflacji, sprowadzając oczekiwania inflacyjne do minimum. Jeśli uczestnicy rynku uwierzą w zapewnienia rządu, że celem ostatecznym jest członkostwo w unii monetarnej, a celem pośrednim spełnienie kryteriów konwergencji, w tym kryterium inflacyjnego wówczas możliwe jest osiągnięcie wysokiego dobrobytu, czyli zarówno niskiej inflacji, jak i stopy

bezrobocia bliskiej poziomowi naturalnemu. Nie byłoby to możliwe bez motywacji jaką dla władz stanowi perspektywa członkostwa w Unii Gospodarczej i Walutowej.

Analiza Bini Smaghi i Del Giovane

Konwergencja poziomu inflacji w krajach przystępujących do unii walutowej jest konieczna, aby oczekiwania inflacyjne utrzymać na niskim poziomie w całej unii. W tym kontekście Bini Smaghi i Del Giovane (1992) prześledzili możliwe skutki usztywnienia kursów walutowych dwóch krajów w ramach unii walutowej, różniących się poziomem inflacji. Udowodnili, iż owe skutki zależą od oczekiwań inflacyjnych uczestników życia gospodarczego. Aby uniknąć wzrostu inflacji w unii walutowej, konieczna jest konwergencja jej poziomu w krajach kandydujących do członkostwa. W rozumowaniu tym nie uwzględnia się tzw. efektu Balassa-Samuelsona⁵¹.

Jeśli założymy, iż mamy do czynienia z dwoma krajami, z których jeden prowadzi luźną politykę monetarną, której konsekwencją jest wyższa inflacja, a drugi utrzymuje niską inflację, wówczas oczekiwania inflacyjne ze względu na wysoką inflację w przeszłości utrzymują się na relatywnie wyższym poziomie w pierwszym kraju. Jeśli jednak gracze na rynku w okresie $t-1$ uwierzą, iż w okresie t powstanie unia monetarna i – wskutek chęci wypełnienia inflacyjnego kryterium konwergencji – inflacja spadnie do poziomu występującego w drugim kraju, wówczas obniżą oczekiwania inflacyjne na okres t , dzięki czemu nastąpi pełna konwergencja poziomu inflacji między dwoma krajami w momencie, kiedy przystępują one do unii monetarnej.

Sytuacja jest inna, jeśli deklaracja o utworzeniu unii walutowej nie zostaje przekazana odpowiednio wcześniej opinii społecznej, lub jest mało wiarygodna. Wówczas ceny w okresie

⁵¹ Efekt Balassa-Samuelsona polega na tym, że w krajach nadganiających (tzw. *catching-up countries*) następuje przeciętnie szybszy wzrost produktywności w sektorze dóbr będących przedmiotem handlu międzynarodowego (tzw. *tradable goods*), co pozwala na szybszy wzrost płac w tym sektorze niż w krajach wysokorozwiniętych; wskutek scentralizowanych mechanizmów negocjacji płacowych szybszy wzrost płac następuje także w sektorze dóbr niebędących przedmiotem handlu międzynarodowego (tzw. *non-tradable goods*) bez jednoczesnego wzrostu produktywności. W efekcie, wzrost cen w sektorze dóbr niebędących przedmiotem handlu międzynarodowego w krajach nadganiających jest wyższy niż w tym samym sektorze w krajach rozwiniętych. Powoduje to przeciętnie wyższą inflację w tzw. „*catching up*” countries.

t bazują na oczekiwaniach inflacyjnych z okresu $t-1$, kiedy to nie była brana pod uwagę możliwość usztywnienia kursu walutowego z krajem o niskiej inflacji. W rezultacie, inflacja w okresie t kraju, który miał w przeszłości wysoką inflację nie obniża się do poziomu z kraju o niskiej inflacji, chociaż jest niższa, niż przed utworzeniem unii walutowej. Zachwiana zostaje stabilność cen w całej unii. Dopiero w okresie $t+1$ oczekiwania inflacyjne uwzględniają fakt utworzenia unii walutowej, co pozwala na obniżenie inflacji w całej unii. Wyższa inflacja od oczekiwanej w kraju, który charakteryzował się dotychczas jej niskim poziomem oznacza realną deprecjację, która wpływa na wzrost produkcji w krótkim okresie. Jest to efekt przeciwny do efektu, jaki następuje w drugim kraju, w którym produkcja z tych samych przyczyn w krótkim okresie obniża się.

W długim okresie inflacja powraca do równowagi wyznaczonej przez poziom inflacji, jaki był w kraju, który prowadził zdrową politykę monetarną przed utworzeniem unii. Dzieje się tak, jeśli uczestnicy rynku uwierzą, że wiarygodność nowego banku centralnego będzie nie mniejsza niż wiarygodność banku centralnego kraju o niższym poziomie inflacji z okresu przed utworzeniem unii walutowej (gdyby miało być inaczej kraj o niższej inflacji nie powinien przystąpić do unii walutowej) lub gdy bank centralny kraju, który przed utworzeniem unii prowadził wiarygodną politykę pieniężną przejmie odpowiedzialność za wspólną politykę pieniężną. Długość okresu, w którym występuje wyższa inflacja w unii monetarnej zależy od tego, jak szybko uczestnicy rynku zareagują na utworzenie unii. Jeśli bowiem wynegocjowane kontrakty, których podstawą są wyższe oczekiwania inflacyjne, obejmują dłuższy okres niż t , wówczas inflacja będzie utrzymywała się dłużej.

Konwergencja inflacji w krajach przystępujących do unii walutowej jest konieczna, ponieważ gracze na rynku w kraju o wysokiej inflacji mogą nie uwierzyć w zapowiedź utworzenia unii i nie obniżą swoich oczekiwań inflacyjnych. W rezultacie może nastąpić wzrost inflacji w unii na początku jej istnienia.

Zróznicowanie tempa wzrostu cen w krajach tworzących unię monetarną w trakcie jej trwania może wpływać niekorzystnie na dynamikę PKB, poziom inflacji oraz bilans na rachunku obrotów bieżących w unii. Konsekwencje ustanowienia unii walutowej na terenie dwóch krajów o różnej inflacji zależą bowiem od przyszłego kierunku zmian kursu wspólnej waluty unijnej wobec walut reszty świata. Potwierdzają to wyniki symulacji ekonometrycznej przeprowadzonej przez Bini Smaghi i del Giovane (1992).

Bini Smaghi i del Giovane (1992) przeanalizowali konsekwencje hipotetycznego utworzenia w 1991 r. unii walutowej przez trzy kraje – Francję i Niemcy, które osiągnęły zbieżność poziomów inflacji oraz Włochy, gdzie inflacja jest wyższa niż w pozostałych dwóch krajach. W momencie tworzenia unii walutowej przez kraje, które nie osiągnęły konwergencji poziomu inflacji możliwe są trzy scenariusze. W każdym przypadku ma zastosowanie założenie *ceteris paribus*.

- 1) Jeśli wspólna waluta nie zmienia swojego kursu względem walut reszty świata (np. euro w przypadku UGW względem dolara), wówczas:
 - następuje niewielki wzrost inflacji w tych krajach tworzących unię, które miały niską inflację, natomiast w kraju o wysokiej inflacji następuje stopniowy jej spadek wskutek „uśrednienia” inflacji na obszarze unii;
 - następuje przyspieszenie tempa wzrostu gospodarczego w kraju o wyższej inflacji, w rezultacie spadku stóp procentowych;
 - spadek inflacji w kraju o jej najwyższym poziomie następuje powoli, więc gospodarka tego kraju traci na konkurencyjności i następuje pogorszenie bilansu na rachunku obrotów bieżących w przeciwieństwie do pozostałych krajów.
- 2) Jeśli wspólna waluta deprecjonuje się względem walut reszty świata, wówczas:
 - następuje wzrost inflacji w całej unii. W kraju, który dotychczas charakteryzował się wysoką inflacją następuje jej wzrost, po którym pojawia się stopniowy spadek, natomiast w pozostałych krajach inflacja wzrasta;
 - następuje chwilowe przyspieszenie tempa wzrostu gospodarczego we wszystkich krajach;
 - bilans na rachunku bieżącym kraju o wyższej inflacji ulega pogorszeniu, a w pozostałych krajach których konkurencyjność uległa poprawie - polepszeniu.
- 3) Jeśli wspólna waluta aprecjonuje (np. wskutek podniesienia stóp procentowych przez unijny bank centralny w obronie przed wzrostem cen), wówczas:
 - inflacja w unii obniża się i następuje proces zbieżności jej poziomu we wszystkich krajach;.

- wzrost gospodarczy w kraju o wysokiej inflacji początkowo ulega nieznacznemu spowolnieniu, jednak później jego dynamika zwiększa się, podczas gdy tempo wzrostu PKB w pozostałych krajach obniża się;
- bilans na rachunku bieżącym unii ulega krótkotrwałej zmianie w wyniku pogorszenia w kraju o wyższej inflacji i poprawy w krajach o niższej inflacji.

Ustanowienie inflacyjnego kryterium konwergencji w Traktacie z Maastricht pozwala uniknąć ryzyka niekorzystnych zmian poziomu inflacji, tempa wzrostu PKB oraz bilansu na rachunku bieżącym w unii.

3.2.3. Kryterium długoterminowych stóp procentowych w Traktacie

Ostatnim warunkiem wynikającym z artykułu 109(j) Traktatu z Maastricht⁵² nałożonym na państwa ubiegające się o członkostwo w Unii Gospodarczej i Walutowej jest „trwałość zbieżności osiągniętej przez państwo członkowskie i jego uczestnictwo w mechanizmie kursów walut Europejskiego Systemu Walutowego, odzwierciedlone w poziomach długoterminowych stóp procentowych”.

Artykuł 4 Protokołu nr 6 w sprawie kryteriów zbieżności określonych w artykule 109(j) traktatu ustanawiającego Wspólnotę Europejską precyzuje kryterium długoterminowych stóp procentowych:

„Kryterium zbieżności stóp procentowych (...) oznacza, że w ciągu jednego roku przed badaniem państwo członkowskie posiadało średnią nominalną długoterminową stopę procentową, nie przekraczającą więcej niż o 2 punkty procentowe stopy procentowej trzech państw członkowskich o najbardziej stabilnych cenach. Stopy procentowe oblicza się na podstawie długoterminowych obligacji państwowych lub porównywalnych papierów wartościowych, z uwzględnieniem różnic w definicjach krajowych”⁵³.

Średnia stóp procentowych z trzech krajów o najbardziej stabilnych cenach w okresie referencyjnym – od lutego 1997 r. do stycznia 1998 r. – jest średnią arytmetyczną wartości, jakie osiągnęły Austria (5,6%), Francja (5,5%) i Irlandia (6,2%), czyli 5,8%. Po dodaniu 2

⁵² Traktat o Unii Europejskiej (1992).

⁵³ Ibidem.

punktów procentowych zgodnie z zapisem Traktatu z Maastricht uzyskamy wartość referencyjną – 7,8%⁵⁴. Analogicznie obliczoną wartością referencyjną dla Grecji było 7,2% – powiększona o 2 punkty procentowe średnia z trzech wartości w krajach o najniższej inflacji: 5,0% we Francji, 5,1% w Austrii oraz 5,4% w Szwecji⁵⁵.

3.2.4. Uzasadnienie kryterium długoterminowych stóp procentowych

Zbyt duże różnice w poziomie oprocentowania obligacji długoterminowych krajów, które chcą utworzyć unię monetarną prowadziłyby do zbyt dużych przepływów kapitału w momencie utworzenia unii. Przyjmijmy, że przed utworzeniem unii w kraju A oprocentowanie obligacji skarbowych wynosi 5%, a w kraju B 8%⁵⁶. W momencie utworzenia unii dochodzi do ustalenia sztywnego i nieodwołalnego kursu walutowego waluty kraju A do waluty kraju B. W tej sytuacji posiadacze niżej oprocentowanych obligacji kraju A pozbyliby się ich nabywając korzystniej oprocentowane papiery kraju B. Taki arbitraż prowadziłby – zgodnie z podstawowymi prawami ekonomii – do spadku ceny papierów dłużnych denominowanych w walucie kraju A i do wzrostu ceny papierów denominowanych w walucie kraju B. W efekcie, na starcie unii walutowej stratę ponieśliby posiadacze obligacji kraju A, a zysk odnotowaliby posiadacze obligacji kraju B. Straty i zyski oraz skala przepływu kapitału byłyby tym większe, im większe byłyby różnice w poziomach długookresowych stóp procentowych. Niepożądanym skutkiem nagłego wyrównywania się cen mogłyby być zaburzenia na rynkach kapitałowych krajów tworzących nową unię walutową.

Należy podkreślić, że w przypadku różnic w poziomach stóp procentowych na długo przed utworzeniem unii walutowej – arbitraż i dostosowania cen są nieuniknione, jednak są rozłożone w czasie na cały okres konwergencji. Kryterium stóp procentowych, określone na co najwyżej 2 punkty procentowe więcej, niż stopy procentowe w trzech krajach o najniższym poziomie inflacji, ma samo spełniający się charakter. Jeśli gracze rynkowi uwierzą, że dany kraj jest w stanie stać się członkiem unii walutowej (czytaj: może spełnić pozostałe kryteria konwergencji), wówczas arbitraż, którego dokonują powoduje

⁵⁴ EMI (1998).

⁵⁵ EMI (2000).

⁵⁶ Przyczyną takich różnic może być wyższe ryzyko kraju B niż ryzyko kraju A.

wyrównywanie się poziomu długookresowych stóp procentowych, przez co automatycznie dochodzi do spełnienia tego kryterium.

3.2.5. Kryterium kursu walutowego w Traktacie

Artykuł 109(j) Traktatu z Maastricht⁵⁷ zobowiązuje państwa ubiegające się o członkostwo w Unii Gospodarczej i Walutowej do „przestrzegania normalnych granic wahań kursów, przewidzianych mechanizmem kursów walut (ERM) Europejskiego Systemu Walutowego, przez co najmniej dwa lata, bez przeprowadzania dewaluacji w stosunku do waluty innego państwa członkowskiego”.

Artykuł 3 Protokołu nr 6 w sprawie kryteriów zbieżności określonych w artykule 109(j) Traktatu uzupełnia kryterium kursu walutowego:

„Kryterium udziału w mechanizmie kursów walut Europejskiego Systemu Walutowego (...) oznacza, że państwo członkowskie stosowało normalne granice wahań, przewidziane w mechanizmie kursów walut Europejskiego Systemu Walutowego, bez poważnych napięć przynajmniej przez dwa lata przed badaniem. W szczególności, państwo członkowskie nie zdewaluowało dwustronnego kursu swojej waluty wobec żadnej innej waluty państwa członkowskiego z własnej inicjatywy przez ten sam okres”⁵⁸.

Problemem w zastosowaniu kryterium kursu walutowego jest jednoznaczne zdefiniowanie „normalnych granic wahań”. W lutym 1992 r., czyli w okresie podpisywania Traktatu o Unii Europejskiej, dopuszczalne pasmo wahań przewidziane w mechanizmie ERM wynosiło +/- 2,25% wokół kursów centralnych, z możliwym rozszerzeniem granic do +/-6% wokół kursów centralnych. W sierpniu 1993 r. po serii ataków spekulacyjnych na niektóre z walut pozostających w ERM podjęto decyzję o jego rozszerzeniu do +/-15%, z zastrzeżeniem, iż zmiana miała być tylko tymczasowa. W ten sposób stało się niejasne, czy „normalnymi granicami wahań” jest +/-2,25%, czy +/-15%.

Ta niejasność wystąpiła również w nieco innym podejściu do tego zagadnienia przez dwóch autorów raportów zbieżności: Komisję Europejską i Europejski Bank Centralny.

⁵⁷ Traktat o Unii Europejskiej (1992).

⁵⁸ Ibidem.

Komisja Europejska dla pierwszej grupy państw, które utworzyły UGW zastosowała w okresie referencyjnym wąskie pasmo wahań. Dla złagodzenia kryterium zdecydowano wykorzystać podejście mediany walutowej. Oznaczało to, iż stabilność kursu walutowego określa się w odniesieniu do waluty środkowej wśród walut uszeregowanych względem odchylenia wobec kursu centralnego, a nie wobec waluty najsilniejszej. W konsekwencji, odchylenie waluty o więcej niż 2,25% poniżej kursu mediany walutowej mogło być traktowane jako wskaźnik „potencjalnego nadmiernego napięcia”. Aby stwierdzić, czy deprecjacja poniżej 2,25% w stosunku do mediany walutowej jest „nadmiernym napięciem” Komisja brała pod uwagę: wielkość i czas trwania odchylenia oraz rodzaj instrumentów użytych do likwidacji „napięcia” (zmiana stóp procentowych, interwencje)⁵⁹. Nie było więc jasne jaka będzie ocena Komisji w przypadku osłabienia się waluty o więcej niż 2,25%. Dopuszczona była natomiast możliwość aprecjacji powyżej 2,25% do granicy 15%.

W raporcie zbieżności z 2000 r., który dotyczył m.in. Grecji, Komisja kontynuowała stosowania wąskiego pasma wahań (2,25%) jako wskaźnika „nadmiernych napięć” dla dolnej granicy. Górna granica pozostawała na poziomie 15%. Pasma wahań było więc niesymetryczne. W dalszym ciągu do oceny Komisji należało czy przekroczenie wąskiego pasma wahań oznacza „nadmierne napięcie”. Zaprzestano natomiast – co oczywiste – stosowania mediany walutowej ponieważ istniała już wspólna waluta – euro, która stanowiła punkt odniesienia dla walut krajowych.

Sposób oceny kryterium kursowego przez Europejski Bank Centralny (wcześniej Europejski Instytut Monetarny) stosowany w raportach konwergencji jest bardziej opisowy i pozbawiony tak ścisłych reguł, jak te, które stosuje Komisja. EBC nie podaje wartości referencyjnej dotyczącej odchylenia od parytetu.

Dla jedenastu krajów, które utworzyły UGW w 1999 r. okresem referencyjnym były dwa ostatnie lata ich uczestnictwa w systemie ERM, tj. od marca 1996 r. do lutego 1998⁶⁰ r. Dla

⁵⁹ Jednocześnie Komisja Europejska uznała, że obowiązkowe skoordynowane (dokonywane przez banki centralne emitujące najsilniejszą i najsłabszą walutę) interwencje konieczne są tylko na granicach przedziału +/- 15% wokół kursu centralnego.

⁶⁰ EMI (1998).

Grecji okresem referencyjnym był okres uczestnictwa tego kraju w systemie ERM (od stycznia 1999 r. ERM 2): od kwietnia 1998 r. do marca 2000⁶¹ r.

3.2.6. Uzasadnienie kryterium kursu walutowego

Celem zastosowania kryterium kursu walutowego jest chęć przygotowania walut narodowych do ostatecznego usztywnienia ich kursów w ramach unii.

Drugim powodem, dla którego utworzone zostało kryterium kursowe jest zabezpieczenie się przed zmianami kursu walutowego krajów kandydujących do unii walutowej, których celem byłoby polepszenie konkurencyjności wyrobów produkowanych w danym kraju przez deprecjację (szczególnie tuż przed przystąpieniem do unii monetarnej i związanym z tym usztywnieniem kursów walut krajów członkowskich).

3.3. Inne kryteria

Na początku lat dziewięćdziesiątych, kiedy kryteria konwergencji były ustalane, analizowano możliwość ustanowienia innych warunków członkostwa w UGW. W 1991 r. pojawiła się koncepcja kryterium obejmującego kształtowanie się bilansu rachunku bieżącego. Pomysł ten został jednak odrzucony pod naciskiem przedstawicieli Portugalii i Hiszpanii, którzy argumentowali, iż deficyt na rachunku bieżącym jest nieunikniony w krajach o niższym poziomie dochodu per capita. Inną propozycję złożyli natomiast Brytyjczycy, którzy chcieli, aby warunkiem przystąpienia do unii walutowej był odpowiedni poziom elastyczności rynku pracy. To kryterium zostało jednak odrzucone, ze względu na trudności w obiektywnej jego kwantyfikacji⁶².

Oprócz pięciu kryteriów nominalnych, ustanowione zostało jeszcze jedno – kryterium jakościowe mówiące o niezależności banku centralnego. Zapewnienie niezależności narodowych banków centralnych krajów aspirujących do UGW było niezbędne, aby zagwarantować wiarygodność Europejskiego Banku Centralnego, odpowiedzialnego za wspólną politykę pieniężną.

⁶¹ EMI (2000).

⁶² Bini-Smaghi i in. (1994).

Artykuł 107 Traktatu z Maastricht wymaga, aby państwa ubiegające się o członkostwo w Unii Gospodarczej i Walutowej zapewniły swoim bankom centralnym niezależność. Niezależność ta rozumiana jest w ten sposób, iż „wykonując swoje uprawnienia, zadania i obowiązki nałożone niniejszym Traktatem i Statutem ESBC (...) narodowe banki centralne i członkowie ich organów decyzyjnych nie będą żądać ani przyjmować instrukcji od instytucji czy organów Wspólnoty, od jakiegokolwiek rządu państwa członkowskiego ani jakichkolwiek innych organów. Instytucje Wspólnoty, organa i rządy państw członkowskich zobowiązują się do przestrzegania tej zasady i nie dążą do wywierania wpływu na członków organów decyzyjnych EBC lub narodowych banków centralnych przy wykonywaniu ich zadań”⁶³.

Europejski Instytut Monetarny określił dokładnie warunki określające niezależność banku centralnego wyróżniając wśród nich zasadę niezależności instytucjonalnej, personalnej oraz finansowej.

Ostateczny termin przyjęcia prawodawstwa krajowego zgodnego z Traktatem i Statutem ESCB dla pierwszej grupy krajów kandydujących do UGW, określił Artykuł 108 na dzień ustanowienia ESBC⁶⁴.

⁶³ Traktat o Unii Europejskiej (1992).

⁶⁴ Ibidem.

Część II

Relacje między kryteriami konwergencji i innymi istotnymi zmiennymi makroekonomicznymi

1

Uzasadnienie rozdziału

Celem niniejszego rozdziału jest:

- skonstruowanie uproszczonego schematu opisującego zależności występujące pomiędzy zmiennymi będącymi kryteriami konwergencji, takimi jak deficyt finansów publicznych, dług publiczny, inflacja, długoterminowe stopy procentowe i nominalny kurs walutowy oraz innymi istotnymi zmiennymi makroekonomicznymi wykorzystywanymi w strukturalnych modelach gospodarki;
- przedstawienie wniosków płynących z przeglądu literatury, która zajmuje się relacjami pomiędzy ww. zmiennymi.

Uproszczony schemat zależności makroekonomicznych w gospodarce

Przedstawiony dalej model obejmuje tylko te zależności, które uznałem za najistotniejsze dla opisanego funkcjonowania gospodarek Hiszpanii, Portugalii i Grecji w okresie dochodzenia do Euro.

Zdecydowałem się wykorzystać następujące zmienne:

1. Zmienne o charakterze zewnętrznym – niezależne od polityki gospodarczej danego kraju:

- koniunktura międzynarodowa;
- ceny ropy naftowej;
- zagraniczne stopy procentowe.

2. Zmienne zależne od polityki gospodarczej:

2.1. Kryteria konwergencji:

- deficyt finansów publicznych;
- dług publiczny;
- inflacja;
- długookresowe stopy procentowe;
- nominalny kurs walutowy.

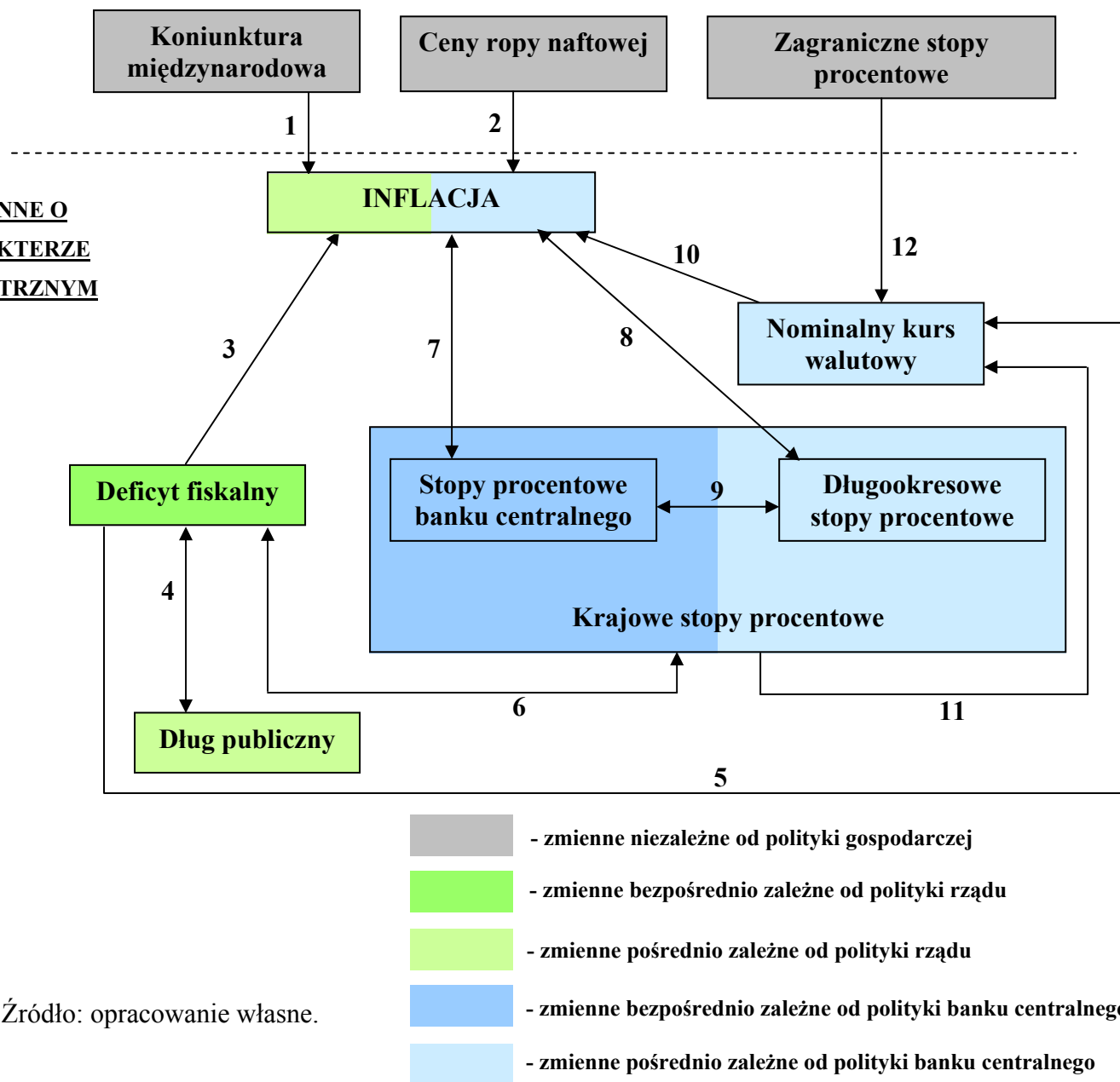
2.2. Inne zmienne makroekonomiczne:

- stopy procentowe banku centralnego.

Schemat 2.1. Uproszczony schemat zależności makroekonomicznych w gospodarce

ZMIENNE O
CHARAKTERZE
ZEWNETRZNYM

ZMIENNE O
CHARAKTERZE
WEWNĘTRZNYM



Źródło: opracowanie własne.

Główne zależności schematu w świetle teorii ekonomii

Zależność nr 1. Koniunktura międzynarodowa → inflacja

Koniunktura międzynarodowa wpływa na inflację poprzez następujące kanały transmisji:

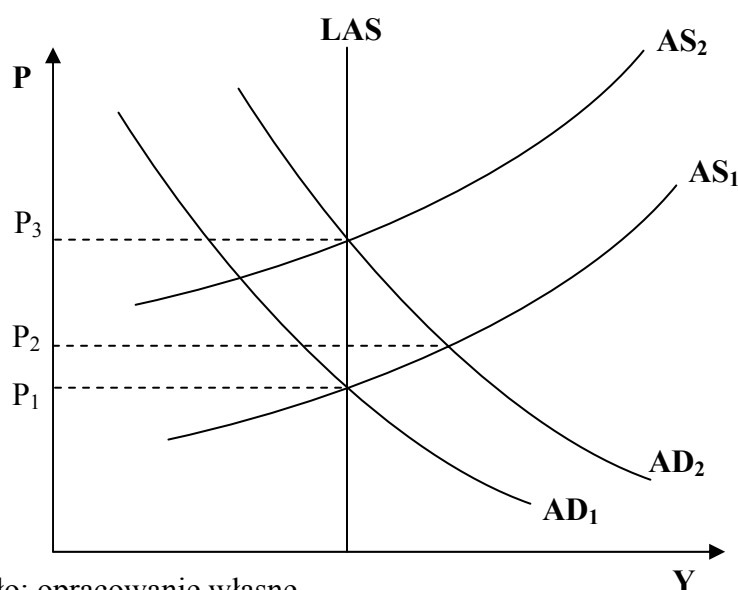
- 1) Dobra (zła) koniunktura gospodarcza na świecie prowadzi do wzrostu (spadku) eksportu. Wyższy (niższy) popyt zagraniczny powoduje, iż zagregowany popyt na produkty danego kraju wzrasta (spada), a w ślad za nim rosną (spadają) ceny.

Wzrost zagregowanego popytu (przesunięcie krzywej AD_1 do AD_2) w krótkim okresie wpływa na wzrost produktu (Y), oraz niewielki wzrost cen, jednak w długim okresie prowadzi do większego wzrostu inflacji (P_3).

- 2) Dobra (zła) koniunktura na świecie zmniejsza (zwiększa) zakres konkurencji na rynku krajowym.

Przy dobrej koniunkturze międzynarodowej część podaży może przesunąć się z rynku krajowego na zagraniczny. Na wykresie przesunięcie krzywej AS_1 do AS_2 obrazuje przypadek wzrostu eksportu i/lub spadku importu wskutek dobrej koniunktury międzynarodowej: spadek podaży krajowej powoduje *ceteris paribus* wzrost inflacji.

Wykres 2.1. Popyt i podaż a inflacja



Źródło: opracowanie własne.

- 3) Dobra (zła) koniunktura na świecie oznacza wzrost (spadek) popytu na surowce, w tym ropę naftową.

Miernikiem koniunktury gospodarczej na świecie może być tempo wzrostu PKB w krajach OECD.

Zależność nr 2. Ceny ropy naftowej → inflacja

Zmiany światowych cen surowców, wśród których najważniejszym jest ropa naftowa wpływają na inflację poprzez następujący główny kanał:

Wzrost (spadek) cen ropy naftowej – poprzez wzrost (spadek) względnych cen produktów naftowych i innych paliw - powoduje wzrost (spadek) kosztów produkcji na rynku krajów będących importerami ropy. Efekt ten określany jest angielskim terminem *pass-through* wstrząsów podażyowych na inflację.

Istnieje duży zbiór literatury potwierdzającej występowanie dodatniej zależności pomiędzy ceną ropy naftowej i inflacją. Siła tego związku nie ma charakteru liniowego, a debata na temat przyczyn tej niestabilności trwa.

Przykładowo, Hamilton (2000) pokazuje, że wzrost cen ropy naftowej istotnie wpływa na gospodarkę, natomiast spadek ceny ropy nie wywołuje żadnych zauważalnych efektów. Jednocześnie, wzrost cen ropy, który następuje po okresie względnie stabilnego kształtowania się ceny tego surowca na rynkach światowych ma większe znaczenie, niż wzrost będący korektą po spadku ceny ropy w poprzednim okresie.

Hamilton i Herrera (2001) uważają, że najbardziej widoczny efekt wstrząsu naftowego, czyli szybkiego wzrostu ceny ropy naftowej, w postaci zmniejszenia tempa wzrostu gospodarczego, pojawia się po upływie 3 do 4 kwartałów od zaistnienia wstrząsu. Bernanke, Gertler i Watson (1997) twierdzą, że ma to związek z opóźnioną zwykle odpowiedzią banków centralnych na zaobserwowany wzrost inflacji w przypadku zwiększenia cen ropy i spadku inflacji w przypadku obniżenia cen ropy.

Analizę zależności pomiędzy ceną ropy naftowej a inflacją można odnaleźć także w Mork (1989), Santini (1994), Davis, Loungani i Mahidhara (1996), Keane i Prasad (1996), Rottenberg i Woodford (1996), Daniel (1997), Hooker (1997), Davis i Haltiwanger (2001), Raymond i Rich (1997), Carruth, Hooker i Oswald (1998), Brown i Yucel (1999) oraz Balke, Brown i Yucel (1999).

Zależność nr 3. Deficyt fiskalny → inflacja

Deficyt fiskalny, finansowany długiem publicznym, może prowadzić do wzrostu cen poprzez dwa kanały:

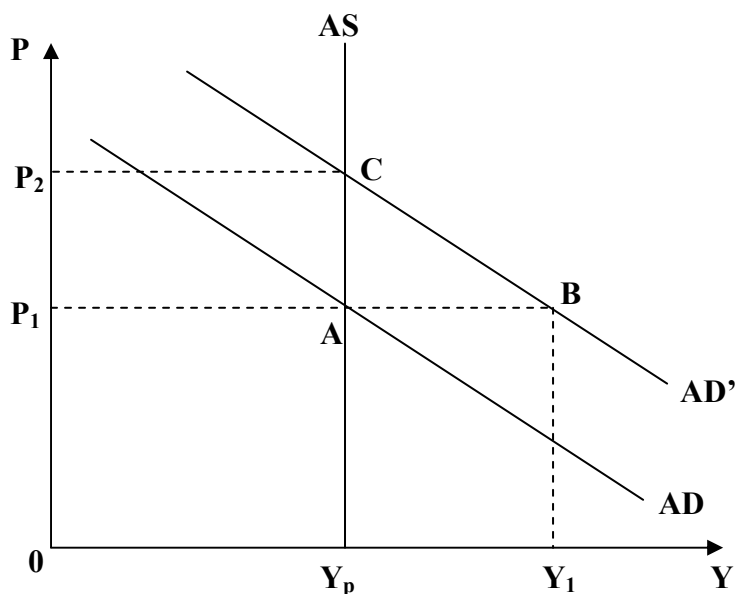
- 1) Zmiana deficytu fiskalnego prowadzi – w większości przypadków do takiej samej – co do kierunku – zmiany zagregowanego popytu.

Wykres pokazuje mechanizm wzrostu poziomu cen przy założeniach pełnego wykorzystania czynników wytwórczych i istnieniu podażowych barier wzrostu (model klasyczny). W takich warunkach zwiększenie zagregowanego popytu zilustrowane przesunięciem krzywej popytu z AD do AD' prowadzi do:

- podniesienia poziomu cen (na rysunku z P_1 do P_2);

- wypchnięcia części wydatków prywatnych przez wydatki rządowe (na rysunku o wielkość równą odcinka AB).

Wykres 2.2. Wzrost inflacji wskutek wzrostu deficytu finansów publicznych



Źródło: Kosterna (1995), s. 111.

Jeżeli:

- uczestnicy rynku utożsamiają deficyt finansów publicznych w bieżącym okresie ze wzrostem podatków w przyszłości,
- wysokość opodatkowania jest bliska krytycznego poziomu wiążącego się z trwałym obniżeniem poziomu produktu,

wówczas redukcja deficytu – chroniąc uczestników rynku przed podwyżką podatków w przyszłości do poziomu powodującego znaczące zaburzenia – powinna prowadzić do silnego zwiększenia prywatnej konsumpcji. Jej wzrost może przeważać nad ujemnym bezpośrednim wpływem zacieśnienia polityki fiskalnej na zagregowany popyt⁶⁵.

- 2) Deficyt finansów publicznych prowadzący do szybkiego narastania długu publicznego może pobudzać oczekiwania inflacyjne.

⁶⁵ Blanchard (1990); inne kanały, za pośrednictwem których zacieśnienie polityki fiskalnej może prowadzić do zwiększenia zagregowanego popytu zostały opisane w m.in. Alesina i Perotti (1996).

Dzieje się tak w szczególności wtedy, gdy rentowność skarbowych papierów wartościowych jest wyższa niż tempo wzrostu PKB, a w finansach publicznych utrzymuje się deficyt pierwotny. Sytuacji takiej nie da się utrzymać w długim okresie, ponieważ:

- istnieje górna granica popytu na SPW, zgłaszanego przez uczestników rynku;
- duża skala podaży SPW podbija ich rentowność, a więc wymusza zwiększenie wydatków na obsługę długu publicznego.

Im wyższy jest poziom długu publicznego, tym:

- z jednej strony, przed silniejszą pokusą zwiększenia masy pieniądza stoi rząd (bo wzrost inflacji pozwoliłby mu na pozbycie się przynajmniej części długu);
- z drugiej strony, większe jest ryzyko, że kolejne emisje SPW nie znajdą nabywców i przy braku drastycznej redukcji wydatków publicznych lub podwyżki podatków jedyną drogą sfinansowania deficytu stanie się kreacja pieniądza⁶⁶.

Uczestnicy rynku biorą pod uwagę ryzyko monetyzacji deficytu w swoich oczekiwaniach inflacyjnych⁶⁷. Wyższe oczekiwania inflacyjne zwykle prowadzą do wzrostu inflacji, na przykład poprzez ich uwzględnienie w negocjacjach płacowych.

Weryfikacja empiryczna wynikającej z teorii dodatniej zależności inflacji od deficytu fiskalnego nie jest łatwa. Po pierwsze, zrównoważone finanse publiczne nie stanowią warunku wystarczającego dla niskiej inflacji. Po drugie, między tymi wielkościami występują liczne sprzężenia zwrotne. Po trzecie, istnieją czynniki (np. wstrząsy popytowe), które z jednej strony prowadzą do wzrostu inflacji, a z drugiej do zmniejszenia deficytu.

Przegląd badań nad zależnością inflacji od deficytu fiskalnego można znaleźć m.in. w Rzońca (2002):

- związku między tymi dwoma wielkościami nie wychwycili m. in. Montiel (1989), Dornbusch, Sturzenegger i Wolf (1991) oraz King i Plosser (1984),

⁶⁶ Pozwolę sobie w tym miejscu przytoczyć słowa Stanleya Fischera: „Stwierdzenie Milтона Friedmana, że inflacja zawsze i wszędzie jest zjawiskiem pieniężnym, jest prawdziwe. Jednakże władze nie drukują pieniędzy bez powodu. Na ogół drukują je dla pokrycia deficytów budżetowych. Można sobie wyobrazić sytuację gwałtownego wzrostu podaży pieniądza bez przyczyny w postaci niezrównoważenia bilansu budżetu, jest to jednak nieprawdopodobne. Zatem gwałtowna inflacja jest prawie zawsze zjawiskiem fiskalnym”, Fischer (1989), s. 20.

⁶⁷ Finansowanie deficytu poprzez jego monetyzację jest w sprzeczności z postanowieniami Traktatu o Unii Europejskiej (1992).

- Fischer, Sahay i Vegh (2002) stwierdzili, że deficyt fiskalny wpływa na dynamikę cen tylko w krajach o inflacji wyższej niż 100%,
- dowody na pozytywną zależność między deficytem a inflacją udało się znaleźć Catao i Terrones (2001), którzy poddali badaniu dane z 23 krajów rozwijających się dla lat 1970-2000 pochodzące z 23 rynków wschodzących,
- podobne wyniki na podstawie analizy danych z 47 krajów rozwiniętych i rozwijających się dla lat 1993-1996 uzyskali Cottarelli, Griffiths i Moghadam (1998); zależność ta okazała się szczególnie silna w krajach, w których brak było dobrze rozwiniętego rynku skarbowych papierów wartościowych.

Zależność nr 4. Deficyt fiskalny $\leftrightarrow$ dług publiczny

Dług publiczny jest sumą poprzednich deficytów w ujęciu realnym. Występowanie długu publicznego powoduje konieczność jego obsługi, co wiąże się z kosztami, które z kolei powiększają deficyt fiskalny.

Zależność nr 5. Deficyt fiskalny $\rightarrow$ nominalny kurs walutowy

Wzrost (spadek) deficytu finansów publicznych wpływa na kurs walutowy za pośrednictwem dwóch kanałów działających w przeciwnym kierunku:

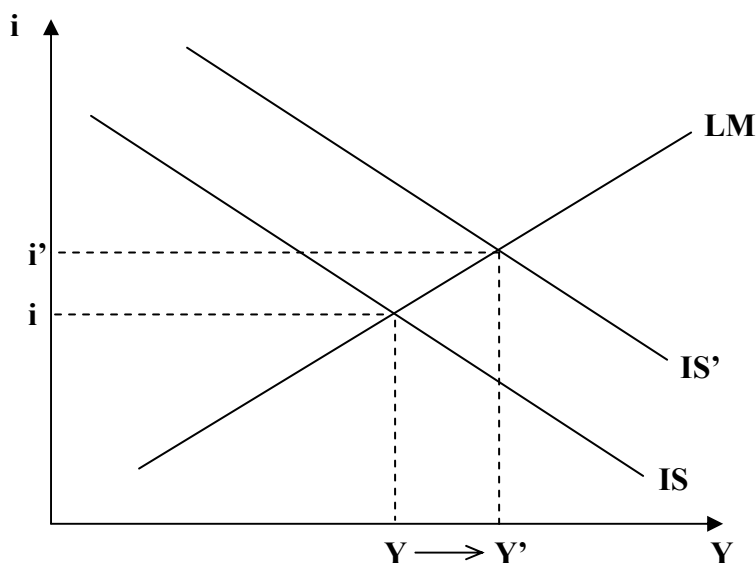
- 1) powodując zwiększenie (zmniejszenie) zagregowanego popytu prowadzą do pogorszenia (poprawy) salda obrotów bieżących:
 - część krajowego popytu kieruje się bowiem na dobra zagraniczne a jednocześnie;
 - wyższy (niższy) jego poziom osłabia (wzmacnia) bodźce do eksportu.
- 2) podbijając (umożliwiając obniżenie) stóp procentowych przyczynia się do napływu (odpływu) kapitału portfelowego.

Zależność nr 6. Deficyt fiskalny $\leftrightarrow$ krajowe stopy procentowe

Wzrost (spadek) deficytu finansów publicznych powodując zwiększenie (zmniejszenie) zagregowanego popytu podnosi (obniża) popyt transakcyjny na pieniądź. Przy danej podaży pieniądza wzrost (spadek) popytu na pieniądź jest równoznaczny z podwyżką (redukcją) stóp procentowych⁶⁸.

⁶⁸ Przy założeniu, że popyt na pieniądź nie jest doskonale elastyczny względem stóp procentowych.

Wykres 2.3. Wpływ wzrostu deficytu na poziom stóp procentowych



$$\frac{M}{P} = L(Y; i);$$

gdzie $\frac{M}{P}$ to realny zasób pieniądza, M podaż pieniądza, P poziom cen, L popyt na pieniądź.

Źródło: opracowanie własne.

Zmiany deficytu mogą oddziaływać na stopy procentowe także poprzez swój wpływ na: oczekiwania inflacyjne (patrz punkt „deficyt fiskalny ---> inflacja”) i ryzyko kraju. Dzieje się tak kiedy dług publiczny znajduje się na wysokim poziomie.

Na stopy procentowe mogą wpływać nie tylko zmiany, ale i sam poziom deficytu. Jeżeli uczestnicy rynku postrzegają skarbowe papiery wartościowe jako majątek, a wielkość majątku pozytywnie wpływa na poziom wydatków wtedy każda dodatkowa emisja podnosi zagregowany popyt (efekt Lerner). W efekcie, rośnie popyt transakcyjny na pieniądź, co podbija stopy procentowe. Te ostatnie mogą dodatkowo wzrosnąć, jeżeli uczestnicy rynku wykazują awersję do ryzyka tzn. preferują utrzymywanie zróżnicowanego portfela aktywów.

Przy danym poziomie długu publicznego wzrost (spadek) stóp procentowych oznacza zwiększenie (zmniejszenie) kosztów obsługi długu, czyli – przy stałych dochodach podatkowych – podniesienie (obniżenie) poziomu deficytu fiskalnego. Jeżeli stopy procentowe o różnych terminach pierwotnych zmieniałyby się w przeciwnych kierunkach

wówczas kierunek oddziaływania tych zmian na wielkość deficytu zależałby od struktury terminowej długu publicznego.

Zależność nr 7. Stopy procentowe banku centralnego $\leftrightarrow$ inflacja

Transmisja zmian stóp procentowych na poziom inflacji odbywa się kilkoma kanałami – konsekwencją ich wzrostu (spadku) jest:

- 1) aprecjacja (deprecjacja) kursu walutowego, która utrudnia (ułatwia) eksport i redukuje (podwyższa) ceny dóbr importowanych wyrażone w walucie krajowej (kanał kursu walutowego);
- 2) spadek (wzrost) presji popytowej wskutek efektu substytucji międzyokresowej (kanał popytowy), efekt ten polega na rezygnacji z konsumpcji w bieżącym okresie w związku z obietnicą większej konsumpcji w przyszłości, którą mają zapewnić wyższe stopy procentowe;
- 3) spadek (wzrost) akcji kredytowej i zmniejszenie (zwiększenie) zagregowanego popytu wskutek ograniczenia (wzrostu) wydatków finansowanych kredytem (kanał kredytowy);
- 4) spadek (wzrost) cen papierów wartościowych, stanowiących składnik majątku uczestników rynku; mniejszy (większy) majątek skłania ich do ograniczenia (zwiększenia) wydatków (kanał majątkowy)⁶⁹;
- 5) zwiększenie (zmniejszenie) dochodu do dyspozycji kredytodawców i odpowiednio wzrost (spadek) dochodu do dyspozycji kredytobiorców, a w efekcie ograniczenie (zwiększenie) zagregowanych wydatków⁷⁰ (kanał dochodu do dyspozycji⁷¹);
- 6) spadek (wzrost) oczekiwań inflacyjnych wynikający z dostrzegania przez uczestników rynku antyinflacyjnego (proinflacyjnego) działania kanałów 1-5 (kanał oczekiwań inflacyjnych).

Narzędziem wyjaśniającym w jaki sposób inflacja wpływa na stopy procentowe banku centralnego jest koncepcja naturalnej stopy procentowej⁷². Naturalną stopę procentową definiuje się jako stopę realną stabilizującą inflację⁷³. Tak więc, podniesienie realnych stóp procentowych powyżej stopy naturalnej będzie prowadziło do spadku inflacji, zaś obniżenie

⁶⁹ Występuje stosunkowo najrzadziej.

⁷⁰ Kredytobiorcy z natury wykazują większą skłonność do wydatków niż kredytodawcy.

⁷¹ Z ang. *the income and cash-flow channel*.

⁷² Więcej na temat naturalnej stopy procentowej patrz Brzoza-Brzezina (2003).

⁷³ Koncepcja naturalnej stopy procentowej ma kluczowe znaczenie dla polityki pieniężnej prowadzonej w ramach strategii bezpośredniego celu inflacyjnego.

stóp poniżej naturalnej stopy do wzrostu inflacji⁷⁴. Polityka (nastawienie) banku centralnego polegająca na wyznaczeniu realnej stopy procentowej na poziomie wyższym od stopy naturalnej, prowadząca do obniżenia inflacji definiowana jest w literaturze jako polityka restrykcyjna, a strategia odwrotna jako ekspansywna.

Bank centralny ma bezpośredni wpływ na nominalne stopy procentowe, podczas gdy czynnikiem oddziałującym na inflację są stopy realne. Zgodnie z koncepcją naturalnej stopy procentowej wzrost inflacji, któremu towarzyszy podobna zmiana oczekiwań inflacyjnych, zmusza bank centralny do podniesienia nominalnych stóp procentowych o większą wartość niż skala wzrostu inflacji – w celu zatrzymania jej dalszego przyspieszania.

Opisane wyżej kanały transmisji polityki pieniężnej są wykorzystywane w modelach strukturalnych tworzonych w bankach centralnych w celu przewidywania wysokości inflacji.

Hernando i Martinez-Pages (2001) oraz Brissimis, Kamberoglou i Simigiannis (2001) sprawdzili, w jakim stopniu w Hiszpanii i w Grecji w latach dziewięćdziesiątych zmiany krótkookresowych stóp procentowych oddziaływały na poziom cen za pośrednictwem kanału kredytowego. Wyniki ich badań pokazały, że kanał ten jest relatywnie istotny dla Grecji: polityka pieniężna ma duży wpływ na wielkość kredytów oferowanych przez banki, a tym samym na skalę aktywności gospodarczej i zmiany poziomu cen w tym kraju. Było to potwierdzenie wcześniejszych wniosków Kashyapa i Steina (1997). W Hiszpanii kanał kredytowy okazał się mieć mniejsze znaczenie ze względu na – występującą tam w latach dziewięćdziesiątych – nadpłynność sektora bankowego.

Van Els, Locarno, Morgan i Villetelle (2001) przeanalizowali modele strukturalne Europejskiego Banku Centralnego i banków centralnych Eurosystemu. Doszli do następujących wniosków:

- kanały kursu walutowego, popytowy i kredytowy można zaobserwować we wszystkich krajach strefy euro;
- kanał majątkowy występuje w 7 z 12 gospodarek; nie działa m.in. w Hiszpanii, Portugalii i Grecji;

⁷⁴ Taką definicją posługują się m.in. Blinder (1999), Fuhrer i Moore (1995), Henckel, Ize i Kovanen (1999), Laubach i Wilimas (2001), Brzoza-Brzezina (2002) oraz Anders, Mestre i Valles (1997).

- kanał dochodu do dyspozycji ma znaczenie w 9 gospodarkach UGW, w tym w Hiszpanii i Portugalii, nie występuje m.in. w Grecji;
- kanał oczekiwań inflacyjnych wydaje się mieć silne znaczenie tylko we Włoszech.

W tej samej publikacji można odnaleźć wyniki symulacji, z których wynika, że podniesienie krótkookresowej stopy procentowej o 1 punkt procentowy powoduje przeciętnie spadek inflacji o 0,4 punktu procentowego rozłożony na 4 lata⁷⁵. W Portugalii i Grecji skala spadku inflacji jest zbliżona do średniej, natomiast w Hiszpanii wynosi blisko 0,9 punktu procentowego.

Podobne rezultaty uzyskali Angeloni, Kashyap, Mojon i Terlizzese (2002)⁷⁶. Z przeprowadzonych przez nich badań wynika, że podwyżka stopy procentowej banku centralnego o 1 punkt procentowy powoduje spadek poziomu cen w Hiszpanii o 0,12 punktu procentowego w pierwszym roku, o 0,46 punktu procentowego po dwóch latach i łącznie o 0,77 punktu procentowego po trzech latach. Dla Portugalii identyczna zmiana parametru polityki pieniężnej prowadzi do spadku poziomu cen o odpowiednio: 0,10; 0,33 i 0,42 punktu procentowego. A w przypadku Grecji - 0,24; 0,40 i 0,53 punktu procentowego.

Zależność nr 8. Długookresowe stopy procentowe $\leftrightarrow$ Inflacja

Zmiany długookresowych stóp procentowych mogą wpływać na poziom inflacji głównie⁷⁷ za pośrednictwem następujących kanałów:

- 1) zmiany długookresowych stóp procentowych powinny prowadzić do zmian o przeciwnym kierunku w wydatkach finansowanych długookresowym kredytem; nawet jeżeli realny poziom tych stóp nie zmienia się ich wyższy poziom nominalny oznacza, że przy stałych nominalnych ratach spłat kredytu ich realny ciężar staje się relatywnie wyższy,

⁷⁵ Po upływie 2 lat PKB zmniejszy się o 0,4 punktu procentowego i w reakcji na to obniży się poziom cen o 0,4 punktu procentowego w ciągu następnych 2 lat.

⁷⁶ W przytoczonym materiale zawarte są również analizy wyników modeli VAR, które pomijam.

⁷⁷ Opis innych kanałów patrz zależność „stopy procentowe banku centralnego $\leftrightarrow$ inflacja”.

- 2) wzrost (spadek) długookresowych stóp procentowych dokonuje się poprzez obniżenie (zwiększenie) cen papierów wartościowych o długim terminie pierwotnym; oznacza więc spadek (wzrost) majątku, a w efekcie wydatków uczestników rynku.

Inflacja wpływa na długookresową stopę procentową, jeżeli oddziałuje na oczekiwania inflacyjne.

Inwestując w długookresowe papiery dłużne uczestnicy rynku akceptują taką stopę procentową, która pozwoli im uzyskać określony realny dochód. Jeżeli oczekują zwiększenia (zmniejszenia) inflacji wtedy domagają się wyższego (są gotowi przyjąć niższe) wynagrodzenie za pożyczone środki (efekt Fishera⁷⁸).

Mishkin (1984) stwierdził występowanie silnej zależności pomiędzy nominalnymi długookresowymi stopami procentowymi a oczekiwaną inflacją w USA, Kanadzie i Wielkiej Brytanii w latach 1967-79. Dużo słabszy efekt Fishera występował wówczas w Niemczech, Holandii i Szwajcarii. Peng (1995) potwierdził występowanie tej zależności dla USA, Wielkiej Brytanii i Francji w latach 1957-1994 oraz jej słabość dla Niemiec i Japonii, z czego wyciągnął wniosek, że efekt Fishera jest słaby w krajach o tradycyjnym nastawieniu antyinflacyjnym. Peng uznał także, że istnieje sprzężenie zwrotne pomiędzy inflacją a rynkowymi stopami procentowymi w długim okresie. Bogaty przegląd wyników innych badań, których celem było stwierdzenie występowania efektu Fishera, można odnaleźć w Cooray (2002).

Zależność nr 9. Stopy procentowe banku centralnego $\leftrightarrow$ długookresowe stopy procentowe

Współzależność krótkookresowych stóp procentowych z długookresowymi stopami procentowymi określa teoria terminowej struktury stóp procentowych⁷⁹.

Proces dostosowań w strukturze portfeli inwestycyjnych uczestników rynku, a w rezultacie w poziomie stóp o różnych terminach pierwotnych dobiega końca z chwilą, gdy oczekiwane przychody z:

⁷⁸ Fisher (1930).

⁷⁹ Więcej na temat teorii terminowej struktury stóp procentowych patrz Świętoń (2002).

- danej inwestycji w długookresowe instrumenty dłużne oraz
 - takiej samej inwestycji w papiery krótkookresowe odnawianej w tym okresie
- zrównują się.

Dodatkowo, dochód z inwestycji długookresowej może być powiększony o premię za długookresowe zamrożenie środków.

Zgodnie z przedstawionymi zależnościami wzrost stóp procentowych banku centralnego powinien prowadzić do spadku długookresowych stóp procentowych. Jednak zaostrzenie polityki pieniężnej może mieć opóźniony wpływ na spadek stopy długookresowej, lub nawet wpłynąć na jej krótkookresowy wzrost, ponieważ:

- może pojawić się przypuszczenie, iż bank centralny zaostrza politykę monetarną, ponieważ spodziewa się wzrostu inflacji, podczas gdy inwestorzy nie posiadają dostępu do informacji wskazujących na taką możliwość; wzrost stóp procentowych banku centralnego może być zatem sygnałem do podniesienia oczekiwań inflacyjnych i tym samym wzrostu długookresowej stopy procentowej;
- inwestorzy mogą również spodziewać się, iż zaostrzenie polityki pieniężnej dziś może oznaczać jej rozluźnienie w przyszłości⁸⁰.

Innym czynnikiem mogącym wyjaśnić, dlaczego zmiany stóp procentowych o różnych terminach pierwotnych przebiegają inaczej niż wskazywałaby teoria terminowej struktury stóp, jest zmieniające się ryzyko kraju.

Konkurencyjną dla teorii terminowej struktury stóp procentowych jest teoria rynków cząstkowych. Zgodnie z nią rynki papierów dłużnych o różnych terminach wykupu są odrębne. Oznacza to, że instrumenty dłużne o różnym terminie wykupu nie są względem siebie substytutami i ich stopy procentowe są niezależnie wyznaczone przez popyt i podaż⁸¹.

Według badań Cooka i Hahna (1989) oraz Radeckiego i Reinharta (1994) rynkowe stopy procentowe zmieniają się w tym samym kierunku co stopy procentowe banku centralnego. Podobne rezultaty otrzymali Roley i Sellon (1995). Poddali on badaniu reakcję

⁸⁰ Romer (2000), s. 430.

⁸¹ Mishkin (2002), s.207-209.

trzydziestoletnich amerykańskich obligacji rządowych⁸² na zmianę stóp procentowych Systemu Rezerwy Federalnej (FED).

Zależność nr 10. Nominalny kurs walutowy → inflacja

Teoria parytetu siły nabywczej wskazuje, iż deprecjacja (aprecjacja) waluty w jednym kraju powinna prowadzić albo do odpowiedniego wzrostu (spadku) cen w danym kraju lub obniżenia (zwiększenia) cen na zewnątrz. Ponieważ pojedyncze kraje są stosunkowo niewielkie w porównaniu do reszty świata, w rzeczywistości występuje pierwszy przypadek. W skrajnych warunkach *pass through* powinien wynosić jeden, tj. w pełni odbijać się na poziomie cen krajowych. W rzeczywistości, ze względu na pewną sztywność cen i płac efekt ten nie występuje w pełni⁸³.

Kanały oddziaływania zmian kursu waluty krajowej na inflację są następujące:

- 1) deprecjacja (aprecjacja) kursu waluty krajowej powoduje wzrost (spadek) cen produktów gotowych i surowców pochodzących z importu; zmiany tych pierwszych bezpośrednio oddziałują na poziom cen, a tych drugich pośrednio – poprzez wpływ na krajowe koszty produkcji;
- 2) deprecjacja (aprecjacja) kursu waluty krajowej wywołuje wzrost (spadek) popytu eksportowego oraz popytu na krajowe substituty dóbr importowanych; ma to dwa efekty:
 - wzrost (spadek) cen produktów eksportowych oraz krajowych substitutów dóbr importowanych;
 - wzrost (spadek) popytu na pracę, który powinien implikować wzrost (spadek) płac.

Goldfajn i Werlang (2000) przestudiowali stopień wpływu zmian kursy na inflację w 71 krajach w latach 1980-1998. Otrzymali następujące wyniki 10% deprecjacja nominalnego kursu walutowego powinna podnieść stopę inflacji:

- o 2,45 punktu procentowego po 6 miesiącach i 6,05 punktu procentowego po 12 miesiącach w grupie krajów wysokorozwiniętych;
- o odpowiednio 3,94% i 9,12% w krajach doganiających;
- analogicznie 3,4% i 5,06% w krajach rozwijających się.

⁸² 30-year Treasury bond.

⁸³ Przystupa (2003).

Badania Choudhri i Hakura (2001), która powstała na podobnej próbie krajów dla lat 1979-2000 pokazały, że kraje, które miały w przeszłości wyższą inflację, charakteryzują się wyższym wskaźnikiem *pass through*.

Gagnon i Ihrig (2002) zwrócili uwagę, że w latach dziewięćdziesiątych wystąpiły przypadki znaczących deprecjacji, które nie zakończyły się istotnym wzrostem inflacji np. Szwecja i Wielka Brytania w 1992 r. Stało się tak wskutek większej wagi, jaką banki centralne w latach dziewięćdziesiątych przywiązywały do obniżania inflacji oraz utrzymywania jej na niskim poziomie w porównaniu z okresem wcześniejszym. Przedsiębiorstwa były mniej chętne do podnoszenia cen w reakcji na deprecjację kursu, ponieważ spodziewały się, że banki centralne podejmą działania przeciwdziałające wzrostowi inflacji poprzez ograniczenie popytu w gospodarce.

Tezę tę potwierdzają badania, których wyniki przedstawiono w IMF (2002e). Okres stabilnej inflacji w krajach wysokorozwiniętych spowodował, że płace znacznie rzadziej podległy indeksacji i w mniejszym stopniu podbijały poziom cen. Wiarygodność osiągnięta przez banki centralne w utrzymywaniu inflacji na niskim poziomie spowodowała zmniejszenie się skali *pass through* zmian kursu walutowego na poziom cen.

Zależność nr 11. Krajowe stopy procentowe → nominalny kurs walutowy

Wzrost (spadek) stóp procentowych powoduje aprecjację (deprecjację) kursu waluty krajowej. Zachęca (zniechęca) bowiem do napływu kapitału.

Efekt ten może być korygowany przez:

- oczekiwania rynku dotyczące kolejnego wzrostu (spadku) stóp procentowych mogące prowadzić do deprecjacji (aprecjacji) kursu waluty krajowej;
- zmiany wysokości premii za ryzyko kraju.

Zależność nr 12. Zagraniczne stopy procentowe → nominalny kurs walutowy

Warunkiem równowagi na rynku walutowym jest utrzymywanie się identycznych dochodów z inwestycji w instrumenty dłużne w walucie krajowej oraz w walucie zagranicznej.

W sytuacji, gdy nominalny dochód z inwestycji w instrumenty dłużne w jednym kraju byłby wyższy niż w drugim, wówczas – przy założeniu identycznego ryzyka kraju – będzie następował napływ kapitału do kraju pierwszego powodujący natychmiastową aprecjację kursu jego waluty. W dłuższej perspektywie uczestnicy rynku powinni oczekiwać odwrócenia tendencji: osłabiania się waluty kraju o niższych stopach i umacniania się waluty kraju o wyższym ich poziomie w związku z realizacją zysków przez inwestorów zagranicznych.

Część III

Zewnętrzne warunki realizacji kryteriów z Maastricht w latach dziewięćdziesiątych

1

Uzasadnienie rozdziału

Celem niniejszego rozdziału jest empiryczna analiza zewnętrznych warunków, które miały wpływ na stopień realizacji kryteriów z Maastricht w Hiszpanii, Portugalii i Grecji w drugiej połowie lat dziewięćdziesiątych.

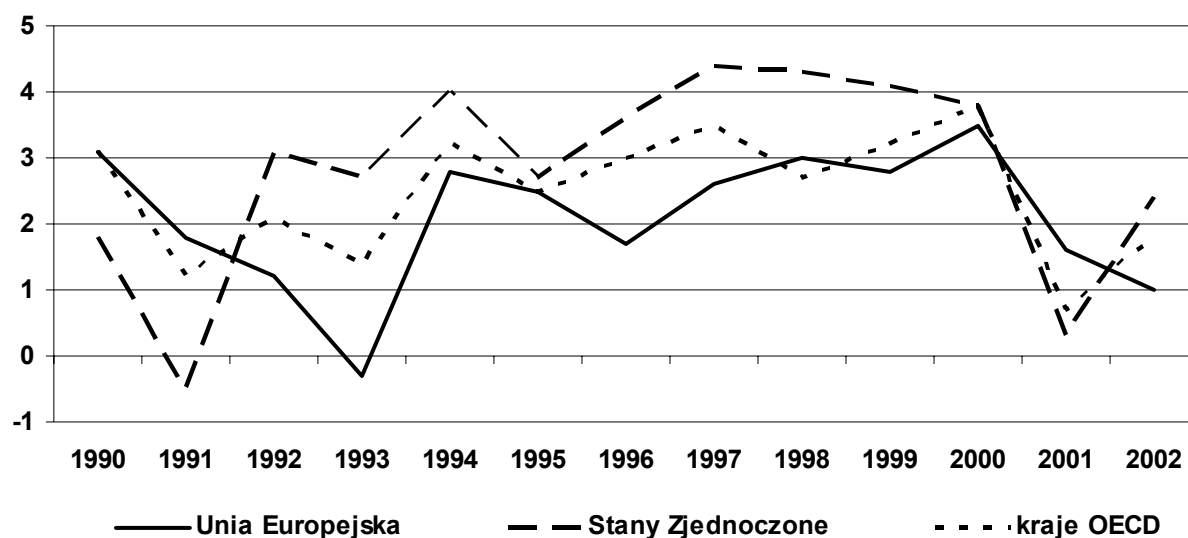
Analizowany okres został podzielony na trzy przedziały:

- lata 1990-1995 – przed okresem referencyjnym;
- lata 1996-1998 – lata w których zawarty jest okres referencyjny dla Hiszpanii i Portugalii oraz pierwszy okres referencyjny dla Grecji;
- lata 1999-2000 – pierwsze lata funkcjonowania Unii Gospodarczej i Walutowej, lata, w których zawarty jest drugi okres referencyjny dla Grecji.

Koniunktura międzynarodowa

Tempo wzrostu gospodarczego w Unii Europejskiej (UE-15), USA oraz łącznie we wszystkich krajach OECD ilustruje poniższy wykres.

Wykres 3.1. Tempo wzrostu gospodarczego w wybranych gospodarkach (w %)



Źródło: IMF (2003c), OECD (2003).

(1) Lata 1990-1995

Na początku omawianego okresu, w 1990 r. koniunktura na świecie była dobra – UE-15 oraz kraje OECD rozwijały się średnio w tempie ponad 3% PKB rocznie.

W kolejnych latach nastąpiło pogorszenie koniunktury gospodarczej. Stany Zjednoczone w 1991 r. znalazły się w recesji, natomiast w UE-15 oraz w grupie krajów OECD tempo wzrostu gospodarczego uległo spowolnieniu do poziomu poniżej 2%.

Pogorszenie sytuacji gospodarczej w Stanach Zjednoczonych wpłynęło na koniunkturę na całym świecie. Mimo jej poprawy w Stanach Zjednoczonych już w 1992 r., tempo wzrostu gospodarczego w krajach UE obniżało się, aż w 1993 r. odnotowany został tam spadek PKB. Recesję w Europie Zachodniej pogłębiał kryzys systemu ERM w 1992 i 1993 r.

Średnio w krajach OECD tempo wzrostu gospodarczego w latach 1991-1993 znacznie spadło i wahało się w przedziale od 1,2 do 2,1% rocznie. Sytuację gospodarczą pogarszała recesja w Europie Środkowo-Wschodniej, która nastąpiła po rozpadzie Związku Radzieckiego.

W 1993 r. kraje uprzemysłowione wyraźnie dzieliły się na dwie grupy – kraje, które dynamicznie się rozwijały: Stany Zjednoczone, Kanada oraz Wielka Brytania, oraz pozostałe – kraje, które były pogrążone w recesji (w 1993 r. w UE zanotowano ujemne tempo wzrostu gospodarczego).

Poprawa koniunktury gospodarczej w krajach UE nastąpiła w 1994 r. Wpłynęła na to stabilizacja Europejskiego Systemu Walutowego oraz zakończenie procesu ratyfikacji traktatu z Maastricht. Umocniło to przekonanie uczestników rynku, że powstanie unia monetarna dzięki realizacji zapisanych w Traktacie kryteriów przez kraje członkowskie. Tempo wzrostu gospodarczego w krajach UE-15 wyniosło 2,8%. W Stanach Zjednoczonych PKB wzrósł o 4%, natomiast średnio w krajach OECD o 3,2%.

W 1995 r. nastąpiło nieznaczne pogorszenie koniunktury światowej w porównaniu z rokiem poprzednim – tempo wzrostu gospodarczego UE-15 obniżyło się do 2,5%, Stanów Zjednoczonych do 2,7%, natomiast średnia w krajach OECD wyniosła 2,5%. Był to głównie rezultat kryzysu meksykańskiego, który miał wpływ zwłaszcza na gospodarkę amerykańską.

(2) Lata 1996-1998

W 1996 r. nastąpiło niewielkie pogorszenie koniunktury gospodarczej w UE-15 (PKB wzrósł o 1,7%), podczas gdy w Stanach Zjednoczonych piąty rok z rzędu utrzymywała się wysoka dynamika PKB.

W kolejnych latach tempo wzrostu gospodarczego w UE było coraz szybsze – w 1998 r. wyniosło 3%, podczas gdy w Stanach Zjednoczonych utrzymywał się bezprecedensowy wzrost gospodarczy. Tempo wzrostu gospodarki amerykańskiej wahało się do 3,6% do 4,4%.

(3) Lata 1999-2000

Dobra koniunktura utrzymała się przez kolejne dwa lata. W latach 1999-2000 tempo wzrostu gospodarczego w UE-15 wyniosło odpowiednio 2,8% i 3,5%, natomiast w Stanach Zjednoczonych wahało się wokół 4%. Przeciętnie w krajach OECD PKB rósł ponad 3% rocznie.

Wzrost gospodarczy a inflacja w Unii Europejskiej w okresach referencyjnych

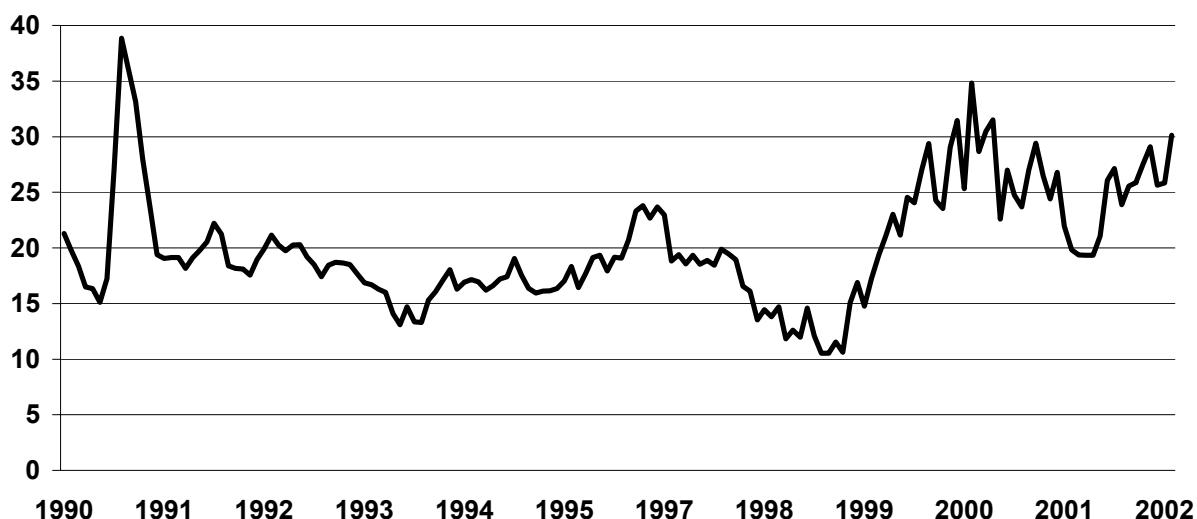
Oba okresy referencyjne: pierwszy (luty 1997 – styczeń 1998; obowiązujący dla wszystkich trzech krajów, a zakończony powodzeniem dla Hiszpanii i Portugalii) oraz drugi (kwiecień 1999 – marzec 2000; dla Grecji) przebiegały w czasie szybkiego wzrostu gospodarczego, który wahał się od 2,6% do 3,3% PKB w latach 1997-2000. Szybki wzrost odbywał się równolegle z niską i malejącą inflacją w Unii Europejskiej, która zmniejszała się systematycznie przez całą dekadę lat dziewięćdziesiątych aż do 2000 r., osiągając 1,9% w 1997 r. i 1,4% w 1999 r. Podobny kierunek miał wskaźnik inflacji dla Hiszpanii, Portugalii i Grecji. Wskazuje to na możliwość występowania bezinflacyjnego wzrostu gospodarczego w sytuacji, gdy inne czynniki kształtujące poziom cen (zwłaszcza deficyt budżetowy) działają w kierunku zmniejszającym inflację.

Tabela 3.1. Wskaźnik cen konsumpcyjnych w EU-15, Hiszpanii, Portugalii oraz Grecji

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
EU-15	5,4	5,1	4,5	3,8	3,0	2,9	2,5	1,9	1,5	1,4	2,3	2,5	2,3
Hiszpania	6,7	5,9	5,9	4,6	4,7	4,7	3,6	2,0	1,8	2,3	3,4	3,6	3,1
Portugalia	13,4	11,4	8,9	6,5	5,2	4,1	3,1	2,2	2,7	2,3	2,8	4,4	3,5
Grecja	20,4	19,5	15,9	14,4	10,7	8,9	8,2	5,5	4,8	2,6	3,2	3,4	3,6

Źródło: IMF (2003c, 1998c), European Commission (2003b), OECD (2003).

Ceny ropy naftowej

Wykres 3.2. Światowe ceny ropy naftowej (BRENT USD za baryłkę)

Źródło: IMF, IFS.

(1) Lata 1990-1995

Na początku lat dziewięćdziesiątych ceny ropy naftowej gwałtownie wzrosły w porównaniu z okresem poprzednim. Wynikało to z ograniczenia wydobycia ropy w rejonie Zatoki Perskiej w wyniku prowadzonej tam wojny. Zakończenie wojny w Zatoce Perskiej oznaczało koniec zagrożenia dalszym wzrostem cen ropy. Światowe ceny ropy naftowej zaczęły spadać.

Trend spadkowy cen ropy naftowej utrzymywał się z - wyjątkiem pierwszej połowy 1992 r.⁸⁴ – aż do 1994 r. Łącznie, w latach 1990-1994 światowe ceny średnioroczne ropy naftowej spadły o ponad 30% – z około 23 do 16 USD za baryłkę, po czym wzrosły do około 17 USD za baryłkę w 1995 r. Analiza danych miesięcznych pozwala zauważyć, że spadek cen ropy naftowej był bardziej gwałtowny – z około 38 USD za baryłkę we wrześniu 1990 r. do około 13 USD za baryłkę w marcu 1994 r.

⁸⁴ W pierwszej połowie 1992 r. ceny ropy naftowej rosły, lecz w drugim półroczu ponownie spadały i powróciły do poziomu z początku roku.

(2) Lata 1996-1998

W 1996 r. światowe ceny ropy naftowej wzrosły z nieco poniżej 17 USD za baryłkę w styczniu do poziomu powyżej 23 USD za baryłkę w ostatnim kwartale tego roku. W kolejnych latach proces dezinflacji w większości krajów UE został wsparty spadkiem światowych cen ropy naftowej. Wynikał on głównie z wysokiego wydobycia ropy w krajach OPEC oraz słabnącego popytu na ropę w efekcie kryzysu azjatyckiego. Łącznie, w latach 1997-1998 ceny ropy naftowej obniżyły się o ponad 50% z około 23 USD za baryłkę w grudniu 1996 r. do około 10,5 USD za baryłkę pod koniec 1998 r.

(3) Lata 1999-2000

W okresie pierwszych dwóch lat funkcjonowania UGW nastąpił wzrost światowych cen ropy naftowej. Był on głównie rezultatem ograniczenia wydobycia ropy naftowej przez kraje OPEC oraz Meksyk i Norwegię. Ceny ropy naftowej osiągnęły około 30 USD za baryłkę w 2000 r.

W latach dziewięćdziesiątych XX wieku trzykrotnie wystąpiły okresy szybkiego wzrostu cen ropy naftowej⁸⁵:

- 1) od drugiego do czwartego kwartału 1990 r. wskutek inwazji Iraku na Kuwejt ceny ropy wzrosły z 16 USD do 32,4 USD za baryłkę;
- 2) od trzeciego kwartału 1995 r. do czwartego kwartału 1996 r. ceny ropy naftowej wzrosły z 16,1 USD do 23,4 USD za baryłkę;
- 3) od ostatniego kwartału 1998 r. do trzeciego kwartału 2000 r. ropa zdrożała z najniższego w całej dekadzie poziomu 11 USD do 29,6 USD za baryłkę;

Jeśli zgodzimy się z Hamiltonem (2000), który twierdzi, że szybki wzrost cen ropy naftowej ma istotny wpływ na gospodarkę, w tym na poziom cen, i że najbardziej widoczny efekt

⁸⁵ Dane kwartalne.

szoku naftowego pojawia się po upływie 3 do 4 kwartałów (Hamiltonem i Herrera (2000)), wówczas inflacja musiała pozostać „podbita” przez szok naftowy w następujących okresach:

(1) w roku 1992 r. jako skutek pierwszego szoku naftowego spowodowanego kryzysem w Zatoce Perskiej;

Ceny ropy naftowej wzrosły w drugiej połowie 1990 r. o ponad 100% w 6 miesięcy. Jednak – zaraz potem: od ostatniego kwartału 1990 r. do drugiego kwartału 1991 r., czyli do ostatecznego wyzwolenia Kuwejtu – spadły z 32,4 USD do 18,8 USD za baryłkę (o 42% w 6 miesięcy) wracając do wyjściowego poziomu.

(2) od połowy 1996 r. do końca 1997 r. – czyli także w pierwszym okresie referencyjnym (luty 1997 – styczeń 1998);

Trzy do czterech kwartałów wcześniej ceny wzrosły o około 45% w ciągu 15 miesięcy. Był to wzrost zdecydowanie wolniejszy, niż w trakcie wstrząsów na początku i na końcu dekady. Tak jak poprzednio – następstwem okresu wzrostu cen ropy był ich spadek, nieco głębszy, lecz rozłożony na dłuższy okres: od ostatniego kwartału 1996 r. do końca 1998 r. ceny ropy naftowej spadły z 23,4 USD do 11 USD za baryłkę; czyli o ponad 50% w 2 lata.

(3) od drugiej połowy 1999 r. do połowy 2001 r.; ceny wzrosły wówczas o około 170% w niespełna 2 lata.

Okres kwiecień 1999 – marzec 2000 był okresem referencyjnym dla Grecji. Na początku 1999 r. ceny ropy znajdowały się w swoim minimum dla lat dziewięćdziesiątych. Skutek wzrostu cen, który się wówczas rozpoczął, powinien był się ujawnić w znaczącym stopniu – nie wcześniej, niż w połowie 2000 r., czyli już po zakończeniu się drugiego okresu referencyjnego dla Grecji.

Wyniki badań empirycznych dotyczących wpływu zmian cen ropy naftowej na gospodarkę światową przedstawione w Mussa (2000, s. 46) dla okresu 1998-2002 dowodzą, że obniżka cen ropy naftowej w drugiej połowie 1997 r. i w 1998 r. spowodowały spadek poziomu inflacji bazowej o 0,3 punktu procentowego corocznie w latach 1998 i 1999 w porównaniu

z kontrfaktycznym wariantem utrzymywania się cen ropy na poziomie 20 USD za baryłkę. Wzrost cen ropy w drugiej połowie 1999 r. spowodował wzrost inflacji bazowej na świecie o 0,5 i 0,7 punktu procentowego odpowiednio w latach 2000 i 2001, przy zastosowaniu tego samego punktu odniesienia.

Ponieważ $\frac{3}{4}$ okresu referencyjnego dla Grecji zawiera się w 1999 r., a pozostała $\frac{1}{4}$ w 2000 r., można przyjąć – na podstawie wniosków Mussy – że wpływ poziomu cen ropy naftowej na inflację w Grecji w drugim okresie referencyjnym – w porównaniu z założonym wariantem ceny ropy na poziomie 20 USD za baryłkę – był bliski zeru.

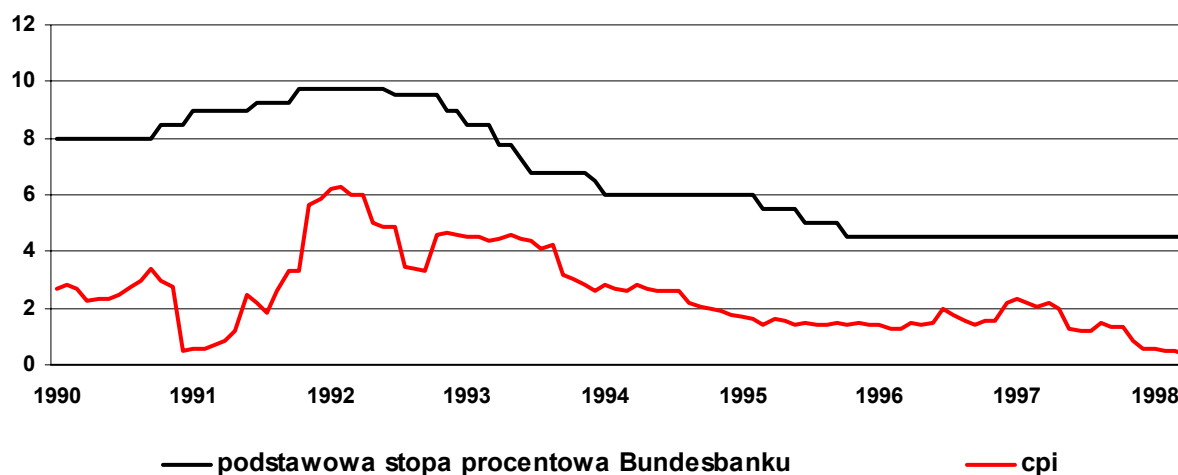
Zagraniczne stopy procentowe

4.1. Definicja i opis

Dla potrzeb analizy polityki gospodarczej Hiszpanii, Portugalii i Grecji w latach 1990-1998, czyli także w pierwszym okresie referencyjnym, rolę zagranicznych stóp procentowych najlepiej spełni – jak sądzę – stopa procentowa ustalana przez bank centralny największej gospodarki w Unii Europejskiej – Bundesbank. W drugim okresie referencyjnym dla Grecji, czyli w latach 1999-2000, wykorzystam podstawową stopę procentową Europejskiego Banku Centralnego.

4.2. Stopa procentowa Bundesbanku w latach 1990-1998

Wykres 3.3. Podstawowa stopa procentowa Bundesbanku oraz CPI w Niemczech



Źródło: IMF IFS i Bundesbank.

(1) Lata 1990-1992 – okres wzrostu nominalnej stopy procentowej

Podstawowa stopa procentowa Bundesbanku na początku lat dziewięćdziesiątych utrzymywała się na poziomie 8%. Inflacja nie przekraczała wówczas 4%, a w pierwszym

półroczu 1991 r. spadła nawet do 0,5%. W reakcji na wzrost inflacji po zjednoczeniu Niemiec do 3,3% pod koniec 1991 r., Bundesbank podniósł stopy procentowe. Już pod koniec 1991 r. podstawowa stopa procentowa osiągnęła 9,75%. Realnie wzrosła powyżej 8%, podczas gdy w 1990 r. nie przekraczała 6%.

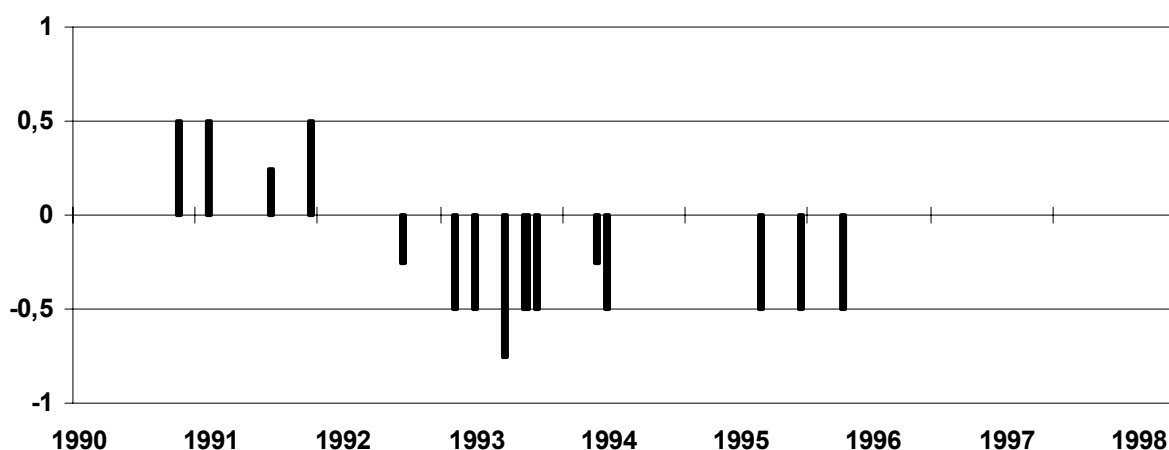
W 1992 r. przez pierwsze trzy kwartały Bundesbank nie dokonał żadnej zmiany stóp procentowych. W tym samym czasie inflacja wzrosła z około 3% pod koniec 1991 r. do 6% w połowie 1992 r. Spowodowało to realny spadek podstawowej stopy procentowej Bundesbanku w pierwszym półroczu 1992 r. z prawie 6,5% w grudniu 1991 r. do około 3,5%.

(2) Lata 1992-1996 – stopniowe zmniejszanie nominalnej stopy procentowej

Od września 1992 r. Bundesbank rozpoczął systematyczne rozluźnianie polityki stóp procentowych. Pozwalał na to stopniowy spadek inflacji. Jednocześnie, po krótkotrwałym wzroście podstawowej stopy procentowej niemieckiego banku centralnego w ujęciu realnym pod koniec 1992 r. następował jej stopniowy spadek. Ulegał on od czasu do czasu krótkotrwałym zakłóceniom ze względu na szybszy spadek inflacji w stosunku do obniżek stóp procentowych.

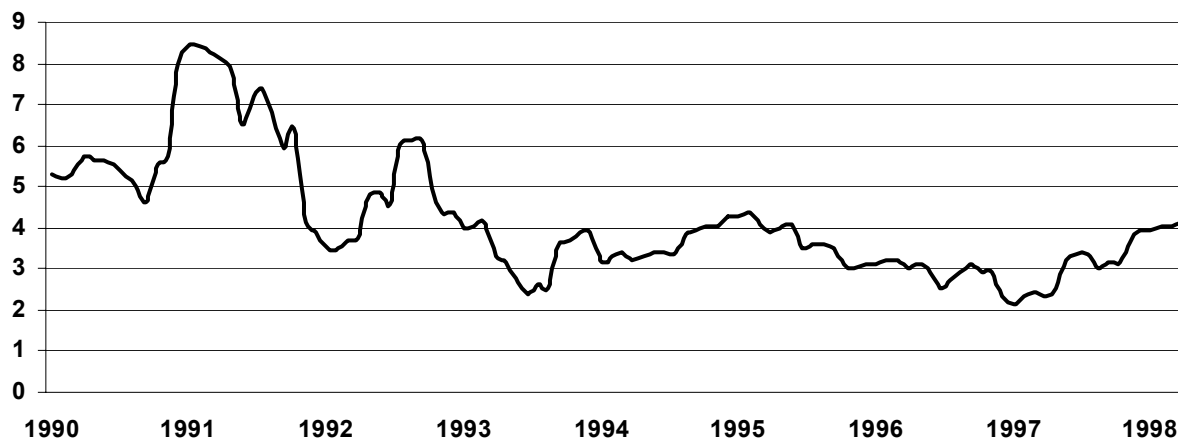
Jednorazowa obniżka stopy – z wyjątkiem redukcji przeprowadzonej w lipcu 1993 r. (o 75 pkt. bazowych) – nie przekraczała 0,5 pkt. proc.

Wykres 3.4. Skala zmian podstawowej stopy procentowej Bundesbanku (w pkt. proc.)



Źródło: obliczenia własne na podstawie danych Bundesbanku.

Wykres 3.5. Podstawowa stopa procentowa Bundesbanku w ujęciu realnym



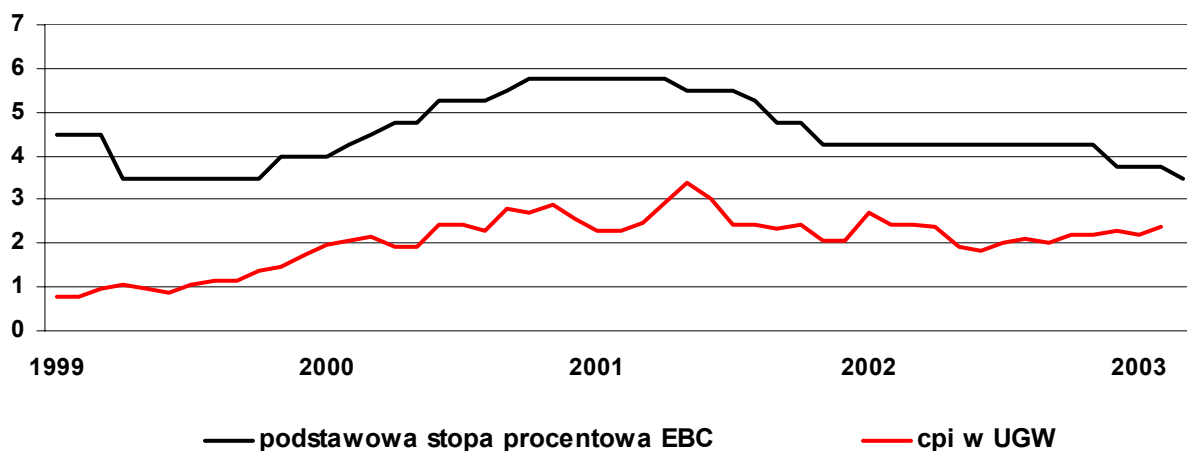
Źródło: obliczenia własne na podstawie danych IMF IFS oraz Bundesbanku.

(3) Lata 1996-1998 – stabilizacja nominalnej stopy procentowej

Ostatnia obniżka podstawowej stopy procentowej Bundesbanku nastąpiła w kwietniu 1996 r. – z 5% do 4,5%. Jednocześnie, inflacja w Niemczech wahała się w okolicach 1,5%. Wzrost podstawowej stopy procentowej w ujęciu realnym w okresie poprzedzającym utworzenie UGW był następstwem spadku inflacji w Niemczech, która osiągnęła poziom poniżej 0,5% w ostatnich miesiącach 1998 r.

4.3. Stopa procentowa Europejskiego Banku Centralnego w latach 1999-2003

Wykres 3.6. Podstawowa stopa procentowa ECB oraz CPI w strefie euro



Źródło: IMF IFS i ECB.

(1) Jednorazowa obniżka podstawowej stopy procentowej ECB w 1999 r.

Podstawowa stopa procentowa ECB na początku 1999 r. wynosiła 4,5%, a w kwietniu została obniżona o 100 punktów bazowych. W tym samym czasie inflacja utrzymywała się poniżej 1%.

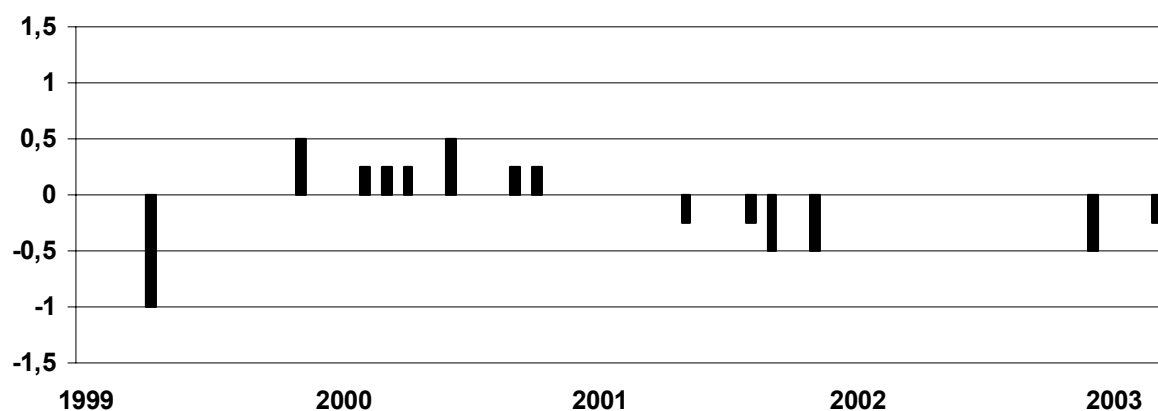
(2) Okres zaostrzania polityki pieniężnej wskutek wzrostu inflacji listopad 1999-2000

W drugiej połowie 1999 r. ceny w strefie euro zaczęły rosnąć, w wyniku czego inflacja przekroczyła 2% w lutym 2000 r. Skłoniło to ECB do zaostrzenia polityki pieniężnej. Podstawowa stopa procentowa po raz pierwszy została podniesiona w listopadzie 1999 r. o 50 punktów bazowych. W 2000 r. ECB dokonał sześciu kolejnych podwyżek podstawowej stopy procentowej. W przypadku pięciu z nich była to zmiana o 25 punktów bazowych, natomiast jedna z podwyżek wyniosła 0,5 punktu procentowego. Na koniec 2000 r. nominalna stopa procentowa ECB wyniosła 5,75%. Realnie podstawowa stopa procentowa ECB pod koniec 2000 r. wrosła do ponad 3%, po tym, jak w styczniu osiągnęła najniższą wartość 1%.

Skala i częstotliwość zmian stóp procentowych w ECB

Jednorazowa zmiana podstawowej stopy procentowej z wyjątkiem obniżki o 100 punktów bazowych w kwietniu 1999 r. nie przekraczała 0,5 punktu procentowego.

Wykres 3.7. Skala zmian podstawowej stopy procentowej ECB (w pkt. proc.)



Źródło: obliczenia własne na podstawie danych ECB.

4.4. Wpływ zagranicznych stóp procentowych na politykę pieniężną Hiszpanii i Portugalii oraz Grecji

Zaraz po rozpoczęciu pierwszego okresu referencyjnego (dla kryterium kursu walutowego: marzec 1996) Bundesbank dokonał ostatniej obniżki podstawowej stopy procentowej przed utworzeniem UGW. W ten sposób wyznaczył poziom konwergencji, czyli punkt odniesienia stóp procentowych narodowych banków centralnych. Hiszpania i Portugalia pod koniec okresu referencyjnego sprowadziły swoje krótkookresowe stopy procentowe do poziomu niższego od stóp Bundesbanku.

Tabela 3.2. Krótkookresowa stopa procentowa w Niemczech, Hiszpanii oraz Portugalii w latach 1996-1998 (dane kwartalne na koniec okresu)

	1996				1997				1998			
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV
Niemcy	5,0	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5
Hiszpania	8,25	7,25	7,25	6,25	5,75	5,25	5,25	4,75	4,5	4,25	4,25	3,0
Portugalia	7,8	7,5	7,25	6,7	6,5	6,0	5,5	5,3	4,7	4,5	4,5	3,0

Źródło: IMF IFS.

W drugim okresie referencyjnym dla Grecji (początek dla kryterium kursu walutowego: kwiecień 1998) funkcję zagranicznych stóp procentowych spełniała początkowo stopa procentowa Bundesbanku, a od stycznia 1999 r. – stopa procentowa ECB. Podstawowa stopa procentowa ECB pod koniec okresu – w odróżnieniu od przypadku Hiszpanii i Portugalii - była dużo niższa od krótkookresowej stopy procentowej Banku Grecji.

Tabela 3.3. Krótkookresowa stopa procentowa w Niemczech (od 1999 r. UGW) oraz w Grecji w latach 1998-2000 (dane kwartalne na koniec okresu)

	1998				1999				2000			
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV
Niemcy/UGW	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	3,5	3,5	4,0	4,5	5,25	5,5	5,75
Grecja	14,5	14,0	13,0	12,5	12,0	12,0	12,0	11,2 5	9,5	8,5	8,0	6,25

Źródło: IMF IFS.

Więcej na temat nominalnych stóp procentowych znajduje się w podrozdziałach dotyczących dochodzenia do realizacji kryterium inflacyjnego dla Hiszpanii, Portugalii i Grecji.

Część IV

Realizacja kryteriów konwergencji w Hiszpanii

Celem niniejszego rozdziału jest analiza empiryczna dochodzenia do spełnienia kryteriów konwergencji oraz związanej z tym polityki fiskalnej i pieniężnej w Hiszpanii w latach 1990-2000, ze szczególnym uwzględnieniem okresu bezpośrednio poprzedzającego przystąpienie Hiszpanii do Unii Gospodarczej i Walutowej (1996-1998).

Okresem referencyjnym dla Hiszpanii i Portugalii był rok 1997 dla kryteriów fiskalnych, okres od lutego 1997 r. do stycznia 1998 r. dla inflacji oraz długookresowych stóp procentowych oraz okres od początku marca 1996 r. do lutego 1998 r. dla kryterium kursu walutowego. Ze względu na dostępność danych i większą przejrzystość całości analizy zdecydowałem się porównywać szczegółowe dane z roku 1995⁸⁶ z ostatnim rokiem przed utworzeniem UGW – 1998; dla wszystkich kryteriów. Dla Grecji okresem referencyjnym był rok 1999 dla kryteriów fiskalnych, okres od kwietnia 1999 r. do marca 2000 r. dla inflacji i długookresowych stóp procentowych oraz okres od początku kwietnia 1998 r. do końca marca 2000 r. dla kryterium kursu walutowego. W tym przypadku za punkt odniesienia przyjąłem rok 2000.

⁸⁶ 1995 r. jest jedynym, dla którego dostępne są dane ESA79 i ESA95.

Ogólne wprowadzenie

Na początku lat dziewięćdziesiątych Hiszpania spełniała jedynie kryterium długu publicznego, który w 1990 r. wynosił 44% PKB. Do połowy lat dziewięćdziesiątych jego poziom jednak nieustannie wzrastał, a w 1994 r. przekroczył 60% PKB. Wyraźny postęp w kierunku wypełnienia kryteriów konwergencji widoczny był dopiero od połowy lat dziewięćdziesiątych. Ostatecznie, Hiszpania wypełniła w 1998 roku wszystkie wymagane kryteria i zdołała zakwalifikować się do UGW.

Deficyt publiczny w latach 1990-1992 przekraczał wartość referencyjną 3% PKB o 1-1,3% PKB, jednak w kolejnych trzech latach gwałtownie wzrósł i przekraczał poziom 6% PKB w 1993 r. W 1996 r. rozpoczął się proces stopniowego ograniczania nierównowagi finansów publicznych. Deficyt finansów publicznych w 1997 r., tj. w okresie referencyjnym, wyniósł 2,6% PKB⁸⁷ – 0,4% PKB poniżej wartości referencyjnej. Obniżenie deficytu odbyło się przy jednoczesnej redukcji fiskalizmu. W pierwszych dwóch latach członkostwa w UGW dyscyplina finansów publicznych nadal się zwiększała, dzięki czemu bilans wydatków i dochodów publicznych został niemal zrównoważony – deficyt wyniósł 0,3% PKB w 2000 r.

Dług publiczny na początku lat dziewięćdziesiątych był na umiarkowanym poziomie, jednak ze względu na wysoki deficyt budżetowy z roku na rok wzrastał. Najwyższą wartość osiągnął w 1996 r. przekraczając 68%. Stopniowy spadek zadłużenia od 1997 r. pozwolił Hiszpanii wypełnić kryterium długu, mimo, iż dług publiczny przekraczał wartość referencyjną 60% PKB⁸⁸. ECOFIN uznał jednak, iż utrzymujący się spadek wielkości długu w dwóch ostatnich latach oraz perspektywę obniżenia długu poniżej wartości referencyjnej w kolejnych latach można uznać za spełnienie kryterium długu. Rzeczywiście, Hiszpania obniżyła poziom zadłużenia do 60,6% PKB w 2000 r. i 54% PKB w 2002 r.

⁸⁷ Kryteria fiskalne w pierwszym okresie referencyjnym obliczane były na podstawie metodologii ESA79. W zestawieniach danych statystycznych w niniejszym rozdziale od 1995 r. wykorzystałem dane na podstawie standardów ESA95, które różnią się nieco od danych według ESA79. Deficyt fiskalny w 1997 r. w Hiszpanii według ESA 79 wyniósł 2,6% (kryterium konwergencji zostało wypełnione), a według ESA 95 - 3,2%.

⁸⁸ Wg stosowanej wówczas metodologii ESA79 dług wyniósł wówczas 68,8% PKB, natomiast wg ESA95 był o 2,1% PKB niższy.

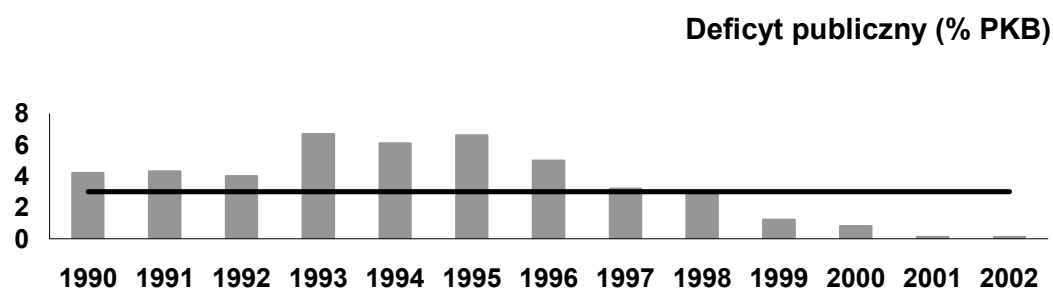
Od początku lat dziewięćdziesiątych inflacja w Hiszpanii utrzymywała się na umiarkowanym poziomie. W latach 1991-1996 inflacja mierzona wskaźnikiem HICP wynosiła od 5,9% w 1991 r. do 3,6% w 1996 r. i przewyższała wartość referencyjną o 1-2,1 punktu procentowego. W latach 1997 i 1998 inflacja została obniżona do poziomu nieprzekraczającego 2%, co oznaczało, iż Hiszpania wypełniła inflacyjne kryterium konwergencji.

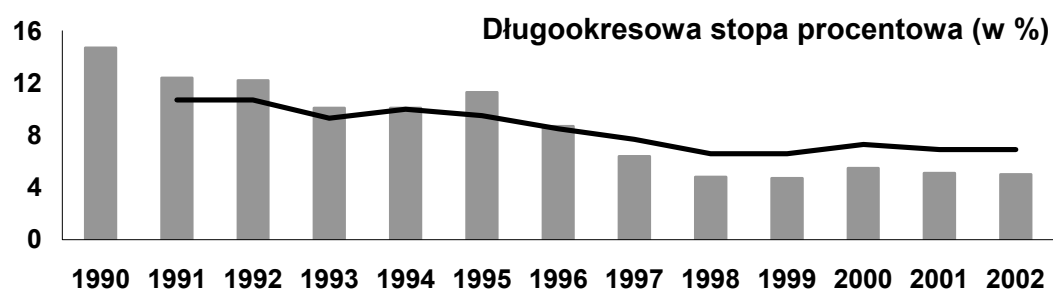
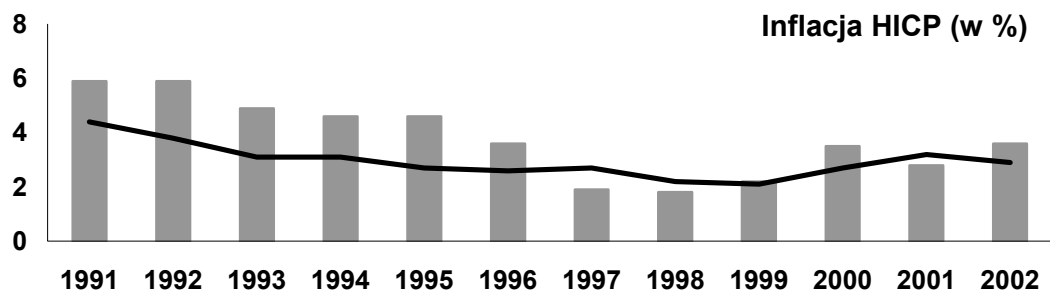
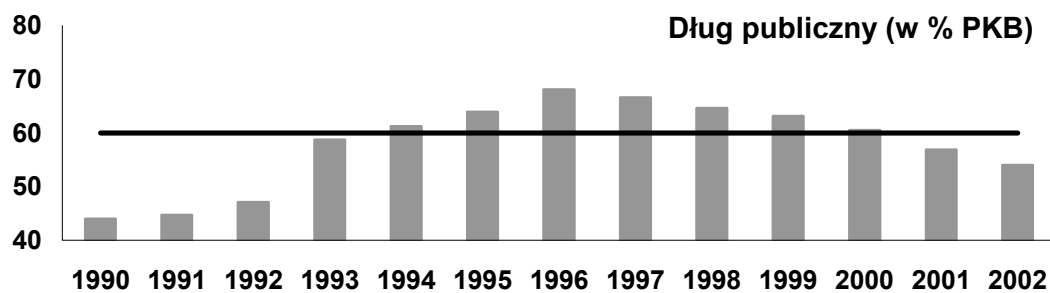
Długookresowa stopa procentowa w latach dziewięćdziesiątych niemal nieustannie ulegała zmniejszeniu: z 14,7% w 1990 r. obniżyła się do 6,3% w okresie referencyjnym (od lutego 1997 r. do stycznia 1998 r.), podczas gdy wartość referencyjna była wyższa o 1,5 punktu procentowego.

Hiszpania wypełniła również kryterium kursu walutowego. Peseta hiszpańska uczestniczyła w ERM przez dwa lata okresu referencyjnego – od marca 1996 r. do lutego 1998 r. – bez większych zmian wobec bilateralnych kursów centralnych.

Poniższe wykresy prezentują zachowanie się wskaźników obrazujących kryteria konwergencji w Hiszpanii w latach 1990-2000.

Wykres 4.1. Hiszpania a cztery nominalne kryteria konwergencji w latach 1990-2002 (linia pozioma oznacza wartość referencyjną)

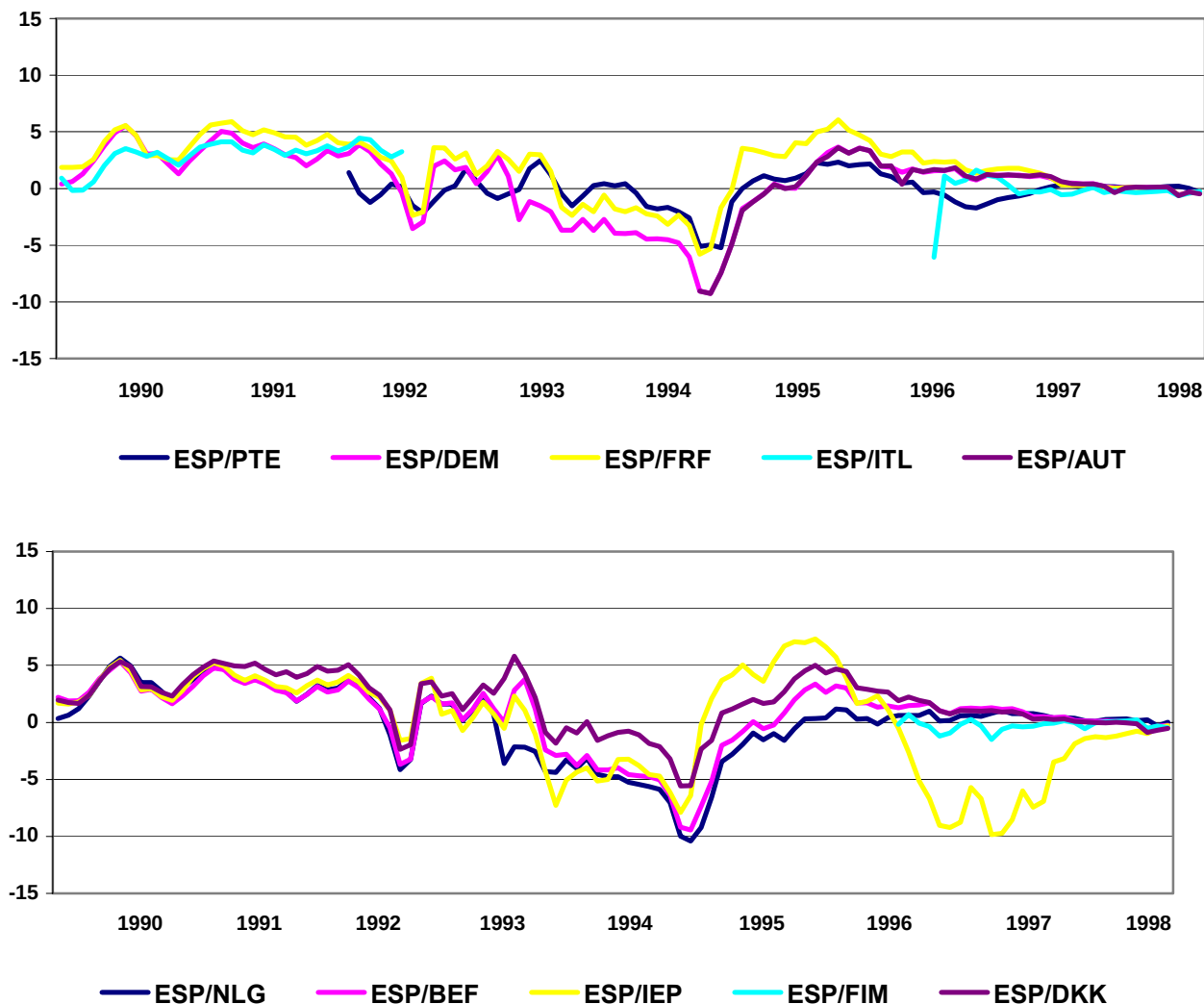




Źródło: Eurostat, European Commission (2001, 2003a), IMF IFS, EMI (1998).

Uwaga: dane dotyczące kryteriów fiskalnych do 1994 r. na podstawie ESA79, od 1995 r. na podstawie ESA95.

Wykres 4.2. Odchylenie kursu pesety hiszpańskiej od bilateralnych kursów centralnych wobec pozostałych walut uczestniczących w systemie ERM (w %)



Źródło: obliczenia własne na podstawie danych IMF, IFS oraz Eurostat.

Uwaga: Dla niektórych walut wykres nie obejmuje całego badanego okresu, ponieważ nie wszystkie waluty uczestniczyły w ERM przez całe lata 90.

- (1) uczestnictwo lira włoskiego zostało zawieszone w okresie od 17 września 1992 r. do 25 listopada 1996 r.,
- (2) escudo portugalskie przystąpiło do ERM 6 kwietnia 1992 r.,
- (3) szyling austriacki przystąpił do ERM 9 stycznia 1995 r.,
- (4) marka fińska przystąpiła do ERM 14 października 1996 r.,
- (5) funt brytyjski uczestniczył w ERM od 8 października 1990 r. do 17 września 1992 r.

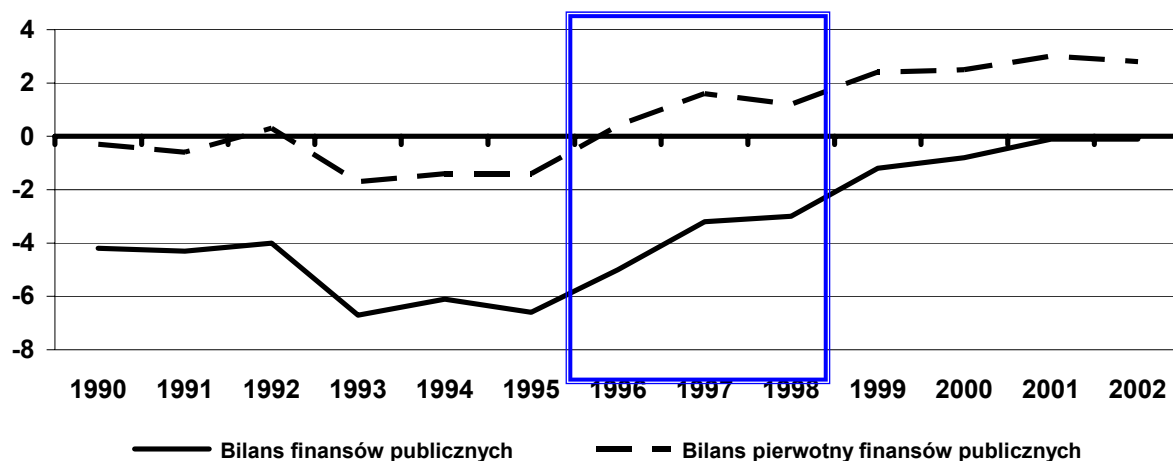
Odchylenie powyżej zera oznacza, iż bilateralny kurs przewyższa kurs centralny – następuje aprecjacja pesety, poniżej zera oznacza, iż bilateralny kurs znajduje się poniżej kursu centralnego – następuje deprecjacja pesety.

Polityka fiskalna: dochodzenie do spełnienia fiskalnych kryteriów z Maastricht (deficyt finansów publicznych i dług publiczny)

Ze względu na kształtowanie się deficytu finansów publicznych i poziomu długu publicznego Hiszpanii okres 1990-1998 można podzielić na:

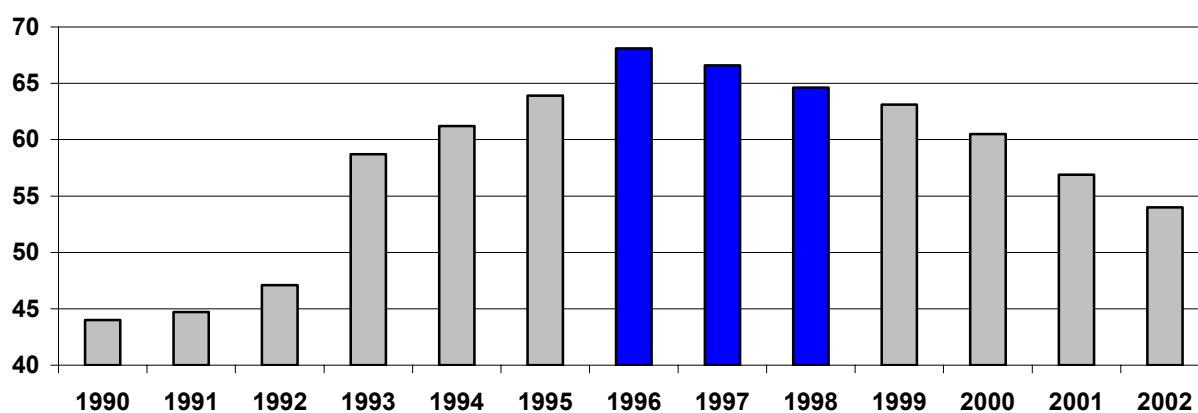
- lata 1990-1995 – gwałtowny wzrost deficytu finansów publicznych i poziomu długu publicznego (do 1996 r. włącznie);
- lata 1996-1998 – okres bezpośrednio poprzedzający wejście do UGW: obniżanie deficytu finansów publicznych i długu publicznego.

Wykres 4.3. Saldo sektora finansów publicznych w Hiszpanii w latach 1990-2002
(w % PKB)



Źródło: European Commission (2001, 2003a).

Wykres 4.4. Dług publiczny Hiszpanii w latach 1990-2002 (w % PKB)



Źródło: European Commission (2001, 2003a).

Uwaga: dane do 1994 r. według ESA79, od 1995 r. ESA95.

Tabela 4.1. Struktura wydatków i przychodów sektora finansów publicznych w Hiszpanii
w latach 1990-2002 (w % PKB)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Całkowite przychody bieżące	38,4	39,2	40,9	40,9	39,8	37,4 (38,0)	37,8	38,0	38,0	38,6	38,9	39,0	39,5
Podatki bezpośrednie	11,6	11,6	12,0	11,5	11,0	10,1 (11,0)	10,3	10,5	10,2	10,2	10,5	10,5	10,9
Podatki pośrednie	10,3	10,3	10,8	10,1	10,6	10,2 (10,3)	10,2	10,5	11,1	11,7	11,7	11,4	11,7
Składki na ubezpieczenia społeczne	12,9	13,2	14,0	14,3	14,0	13,0 (13,1)	13,2	13,1	13,0	13,1	13,3	13,6	13,5

Pozostałe przychody bieżące	3,7	4,1	4,0	5,0	4,2	4,1 (3,6)	4,2	4,0	3,7	3,7	3,4	3,6	3,4
<i>Przychody kapitałowe</i>	-	-	-	-	-	1,0 -	1,0	0,6	0,3	0,4	0,1	0,2	0,1
Całkowite przychody	38,4	39,2	40,9	40,9	39,8	38,4 (38,0)	38,8	38,6	38,3	39,0	39,0	39,2	39,6
Całkowite wydatki bieżące	36,7	38,0	40,2	42,6	41,3	39,2 (40,3)	39,0	37,6	36,8	35,8	35,6	35,1	35,3
Transfery socjalne	13,9	14,7	15,5	16,2	15,8	13,9 (15,1) 5,2	13,8	13,3	12,8	12,3	12,3	12,2	12,5
Płatności odsetkowe	3,9	3,7	4,3	5,0	4,7	(5,3)	5,3	4,8	4,3	3,5	3,3	3,1	2,9
Wydatki konsumpcyjne	15,0	15,6	16,4	16,8	16,2	18,1 (16,0)	17,9	17,5	17,5	17,4	17,6	17,5	17,6
w tym wydatki na wynagrodzenia	10,7	11,1	11,8	11,8	11,3	11,3 (11,2)	11,3	10,9	10,7	10,6	10,5	10,4	10,2
Pozostałe wydatki bieżące	3,9	4,0	4,0	4,6	4,6	2,0 (3,9)	2,0	2,0	2,3	2,4	2,4	2,2	2,3
Wydatki kapitałowe	5,9	5,5	4,7	5,0	4,6	5,8 (4,7)	4,7	4,2	4,8	4,4	4,2	4,2	4,3
Całkowite wydatki	42,6	43,5	44,9	47,6	45,9	45,0 (45,0)	43,7	41,8	41,4	40,2	39,8	39,3	39,6

Bilans pierwotny	-0,3	-0,6	0,3	-1,7	-1,4	-1,4 (- 1,7)	0,4	1,6	1,2	2,4	2,5	3,0	2,8
Saldo sektora finansów publicznych	-4,2	-4,3	-4,0	-6,7	-6,1	-6,6 (- 7,0)	-5,0	-3,2	-3,0	-1,2	-0,8	-0,1	-0,1

Źródło: European Commission (2001, 2003a).

Dane w nawiasach (podobnie jak wszystkie dane przed 1995 r.) na podstawie standardów ESA79, dane bez nawiasów (podobnie jak wszystkie dane po 1995 r.) na podstawie standardów ESA95.

Tabela 4.2. Dług publiczny Hiszpanii w latach 1990-2002 (w % PKB)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Dług publiczny brutto	44,0	44,7	47,1	58,7	61,2	63,9	68,1	66,6	64,6	63,1	60,5	56,9	54,0
Zmiana długu publicznego	1,8	0,7	2,4	11,6	2,5	2,8	4,2	-1,5	-2,0	-1,4	-2,6	-3,6	-3,0
Czynniki mająca wpływ na zmianę długu publicznego:													
▪ deficyt finansów publicznych	4,2	4,3	4,0	6,7	6,1	6,6	5,0	3,2	3,0	1,2	0,8	0,1	0,1
▪ wzrost nominalny PKB	-4,3	-3,8	-3,2	-1,6	-3,5	-4,4	-3,6	-4,1	-4,3	-4,3	-4,6	-3,9	-3,5
▪ stock-flow adjustment *	1,9	0,2	1,6	6,3	-0,2	0,6	2,9	-0,6	-0,8	1,6	1,2	0,2	0,4

Źródło: European Commission (2001, 2003a).

Dane do 1994 r. na podstawie standardów ESA79, dane od 1996 r. na podstawie standardów ESA95. Brak danych w 1996 r. wynika ze zmian definicyjnych (zastąpienie ESA 79 przez ESA95).

* *stock-flow adjustment* obejmuje prywatyzację, zmianę wartości długu publicznego wynikającą ze zmian kursu walutowego oraz ewentualny błąd statystyczny.

2.1. Lata 1990-1995 – gwałtowny wzrost deficytu finansów publicznych i poziomu długu publicznego (do 1996 r. włącznie)

W okresie 1990-1995 deficyt finansów publicznych w Hiszpanii wzrósł z 4,2% do 7% PKB, a deficyt pierwotny z 0,3% do 1,7% PKB. Stało się to wskutek niewielkiego spadku

dochodów budżetowych: z 38,4% do 38% PKB i dużego wzrostu wydatków budżetowych z 42,6% do aż 45% PKB.

W omawianym okresie budżety corocznie zakładały obniżenie deficytu finansów publicznych, lecz za każdym razem realizacja planu kończyła się niepowodzeniem, najczęściej ze względu na większe niż planowano wydatki.

W 1991 r. rząd centralny wspólnie z władzami regionalnymi ustalili tzw. Ścieżki Konsolidacji Fiskalnej (*Budget Consolidation Scenarios*) na lata 1992-1996. Było to porozumienie określające maksymalny limit deficytu i długu, jaki mógł zaciągnąć każdy z regionów. Mimo początkowych niepowodzeń w realizacji Ścieżki Konsolidacji Fiskalnej okazały się pierwszym krokiem w kierunku utworzenia skutecznego mechanizmu koordynacji polityki fiskalnej pomiędzy władzami centralnymi i samorządowymi⁸⁹.

W kwietniu 1992 r. rząd ogłosił pierwszy Program Zbieżności na lata 1992-1996, którego celem było wykonanie kryteriów konwergencji zawartych w – ratyfikowanym przez parlament w listopadzie tego samego roku – Traktacie z Maastricht i przygotowanie Hiszpanii do członkostwa w strefie euro. Głównym jego celem w zakresie finansów publicznych było obniżenie deficytu budżetowego do 1% PKB w 1996⁹⁰ r. Programu nie udało się zrealizować, głównie z powodu przyjęcia zbyt optymistycznego założenia występowania średniorocznego trzyprocentowego wzrostu gospodarczego. W pewnej mierze przyczyną niepowodzenia były również mniejsze niż się spodziewano wpływy podatkowe, związane z brakiem stabilności w systemie podatkowym: w 1991 r. obniżono podatki dochodowe od osób fizycznych, a rok później je zwiększono.

6 czerwca 1993 r. odbyły się przedterminowe wybory parlamentarne, które wygrała dotychczas rządząca socjalistyczna partia PSOE⁹¹ pod hasłem zwiększania wzrostu gospodarczego poprzez wzrost inwestycji publicznych.

W 1993 r. – mimo zobowiązań zawartych w Programie Zbieżności – nastąpiło dalsze zwiększenie deficytu. Wzrost ten nastąpił gwałtownie i był głównie konsekwencją recesji

⁸⁹ IMF (2001) s. 35.

⁹⁰ OECD (1993c), s. 30-31.

⁹¹ PSOE zdobyła 159 na 350 mandatów i utworzyła rząd z mniejszymi partiami.

gospodarczej, jaka dotknęła Hiszpanię (spadek PKB w tym roku wyniósł 1%). Przychody budżetu w relacji do PKB w 1993 r. wyniosły tyle samo, co rok wcześniej, jednak już w kolejnych dwóch latach obniżyły się – z 40,9% PKB w 1993 r. do 39,8% PKB w 1994 r. i 38,0% PKB w 1995 r. Tymczasem wydatki w 1993 r. gwałtownie wzrosły (z 44,9% PKB w roku poprzednim do 47,6% PKB), po czym w następnych latach ulegały stopniowemu obniżaniu.

W ujęciu nominalnym przychody budżetowe w 1993 r. w porównaniu z rokiem poprzednim wzrosły o 3,3%, a przy uwzględnieniu inflacji spadły o 1,2%. W tym samym czasie wydatki wzrosły nominalnie o 16,3%, czyli realnie o 11,2%. W 1994 r. zarówno przychody jak i wydatki realnie zmalały: odpowiednio o 2,6% i 4,8%. W rok później analogiczne liczby, tym razem ze znakiem dodatnim wyniosły: 4,2% dla przychodów oraz 0,6% dla wydatków budżetowych.

Łącznie, w latach 1992-1995 przychody budżetu w ujęciu realnym praktycznie się nie zmieniły (wzrost o 0,3%), a wydatki wzrosły o około 7%⁹² (dynamika poszczególnych kategorii w stosunku do PKB, nominalna i realna – w dalszej części rozdziału).

Spadek przychodów w latach 1993-1995 był głównie konsekwencją mniejszych wpływów podatkowych – ich wielkość obniżyła się z 22,8% PKB w 1992 r. do 21,3% PKB w 1995⁹³ r.

Jedyną pozycją w przychodach sektora finansów publicznych, która wzrosła, była wpłata z zysku banku centralnego. Bank Hiszpanii zwiększył swoje zyski wskutek kilkakrotnie przeprowadzonej dewaluacji pesety hiszpańskiej⁹⁴. Wyniosły one w 1993 r. prawie 3,7% PKB. Z kolei wzrost wydatków nastąpił w wyniku zwiększonych transferów socjalnych w 1993 r. (wzrost z 15,5% PKB do 16,2% PKB) oraz wzrostu kosztów obsługi długu publicznego – z 4,3% PKB w 1992 r. do 5,3% PKB w 1995 r.

⁹² Obliczenia własne na podstawie Banco de Espana, Economic Bulletin (1992) – (1995).

⁹³ W 1993 r. przychody z VAT obniżyły się o 16%, z PIT o 7% oraz CIT o 9%; powodem było gwałtowne obniżenie popytu konsumpcyjnego wskutek słabnącej aktywności gospodarczej.

⁹⁴ OECD (1994c), s. 27.

W lipcu 1994 r. rząd przedstawił nowy Program Zbieżności. Zakładał on:

- obniżenie deficytu finansów publicznych z 6,6% PKB w 1994 r. do 5,9% PKB w 1995 r., 4,4% PKB w 1996 r. oraz do poziomu nie przekraczającego 3% PKB w 1997⁹⁵ r.;
- nominalny wzrost wydatków publicznych na poziomie 1,5% rocznie; czyli realny spadek wydatków publicznych w tym samym okresie;
- wzrost dochodów budżetu o 0,7% PKB w latach 1994-1997.

Tak ambitne cele wymagały podjęcia działań niepopularnych politycznie, jak np. obniżenie zasiłków dla bezrobotnych.

Jednocześnie rząd w uzgodnieniu z władzami samorządowymi dostosował Ścieżki Konsolidacji Fiskalnej do nowej sytuacji. Program Zbieżności uzyskał poparcie opozycyjnej Partii Ludowej (Partio Popular).

W połowie lat dziewięćdziesiątych szansa na to, że Hiszpania znajdzie się w pierwszej grupie krajów tworzących UGW wydawała się znikoma. 12 marca 1995 r. komentator dziennika „El Pais” napisał: „Rynki karzą Hiszpanię nie tylko za wysoki deficyt i dług publiczny oraz za niezdolność do obniżenia inflacji ale także za to, że traci ona polityczną zdolność do rozwiązywania własnych problemów”⁹⁶.

Główne determinanty zmiany poziomu dochodów podatkowych

Dochody budżetu w Hiszpanii liczone jako odsetek PKB spadły z poziomu 38,4% w 1990 r. do 38% w 1995 r. Zmiany w podatkach bezpośrednich (niewielki spadek dochodów z tego tytułu z 11,6% PKB w 1990 r. do 11% PKB w 1995 r.) były następujące:

- w 1991 r. obniżono stawki podatku dochodowego od osób fizycznych średnio o 3 punkty procentowe, jednak w roku następnym podniesiono je z powrotem średnio o 2 punkty procentowe (jedynie najniższej stawki nie zwiększono); jednocześnie w 1991 r. poszerzona została podstawa opodatkowania⁹⁷; szacuje się, iż przeprowadzenie tych zmian wpłynęło na obniżenie wpływów budżetowych o prawie 0,7% PKB⁹⁸;

⁹⁵ Von Hagen, Hallett, Strauch (2001), s. 118.

⁹⁶ El Pais (1995).

⁹⁷ OECD (1993c), s. 37.

⁹⁸ Banco de Espana (1992), s. 66-67.

- w latach 1993-1994 rząd nie indeksował progów i ulg podatkowych, a wpływy z podatków bezpośrednich – głównie wskutek recesji – obniżały się; dopiero w 1995 r. przeprowadzono indeksację o poziom przewidywanej inflacji 3,5%⁹⁹, co w połączeniu z rosnącą aktywnością gospodarczą spowodowało zahamowanie spadku wielkości wpływów z podatków bezpośrednich w relacji do PKB.

W 1995 r. rząd przeprowadził reformę podatku CIT, której celem było pobudzenie aktywności gospodarczej¹⁰⁰. Reforma polegała na:

- ujednoliceniu traktowania (neutralności podatkowej) dochodów z różnych źródeł, co spowodowało wzrost spójności systemu podatkowego;
- wprowadzeniu rozwiązań, które zmniejszały wpływ prawa podatkowego na decyzje inwestycyjne, np. umożliwienie firmom rozliczanie zapasów przy użyciu rachunkowej metody LIFO;
- usunięciu podwójnego opodatkowania dochodów z zysków kapitałowych firm (np. opodatkowanie zysku ze sprzedaży papierów wartościowych, a następnie opodatkowanie tego zysku jako części dochodu przedsiębiorstwa);
- wprowadzeniu ułatwień dla małych i średnich przedsiębiorstw, w tym bardziej elastycznych systemów amortyzacji i ulg inwestycyjnych;
- zwiększono okres w którym przedsiębiorstwa hiszpańskie mogły rozliczać straty z minionych okresów z 5 do 7 lat.

Podatki pośrednie miały identyczny udział w PKB w 1990 i w 1995 r. – 10,3% PKB. W tym okresie harmonizowano system podatkowy w związku z członkostwem Hiszpanii w Unii Europejskiej. Polegało to głównie na podwyższaniu stawek VAT i akcyzy oraz było często przyspieszane w związku z koniecznością załatania szybko rosnącej dziury budżetowej¹⁰¹.

Przychody ze składek na ubezpieczenia społeczne wzrosły z 12,9% PKB w 1990 r. do 13,1% PKB w 1995 r.: w 1992 r. podniesiono stawkę ubezpieczeń społecznych z 5,2 do 6,2%¹⁰²; w 1995 r. została ona obniżona do pierwotnego poziomu¹⁰³.

⁹⁹ Banco de Espana (1995), s. 95.

¹⁰⁰ OECD (2000c), s. 99.

¹⁰¹ OECD (1993c), s. 37.

¹⁰² OECD (1993c), s. 37.

¹⁰³ Banco de Espana (1995), s. 78.

Główne determinanty zmiany poziomu wydatków budżetowych

Wydatki budżetowe w Hiszpanii liczone jako odsetek PKB wzrosły z poziomu 42,6% PKB w 1990 r. do 45% w 1995 r.

Transfery socjalne wzrosły z 13,9% PKB w 1990 r. do 15,1% PKB w 1995 r., przy czym w 1993 r. wynosiły 16,2% PKB, potem rozpoczął się trwały trend ich obniżania.

W ujęciu realnym nakłady na transfery socjalne w latach 1990-1995 wzrosły o 18,6% (nominalnie o 62,7%), przy czym w okresie 1990-1993 wzrost realny wyniósł aż 29,1% (nominalny 61,6%), a w latach 1993-1995 nastąpił spadek realny o 8,1% (nominalny wzrost o 0,7%)¹⁰⁴.

Wzrost wydatków na zasiłki dla bezrobotnych wynikał z odwrócenia trendu spadkowego wskaźnika bezrobocia na początku lat dziewięćdziesiątych¹⁰⁵ – wskaźnik ten w 1994 r. osiągnął 18,4%.

Zwiększyły się – zaliczane również do transferów socjalnych – wydatki na emerytury i renty: ich wartość realna zwiększała się, a jednocześnie liczba emerytów i rencistów szybko rosła. Realny wzrost rent i emerytur wynikał z wprowadzonych w latach 1991-1992 nowych przepisów, według których np. świadczenia dla inwalidów powyżej 64 roku życia samotnie się utrzymujących miały wynosić przynajmniej 100,2% płacy minimalnej w 1991 r., podczas gdy jeszcze w 1987 r. stanowiły 88,8% płacy minimalnej¹⁰⁶. W okresie 1990-1995 odsetek PKB przeznaczany na emerytury i renty zwiększył się z 7,5% do 9,2% PKB. Wydatki publiczne na służbę zdrowia wzrosły z 4,2% do 4,7% PKB¹⁰⁷.

W 1994 r. w efekcie dramatycznej sytuacji budżetu rząd został zmuszony do podjęcia szybkich działań, których celem było uzdrowienie finansów publicznych i rozpoczęcie przybliżania się do realizacji celów zapisanych w zrewidowanym Programie Zbieżności. Pierwszym z nich była reforma systemu zasiłków dla bezrobotnych¹⁰⁸. Konieczność jej

¹⁰⁴ Obliczenia własne na podstawie Banco de Espana (January 1990) – (December 1995).

¹⁰⁵ OECD (1992c), s. 35.

¹⁰⁶ OECD (1992c), s. 35.

¹⁰⁷ IMF (1995c), s.2.

¹⁰⁸ Von Hagen, Hallett, Strauch (2001), s. 117.

wprowadzenia wynikała także z rekordowego poziomu bezrobocia 18,4% w 1994 r. Obniżona została ich wysokość: minimalny zasiłek obniżono ze 100% do 75% płacy minimalnej oraz wprowadzono opodatkowanie zasiłków, co ograniczało zjawisko znane w ekonomii jako „pułapka bezrobocia”¹⁰⁹. Minimalny okres pracy, po którym bezrobotnemu przysługuje zasiłek został wydłużony z 6 miesięcy w ciągu ostatnich 4 lat do 12 miesięcy w ciągu ostatnich 6 lat. Maksymalny okres otrzymywania zasiłków został skrócony poprzez zmianę wskaźnika okresu, w której świadczeniobiorca pracował do maksymalnego możliwego okresu pobierania zasiłku z 2:1 do 3:1¹¹⁰. W efekcie nastąpił spadek wydatków na zasiłki spowodowany reformą systemu zasiłków dla bezrobotnych: w 1993 r. przysługiwały 82,7% zarejestrowanych bezrobotnych, a w 1994 r. już tylko 68,8%.

Wydatki konsumpcyjne¹¹¹ budżetu w 1990 r. stanowiły 15% PKB oraz 16% PKB w 1995 r., przy czym w 1993 r. wyniosły 16,8% PKB, a potem rozpoczął się trwały proces ich obniżania. Wzrost wydatków na wynagrodzenia w sferze budżetowej nastąpił mimo spadku zatrudnienia w sektorze publicznym. Wynikało to z szybkiego tempa wzrostu realnej wartości płac w sferze budżetowej¹¹². Wydatki budżetu na wynagrodzenia wzrosły z 10,7% PKB w 1990 r. do 11,8% PKB w latach 1992-1993, a następnie zmalały do 11,2% PKB w 1995 r. W 1994 r. zamrożono płace w sferze budżetowej, ograniczono wydatki na bezpieczeństwo wewnętrzne, obronę narodową oraz edukację, renty i emerytury poddano indeksacji o poziom inflacji oczekiwanej (wcześniej indeksacja następowała o wielkość inflacji z ostatnich 12 miesięcy)¹¹³. W 1995 r. rząd przyjął zasadę zatrudniania jednego nowego pracownika w miejsce czterech odchodzących w administracji publicznej¹¹⁴.

W latach 1990-1993 płace netto w gospodarce hiszpańskiej¹¹⁵ wzrastały corocznie realnie o 1,6-1,8%, w 1994 r. nie zmieniły się, a w 1995 spadły realnie o 3,7%. Natomiast płace brutto w latach 1990-1993 wzrastały realnie średnio o 3,6%, w 1994 r. spadły o 1,6%, a w rok później o 3%¹¹⁶.

¹⁰⁹ Pułapka bezrobocia – sytuacja, w której osoba bezrobotna – dzięki sumie korzyści wynikających z zasiłków dla bezrobotnych, innych zasiłków socjalnych oraz ulg podatkowych – pozostaje w lepszej sytuacji niż osoba pracująca uzyskująca niskie dochody.

¹¹⁰ IMF (1995c) s.39.

¹¹¹ Z ang. *consumption expenditures*, głównie wydatki na wynagrodzenia w sferze budżetowej (*compensation of employees*) i niektóre świadczenia (*collective consumption*), European Commission (2003a).

¹¹² OECD (1994c), s. 27-28.

¹¹³ OECD (1994c), s. 33.

¹¹⁴ IMF (2000c), s. 10.

¹¹⁵ Dane dotyczą całej gospodarki, brak danych wyłącznie dla sfery budżetowej.

¹¹⁶ Obliczenia własne na podstawie: IMF (1995c).

W latach 1990-1995 – wskutek szybko rosnącego zadłużenia i wyższych stóp procentowych – koszty obsługi długu publicznego zwiększyły się z 3,9% do 5,3% PKB.

We wczesnych latach dziewięćdziesiątych główną przyczyną narastania długu publicznego był rosnący deficyt finansów publicznych. Fakt, iż przy deficycie rządu 4% PKB następował wzrost relacji długu do PKB tylko o 0,7-2,4% PKB rocznie, wynikał z wysokiego tempa wzrostu PKB. Wzrost gospodarczy z roku na rok był jednak coraz niższy (w 1990 r. 3,8%, a w 1992 r. już tylko 0,9%), przez co utrzymujący się deficyt miał coraz większy wpływ na wielkość wskaźnika długu publicznego w relacji do PKB. Na zwiększenie długu publicznego wpłynęła także dwukrotnie przeprowadzona dewaluacja pesety hiszpańskiej – we wrześniu 1992 r. o 5% oraz w listopadzie 1992 r. o 6%. Spowodowała wzrost wartości długu denominowanego w obcych walutach (8,5% długu zostało zaciągnięte w obcej walucie¹¹⁷).

W 1993 r. nastąpił gwałtowny wzrost długu publicznego – jego wielkość w relacji do PKB wzrosła niemal o jedną czwartą i prawie osiągnęła wartość referencyjną 60% PKB. Był to rezultat luźnej polityki fiskalnej, w wyniku której deficyt finansów publicznych sięgnął prawie 7% PKB.

1 stycznia 1994 r. wprowadzony został zakaz bezpośredniego zadłużania się rządu w banku centralnym. W związku z tym, wykorzystując niskie stopy procentowe rząd wyemitował w 1993 r. znacznie więcej papierów dłużnych niż wymagał tego deficyt sektora publicznego, po czym zdeponował nadwyżki w wysokości 5,3% PKB na rachunku w Banku Hiszpanii¹¹⁸. Wpłynęło to istotnie na zwiększenie poziomu długu publicznego.

W kolejnych latach wskaźnik zadłużenia Hiszpanii powoli wzrastał, aż osiągnął najwyższą wartość w 1996 r. (68,1% PKB). Głównym czynnikiem odpowiedzialnym za to był utrzymujący się na wysokim poziomie deficyt finansów publicznych. Wyjście z recesji gospodarczej i wzrost gospodarczy powyżej 2% rocznie w latach 1994-1996 sprawiły, że wpływ wysokiego deficytu na tempo przyrostu długu publicznego w relacji do PKB był mniejszy niż w 1993 r.

¹¹⁷ EMI (1998), s. 116.

¹¹⁸ OECD (1996c), s. 25.

2.2. Lata 1996-1998 – okres bezpośrednio poprzedzający wejście do UGW obniżanie deficytu finansów publicznych i długu publicznego

Druga połowa lat dziewięćdziesiątych to okres kluczowy z punktu widzenia realizacji kryteriów konwergencji, w tym kryterium deficytu fiskalnego. W Hiszpanii początek tego okresu zbiegł się z przedterminowymi wyborami parlamentarnymi, w efekcie których po raz pierwszy od 1982 r. na czele rządu stanął polityk spoza socjalistycznej PSOE¹¹⁹. Wybory wygrała Partia Ludowa zapowiadająca w swoim programie m.in. redukcję deficytu budżetowego, obniżkę podatków i prywatyzację. Program zwycięskiej partii zapowiadał więc wprost dążenie do realizacji kryteriów z Maastricht.

Wskaźnik deficytu finansów publicznych obniżył się w latach 1996-1998 z poziomu 6,6% PKB¹²⁰ w 1995 r. do 3% PKB w 1998¹²¹ r. Deficyt pierwotny na poziomie 1,4% PKB zamienił się w tym okresie w nadwyżkę przekraczającą 1% PKB.

Na to osiągnięcie złożyło się obniżenie deficytu budżetu centralnego o 3,6 punktu procentowego (do 2,2% PKB w 1998 r.) oraz niemal całkowite zrównoważenie budżetów lokalnych (0,3% PKB w 1998 r.) i systemu ubezpieczeń społecznych (0,1% PKB w 1998 r.).

Tabela 4.3. Struktura deficytu finansów publicznych w latach 1991-2002 (w % PKB)

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Budżet centralny	-2,5	-2,3	-6,0	-5,1	-5,7	-3,9	-2,7	-2,2	-1,1	-0,6	Bd	-0,6
Budżety lokalne	-1,6	-1,1	-1,2	-1,0	-0,7	-0,6	-0,3	-0,3	-0,2	-0,1	Bd	-0,4
System ubezpieczeń społecznych	-0,3	-0,1	0,5	-0,2	-0,3	-0,4	-0,2	-0,1	0,2	0,3	Bd	0,8
Saldo całkowite	-4,4	-3,5	-6,7	-6,3	-6,6	-4,9	-3,2	-2,6	-1,1	-0,4	-0,1	-0,2

Źródło: IMF (1998b), IMF (2000c), IMF (2003f).

¹¹⁹ Wybory zostały ogłoszone wskutek nieprzyjęcia przez parlament ustawy budżetowej na 1996 r.

¹²⁰ Według standardu ESA 95.

¹²¹ Dane wg ESA95; wg ESA79 deficyt został obniżony do 2,6% już rok wcześniej, tj. w 1997 r.

Na obniżkę deficytu fiskalnego o blisko 4 punkty procentowe w ciągu trzech lat złożyły się: zmniejszenie wydatków publicznych z 45% PKB w 1995 r. do 41,4% PKB w 1998 r. oraz stabilny poziom dochodów – około 38,4% PKB – w tym samym okresie.

Wskaźniki te w 1998 r. były po Irlandii (odpowiednio wydatki 35,5% PKB i przychody 31,8% PKB) najniższymi wskaźnikami wśród krajów dzisiejszej strefy euro (średnia wynosiła odpowiednio 46,6 i 48,6% PKB).

W latach 1996-1998 wydatki sektora finansów publicznych wzrosły nominalnie o blisko 11%. Przy inflacji średniorocznej na poziomie blisko 2,5% oznaczało to realny wzrost o zaledwie 3%. W tym samym czasie dochody budżetowe wzrosły realnie aż o 12,1% (nominalnie 20,5%), z czego podatki bezpośrednie wzrosły realnie o 12,7% (nominalnie 21,1%), podatki pośrednie 22,6% (nominalnie 31,8%), a składki na ubezpieczenia społeczne 12,6% (nominalnie 21%).

Budżetowe kryterium konwergencji jeszcze rok przed wyznaczonym terminem dalekie było od realizacji, ponieważ w 1996 r. deficyt budżetowy przekraczał 4% PKB. Deficyt finansów publicznych w 1997 r. został jednak znacznie obniżony. Wg standardów ESA79, które zostały zastosowane dla pierwszej grupy państw kandydujących do UGW, wyniósł 2,6% PKB (wg ESA95 przekraczał granicę 3% PKB o 0,2% PKB).

30 maja 1995 r., a więc niespełna 2 lata przed rozpoczęciem się budżetowych okresów referencyjnych Rodrigo de Rato, przyszły minister finansów uznał, że „w przypadku Hiszpanii aspiracje polityczne do członkostwa w UGW i gospodarczą rzeczywistość dzieli przepaść” oraz „fakt, że Hiszpania nie zdołała dotąd spełnić kryteriów konwergencji nie był nieunikniony, a wynikał z niewłaściwej polityki rządu (PSOE – przyp. JK)”¹²².

Kilka miesięcy później, w listopadzie 1995 r. w efekcie utraty większości przez PSOE parlament Hiszpanii – jak wyżej wspomniano – odrzucił projekt ustawy budżetowej na 1996 r. i rozpiął wybory parlamentarne na 3 marca 1996 r.

W związku z odrzuceniem projektu budżetu w 1996 r. realizowano budżet z roku poprzedniego. Oznaczało to zamrożenie wydatków z kilkoma wyjątkami, które wynikały z konieczności respektowania praw nabytych i zwiększonych kosztów obsługi długu publicznego.

¹²² El Pais (1995).

Wybory wygrała Partia Ludowa zdobywając 146 na 350 mandatów pod hasłami: redukcji deficytu budżetowego, obniżki podatków i prywatyzacji. W zwycięstwie wyborczym konserwatystom pomogły także liczne afery korupcyjne, w które uwikłani byli politycy socjalistycznej PSOE. Partia Ludowa utworzyła rząd z mniejszościową partią Convergencia i Unio, która zdobyła 16 mandatów.

Po utworzeniu rządu, na czele, którego stanął Jose Maria Aznar, szybko przystąpiono do realizacji reform, których nadrzędnym celem było przystąpienie Hiszpanii do strefy euro w pierwszym możliwym terminie. Mimo dużej determinacji nowego rządu, jeszcze na początku 1997 r. realizacja kryteriów z Maastricht wydawała się mało prawdopodobna. Świadczy o tym fakt, że 11 stycznia tego roku Jose Maria Aznar i ówczesny premier Włoch Romano Prodi zaproponowali, aby opóźnić utworzenie Unii Gospodarczej i Walutowej o rok¹²³. Wim Duisenberg, wówczas prezes Europejskiego Instytutu Monetarnego, złożył kontrpropozycję, aby w pierwszej fali UGW utworzyło 8 państw, natomiast pozostałe (Hiszpania, Portugalia i Włochy¹²⁴) otrzymałyby promesę, że jeżeli spełnią kryteria konwergencji przystąpią do strefy euro w ciągu 3 lat¹²⁵. Pomysł ten nie podobał się zwłaszcza Francji, dla której trzy kraje, które miałyby pozostać poza UGW były głównymi partnerami handlowymi. 7 kwietnia 1997 r. rząd Hiszpanii odpowiedział strategią: *EMU or bust*, co można przetłumaczyć: „euro albo śmierć”.

W tym samym czasie (kwiecień 1997) nowy rząd przygotował kolejny program konwergencji na okres 1998-2000. Rząd zakładał, iż deficyt budżetowy zostanie ograniczony do 1,6% PKB, a dług publiczny do 65,3% PKB w 2000¹²⁶ r. Wydatki publiczne miały spaść o blisko 2% PKB w tym samym czasie, co oznaczało pozostawienie ich na niezmiennym poziomie w ujęciu realnym. Program opierał się na założeniu 3,2% średniorocznego wzrostu gospodarczego, które – tym razem – okazało się realne. Oszczędności rząd zamierzał uzyskać głównie poprzez reformy rynku pracy, ubezpieczeń społecznych i służby zdrowia, o których mowa poniżej.

¹²³ Barber (1997a).

¹²⁴ O Grecji w ogóle nie było mowy.

¹²⁵ Barber (1997a).

¹²⁶ OECD (1998c), s. 52-53.

Już pod koniec maja 1997 r. prognozy Komisji Europejskiej zauważyły gwałtowny postęp w obniżaniu deficytu przez Hiszpanię i Portugalię¹²⁷. Jednocześnie narastało przekonanie, że przesunięcie daty utworzenia UGW byłoby poważnym błędem – Peter Sutherland, były członek Komisji Europejskiej, dyrektor¹²⁸ Goldman Sachs stwierdził w „The Economist”: „przyszłość Unii Europejskiej zależy teraz od euro”¹²⁹.

Kilka miesięcy później postęp Hiszpanii był jeszcze bardziej widoczny – wydany w listopadzie 1997 r. raport Artura Andersena i Instytutu Studiów Ekonomicznych z Madrytu¹³⁰ stwierdzał, że gdyby nie było Traktatu z Maastricht należałoby go wymyślić, aby osiągnąć równie ambitne i pozytywne cele.

W tym samym czasie Carlos Espinosa de los Monteros, szef Związku Pracodawców Hiszpanii (National Association of Businessmen) stwierdził: „Maastricht zmusiło polityków do zaakceptowania dyscypliny w wydatkach, do jakiej nie byli przyzwyczajeni. To bardzo dobra rzecz dla takiego kraju jak Hiszpania, gdzie politycy są przyzwyczajeni do działań na krótką metę”¹³¹.

Badania Eurobarometru¹³² wskazują, że w latach 1996-1998 poparcie społeczeństwa hiszpańskiego dla euro (początkowo – dla wprowadzenia euro) utrzymywało się na jednym z najwyższych w UE poziomach. Od 58% do 75% Hiszpanów uważało się za zwolenników wspólnej waluty, a od 13% do 23% za jej przeciwników.

W pierwszej części okresu referencyjnego (początek 1996 r. – początek 1997 r.) odsetek zwolenników euro zmniejszył się z 62% do 58%, a odsetek przeciwników wzrósł z 15% do 23%. Wyniki badań Eurobarometru z wiosny 1997 r. są historycznie najmniej korzystne dla wspólnej waluty¹³³. Od tej chwili tendencja odwróciła się: pod koniec 1998 r. już 75% Hiszpanów było „za” wspólną walutą, a tylko 13% „przeciw”. Należy podkreślić, że wzrost poparcia dla euro następował równolegle z istotnym ograniczeniem deficytu fiskalnego: wydatki jako odsetek PKB zmniejszyły się w 1997 r. o 1,9 punktu procentowego w porównaniu z rokiem poprzednim.

¹²⁷ Barber (1997b).

¹²⁸ Chairman.

¹²⁹ The Economist (1997a).

¹³⁰ Arthur Andersen i IEE (1997).

¹³¹ Wallace (1997).

¹³² Standard Eurobarometer: 45-58.

¹³³ Uwzględniono wyniki badań od początku ich przeprowadzania, czyli od 1996 r. do końca 2002 r.

Główne determinanty zmiany poziomu dochodów podatkowych

W latach 1995-1998 dochody podatkowe w Hiszpanii jako odsetek PKB utrzymywały się na poziomie 38%-38,8%. W tym okresie istotnie – o 22,6% w ujęciu realnym – wzrosły wpływy z podatków pośrednich (z 10,2% do 11,1% PKB). Było to spowodowane wzrostem aktywności gospodarczej i systematycznym podnoszeniem począwszy od 1994 r. stawek podatku akcyzowego¹³⁴.

W latach 1995-1998 tempo wzrostu gospodarczego wynosiło średnio 3,5% PKB, podczas gdy w latach 1990-1995 zaledwie 1,9%. Wzrost gospodarczy wyjaśnia zatem nieco mniej niż połowę wzrostu wpływów z podatków pośrednich w tym okresie.

W 1998 r. spadły nieco (o 0,3 punktu procentowego w porównaniu z rokiem poprzednim) wpływy z podatków bezpośrednich w relacji do PKB, co było rezultatem głównie reformy podatku PIT. Przed reformą istniało 10 progów podatkowych od 20 do 56%, natomiast po reformie zarówno liczba progów, jaki i ich rozpiętość zmniejszyły się. Obowiązywało 6 progów od 18 do 48%. Reforma spowodowała uproszczenie systemu podatkowego¹³⁵. W ujęciu nominalnym podatki bezpośrednie wzrosły o ponad 20%. Realnie wzrost ten wyniósł niecałe 13% i był wolniejszy od realnego tempa wzrostu gospodarczego.

W czerwcu 1996 r. wprowadzono dodatkowe – uzupełniające reformę CIT z 1995 r. – rozwiązania zwiększające neutralność systemu podatkowego wobec instrumentów finansowych¹³⁶.

Stawka podatku CIT od pierwszych 15 mln ESP zysku małych i średnich przedsiębiorstw została w 1997 r. zmniejszona z 35 do 30%¹³⁷.

Wysoka aktywność gospodarcza oraz rosnące zatrudnienie w latach 1996-1998 pozwoliło na utrzymanie realnego wzrostu wpływów ze składek na ubezpieczenia społeczne na zbliżonym poziomie do tempa wzrostu gospodarczego. Nominalnie składki zwiększyły się o 21%, w ujęciu realnym było to 12,6%. Rosnące zatrudnienie było skutkiem reform rynku pracy, które są omówione niżej.

¹³⁴ Banco de Espana (1996), s. 71.

¹³⁵ OECD (2000c), s. 103.

¹³⁶ OECD (2000c) s. 99.

¹³⁷ OECD (2000c), s. 99.

Główne determinanty zmiany poziomu wydatków budżetowych

W latach 1995-1998 wydatki budżetowe w Hiszpanii wyrażone jako odsetek PKB zmniejszyły się z 45% w 1995 r. do 41,4% PKB w 1998 r.

Reformy rynku pracy i ich efekty w Hiszpanii w latach 1994-1998

Transfery socjalne zmniejszyły się odpowiednio z 13,9% do 12,8% PKB. Był to głównie rezultat szybkiego spadku bezrobocia z 18,4% w 1994 r. do 15% w 1998 r. Spadek bezrobocia był jednym ze skutków dwukrotnie przeprowadzonej reformy rynku pracy – w latach 1994 i 1997.

Na początku lat dziewięćdziesiątych Hiszpania należała do krajów o najszywniejszych przepisach rynku pracy. OECD (2002) uznała, iż w sześciostopniowej skali sztywności przepisów regulujących elastyczność zatrudnienia na czas nieokreślony pod koniec lat osiemdziesiątych Hiszpania osiągnęła poziom 3,9 – najwyższy po Portugalii (4,8). Jest to średnia arytmetyczna trzech ocen dotyczących przepisów regulujących rynek pracy¹³⁸ obejmujących:

- skomplikowane procedury administracyjne obowiązujące przy zwalnianiu pracowników – ocena 4,8;
- wysokie wymagania obowiązujące pracodawcę w trakcie zwalniania pracownika oraz wypłacania odpraw (długi okres wypowiedzenia, wysokość odpraw) – ocena 3,1;
- stopień trudności w zwalnianiu pracowników (szeroki zakres definicji bezpodstawnego zwolnienia, duża przewaga werdyktów sądowych korzystnych dla pracowników pozywających do sądu pracodawcę za nieuzasadnione zwolnienie nad werdyktami na korzyść pracodawców) – ocena 3,8;

Elastyczność zatrudnienia na czas określony w Hiszpanii pod koniec lat osiemdziesiątych została nieco lepiej oceniona – 3,5 (średnia UE-14¹³⁹ wyniosła 3,0).

¹³⁸ Metodologia obliczania wskaźnika OECD dot. sztywności przepisów regulujących rynek pracy - patrz Grubb i Wells (1993).

¹³⁹ Kraje dzisiejszej UE bez Luksemburga.

Dodatkowym usztywnieniem rynku pracy w Hiszpanii były zbiorowe negocjacje płacowe. Dwie cechy charakterystyczne decydowały o ich znaczeniu. Po pierwsze obejmowały one w 1990 r. 86% wszystkich umów o pracę, mimo iż zaledwie 15% pracowników należało do związków zawodowych. Oznacza to, iż władze związków zawodowych reprezentujące jedną siódmą pracowników miały wpływ na wysokość wynagrodzeń praktycznie w całej gospodarce. Po drugie, związki zawodowe były bardzo aktywne w organizowaniu strajków – na przełomie lat 70. i 80. Hiszpania przodowała w europejskich rankingach dni straconych wskutek strajków, np. w 1988 r. stracono w ten sposób 7 mln „dniówek”¹⁴⁰. W ten sposób skupione w wielkich zakładach przemysłowych związki zawodowe uzyskiwały zdolność do narzucania rządzącym swoich wymagań w zakresie wzrostu realnych wynagrodzeń, które – niezależnie od innych uwarunkowań ekonomicznych – były przenoszone praktycznie na całą gospodarkę, także na jej prywatną część.

Rząd gwarantował bezrobotnym wysokie zasiłki. Stanowiły one około 70% przeciętnej płacy brutto podczas pierwszych sześciu miesięcy pobierania zasiłku oraz 60% w kolejnych miesiącach (maksymalny okres świadczenia zasiłków dla bezrobotnych wynosił 24 miesiące dla osób, które w ciągu ostatnich 12 lat płaciły składki na ubezpieczenie społeczne przez minimum 6 lat). W rzeczywistości zasiłki były jeszcze wyższe. Do końca 1993 r. zasiłki dla bezrobotnych były bowiem zwolnione z opodatkowania, w wyniku czego mogły się nawet równać płacy netto¹⁴¹.

Konsekwencją owych przepisów była niska elastyczność płac oraz wzrastające bezrobocie, które w 1994 r. przekroczyło 18%.

Elmeskov i MacFarlan (1993) analizując 23 kraje OECD wykazali, iż Hiszpania charakteryzowała się najniższą elastycznością płac względem stopy bezrobocia. Na początku lat dziewięćdziesiątych płace brutto rosły w Hiszpanii około 10% rocznie w ujęciu nominalnym, co przy niskiej dynamice produktywności wpływało na wzrost jednostkowych kosztów pracy.

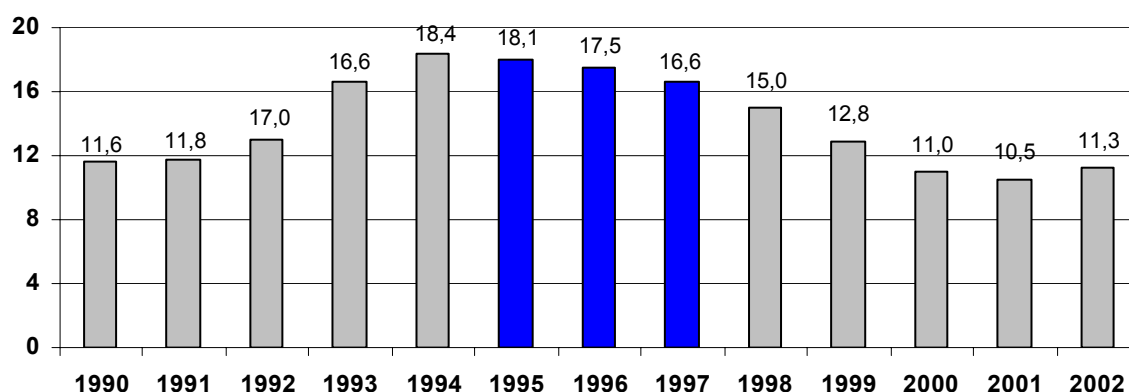
Do rekordowego poziomu bezrobocia przyczyniła się rosnąca podaż pracy: w okresie 1980-1994 pojawiło się zaledwie 170 tysięcy nowych miejsc pracy – zatrudnienie wzrosło o zaledwie 1,5%, podczas gdy zasoby siły roboczej wzrosły z 13,04 mln do 15,47 mln osób,

¹⁴⁰ IMF (1995c).

¹⁴¹ OECD (1994c), s. 76.

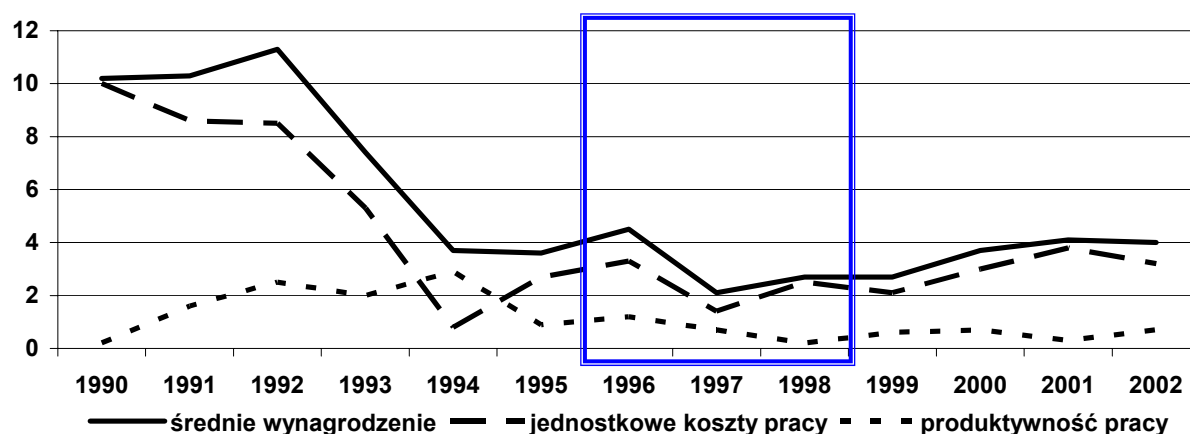
czyli o 18,6%¹⁴². Rekordowo wysoki poziom bezrobocia w 1994 r. skłonił władze Hiszpanii do przeprowadzenia reformy rynku pracy, która była od lat postulowana przez wielu ekonomistów¹⁴³. Zmiany zmierzały do uelastycznienia prawa pracy, obniżenia pozapłacowych kosztów zatrudnienia, zwiększenia motywacji bezrobotnych do poszukiwania pracy. Pierwsza reforma została przeprowadzona w 1994 r., kolejna w 1997 r., a ostatnia w 2001 r.

Wykres 4.5. Stopa bezrobocia w Hiszpanii w latach 1990-2002 (w %)



Źródło: OECD (2003), Eurostat.

Wykres 4.6. Wskaźniki rynku pracy w Hiszpanii (w %)



Źródło: European Commission (2003b).

¹⁴² Obliczenia własne na podstawie Franks (1994) i IMF (1999c).

¹⁴³ Np. Franks (1994), Canonero (1995).

Najważniejsze elementy reforma rynku pracy wprowadzonej w maju 1994¹⁴⁴ r. były następujące¹⁴⁵:

- Skrócony został czas niezbędny dla przeprowadzania zwolnień grupowych z 75 do 45 dni.
- Rozszerzono listę przyczyn pozwalających na dokonanie zwolnień grupowych o przyczyny organizacyjne oraz produkcyjne.
- Obniżono składkę ubezpieczeń społecznych odprowadzanych przez pracodawców zatrudniających absolwentów szkół wchodzących na rynek pracy na okres określony od 6 do 36 miesięcy – obniżka dotyczyła 40-60% składki płaconej przez pracodawcę. Taka forma zatrudnienia mogła dotyczyć do 10% pracowników firmy. W zamian pracodawca zobowiązywał się 15% czasu pracy przeznaczać na wyszkolenie młodego pracownika.
- Płaca minimalna dla absolwentów szkół wchodzących na rynek pracy została obniżona do 60% i 75% normalnego jej poziomu odpowiednio w pierwszym i drugim roku zatrudnienia.
- Zniesiono ograniczenie liczby godzin pracy w ciągu jednego dnia i tygodnia, które stanowiły, iż każda godzina pracy powyżej dziewiętej dziennie i czterdziestej w ciągu tygodnia musiała być wynagradzana w wysokości 175% normalnej stawki. Nadgodziny miały być wynagradzane wg normalnej stawki.
- Zasiłki dla bezrobotnych zostały opodatkowane, a ich beneficjenci zostali objęci obowiązkiem odprowadzania składek na ubezpieczenia społeczne.
- Płace wynegocjowane na szczeblu krajowym zaczęły podlegać renegocjacjom na szczeblu regionalnym oraz w poszczególnych przedsiębiorstwach.

Druga reforma rynku pracy z 1997 r. polegała na wprowadzeniu następujących zmian¹⁴⁶:

- wprowadzono nowe warunki umów o pracę na czas nieokreślony dla osób najbardziej narażonych na bezrobocie, tj. młodzieży, osób bezrobotnych przez długi okres, osób powyżej 45 roku życia, osób zatrudnionych na czas określony, jeśli ich kontrakt miałby zostać przedłużony na czas nieokreślony w ciągu roku od wejścia w życie nowych przepisów. W kontraktach tych obniżone zostały koszty nieuzasadnionych zwolnień. Odprawy obniżono z równowartości wynagrodzenia za 45 do 33 dni pracy na rok pracy, natomiast górna granica odprawy obniżona została z równowartości wynagrodzenia za 42 miesiące pracy do 24 miesięcy. Jednocześnie w ciągu pierwszych dwóch lat pracy

¹⁴⁴ Ze względu na fakt, że skutki reformy ujawniły się okresie referencyjnym prezentuję ją w tym miejscu, mimo iż została przeprowadzona w 1994 r.

¹⁴⁵ OECD (1996c), s. 64-68.

¹⁴⁶ OECD (1998c), s. 62-66.

pracowników zatrudnionych na podstawie nowego rodzaju umowy o pracę pracodawcy mogli płacić składki na ubezpieczenia społeczne obniżoną o 20-60%.

- dopuszczono przeprowadzanie zwolnień grupowych w sytuacji trudności finansowych przedsiębiorstwa.

Uelastycznienie przepisów rynku pracy było łatwiejsze do przeprowadzenia dzięki dobrej współpracy rządu Jose Marii Aznara z dwoma największymi związkami zawodowymi. Rząd Partii Ludowej w przeciwieństwie do wcześniej rządzącej partii socjalistycznej PSOE potrafił dojść do porozumienia ze związkami zawodowymi i wraz z ich poparciem przeprowadzić reformy rynku pracy oraz systemu ubezpieczeń społecznych¹⁴⁷.

Reformy rynku pracy w Hiszpanii przyczyniły się do wzrostu elastyczności płac oraz spadku bezrobocia¹⁴⁸. Miernik sztywności przepisów regulujących zatrudnienie na czas nieokreślony sporządzana przez OECD obniżył się z 3,9 pod koniec lat osiemdziesiątych do 2,6 pod koniec lat dziewięćdziesiątych. Był to znaczący krok w kierunku uelastycznienia prawa pracy, jednak ocena ta nadal pozostaje jedną z najwyższych w krajach OECD. Na jej poprawę wpłynęły lepsze oceny składowe:

- poziom skomplikowania procedur administracyjnych przy zwalnianiu pracowników – ocena 2,0 (poprawa z 4,8);
- wysokie wymagania obowiązujące pracodawcę w trakcie zwalniania pracownika oraz wypłacania odpraw (długi okres wypowiedzenia, wysokość odpraw) – ocena 2,6 (poprawa z 3,1);
- stopień trudności w zwalnianiu pracowników (szeroki zakres definicji bezpodstawnego zwolnienia, duża przewaga werdyktów sądowych korzystnych dla pracowników pozywających do sądu pracodawcę za nieuzasadnione zwolnienie nad werdyktami na korzyść pracodawców) – ocena 3,3 (poprawa z 3,8)¹⁴⁹.

Od 1994 r., kiedy przeprowadzona została pierwsza reforma rynku pracy, stopa bezrobocia została obniżona o 7,4 punktu procentowego i w 2000 roku wyniosła 11%. W tym samym

¹⁴⁷ EIU (1997c), s. 15.

¹⁴⁸ OECD (2001c), s. 56-57.

¹⁴⁹ OECD (2002c).

czasie podaż pracy wzrosła o 8,9%, a zatrudnienie aż o 23,4% (z 11,73 mln w 1994 r. do 14,47 mln w 2000 r.)¹⁵⁰.

Istnieje bardzo szeroka literatura pokazująca dodatnią zależność pomiędzy usztywnieniami rynku pracy a poziomem bezrobocia. Obszerne badania zawiera *Employment Outlook* OECD (1994) i (1999). Do podobnych wniosków doszedł Nickell (1997) oraz Blanchard i Wolfers (1999) w badaniach empirycznych krajów europejskich. Już pod koniec lat sześćdziesiątych Akerlof (1969) zauważył, że brak elastyczności płac prowadzi do zwiększonego bezrobocia głównie u osób o niskich kwalifikacjach. Bertola, Blau i Kahn (2001) porównali rynki pracy w Unii Europejskiej i Stanach Zjednoczonych w latach 1960-1996 w celu uzyskania odpowiedzi na pytanie dlaczego USA w przeciwieństwie do krajów Europy Zachodniej udało się istotnie zwiększyć zatrudnienie i trwale ograniczyć bezrobocie w tym okresie. Doszli do wniosku, że wynika to z bardziej elastycznych przepisów w zakresie rynku pracy w Stanach Zjednoczonych.

Reforma systemu ubezpieczeń społecznych

W latach osiemdziesiątych ubezpieczenia emerytalne były powodem ciągłych napięć pomiędzy rządem a związkami zawodowymi. W celu uniknięcia podobnych problemów w przyszłości w 1994 r. parlament utworzył komisję złożoną z przedstawicieli wszystkich sił politycznych. Celem grupy było przygotowanie założeń przyszłej reformy emerytalnej. Efekty pracy komisji, która została zakończona w marcu 1995 r., nazwano Paktem z Toledo.

Celem reformy było zredukowanie obciążeń finansowych systemu ubezpieczeń społecznych i uczynienie go bardziej sprawiedliwym (*equitable*). Najważniejsza zmiana, dzięki której udało się uzyskać oszczędności polegała na wydłużeniu okresu, na podstawie którego ustalano wysokość przyszłej emerytury z 8 do 15 lat. Po drugie „wyrównano w górę” wysokość zróżnicowanych dotychczas składek emerytalnych tak, że składka dotychczas najwyższa stała się jedyną obowiązującą, co oznaczało również wzrost kosztów pracy. Po trzecie zredukowano wysokość przyznawanych z góry (*front loaded*) zakumulowanych pakietów emerytalnych, które stwarzały zachęty do wcześniejszego przechodzenia na emeryturę wynikające z faktu, że wysokość przyszłej emerytury zmniejszała się wraz z długością stażu pracy.

¹⁵⁰ Obliczenia własne na podstawie Banco de Espana (January 1994) – (December 2000).

Skutkiem reformy był spadek wysokości przeciętnego świadczenia emerytalnego o 5% (w porównaniu z kontrfaktycznym wariantem nie wprowadzania zmian)¹⁵¹. Deficyt systemu ubezpieczeń społecznych zmalał w latach 1996-1998 z 0,3% PKB do 0,1% PKB. Pozytywne skutki reformy – co jest typowe dla zmian w systemie emerytalnym – ujawniały się w dłuższym okresie czasu: w 2000 r. system ubezpieczeń społecznych generował już nadwyżkę w wysokości 0,3% PKB.

Reformy służby zdrowia

Wprowadzanie zmian w służbie zdrowia rozpoczęto jeszcze w 1994 r. Reforma służby zdrowia skupiła się na trzech aspektach¹⁵²:

- (1) Zmianie sposobu przekazywania funduszy ze szczebla centralnego na szczebel regionalny.

Do 1994 r. corocznie rząd centralny prowadził negocjacje z każdym z rządów regionalnych, aby określić wysokość środków, która zostanie przekazana w formie dotacji na ochronę zdrowia. Nowy system wprowadzał z góry określoną wysokość transferów, która była zależna od liczby osób zamieszkujących dany region. W 1998 r. dodatkowo wprowadzono zasadę, że wszelkie oszczędności wygenerowane w systemie ochrony zdrowia nie będą zwracane do budżetu centralnego, lecz pozostaną „u źródła”.

- (2) Zwiększanie samodzielności i efektywności podmiotów świadczących usługi ochrony zdrowia.

W 1995 r. wprowadzono system przetargowy, którego celem było wyłonienie najbardziej efektywnych podmiotów świadczących usługi zdrowotne (szpitale i inne jednostki). Podmioty te zobowiązane były dostarczyć w danym roku w zamian za środki finansowe z budżetu centralnego ustalony wcześniej pakiet usług zdrowotnych.

¹⁵¹ OECD (1998c).

¹⁵² IMF (1999c).

W 1998 r. wprowadzono możliwość przekształcania szpitali w niepubliczne „fundacje zdrowia publicznego” (*public health foundations*), którym przyznano znacznie większą samodzielność niż szpitalom publicznym. Kierujących „fundacjami” zatrudniano na podstawie kontraktów menadżerskich.

(3) Kontrola cen leków refundowanych.

Jeszcze w latach 1993-1994 o połowę zmniejszono listę leków refundowanych. Operację tę powtórzono w 1998 r. W efekcie z początkowego poziomu około 3300 leków na liście pozostało ich 834. Zmniejszono także administracyjnie ustalaną marżę zysku ze sprzedaży leków.

Dzięki reformie w latach 1994-1997 wydatki publiczne na służbę zdrowia jako odsetek PKB utrzymywały się na stałym poziomie: 5,7% PKB. Całkowite wydatki (łącznie z prywatnymi) wyniosły w 1997 r. 7,4% PKB – wydatki publiczne stanowiły 78% całkowitych¹⁵³.

Reformy sfery budżetowej

W latach 1995-1998 ograniczono tempo wzrostu płac w sferze budżetowej oraz ograniczano wielkość zatrudnienia w tym sektorze: nadal stosowano zasadę, aby w miejsce czterech odchodzących pracowników zatrudniać jednego.

W latach 1995-1998 fundusz płac w sferze budżetowej wzrósł realnie o 6,4% (nominalnie o 14,3%). W rezultacie płace sfery budżetowej w 1998 r. stanowiły 10,7% PKB, tj. o 0,6% PKB mniej niż w 1995 r.

Reformy rynku produktów

Łącznie z programem prywatyzacji rząd przeprowadził reformy strukturalne niektórych sektorów: telekomunikacji, sektora energetycznego i gazowego – które w skrócie zostały opisane poniżej – oraz kolei, poczty, górnictwa, przemysłu stoczniowego i hutnictwa. Głównym celem reform było zwiększenie konkurencji. Reformy polegały na redukcji

¹⁵³ IMF (1999c).

zatrudnienia, dostosowywaniu wysokości płac do efektywności, liberalizacji rynków, a przede wszystkim na wydzielaniu części przedsiębiorstw i ich prywatyzacji w części lub w całości¹⁵⁴. Liberalizacja usług telekomunikacyjnych, były do pewnego stopnia dostosowywaniem do wymagań Unii Europejskiej. Często jednak szły znacznie dalej.

W 1997 r. sprywatyzowano Telefonicę, państwowego monopolistę na rynku telekomunikacyjnym, największą wówczas firmę w Hiszpanii i – dzięki inwestycjom w Ameryce Południowej – jedną z największych firm telekomunikacyjnych na świecie. Sprzedaż ostatniej transzy (21%) akcji Telefonica za ponad 4 miliardy USD (600 miliardów peset) była największą operacją na rynku finansowym w Hiszpanii. Po jej przeprowadzeniu rząd pozostał właścicielem zaledwie 0,11% akcji, jednak zapisy w umowie prywatyzacyjnej pozwoliły mu zachowanie prawa autoryzacji lub zablokowania decyzji o charakterze strategicznym dla firmy (tzw. złota akcja).

Równocześnie, powołano do życia urząd regulacyjny (Comision del Mercado de las Telecomunicaciones). Zadaniem regulatora było stopniowe umożliwianie dostępu do poszczególnych elementów rynku nowym operatorom. Dotyczyło to również elementów rynku telekomunikacyjnego związanych z nowymi technologiami: internetem i telewizją kablową. Zaplanowany na 5 lat proces, który miał doprowadzić do pełnej liberalizacji rozpoczął się 1 stycznia 1998 r.

Sektor elektroenergetyczny ma znacznie bardziej skomplikowaną strukturę. W 1996 r. sieć energetyczna była utrzymywana przez Red Electrica de Espana (REE), firmę państwową, która formalnie była niezależna od producentów energii. Największy producent energii – posiadająca 31% udział w rynku – firma Endesa była w 2/3 własnością państwa. Drugi i trzeci według udziału w rynku to firmy prywatne: Iberdrola i Hidrocanabrico produkujące odpowiednio 27% i blisko 6% energii, głównie hydroenergii, w Hiszpanii. Około 9% energii wytwarzały mniejsze firmy państwowe.

Zmiany w sektorze elektroenergetycznym rozpoczęły się w grudniu 1994 r. Celem przyjętej wówczas ustawy¹⁵⁵ było „(...) zwiększenie dynamiki sektora przy użyciu bardziej efektywnych zasad konkurencji”. Ustawa ta ułatwiała bezpośrednią sprzedaż energii przez

¹⁵⁴ IMF (1997b).

¹⁵⁵ Ley de Reordination del Sektor Electrico.

producentów do większych konsumentów. Rok później powołano do życia agencję regulacyjną Comision del Sistema Electrico (CSEN). W grudniu rząd i najwięksi producenci energii podpisali porozumienie¹⁵⁶, w którym ustalono ścieżkę, która miała prowadzić do pełnej liberalizacji rynku.

W porozumieniu ustalono mechanizm ustalania cen, który w krótkim okresie miał umożliwić producentom pokrycie kosztów stałych, a w dłuższym – dziesięcioletnim okresie miał doprowadzić do pełnej liberalizacji rynku. Producenci uzyskali możliwość obciążenia konsumentów w ciągu ustalonego dziesięcioletniego okresu „kosztami brzegowymi” (*stranded costs*) w wysokości odpowiadającej 10% ich przewidywanych przychodów (2,7% PKB Hiszpanii z 1996 r.), które miały być wliczane do ceny sprzedaży. Pula „kosztów brzegowych” została rozdzielona pomiędzy producentów energii: 80% od razu, a pozostałe 20% w rocznych ratach w zależności od sytuacji finansowej producentów w ciągu całego okresu.

Rynek elektroenergetyczny podzielono na 4 niezależne obszary: produkcja, przesył energii, dystrybucja i sprzedaż. Istniejące firmy zostały zobowiązane do podzielenia się na niezależne jednostki tak, aby żadna z nich nie należała do więcej niż jednego sektora.

Sektor gazowy w 1996 r. był de facto monopolem: produkcję zdominowały duże państwowe firmy, a maksymalne ceny były ustalane przez Ministerstwo Energii. Dystrybucją zajmowała się również państwowy Gas Natural, operator sieci. W teorii dostęp do sieci był wolny, a w praktyce jedynym dystrybutorem był Gas Natural.

Reformy polegały głównie na sprzedaży pakietów większościowych głównych producentów gazu oraz Gas Natural. W 1996 r. ustanowiono autentyczny równy dostęp do sieci dystrybucji gazu dla licencjonowanych operatorów, Regulatorem rynku zostało Ministerstwo Energii.

Wpływy z prywatyzacji w omawianym okresie istotnie się zwiększyły, przyczyniając się do obniżenia relacji długu publicznego do PKB. W okresie 1993-1995 średnio wynosiły one 0,5% PKB rocznie, a w latach 1996-1998 1,6% PKB rocznie. Było to efektem uruchomionego w czerwcu 1996 r. programu restrukturyzacji przedsiębiorstw państwowych¹⁵⁷. Program

¹⁵⁶ Protocolo electrico.

¹⁵⁷ Tzw. Program Modernizacji.

zakładał prywatyzację wszystkich przedsiębiorstw państwowych do 2001 r.¹⁵⁸. Jednocześnie – w momencie uruchomienia programu – ograniczono wzrost płac w przedsiębiorstwach państwowych, co w przypadku przedsiębiorstw nieprzynoszących zysku oznaczało zamrożenie płac.

Jeronimo, Pagan i Soydemir¹⁵⁹ wykorzystując dane dotyczące wpływów z prywatyzacji i wysokości deficytu budżetowego dla 22 krajów OECD z okresu 1990-1997 stwierdzili, że w przypadku czterech krajów: Hiszpanii, Portugalii, Grecji i Włoch istnieje zależność: im większe wpływy z prywatyzacji tym mniejszy deficyt fiskalny. Podobnego związku nie zaobserwowano dla pozostałych krajów.

Niższe koszty obsługi długu publicznego

W latach 1995-1998 nastąpił spadek wydatków na odsetki związane z obsługą długu publicznego – z 5,2% PKB w 1995 r. do 4,3% PKB w 1998 r. Był to rezultat obniżającej się stopy procentowej – długookresowa stopa procentowa spadła z powyżej 10% do poziomu nie przekraczającego 5% – oraz malejącej wielkości długu publicznego w relacji do PKB, który jeszcze w 1996 r. przekraczał 68% PKB, a w 1998 r. wynosił mniej niż 65% PKB. Nominalny spadek kosztów obsługi zadłużenia w latach 1996-98 wyniósł 1,4%, natomiast realny ponad 8%.

Decentralizacja finansów publicznych

Dochody jednostek samorządów regionalnych w Hiszpanii w 1994 r., wynoszące 10,2% PKB w większości były transferami z budżetu centralnego. Największy udział w dochodach miały:

- subwencje celowe na służbę zdrowia (28%);
- subwencje na zadania własne stanowiące udział w ogólnych dochodach podatkowych budżetu centralnego, zależne głównie od liczby ludności i powierzchni danego regionu (27,4%);
- podatki pobierane przez władze regionalne, lecz ustalane przez władze centralne (23,6%), głównie podatki majątkowe i opłaty¹⁶⁰.

¹⁵⁸ Z wyjątkiem górnictwa, kolei, telewizji i poczty.

¹⁵⁹ Jeronimo, Pagan, Soydemir (2000), s. 321.

¹⁶⁰ IMF (1997b).

W 1994 r. wprowadzono zmiany w zakresie subwencji na zadania własne – samorządy regionalne zatrzymywały 15% całkowitych wpływów z podatku dochodowego od osób fizycznych, zatrzymując jednocześnie odpowiednio zmniejszoną subwencję stanowiącą udział w ogólnych dochodach podatkowych.

Od 1997 r. samorządy mogły w określonych granicach dokonywać zmian w wielkości ulg oraz stawek podatkowych. W rok później udział samorządów w PIT zwiększono do 30%, w zamian za to samorządy przejęły zadania państwa związane ze szkolnictwem.

Samorządy regionalne były w pełni zaangażowane w obniżanie deficytu finansów publicznych związanego z wypełnianiem kryteriów konwergencji. Program Zbieżności z 1994 r. ustalał limity deficytu i długu dla każdego z regionów – były to tzw. Ścieżki Konsolidacji Fiskalnej, o których mowa była wyżej. Limity zostały zaaprobowane w każdym przypadku przez obie strony i były monitorowane przez grupę złożoną z przedstawicieli samorządów regionalnych i rządu centralnego. Zaciągnięcie zobowiązań przez samorząd regionalny wymagało zgody rządu centralnego.

Program Zbieżności przyjęty w 1994 r. zakładał obniżenie deficytu finansów publicznych w latach 1994-1997 o 3,7% PKB, z czego 0,7% PKB przypadało na samorządy lokalne. W przypadku samorządów cel ten został zrealizowany w 100%, a wynik budżetu centralnego – z powodu nieco wyższego niż zakładano tempa wzrostu gospodarczego – okazał się nawet lepszy od wyznaczonego celu.

Do obniżenia deficytu finansów publicznych w Hiszpanii w latach 1996-1998 przyczyniły się cięcia wydatków kapitałowych – wydatki brutto na środki trwałe w 1998 r. wynosiły 4,8% PKB, tj. o 1% PKB mniej niż w 1995 r.

Dwa lata bezpośrednio poprzedzające wejście Hiszpanii do strefy euro były zarazem pierwszymi latami, kiedy udało się obniżyć relację długu publicznego do PKB. Główną przyczyną było zacieśnienie polityki fiskalnej. Dzięki obniżce stóp procentowych zmniejszyły się płatności odsetkowe z 5,3% PKB w 1996 r. do 4,3% PKB w 1998 r. Osiągnięta została nadwyżka w bilansie pierwotnym w wysokości 1,2-1,6% PKB.

Ważnym czynnikiem wpływającym na obniżenie wielkości długu publicznego w relacji do PKB był szybki wzrost gospodarczy, który w latach 1997 i 1998 wyniósł odpowiednio 3,9% i 4,3%.

Poniższa tabelka ilustruje coroczne zmiany zagregowanych przychodów i wydatków sektora finansów publicznych w Hiszpanii w latach 1996-2000.

Tabela 4.4. Dynamika przychodów i wydatków sektora finansów publicznych w latach 1995-2002

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	1995-1998	
	<i>Nominalna zmiana (w %)</i>							<i>zmiana w %</i>	
								<i>nominalna</i>	<i>realna</i>
Przychody bieżące	7,3	7,0	6,9	8,7	8,5	7,2	7,9	22,7	14,2
Podatki bezpośrednie	7,3	8,5	4,0	7,6	10,4	6,6	11,3	21,1	12,7
Podatki pośrednie	6,4	9,4	13,2	12,4	8,2	4,1	9,2	31,8	22,6
Składki na ubezpieczenia społeczne	7,6	5,9	6,2	7,6	9,7	8,9	6,2	21,0	12,6
Inne przychody bieżące	8,6	1,0	0,8	4,6	-0,2	12,5	0,6	10,6	2,9
Przychody kapitałowe	-0,2	-31,8	-50,0	53,3	-69,6	100,0	-57,1	-66,0	-68,3
Wydatki bieżące	5,6	2,4	4,8	3,9	7,3	5,3	7,1	13,3	5,4
Wydatki konsumpcyjne	5,4	4,0	6,4	7,0	8,8	6,3	7,0	16,6	8,5
w tym wydatki na wynagrodzenia	5,8	2,8	5,1	5,9	6,5	6,1	5,2	14,3	6,4
Subsydia	2,1	-7,0	35,4	11,7	7,1	-0,5	7,4	28,6	19,6
Płatności	8,3	-5,3	-3,9	-11,6	0,1	1,4	-2,5	-1,4	-8,3

odsetkowe									
Transfery socjalne	6,3	3,8	7,2	8,9	4,2	10,6	7,0	18,3	10,1
Wydatki kapitałowe	-16,5	-1,9	14,3	5,4	0,8	9,4	9,0	-6,4	-12,9
Wydatki bieżące bez płatności odsetkowych	5,1	3,6	6,0	5,9	8,2	5,7	8,1	15,4	7,4

Źródło: European Commission (2003a) oraz obliczenia własne na podstawie European Commission (2003a). Dynamika realna deflowana wskaźnikiem HIPC (Eurostat).

Podsumowanie

Kryteria fiskalne z Maastricht sformułowane są jako udział deficytu fiskalnego i poziomu długu publicznego w relacji do PKB. Dlatego najbardziej właściwe wydaje wyjaśnianie sposobu realizacji tych wskaźników w relacji do PKB a więc z pominięciem wzrostu gospodarczego. Tempo wzrostu gospodarczego – co pokazano wyżej – ma jednak wpływ na tempo wzrostu wydatków i przychodów budżetu, od czego z kolei zależy realizacja kryteriów fiskalnych z Maastricht.

Przy pominięciu wzrostu gospodarczego obniżkę deficytu finansów publicznych w latach 1996-1998 o 3,6% PKB (z 6,6% PKB w 1995 r. do 3% PKB w 1998 r.) można wytłumaczyć w 100% zmniejszeniem wydatków publicznych.

Obniżenie transferów socjalnych z 13,9% PKB w 1995 r. do 12,8% PKB w 1998 r. było możliwe dzięki:

- dwukrotnej reformie rynku pracy, co przyczyniło się do obniżenia bezrobocia;
- reformie systemu ubezpieczeń społecznych.

Na zmniejszenie płatności odsetkowych z 5,2% PKB w 1995 r. do 4,3% PKB w 1998 r. wpływ miały malejące długookresowe stopy procentowe i niższy poziom długu publicznego. Niższy dług był wynikiem głównie przyspieszonej – w porównaniu z poprzednim okresem – prywatyzacji.

Niższy poziom wydatków konsumpcyjnych 17,5% PKB w 1998 r. zamiast 18,1% PKB w 1995 r. był m.in. wynikiem reform służby zdrowia oraz ograniczenia zatrudnienia i tempa wzrostu płac w sferze budżetowej.

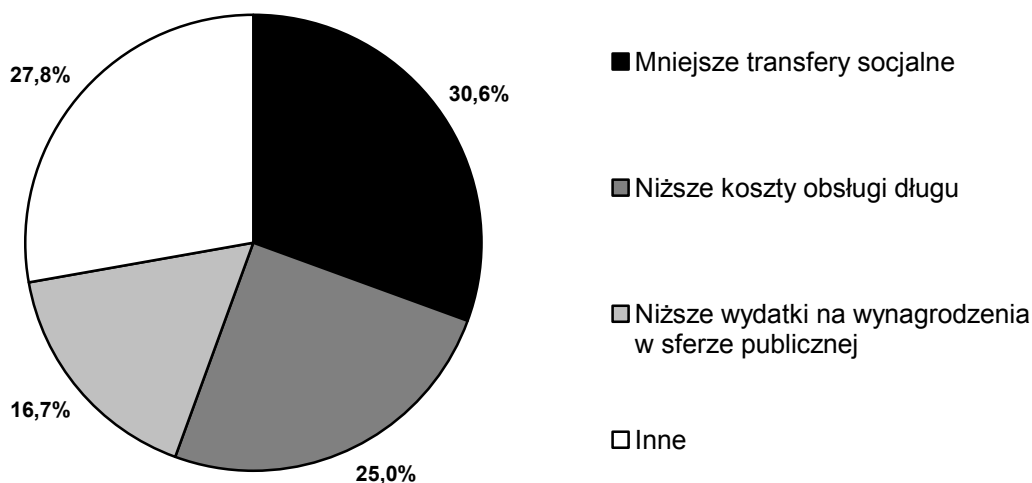
Wydatki kapitałowe zmalały w latach 1996-1998 z 5,8% PKB do 4,8% PKB.

Jednocześnie, wydatki z kategorii „pozostałe wydatki bieżące” wzrosły w omawianym okresie z 2% PKB do 2,3% PKB.

Przychody publiczne utrzymały się na stałym poziomie w relacji do PKB. Mimo, iż przychody z podatków pośrednich wzrosły z 10,2% PKB w 1995 r. do 11,1% PKB w 1998 r. W tym samym czasie, kategoria „pozostałe przychody bieżące” zmniejszyła się z 4,1% PKB do 3,7% PKB, a przychody kapitałowe spadły z 1 do 0,3% PKB.

Przychody z podatków bezpośrednich, składek na ubezpieczenia społeczne oraz przychody kapitałowe nie zmieniły się o statystycznie istotną wielkość w relacji do PKB.

Wykres 4.7. Źródła sukcesu w realizacji budżetowego kryterium z Maastricht w latach 1996-1998



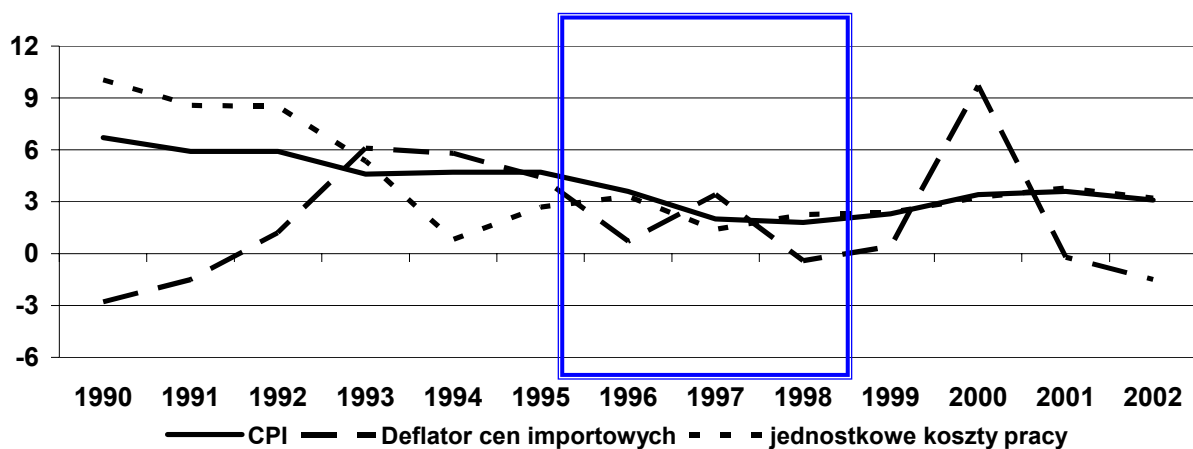
Źródło: obliczenia własne na podstawie European Commission (2003a).

Polityka pieniężna i inflacja

Ze względu na przebieg procesów inflacyjnych w Hiszpanii okres 1990-1998 można podzielić w następujący sposób:

- lata 1990-1994 – okres utrzymującej się inflacji na umiarkowanym poziomie;
- lata 1995-1998 – dezinflacja do poziomu uznawanego za poziom stabilności cen w warunkach pełnej niezależności banku centralnego i stosowania strategii bezpośredniego celu inflacyjnego.

Wykres 4.8. Wskaźniki zmian cen w Hiszpanii w latach 1990-2002 (w %)



Źródło: IMF (2003), OECD (2003).

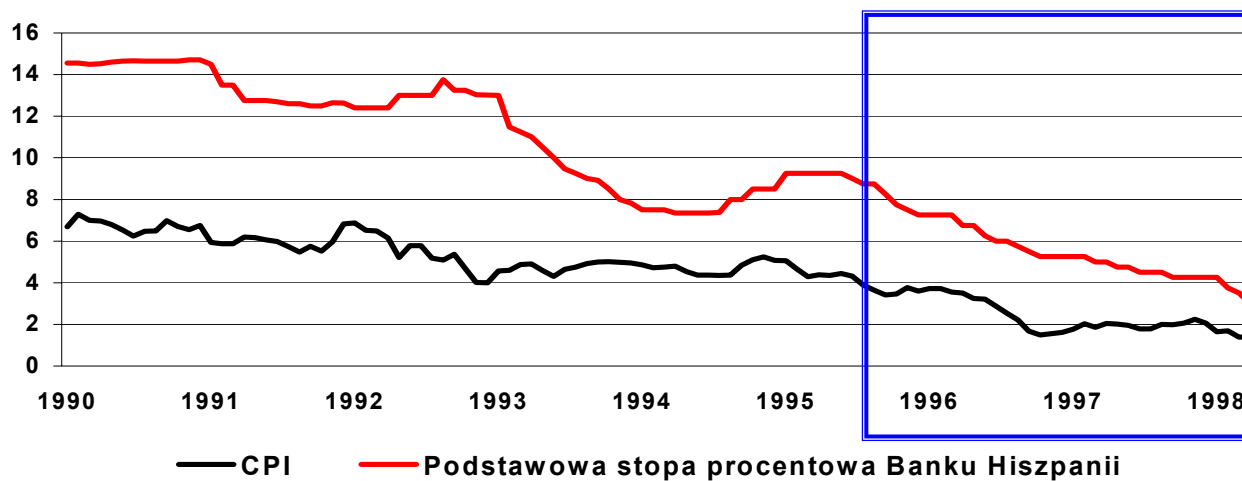
Tabela 4.5. Mierniki inflacji i inne powiązane z nią wskaźniki w latach 1990-2002 (roczne zmiany procentowe)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Zharmonizowany wskaźnik cen konsumpcyjnych (HICP)	bd	5,9	5,9	4,9*	4,6*	4,6*	3,6	1,9	1,8	2,2	3,5	2,8	3,6
Wskaźnik cen konsumpcyjnych (CPI)	6,7	5,9	5,9	4,6	4,7	4,7	3,6	2,0	1,8	2,3	3,4	3,6	3,1
Wartość referencyjna	bd	4,4	3,8	3,1	3,1	2,7	2,6	2,7	2,2	2,1	2,7	3,2	2,9
Deflator PKB	7,3	7,1	6,9	4,3	4,0	4,9	3,5	2,3	2,4	2,7	3,5	4,2	4,4
Ceny produkcyjne (PPI)	2,0	1,3	1,2	2,4	4,5	6,9	1,7	1,0	-0,7	0,7	5,4	1,7	0,7
Deflator cen importowych	-2,8	-1,5	1,2	6,1	5,8	4,4	0,7	3,4	-0,4	0,4	9,7	-0,2	-1,5
Jednostkowe koszty pracy	11,2	9,7	7,9	5,5	0,9	3,3	3,2	2,4	2,7	3,0	3,7	4,2	3,6
Średnie wynagrodzenie	10,0	10,4	10,4	8,3	3,9	3,5	5,5	3,3	2,6	2,6	4,1	4,7	4,1
Produktywność pracy	0,0	1,7	2,8	2,3	3,3	1,0	1,5	0,9	0,3	0,6	0,9	0,4	0,7
Realny wzrost PKB	3,8	2,5	0,9	-1,0	2,4	2,8	2,4	3,9	4,3	4,0	4,1	2,7	2,0
Luka popytowa (pkt. proc.)	-1,8	-1,6	0,3	3,8	3,9	4,0	4,4	3,2	1,7	0,4	-0,6	-0,2	0,9

Źródło: zestawienie własne na podstawie danych, OECD (2003), IMF (1998c, 2003c) oraz Eurostat.

* dane szacunkowe.

Wykres 4.9. Inflacja CPI w Hiszpanii oraz podstawowa stopa procentowa Banku Hiszpanii
(dane miesięczne w %)



Źródło: IMF IFS.

3.1. Lata 1990-1994

Instytucjonalne ramy polityki pieniężnej – status banku centralnego

Do końca 1994 r. polityka monetarna Banku Hiszpanii miała charakter eklektyczny. Jej celem była stabilność cen i równocześnie utrzymanie kursu pesety hiszpańskiej w ramach przedziału dopuszczalnych wahań systemu ERM¹⁶¹ oraz dbanie o wzrost zatrudnienia i wzrost gospodarczy gospodarki hiszpańskiej.

Bank Hiszpanii realizował swoją politykę pieniężną ustanawiając cel pośredni w postaci przyrostu podaży pieniądza mierzony wielkością agregatu pieniężnego ALP (definicja ALP była zbliżona do agregatu M3) oraz przeprowadzając interwencje na rynku pieniężnym.

¹⁶¹ Hiszpania przystąpiła do ERM 19 czerwca 1989 r.; wcześniej stosowała płynny kurs walutowy.

Realizacja polityki pieniężnej

Tabela 4.6. Dynamika podaży pieniądza a pośredni cel polityki monetarnej w Hiszpanii
w latach 1990-1994

	1990	1991	1992	1993	1994
Planowany przyrost agregatu ALP	6,5% - 9,5%	7% - 11%	8% - 11%	4,5% - 7,5%	3% - 7%
Rzeczywisty przyrost agregatu ALP	12,6%	10,8%	5,2%	8,6%	8,2%

Źródło: Bank Hiszpanii (1990-1994).

Od początku lat dziewięćdziesiątych jedynie raz Bank Hiszpanii zrealizował swój cel w postaci przyrostu podaży pieniądza – w 1991 r. wyniósł 10,8%, tj. minimalnie poniżej górnej granicy planowanego wzrostu. W 1992 r. rzeczywisty przyrost agregatu ALP był niższy od wyznaczonego przedziału, natomiast w pozostałych latach przewyższał górną granicę planowanego przedziału o 1,1 – 3,1 punktu procentowego. Rzeczywisty przyrost podaży pieniądza w całym okresie 1990-1994 był zbliżony do sumy górnych granic planowanych przyrostów – obie wielkości wyniosły analogicznie 54,2% i 55,1%. Nadmierna podaż pieniądza – szczególnie w latach 1993 i 1994 - była tym samym źródłem presji inflacyjnej.

Na początku lat dziewięćdziesiątych podstawowa stopa procentowa Banku Hiszpanii przekraczała 14,5%. W tym samym czasie, w Niemczech, podstawowa stopa procentowa banku centralnego była około 6,5 punktu procentowego niższa i wynosiła 8%. W ujęciu realnym różnica ta była mniejsza – w 1990 r. zmieniała się od 1,8 punktu procentowego (w kwietniu) do 3,1 punktu procentowego (we wrześniu), ponieważ inflacja w Hiszpanii utrzymywała się na umiarkowanym poziomie (około 6-7%), podczas gdy w Niemczech była ponad dwukrotnie niższa.

Bank Hiszpanii miał ograniczone pole działania: z jednej strony powinien był podnieść stopy procentowe, aby zmniejszyć inflację, z drugiej strony je obniżyć, aby powstrzymać napływ zagranicznego kapitału i wywiązać się ze zobowiązania utrzymania pesety w ramach

dopuszczalnego pasma wahań w systemie ERM. Na początku 1991 r. Bank Hiszpanii rozluźnił politykę monetarną. Podstawowa stopa procentowa do połowy 1992 r. zarówno nominalnie, jak i realnie spadła o ponad 2 punkty procentowe. Jednak już w lipcu 1992 r. zaczął podnosić stopy procentowe, jednak w 1993 r. ze względu na recesję ponownie je obniżył. Łącznie, od grudnia 1992 r. do grudnia 1993 r. podstawowa stopa procentowa Banku Hiszpanii spadła o 4,25 punktu procentowego – z 13,25% do 9% – podczas gdy inflacja grudzień do grudnia w 1993 r. była niższa od analogicznego wskaźnika inflacji w roku poprzednim zaledwie o około 0,5 punktu procentowego (spadła z 5,4% do 4,9%).

Na początku lat dziewięćdziesiątych inflacja w Hiszpanii utrzymywała się na wysokim poziomie – 6,7% w 1990 r. i 5,9% w latach 1991-1992. Wynikało to głównie z szybkiego tempa wzrostu płac. W roku kolejnym nastąpił spadek tempa wzrostu cen o 1 punkt procentowy – głównie w wyniku recesji. W kolejnych latach – aż do 1996 r. – nie odnotowano postępu w obniżaniu inflacji, mimo iż lata 1994-1996 obejmował pierwszy Program Zbieżności¹⁶² zakładający realizację kryteriów konwergencji – w tym kryterium inflacyjnego – do 1997 r. W połowie lat dziewięćdziesiątych inflacja nadal znajdowała się na zbyt wysokim poziomie – w 1995 r. wynosiła 4,7%.

Determinanty inflacji

Na początku lat dziewięćdziesiątych istotnym czynnikiem kształtującym inflację były wysokie oczekiwania inflacyjne, będące rezultatem trwale utrzymującej się inflacji na poziomie umiarkowanym. W latach 1990-1991 oczekiwania inflacyjne były dodatkowo zwiększane spodziewanym wzrostem cen paliw w wyniku wojny w Zatoce Perskiej. W związku z tym związki zawodowe zwiększały swoje żądania płacowe w ramach negocjacji zbiorowych – dynamika przeciętnego nominalnego wynagrodzenia w latach 1990-1992 sięgała 10,2-11,3% rocznie (jednostkowe koszty pracy wzrastały o 8,5-10% rocznie). Średnioroczny wzrost wydajności pracy w latach 1990-1992 wyniósł 1,5%.

W 1992 r. podniesione zostały stawki podatku od osób fizycznych oraz podatków pośrednich. Wzrost podatku VAT wpłynął na wzrost inflacji o 1,3 punktu procentowego¹⁶³.

¹⁶² Zaplanowany na okres 1994-97.

¹⁶³ Banco de Espana (1992), s. 56.

W 1993 r. polityka fiskalna została rozluźniona, mimo że już wcześniej dyscyplina finansów publicznych była słaba. Nastąpił wzrost wydatków socjalnych i konsumpcyjnych wynikający ze wzrostu bezrobocia (z 11,8% w 1991 r. do około 17% w 1993 r.) oraz zbliżających się wyborów parlamentarnych.

W 1993 r. poziom inflacji mierzony wskaźnikiem CPI został obniżony o ponad 1 punkt procentowy. Decydujące znaczenie miała recesja gospodarcza.

W 1993 r. przeprowadzono zbiorowe negocjacje płacowe, w ramach których tempo wzrostu wynagrodzeń ustalono na niższym poziomie: w 1993 r. średnia płaca wzrastała o 7,4%, podczas gdy rok wcześniej o ponad 11%, analogicznie tempo wzrostu jednostkowych kosztów pracy uległo zmniejszeniu.

W 1994 r. zmieniono sposób ustalania wzrostu płac w ramach zbiorowych umów o pracę, które obejmowały w sumie 60% zatrudnionych w całej gospodarce. Tempo wzrostu płac zaczęto ustalać na niższym poziomie, niż planowana inflacja¹⁶⁴.

W latach 1993-1995 głównym źródłem utrzymującej się inflacji był wzrost cen dóbr importowanych, w ślad za którymi rosły ceny produkcji (PPI). Skok deflatora cen importowych z nieco powyżej 1% w 1992 r. do około 6% w latach 1993-1994 oraz 4,4% w 1995 r. wynikał z trzykrotnie przeprowadzonej dewaluacji pesety hiszpańskiej – we wrześniu 1992 r. o 5%, w listopadzie tego samego roku o 6%, w maju 1993 r. o 7% oraz w maju 1995 r. o 7%.

Badania Międzynarodowego Funduszu Walutowego dotyczące *pass-through*¹⁶⁵ w Hiszpanii na początku lat dziewięćdziesiątych¹⁶⁶ wskazują, że ceny dóbr eksportowych były wówczas w znacznie większym stopniu determinowane przez ceny zewnętrzne i tym samym kurs walutowy niż przez krajowe koszty produkcji.

Płace realne były na początku lat dziewięćdziesiątych silnie skorelowane z produktywnością. Przy małym wzroście produktywności wynikało to z silnej pozycji związków zawodowych

¹⁶⁴ Banco de Espana (1994).

¹⁶⁵ *Pass through* – pojęcie stosowane dla określenia wielkości inflacji wywołanej deprecjacją (aprecjacją) waluty krajowej.

¹⁶⁶ Murgasova (1996), s.16.

w omawianym okresie. Badania MFW nie wykazały związku między poziomem bezrobocia a wzrostem płac, co tłumaczono usztywnieniami rynku pracy¹⁶⁷.

3.2. Lata 1995-1998

Instytucjonalne ramy polityki pieniężnej – status banku centralnego

W czerwcu 1994 r. Bank Hiszpanii uzyskał niezależność, a w styczniu 1995 r. rozpoczął realizację polityki bezpośredniego celu inflacyjnego.

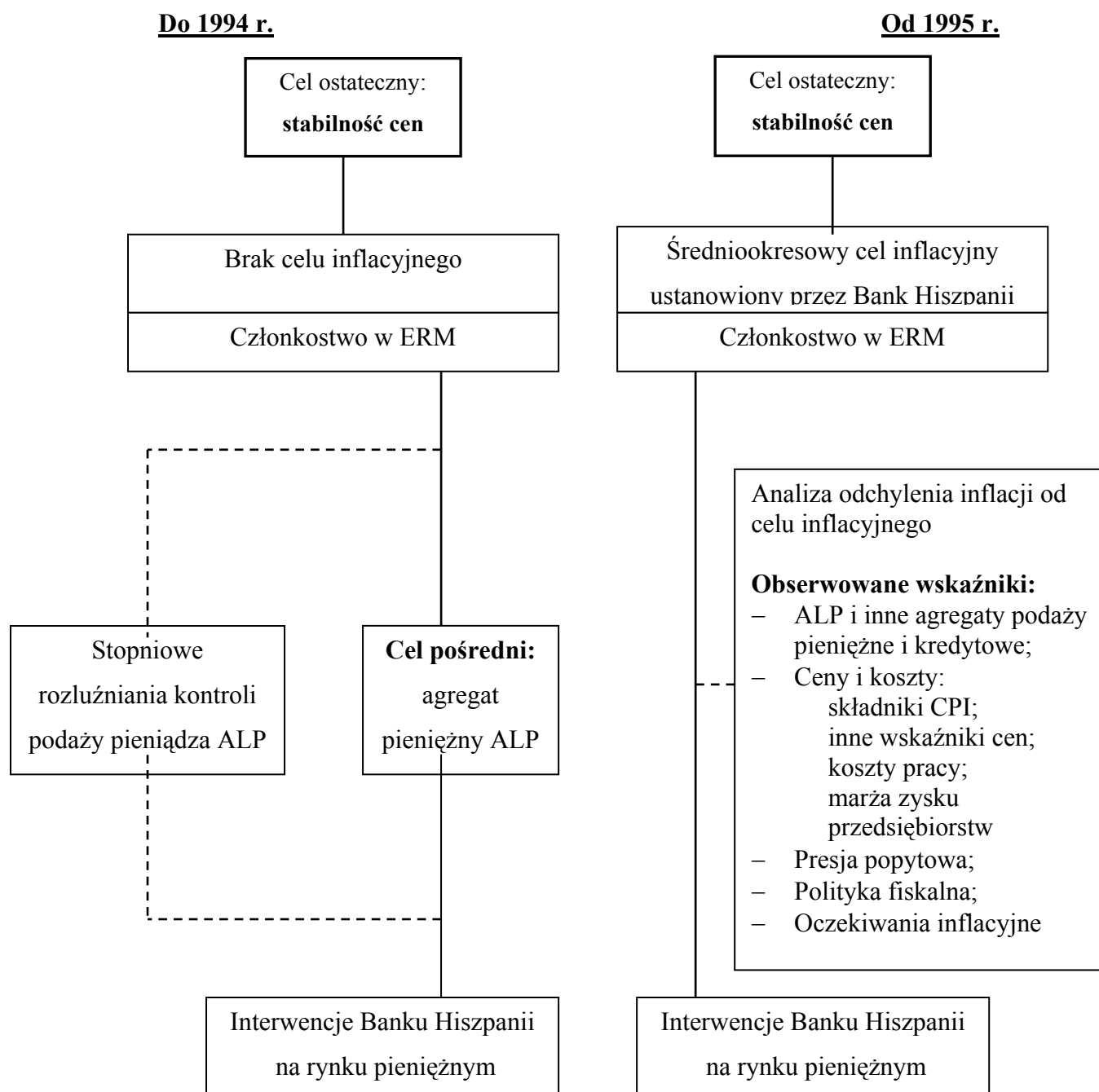
Wprowadzenie niezależności banku centralnego wynikało bezpośrednio z artykułu 108 Traktatu z Maastricht. Zgodnie z Traktatem – instytucjonalna niezależność i stabilność cen jako podstawowy cel banku centralnego powinna być zagwarantowane nie później niż przed rozpoczęciem się trzeciego etapu tworzenia Unii Gospodarczej i Walutowej¹⁶⁸. Praktyczne znaczenie tego wymogu, określanego jako szóste lub jakościowe kryterium konwergencji, jest jasne – niespełnienie go dyskwalifikowałoby kraj z przystąpienia do UGW.

Banco de Espana od 1994 r. był w pełni niezależny pod względem funkcjonalnym (głównie możliwość prowadzenie polityki pieniężnej), organizacyjnym (ustalenia organów decyzyjnych banku centralnego były całkowicie niezależne od władz politycznych) oraz finansowym (budżet banku centralnego pozostawał poza zasięgiem polityków, aby pozbawić ich możliwości wywierania presji).

¹⁶⁷ Murgasova (1996), s.17.

¹⁶⁸ Molina, Vinals, Gutierrez (1998).

Schemat 6.1. Struktura polityki monetarnej w Hiszpanii



Źródło: Banco de España, 1994, s. 21.

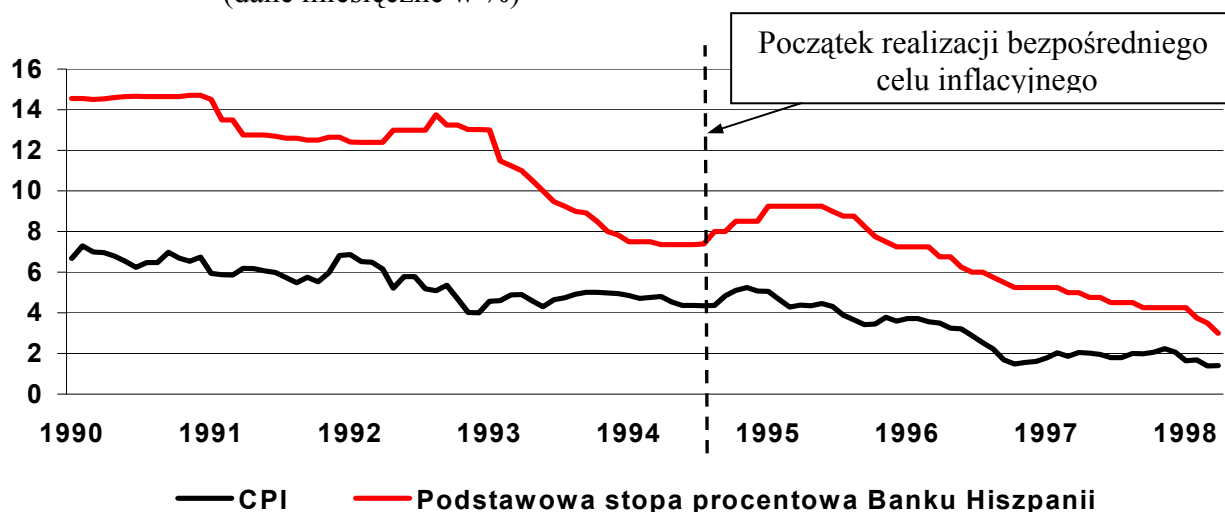
W ramach polityki bezpośredniego celu inflacyjnego (BCI) Bank Hiszpanii wyznaczał średniookresowy cel inflacyjny. Stopy procentowe banku centralnego stały się podstawowym instrumentem polityki pieniężnej. Jednocześnie, bank centralny musiał zwracać uwagę na utrzymanie stabilności pesety hiszpańskiej w systemie ERM, dopuszczając interwencje na rynku pieniężnym, jeśli nie zagrażało to polityce antyinflacyjnej.

Polityka pieniężna

Cel inflacyjny od początku realizacji strategii BCI wyznaczony był tylko w horyzoncie średniookresowym i miał tylko górną granicę – CPI mniejszy niż 3% na koniec 1997 r. liczony rok do roku.

Od początku realizacji strategii BCI do połowy 1995 r. podstawowa stopa procentowa Banku Hiszpanii została zwiększona o prawie 2 punkty procentowe i w czerwcu wynosiła 9,25%, podczas gdy inflacja nadal utrzymywała się na poziomie około 5%.

Wykres 4.10. Inflacja CPI w Hiszpanii oraz podstawowa stopa procentowa Banku Hiszpanii
(dane miesięczne w %)



Źródło: IMF IFS.

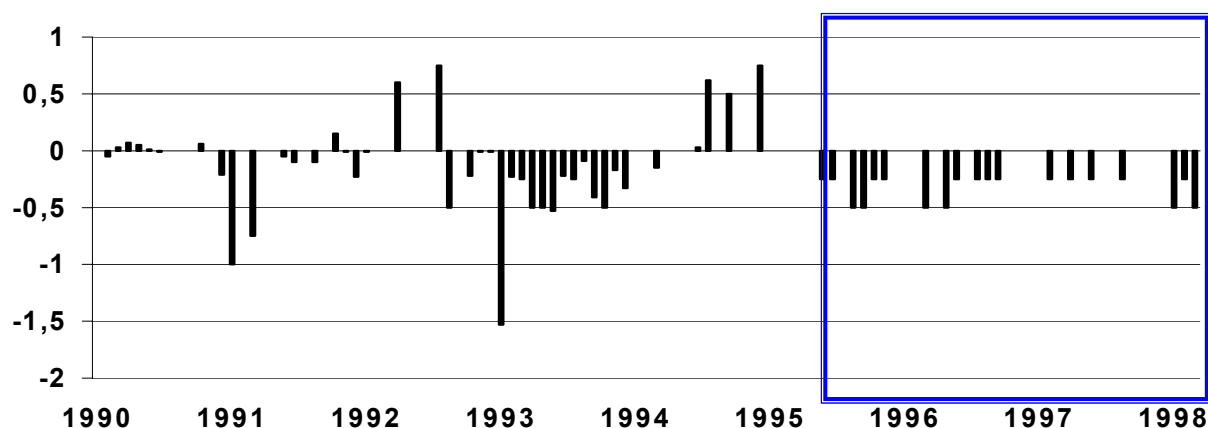
Wzrost podstawowej stopy procentowej Banku Hiszpanii w 1995 r. oznaczał zwiększenie różnicy w poziomach stóp procentowych Hiszpanii i innych krajów. Przykładowo, różnica względem podstawowej stopy procentowej Bundesbanku w okresie od listopada 1994 r. do grudnia 1995 r. nominalnie wzrosła z 1,35 do 4 punktów procentowych. Realnie podstawowa stopa procentowa Banku Hiszpanii wzrosła z 3% pod koniec 1994 r. do prawie 5% pod koniec 1995 r.

Zaostrzenie polityki monetarnej w 1995 r. spowodowało spadek inflacji w 1996 r., co pozwoliło na rozpoczęcie ostrożnego obniżania stóp procentowych. Występowały także inne czynniki, które pozwalały rozluźnić politykę pieniężną w Hiszpanii:

- spadek oczekiwań inflacyjnych związany z przekonaniem o wejściu Hiszpanii do UGW; narzędziem do mierzenia oczekiwań inflacyjnych stosowanym przez bank centralny była krzywa dochodowości (*yield curve*) i różnice w poziomie rynkowych stóp procentowych między Hiszpanią i innymi krajami (głównie długookresowe stopy procentowe jako kryterium konwergencji);
- stabilny kurs pesety hiszpańskiej – jedynie nieznacznie odchyłał się od dwustronnych kursów centralnych wyznaczonych w ramach systemu ERM;
- wzrost równowagi finansów publicznych – deficyt finansów publicznych był co roku zmniejszany z poziomu 6,6% PKB w 1995 r. do 2,6% PKB w 1998 r.

Obniżki stóp procentowych w latach 1996-1998 – w okresie bezpośrednio poprzedzającym przystąpienie do UGW – były dokonywane stopniowo. Cięcia podstawowej stopy procentowej Banku Hiszpanii wynosiły 25 lub 50 punktów bazowych.

Wykres 4.11. Skala zmian podstawowej stopy procentowej Banku Hiszpanii (w punktach procentowych)



Źródło: obliczenia własne na podstawie danych IMF IFS.

Na początku lat dziewięćdziesiątych Hiszpania była krajem o umiarkowanej, ale trwałej inflacji, której poziom wahał się w przedziale od 4% do 6% rocznie. Wskaźnik ten był wyższy, niż w większości pozostałych krajów Europy Zachodniej. Nawet w okresie spowolnienia gospodarczego na początku lat dziewięćdziesiątych oraz recesji w 1993 r. wskaźnik wzrostu cen konsumpcyjnych nie obniżył się.

Proces dezinflacji w Hiszpanii rozpoczął się w 1996 r. Wówczas bowiem wskaźnik CPI spadł do poziomu poniżej 4%, by w roku kolejnym wynieść 2%. Oznaczało to, że wzrost cen był

znacznie niższy, niż wartość referencyjna, która w 1997 r. wynosiła 2,7%, a Hiszpania zdołała spełnić inflacyjny kryterium konwergencji. W pierwszych dwóch latach członkostwa w UGW nastąpił ponowny wzrost inflacji, która w 1999 r. przekroczyła wartość referencyjną o 0,1 punktu procentowego. W 2000 r. inflacja wzrosła i była już wyższa od wartości referencyjnej o ponad 1 punkt procentowy.

Ostatnie dwa lata bezpośrednio poprzedzające przystąpienie Hiszpanii do unii walutowej to okres skutecznej polityki dezinflacyjnej wynikającej z działań rządu w zakresie obniżania deficytu budżetu, jak i banku centralnego. Inflacja została obniżona z poziomu umiarkowanego (4,6% w 1995 r.) do wielkości poniżej wartości referencyjnej (2% w 1997 i 1,8% w 1998 r.). Był to sukces polityki gospodarczej, na który złożyło się kilka czynników.

Determinanty inflacji

Najważniejszym czynnikiem wpływającym na obniżenie inflacji było obniżenie oczekiwań inflacyjnych wynikające ze zwiększającego się przekonania, że Hiszpania stanie się wkrótce częścią UGW¹⁶⁹. Oczekiwania co do obniżania się inflacji wzmacniała wiarygodna polityka fiskalna, polegająca na obniżaniu wydatków w celu zmniejszenia poziomu deficytu finansów publicznych tak, aby sprostać wymaganiom Traktatu z Maastricht¹⁷⁰.

W 1998 r. przeprowadzono reformę podatku od osób fizycznych. Niższy ciężar podatkowy pozwolił na ograniczenie tempa wzrostu płac w następnym okresie. Z drugiej jednak strony nastąpił wzrost płac w sektorze publicznym, które w roku poprzednim pozostały na nie zmienionym poziomie¹⁷¹.

Wzrost cen produktów przemysłowych był hamowany rosnącą konkurencją ze strony producentów zagranicznych. Następował bowiem ciągły wzrost importu i eksportu.

¹⁶⁹ Sobczak (1998), s. 7.

¹⁷⁰ Sobczak (1998) s.28.

¹⁷¹ Banco de Espana (1998), s. 68.

Tabela 4.7. Eksport i import Hiszpanii w latach 1990-2002 (realna zmiana procentowa)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Eksport towarów i usług	4,7	8,2	7,5	7,8	16,7	9,4	10,4	15,3	8,2	7,6	9,6	3,4	1,4
Import towarów i usług	9,6	10,3	6,8	-5,2	11,4	11,1	8,0	13,2	13,3	12,8	9,8	3,5	2,2

Źródło: European Commission (2001, 2003b).

W latach 1997-1998 utrzymywał się spadkowy trend światowych cen ropy naftowej. W porównaniu ze średnim poziomem z roku 1996, cena ropy naftowej w 1998 r. była prawie o 36% niższa.

Niezależność banku centralnego oraz realizacja bezpośredniego celu inflacyjnego przez Bank Hiszpanii od początku 1995 r. zaczęła wpływać na wzrost wiarygodności realizowanej polityki monetarnej¹⁷².

Od początku 1996 r. polityka monetarna Banku Hiszpanii była stopniowo rozluźniana. Podstawowa stopa procentowa Banku Hiszpanii została obniżona z 9% w grudniu 1995 r. do 3% w grudniu 1998 r. Wszystkie z wyjątkiem jednej (w październiku 1998 r. z 4,25% do 3,75%) obniżki stóp procentowych wynosiły 0,25 punktu procentowego. Równocześnie rząd prowadził działania, których celem było zrównoważenie finansów publicznych, co ułatwiło władzom monetarnym stopniowe obniżanie inflacji.

Nastąpił wzrost wiarygodności stabilnego kursu walutowego (uczestnicy rynku przewidywali przystąpienie Hiszpanii do UGW), dzięki czemu nie występowały już wysokie zmiany cen dóbr importowanych, a kurs escudo pewnie utrzymywał się w granicach wyznaczonych przez ERM.

Badania Międzynarodowego Funduszu Walutowego dotyczące procesów dezinfalcyjnych w Hiszpanii w latach dziewięćdziesiątych¹⁷³ wskazywały na drugorzędne znaczenie w obniżeniu inflacji w okresie 1995-1998 ze strony czynników podażowych w tym cen żywności oraz czynników związanych z umiarkowanym wzrostem płac w tym okresie.

¹⁷² Sobczak (1998), s. 21-25.

¹⁷³ Sobczak (1998).

W latach 1994-1998 inflacja mierzona wskaźnikiem CPI spadła w Hiszpanii z poziomu 4,7% do 1,8%. W tym samym okresie wskaźnik bezrobocia obniżył się z poziomu 18,4% do 15%. Zatrudnienie w latach 1995-1998 rosło corocznie odpowiednio o: 2,7%, 2,9%, 3,0%, 3,4% czyli łącznie o 12,6%¹⁷⁴. Nie istniała więc w tym czasie odwrotna zależność pomiędzy stopą inflacji i bezrobocia.

¹⁷⁴ IMF (1999b), s.107.

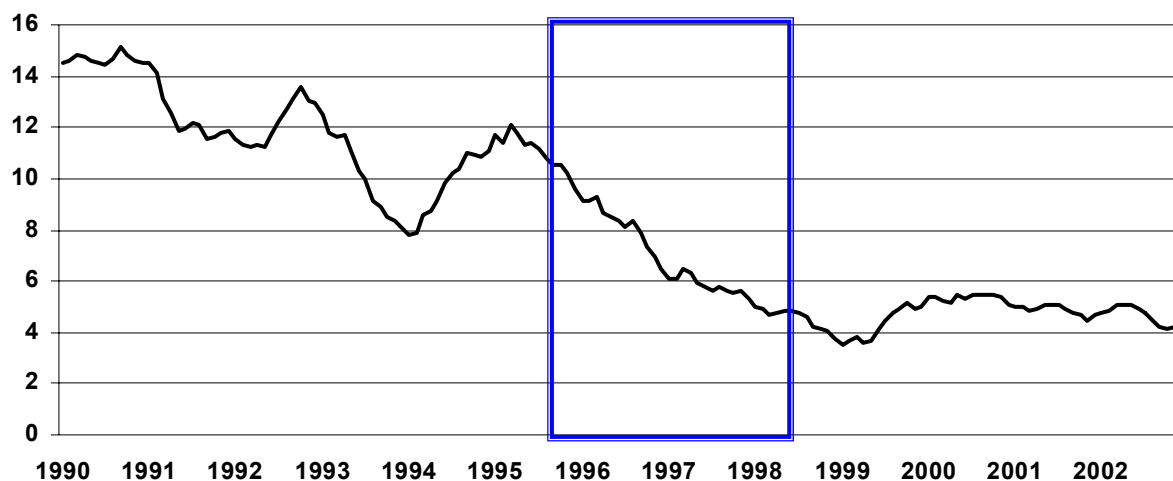
Nominalna długookresowa stopa procentowa

Analizując kształtowanie się długookresowych stóp procentowych w Hiszpanii, lata 1990-1998 można podzielić w następujący sposób:

- lata 1990-1994 – okres, w którym poziom długookresowych stóp procentowych wahał się w przedziale od 10 do 15%, podczas gdy inflacja utrzymywała się na umiarkowanym poziomie, tj. od 4,6 do 6,7%;
- lata 1995-1998 – okres, w którym początkowo ze względu na wysoką inflację długookresowe stopy procentowe rosły, a następnie, wobec stopniowego obniżania inflacji, malały; spadek ze średniego poziomu 11,3% w 1995 r. do 4,8% w 1998 r.

Długookresowe stopy procentowe w Hiszpanii w pierwszej połowie lat dziewięćdziesiątych, ze względu na utrzymującą się inflację, były wyższe od średniej stopy dzisiejszych dwunastu państw członkowskich UGW o 3,7 punktu procentowego w 1990 r., a następnie – w latach 1991-1995 – o 2-2,7 punktu procentowego. Proces konwergencji ich poziomu rozpoczął się dopiero w 1996 r., kiedy różnica między nimi zaczęła się stopniowo zmniejszać, aż w 1998 r. – roku poprzedzającym utworzenie UGW, całkowicie zanikła.

Wykres 4.12. Długookresowa nominalna stopa procentowa w Hiszpanii w latach 1990-2002 (oprocentowanie dziesięcioletnich obligacji skarbowych)



Źródło: IMF IFS.

Tabela 4.8. Długookresowa stopa procentowa w Hiszpanii w latach 1990-2002

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Długookresowa stopa procentowa	14,7	12,4	12,2	10,1	10,1	11,3	8,7	6,4	4,8	4,7	5,5	5,1	5,0
Wartość referencyjna	-	10,7	10,7	9,3	10,0	9,5	8,5	7,7	6,6	6,6	7,3	6,9	6,9

Źródło: EMI (1998), IMF IFS, Eurostat.

4.1. Lata 1990-1994

Na początku lat dziewięćdziesiątych długookresowe stopy procentowe utrzymywały się na wysokim poziomie, powyżej 14%. Wynikało to z wysokiej inflacji oraz wysokich oczekiwań inflacyjnych. Do końca 1992 r. oprocentowanie obligacji dziesięcioletnich Hiszpanii wahało się w przedziale 11-14%. Na początku 1993 r. Bank Hiszpanii zaczął rozluźniać politykę monetarną, aby pobudzić gospodarkę, która znalazła się w recesji. Wraz z obniżaniem krótkookresowych stóp procentowych następował również spadek stopy długookresowej – z prawie 14% pod koniec 1992 r. do 8% pod koniec 1993 r. W latach 1994-1995 długookresowa stopa procentowa ponownie zaczęła jednak wzrastać.

Głównym czynnikiem decydującym o wysokim poziomie długookresowej stopy procentowej była wysoka inflacja, która w latach 1990-1994 wynosiła od 4,6 do 6,7% rocznie, tj. od 1,5 do 2,1 punktu procentowego powyżej wartości referencyjnej. Wysokie stopy były również odpowiedzią na wysokie oczekiwania inflacyjne. Wynikały one ze spodziewanego wzrostu cen ropy naftowej, którego przyczyną był konflikt w Zatoce Perskiej. Koniec wojny w Zatoce Perskiej – w lutym 1991 r. – wpłynął na obniżenie oczekiwań inflacyjnych i krótkotrwałą, niewielką obniżkę długookresowych stóp procentowych.

Spadek stóp na początku 1993 r. wynikał z rosnącego popytu na hiszpańskie obligacje skarbowe ze strony inwestorów zagranicznych. Wysokie realne oprocentowanie hiszpańskich papierów dłużnych przyciągało inwestorów, szczególnie w związku z dokonaniem liberalizacji prawa dewizowego w 1992 r.

W czerwcu 1994 r. uniezależniono Bank Hiszpanii od rządu – zgodnie z wymogami dotyczącymi niezależności banku centralnego ustanowionymi w Traktacie z Maastricht. Oznaczało to, że rząd nie mógł pokrywać deficytu budżetowego funduszami z banku centralnego, przez co musiał zwiększyć podaż obligacji skarbowych. W konsekwencji zwiększonej ich podaży oprocentowanie zaczęło wzrastać. W efekcie długookresowa stopa procentowa z powrotem wzrosła z 8% na początku 1994 r. do 12% na początku 1995 r.

4.2. Lata 1995-1998

Na początku 1995 r. Bank Hiszpanii kontynuował – zapoczątkowaną po uzyskaniu niezależności w 1994 r. – politykę podnoszenia stóp procentowych. Polityka wysokich stóp procentowych była narzędziem realizacji bezpośredniego celu inflacyjnego. Wraz z krótkookresowymi stopami, rosły także stopy długookresowe. Taka zależność była wywołana wzrostem oczekiwań inflacyjnych: rząd zwiększał podaż obligacji, aby pokryć wysoki deficyt budżetowy.

Wysokie stopy procentowe banku centralnego i obniżany – od 1995 r. – deficyt finansów publicznych doprowadziły do spadku inflacji w 1996 r. do 3,6% z poziomu 4,7% rok wcześniej¹⁷⁵. Długookresowe stopy procentowe również ulegały stopniowemu obniżaniu – następował proces stopniowej ich konwergencji z poziomem w innych krajach UE: 11% w 1995 r., 8,2% w 1996 r., 5,8% w 1997 r. i 4,6% w 1998 r. W 1997 r. długookresowa stopa procentowa w Hiszpanii osiągnęła poziom poniżej wartości referencyjnej, a w 1998 r. była jedynie o 0,2 punktu procentowego wyższa od średniej trzech krajów charakteryzujących się najniższą inflacją, na podstawie, których liczona była wartość referencyjna.

Sukces w postaci obniżenia inflacji do planowanego poziomu 2% pozwolił na stopniowe obniżanie krótkookresowych stóp procentowych, w ślad za którymi zmniejszały się stopy długookresowe. Dodatnia zależność pomiędzy krótkimi i długimi stopami została wywołana poprzez zwiększające się przekonanie uczestników rynku o możliwości wypełnienia przez Hiszpanię kryteriów z Maastricht. To z kolei spowodowało mniejsze ryzyko kraju i antycypowanie kolejnych obniżek krótkookresowych stóp procentowych. Dzięki temu w czasie dwuletniego okresu referencyjnego (1997-1998) poprzedzającego przystąpienie do UGW, Hiszpanii udało się wypełnić kryterium długookresowych stóp procentowych.

¹⁷⁵ Dane średnioroczne.

Kurs walutowy

Waluta hiszpańska od początku lat dziewięćdziesiątych uczestniczyła w ERM¹⁷⁶, w którym pozostała mimo kryzysu w latach 1992-1993.

Celem polityki kursowej w drugiej połowie lat dziewięćdziesiątych była stabilizacja kursu walutowego, i tym samym wypełnienie kursowego kryterium konwergencji. W 1998 r. Hiszpania spełniła kryterium konwergencji pozwalające na przystąpienie do Unii Gospodarczej i Walutowej. W okresie referencyjnym, tj. od marca 1996 r. do lutego 1998 r., kurs pesety hiszpańskiej utrzymał się w ramach dopuszczalnego pasma wahań $\pm 2,25\%$ od bilateralnego kursu centralnego waluty znajdującej się najbliżej swojego kursu centralnego¹⁷⁷. Nieodwołalny kurs pesety hiszpańskiej wobec nowej wspólnej waluty euro został utrzymany na poziomie kursu centralnego, jaki obowiązywał w okresie referencyjnym.

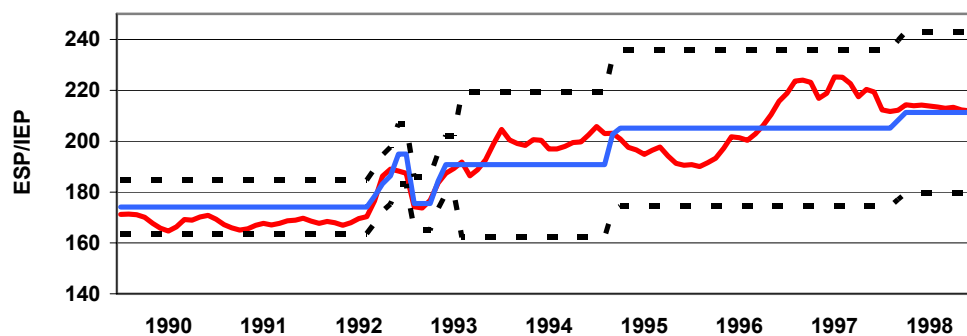
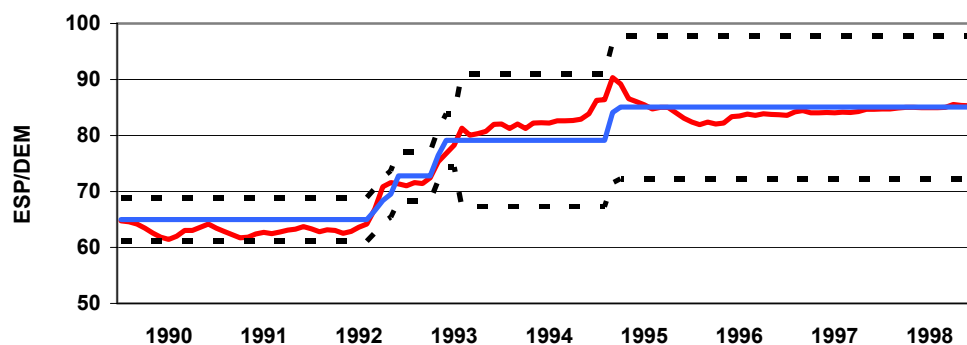
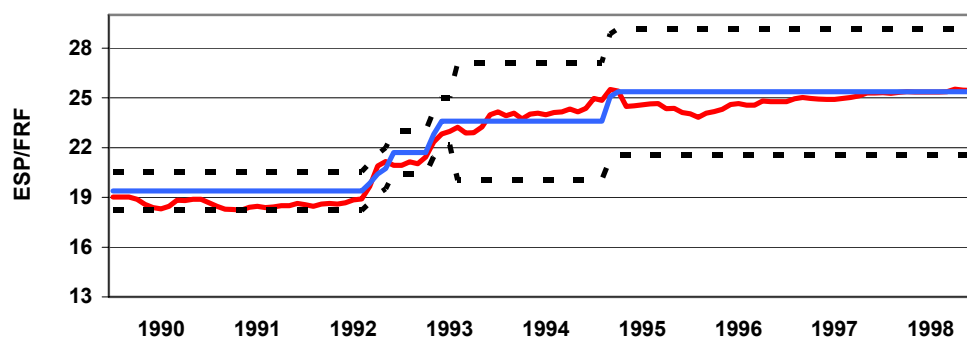
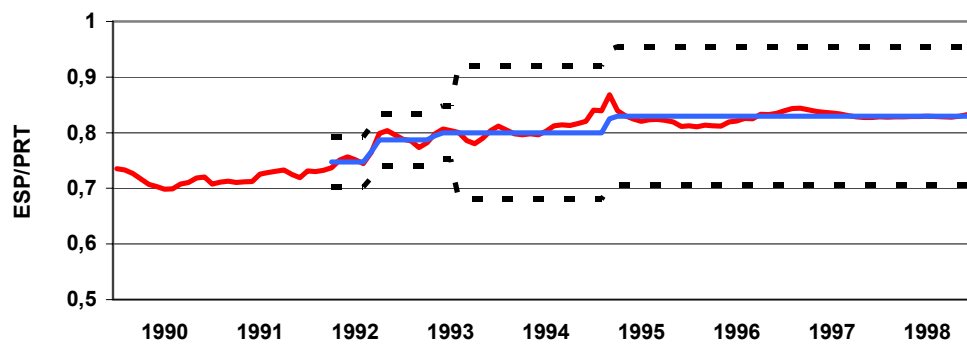
Wykres 4.13. Kurs pesety hiszpańskiej do walut krajów uczestniczących w ERM w ramach dopuszczalnych wahań wokół kursów centralnych¹⁷⁸ – piąte kryterium konwergencji nominalnej

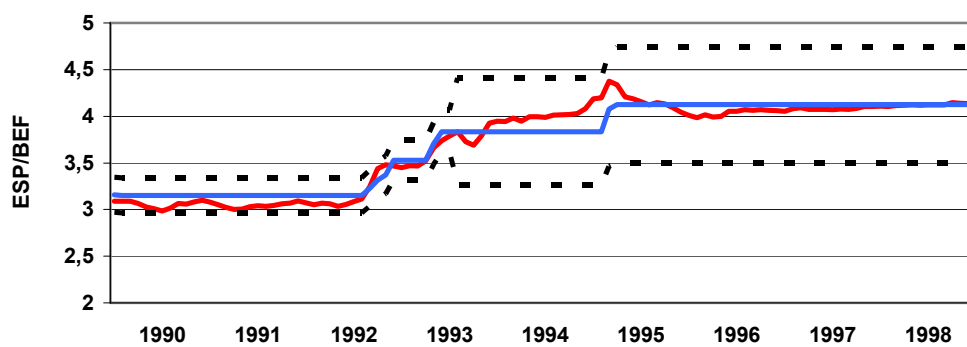
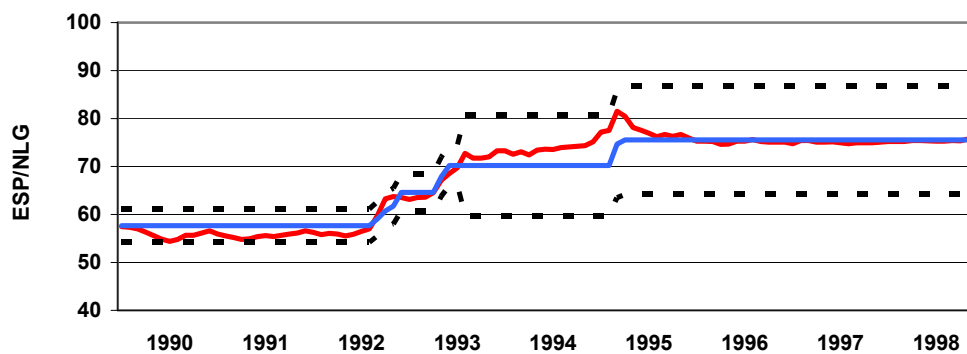
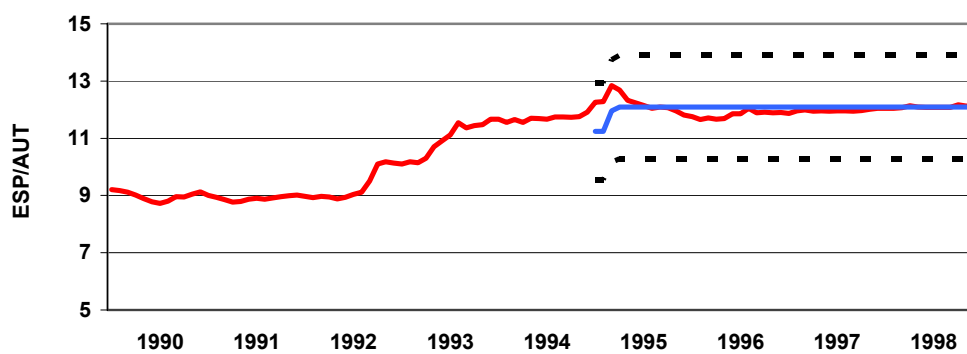
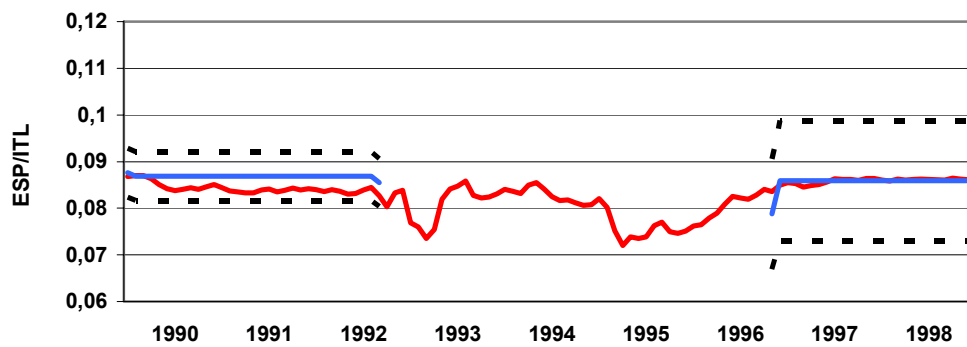
— Bilateralny kurs pesety hiszpańskiej
 — Kurs centralny pesety hiszpańskiej
 - - - - - Granice dopuszczalnych wahań

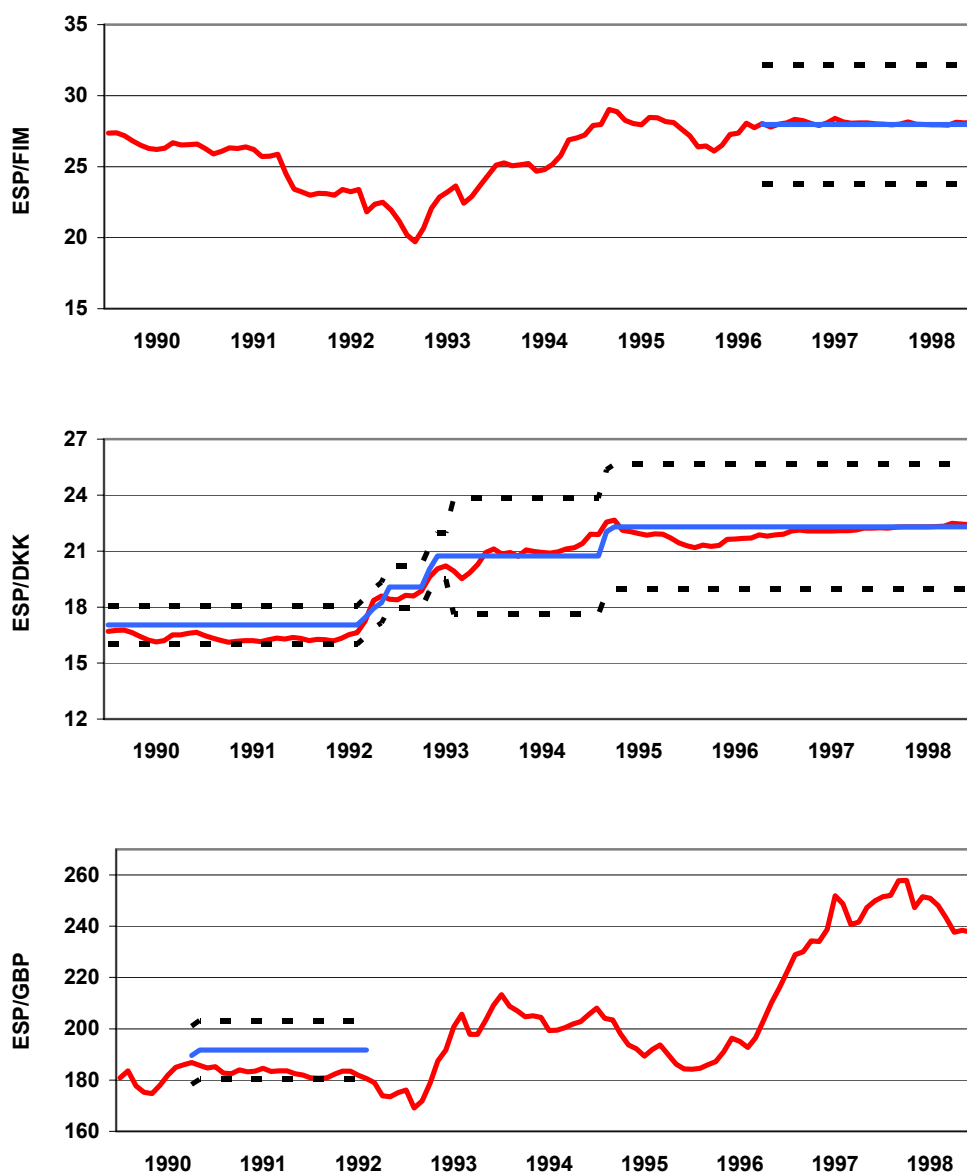
¹⁷⁶ Peseta przystąpiła do ERM 19 czerwca 1989 r., wcześniej Hiszpania stosowała płynny kurs walutowy.

¹⁷⁷ Początkowo pojawiały się trudności w jednoznacznej interpretacji kryterium kursu walutowego. Ostatecznie zrezygnowano z dopuszczalnego przedziału wahań zarówno $\pm 2,25\%$, jak i $\pm 15\%$ wobec bilateralnych kursów centralnych. Za wypełnienie kryterium kursowego uznano utrzymanie kursu waluty danego kraju w ramach przedziału $\pm 2,25\%$ wobec waluty uczestniczącej w systemie ERM, której kurs znajdował się najbliżej kursu centralnego (patrz rozdział I).

¹⁷⁸ Bilateralne kursy pesety hiszpańskiej, względem walut uczestniczących w ERM zostały przeliczone z wykorzystaniem kursów poszczególnych walut do ecu. Dane stanowią miesięczne średnie kursy walut do ecu. Kurs centralny w miesiącach, kiedy ulegał zmianie stanowi średnią ważoną liczbą dni w miesiącu, podczas których obowiązywał. Granice dopuszczalnych wahań są odchyleniem w górę i w dół od bilateralnych kursów centralnych o 6% do lipca 1993 r. i 15% od sierpnia 1993 r.







Źródło: Eurostat, obliczenia własne na podstawie danych IMF IFS.

Analizę kształtowania się kursu pesety hiszpańskiej od początku lat dziewięćdziesiątych, do momentu utworzenia UGW można podzielić na dwa okresy:

- lata 1990-1995 – mimo uczestniczenia w Europejskim Systemie Walutowym, kurs pesety podlegał licznym wahaniom, czterokrotnie przeprowadzona została dewaluacja;
- lata 1996-1998 – okres stabilizacji kursu pesety przed przystąpieniem do UGW (wypełnienie kursowego kryterium konwergencji).

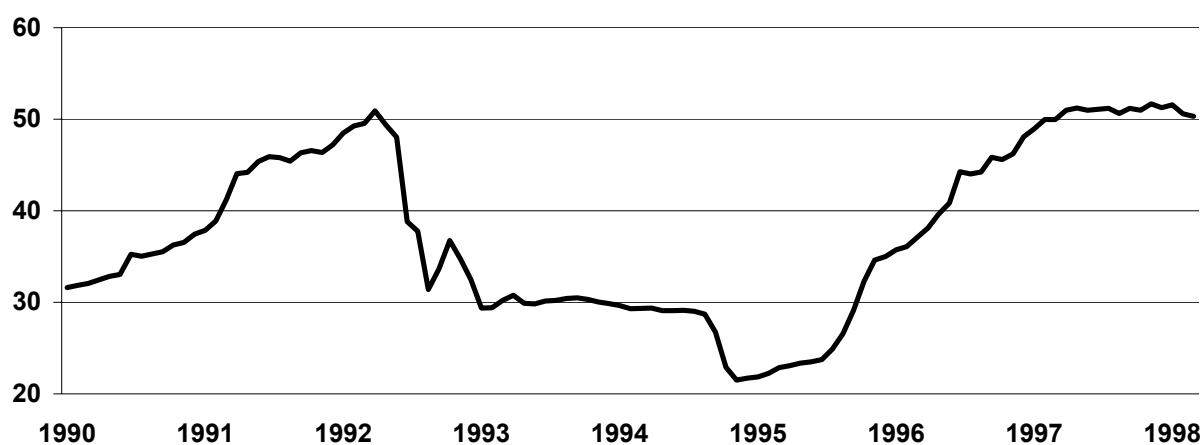
5.1. Lata 1990-1994

Pasmo dopuszczalnych wahań pesety hiszpańskiej od początku uczestnictwa w systemie ERM, podobnie jak dla walut włoskiej, brytyjskiej oraz portugalskiej, ustalone zostało na poziomie $\pm 6\%$. Od początku lat dziewięćdziesiątych nie ustawała presja na jej aprecjację, w wyniku czego jej kurs utrzymywał się blisko górnej granicy dopuszczalnych wahań. W 1991 r. peseta była najsilniejszą walutą w ERM.

Dalszą presję na aprecjację pesety wywołało przeprowadzenie liberalizacji przepływów kapitałowych w lutym 1992 r., tj. wcześniej, niż wymagał tego harmonogram tworzenia wspólnego rynku na terenie UE. W Hiszpanii utrzymywały się na wysokim poziomie realne stopy procentowe. Rząd z kolei prowadził luźną politykę fiskalną – deficyt finansów publicznych w latach 1990-1991 przekraczał 4% PKB, w 1992 r. został nieznacznie obniżony do poziomu 4% PKB, jednak w kolejnych latach – 1993-1995 – przekraczał 6% PKB.

Obowiązkiem Banku Hiszpanii, wynikającym z uczestnictwa pesety w systemie ERM, było podjęcie działań zmierzających do utrzymania kursu pesety hiszpańskiej w ramach dopuszczalnego pasma wahań. Z tego względu przeprowadzane były interwencje na rynku walutowym. Aby osłabić walutę krajową, Bank Hiszpanii od połowy 1990 r. do połowy 1992 r. sześć razy interweniował na rynku walutowym, w wyniku czego skupił blisko 20 mld dolarów. Operacje te były mało skuteczne, ponieważ kurs pesety hiszpańskiej nie obniżył się.

Wykres 4.14. Rezerwy walutowe Hiszpanii w latach 1990-1998 (w mld USD)



Źródło: IMF, IFS.

W 1992 r. wystąpił kryzys Europejskiego Systemu Walutowego, którego przyczynami były:

- wzrost inflacji w Niemczech (najsilniejszej gospodarki w EMS), w wyniku zwiększonych wydatków budżetowych po zjednoczeniu Niemiec Wschodnich i Zachodnich i będący tego skutkiem wzrost stóp procentowych;
- problemy z ratyfikacją Traktatu z Maastricht¹⁷⁹.

Kapitał zagraniczny zaczął gwałtownie odpływać z Hiszpanii. Oznaczało to silną presję spekulacyjną na deprecjację jej waluty, uznawanej wówczas za przewartościowaną¹⁸⁰. Równocześnie, silna presja deprecyjna objęła funta brytyjskiego i lira włoskiego. W wyniku interwencji walutowych Banku Hiszpanii wielkość rezerw walutowych od czerwca do września 1992 r. zmniejszyła się blisko o jedną czwartą, tj. około 12 mld USD. Ostatecznie, 17 września 1992 r. przeprowadzona została dewaluacja pesety hiszpańskiej (jednocześnie funt brytyjski opuścił system ERM oraz zawieszone zostało uczestnictwo w nim lira włoskiego). Skala dewaluacji pesety była niewielka – wyniosła 5%.

Jednocześnie, 23 września 1992 r. bank centralny wprowadził na krótko następujące ograniczenia dla banków komercyjnych w zakresie transakcji zagranicznych:

- banki komercyjne które zamierzały kupić pesety na terminowym rynku walutowym zostały zobowiązane do każdorazowego składania w Banku Hiszpanii nieoprocentowanego depozytu walutowego równego wartości transakcji;
- banki komercyjne, które decydowały się udzielić kredytu denominowanego w pesetach nierezydentom zostały zobowiązane do składania nieoprocentowanego depozytu walutowego w banku centralnym w wysokości kredytu (nie dotyczyło kredytów handlowych);
- banki krajowe zostały zobowiązane do utrzymywania rezerw gotówkowych w walucie obcych na pokrycie zobowiązań zaciągniętych w pesetach w swoich oddziałach zagranicznych i w krajowych oddziałach banków zagranicznych.

¹⁷⁹ Banco de Espana (1992), s. 16-18.

¹⁸⁰ Od początku uczestnictwa pesety w ERM kurs waluty hiszpańskiej uznawany był za przewartościowany. W momencie przystępowania do ERM za kurs centralny pesety hiszpańskiej wobec ECU wybrano kurs bieżący, który ze względu na wcześniej utrzymujący się trend w kierunku aprecjacji uznawano za przewartościowany.

Po dwóch tygodniach wprowadzono nowe wymagania dotyczące konieczności składania depozytów w banku centralnym w przypadku sprzedaży waluty krajowej nierezydentom na rynku spot oraz tzw. krótkiej sprzedaży, której podmiotem byli nierezydenci¹⁸¹.

Dewaluacja oraz wprowadzenie ograniczeń przepływu kapitału nie oznaczały końca kłopotów z kursem walutowym Hiszpanii. Presja na osłabienie pesety nie zmniejszała się. Bank Hiszpanii prowadził z nią nieskuteczną walkę poprzez interwencje walutowe¹⁸². Od września do listopada 1992 r. ich wartość sięgnęła prawie 8 mld dolarów, nie dało to jednak zamierzonego rezultatu – kurs pesety nie został utrzymany. Nie pomogły też administracyjne ograniczenia funkcjonowania rynków walutowych: nastąpiła ponowna dewaluacja pesety – 23 listopada 1992 r. o 6%. W tym samym momencie zniesiono wprowadzone w ciągu ostatnich dwóch miesięcy ograniczenia w zakresie przepływu kapitału.

Na początku 1993 r. Bank Hiszpanii w celu odtworzenia poziomu rezerw walutowych wykorzystanych do interwencji walutowych w roku poprzednim, zaczął skupywać obce waluty. Jeszcze w lutym pojawiła się jednak kolejna presja na deprecjację pesety hiszpańskiej. Ponownie przeprowadzone zostały interwencje walutowe, tym razem wielkość rezerw obniżyła się o prawie 7 mld dolarów. Ostatecznie jednak, 14 maja 1993 r. nastąpiła trzecia już w latach dziewięćdziesiątych dewaluacja waluty hiszpańskiej – o 7%.

Mimo kryzysu, jaki objął EMS, peseta hiszpańska nie opuściła systemu. W sierpniu 1993 r. banki centralne krajów uczestników systemu podjęły wspólną decyzję o rozszerzeniu dopuszczalnego pasma wahań do $\pm 15\%$ ¹⁸³. Oznaczało to większą swobodę dla polityki kursowej w razie kolejnych ataków spekulacyjnych. Do końca 1993 r. i przez cały 1994 r. sytuacja na rynku walutowym pozostała ustabilizowana¹⁸⁴.

Na początku 1995 r. ponownie pojawiły się kłopoty z utrzymaniem stabilności niektórych walut w ramach ERM (oprócz pesety dotyczyło to funta irlandzkiego, franka francuskiego oraz korony duńskiej). Głównym powodem był kryzys w krajach rozwijających się (głównie w Meksyku) oraz pogorszenie prognoz gospodarczych w Stanach Zjednoczonych¹⁸⁵. Presja na

¹⁸¹ Fieleke (1993).

¹⁸² Banco de Espana (1993), s. 36-39.

¹⁸³ Dla korony duńskiej utrzymano przedział $\pm 2.25\%$.

¹⁸⁴ OECD (1996c), s. 39.

¹⁸⁵ Banco de Espana (1995), s. 45.

depresiasi pesety hiszpańskiej wynikała również z pojawiających się wątpliwości co do możliwości obsługi długu publicznego przez rząd hiszpański (w 1994 r. dług publiczny przekroczył 60% PKB i nadal wzrastał ze względu na wysoki – przekraczający 6% PKB deficyt finansów publicznych). Mimo prowadzonych interwencji na rynku walutowym (od lutego do kwietnia 1995 r. Bank Hiszpanii sprzedał około 7 mld dolarów) 6 marca 1995 r. Bank Hiszpanii zdevaluował pesetę o 7%. Natychmiast jednak kurs hiszpańskiej waluty zaczął się umacniać i już w połowie roku odzyskał swój poziom z początku roku.

Międzynarodowy Fundusz Walutowy zbudował ex-post w 1994 r. model ekonometryczny, którego celem było określenie przyczyn i prawdopodobieństwa kryzysu walutowego. Model dotyczył krajów, w których w latach 1992-1993 taki kryzys wystąpił¹⁸⁶. Zastosowanie tego modelu dla Hiszpanii wskazało na następującą grupę przyczyn, które doprowadziły do ataku spekulacyjnego i w efekcie dewaluacji waluty Hiszpanii:

- pogorszenie bilansu handlowego¹⁸⁷;
- wzrost wskaźnika bezrobocia;
- wzrost akcji kredytowej w walucie krajowej;
- utrata dużej części rezerw walutowych wskutek interwencji (czyli to co miało zapobiec kryzysowi w rzeczywistości było jedną z przyczyn jego wystąpienia).

5.2. Lata 1996-1998

Bilateralne kursy pesety hiszpańskiej w okresie referencyjnym, tj. od marca 1996 r. do lutego 1998 r., dla większości walut utrzymywały się blisko kursów centralnych. Według Europejskiego Instytutu Monetarnego (1998, s. 107) największe krótkookresowe odchylenia w górę i w dół od kursów centralnych mierzone średnią ruchomą z dziesięciu dni roboczych wynosiło w tym okresie 3,5% i -2,1% (z wyjątkiem kursu względem funta irlandzkiego, którego zmienność miała inny charakter). Niewielkie odchylenia miały charakter tymczasowy i nie zagrażały stabilności kursu walutowego. W miarę postępu konwergencji krótkookresowych stóp procentowych wobec stóp pozostałych krajów Unii Europejskiej odchylenia kursu pesety od jej kursów centralnych stale zmniejszały się. Bank Hiszpanii tylko raz interweniował na rynku walutowym, skupując w styczniu 1997 r. niewiele ponad 3 mld dolarów.

¹⁸⁶ Otker i Pazarbasioglu (1994).

¹⁸⁷ Badany był bilans handlowy, nie bilans obrotów bieżących.

Hiszpania wypełniła kursowe kryterium konwergencji. Z dniem 1 stycznia 1999 r. stała się członkiem Unii Gospodarczej i Walutowej. Kurs waluty hiszpańskiej wobec euro został na stałe usztywniony na poziomie kursu centralnego pesety hiszpańskiej wobec ECU w systemie ERM w okresie referencyjnym, tj. 1 EUR = 166,386 ESP.

Podsumowanie

Najważniejszymi czynnikami wywołującymi wzrost cen w Hiszpanii w pierwszej połowie lat dziewięćdziesiątych była presja płacowa oraz kilkakrotne dewaluacje. Jednak, fakt, iż mimo dewaluacji o łącznej wartości ponad 27% inflacja w latach 1993-1994 nie przekroczyła poziomu z 1992 r. świadczy o tym, że ceny w Hiszpanii wykazują duży stopień sztywności¹⁸⁸. Bank centralny wobec luźnej polityki fiskalnej musiał prowadzić restrykcyjną politykę monetarną, aby nie dopuścić do dalszego zwiększenia inflacji.

Obniżenie inflacji do poziomu uznawanego za poziom stabilności cen (za poziom taki uznaje się inflację do 2%) utrudniała polityka rządu, który w pierwszej połowie lat dziewięćdziesiątych wykazywał brak dyscypliny budżetowej. Z kolei utrzymująca się na wysokim poziomie inflacja nie pozwalała na obniżenie długookresowej stopy procentowej oraz stabilność kursu walutowego.

Obniżanie inflacji w Hiszpanii w latach 1996-1998 było konsekwencją wzrostu jakości zarówno polityki monetarnej, jak i polityki fiskalnej¹⁸⁹. Wzrost dyscypliny finansów publicznych, uniezależnienie banku centralnego i zacieśnienie polityki monetarnej oraz perspektywa przystąpienia do Unii Gospodarczej i Walutowej i ich praprzyczyna – determinacja władz Hiszpanii w dążeniu do wypełnienia kryteriów z Maastricht były najważniejszymi czynnikami, które pozwoliły na obniżenie inflacji do wymaganego poziomu.

Wraz ze spadkiem inflacji następowała konwergencja długookresowej stopy procentowej Hiszpanii ze stopami pozostałych krajów UE. Dobrej polityce fiskalnej i monetarnej towarzyszyła także stabilizacja kursu walutowego.

¹⁸⁸ Murgasova (1996).

¹⁸⁹ Sobczak (1998).

Część V

Realizacja kryteriów konwergencji w Portugalii

1

Ogólne wprowadzenie

Na początku lat dziewięćdziesiątych Portugalia nie spełniała żadnego z kryteriów konwergencji z Maastricht. Wyraźny postęp w kierunku ich wypełnienia widoczny jest dopiero od połowy lat dziewięćdziesiątych. W 1998 r., Portugalia wypełniła wszystkie wymagane kryteria i tym samym zdołała zakwalifikować się do UGW.

Deficyt publiczny w latach 1990-1994 – z wyjątkiem 1992 r., kiedy wyniósł 2,9% PKB – znacznie przekraczał wartość referencyjną i wahał się w przedziale 5-6% PKB. W 1995 r. rozpoczął się proces stopniowego ograniczania nierównowagi finansów publicznych. Deficyt finansów publicznych w 1997 r., tj. w okresie referencyjnym, wyniósł 2,5% PKB¹⁹⁰, tj. 0,5% PKB poniżej wartości referencyjnej.

Dług publiczny Portugalii w pierwszej połowie lat dziewięćdziesiątych wahał się wokół wartości referencyjnej – 60% PKB. Najwyższą wielkość, tj. 65,5% PKB, osiągnął w 1991 r. Stopniowy spadek relacji długu publicznego do PKB w Portugalii rozpoczął się w 1996 r. wraz ze spadkiem deficytu budżetowego. Pozwoliło to Portugalii wypełnić kryterium długu, mimo, iż w 1997 r., tj. w roku referencyjnym stanowił 62% PKB¹⁹¹. ECOFIN uznał jednak, iż utrzymujący się spadek wielkości długu w dwóch ostatnich latach oraz perspektywę obniżenia długu poniżej wartości referencyjnej w kolejnych latach można uznać za spełnienie kryterium długu. Ostatecznie, Portugalia obniżyła poziom zadłużenia do 54,1% PKB w 2000 r., po czym nastąpił jego wzrost do poziomu 58,1% PKB w 2002 r.

Na początku lat dziewięćdziesiątych inflacja w Portugalii była znacznie wyższa, niż w krajach UE o najbardziej stabilnym poziomie cen. Mierzona wskaźnikiem HICP w 1991 r.

¹⁹⁰ Kryteria fiskalne w pierwszym okresie referencyjnym obliczane były na podstawie metodologii ESA79. W zestawieniach danych statystycznych w niniejszym rozdziale od 1995 r. wykorzystałem dane na podstawie ESA95, które różnią się nieco od danych według ESA79. Różnice te zostały wyjaśnione w załączniku 1.

¹⁹¹ Wg stosowanej wówczas metodologii ESA79; wg standardów ESA95 był wówczas o 0,9% PKB niższy od wartości referencyjnej.

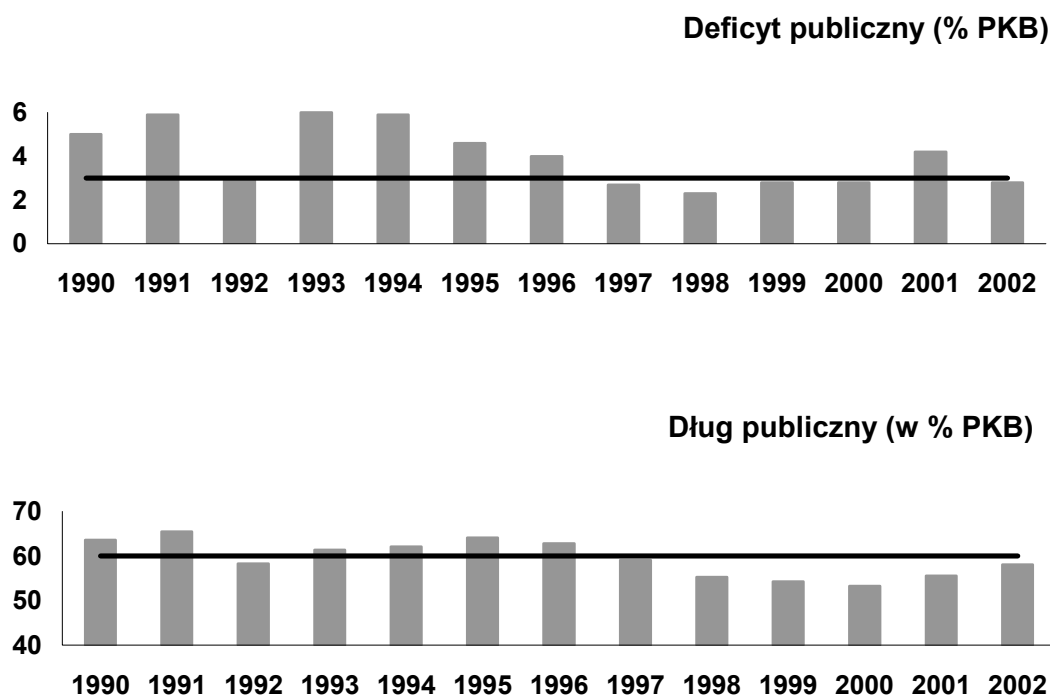
przekroczyła 11%, podczas gdy wartość referencyjna wyniosła niecałe 4,5%¹⁹². Z roku na rok różnica poziomu inflacji w Portugalii oraz innych krajach UE ulegała obniżeniu. W okresie referencyjnym wzrost cen wyniósł 1,8%, tj. znacznie poniżej wartości referencyjnej, którą było 2,7%.

Długookresowa stopa procentowa w latach dziewięćdziesiątych niemal nieustannie ulegała zmniejszeniu. Z 18,5% w 1990 r. obniżyła się do 6,2% w okresie referencyjnym – od lutego 1997 r. do stycznia 1998 r. – podczas gdy wartość referencyjna była wyższa o 1,6 pkt. proc.

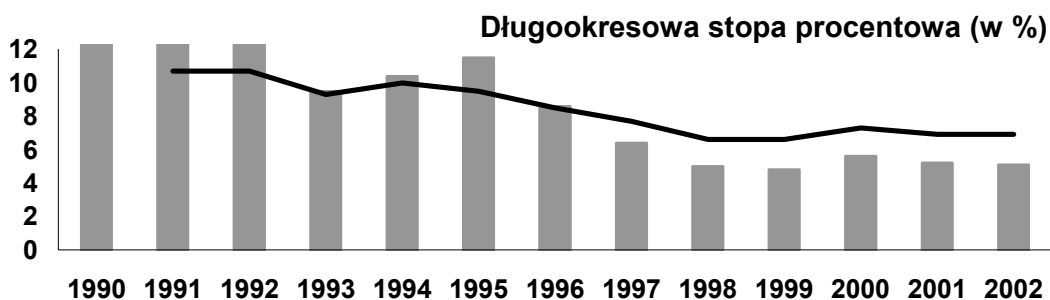
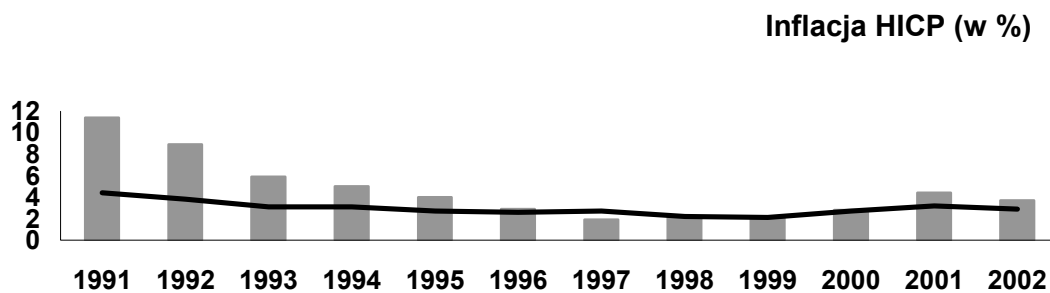
Portugalia wypełniła również kryterium kursu walutowego. Escudo portugalskie uczestniczyło w ERM przez dwa lata okresu referencyjnego – od marca 1996 r. do lutego 1998 r. – bez większych zmian wobec bilateralnych kursów centralnych.

Poniższe wykresy prezentują zachowanie się wskaźników obrazujących kryteria konwergencji w Portugalii w latach 1990-2000.

Wykres 5.1. Portugalia a cztery nominalne kryteria konwergencji w latach 1990-2002 (linia pozioma oznacza wartość referencyjną)



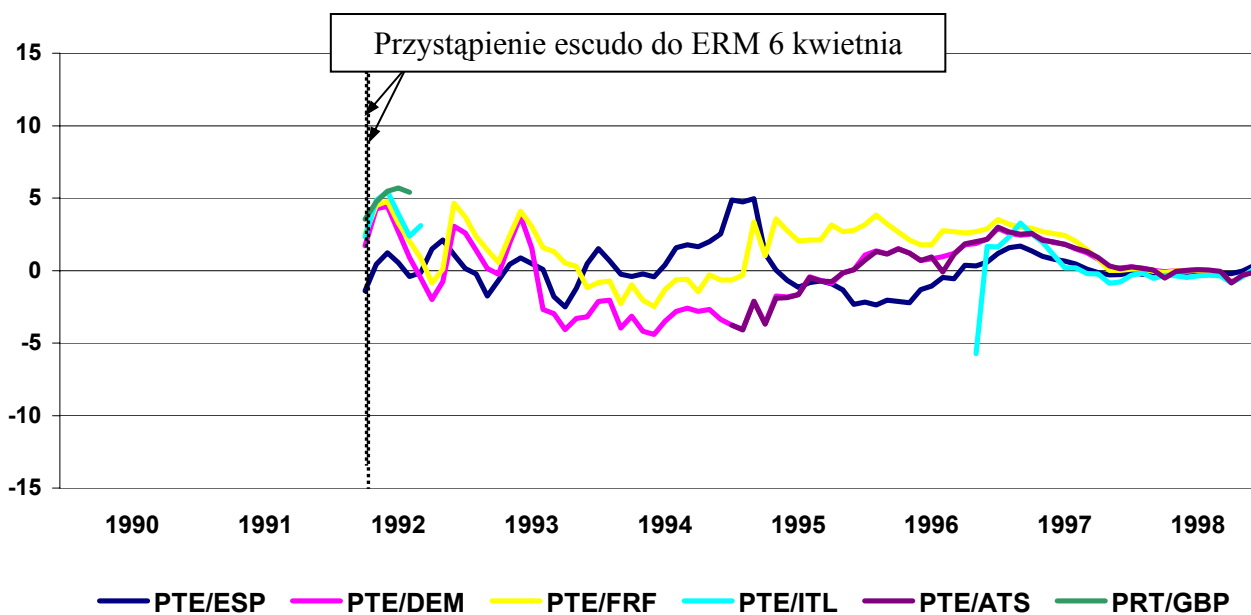
¹⁹² Wskaźnik inflacji HICP – zharmonizowany wskaźnik cen konsumpcyjnych – powstał w połowie lat dziewięćdziesiątych i najdalej wstecz został obliczony jedynie do 1991 r., przy czym dane obliczone wstecz są danymi szacunkowymi.

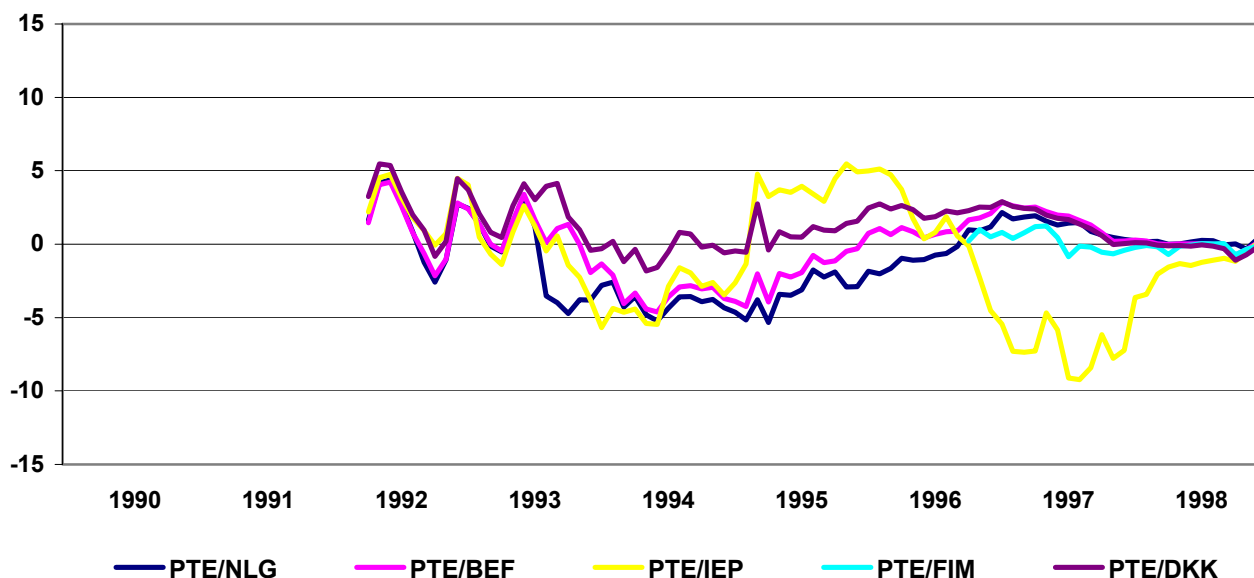


Źródło: EMI (1998), European Commission (2001, 2003a), IMF IFS.

Uwaga: dane dotyczące kryteriów fiskalnych do 1994 r. na podstawie ESA79, od 1995 r. na podstawie ESA95.

Wykres 5.2. Odchylenie kursu escudo portugalskiego od bilateralnych kursów centralnych wobec pozostałych walut uczestniczących w systemie ERM (w %)





Źródło: obliczenia własne na podstawie danych IMF IFS oraz Eurostat.

Uwaga: Dla niektórych walut wykres nie obejmuje całego badanego okresu. Nie wszystkie waluty uczestniczyły w systemie ERM przez całe lata 90.

(6) uczestnictwo lira włoskiego zostało zawieszone w okresie od 17 września 1992 r. do 25 listopada 1996 r.,

(7) szyling austriacki przystąpił do ERM 9 stycznia 1995 r.,

(8) marka fińska przystąpiła do ERM 14 października 1996 r.,

(9) funt brytyjski uczestniczył w ERM od 8 października 1990 r. do 17 września 1992 r.

Odchylenie powyżej zera oznacza, iż bilateralny kurs przewyższa kurs centralny – następuje

aprecjacja escudo, poniżej zera oznacza, iż bilateralny kurs znajduje się poniżej kursu

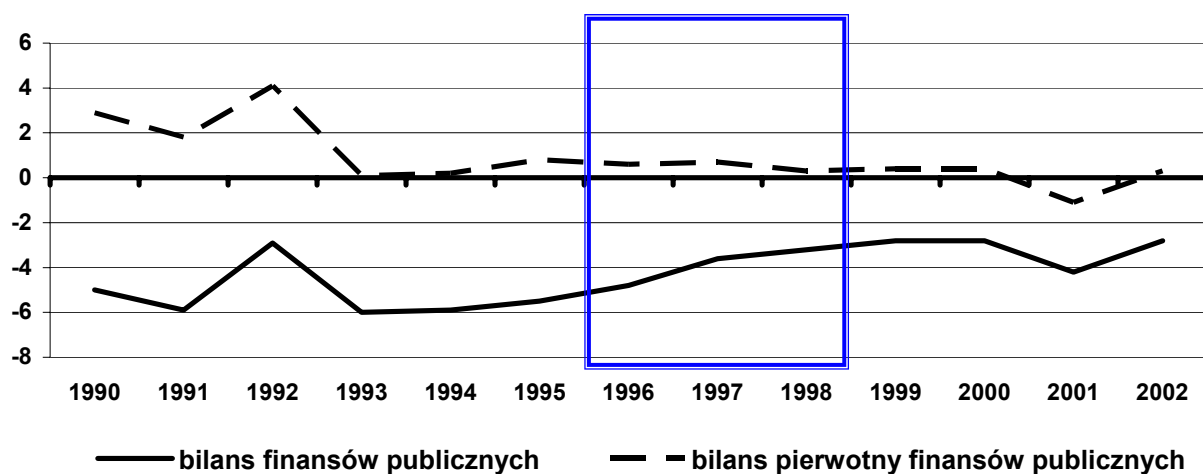
centralnego – następuje deprecjacja escudo.

Polityka fiskalna: dochodzenie do spełnienia fiskalnych kryteriów z Maastricht (deficyt finansów publicznych i dług publiczny)

Ze względu na kształtowanie się deficytu finansów publicznych i długu publicznego Portugalii lata 1990-1998 można podzielić na:

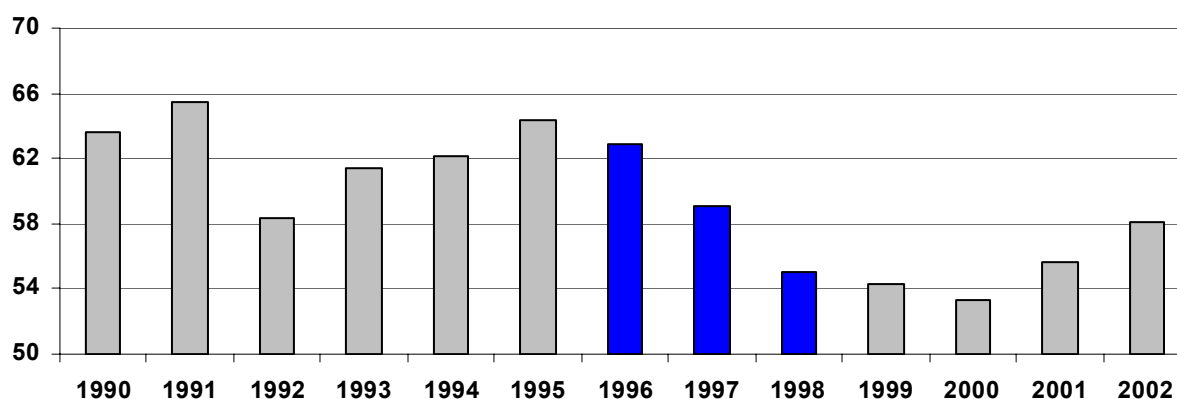
- lata 1990-1995 – okres luźnej polityki fiskalnej – utrzymywanie deficytu finansów publicznych na wysokim poziomie i narastanie (z wyjątkiem 1992 r.) długu publicznego;
- lata 1996-1998 – okres bezpośrednio poprzedzający wejście do UGW – obniżanie deficytu finansów publicznych i długu publicznego.

Wykres 5.3. Saldo sektora finansów publicznych w Portugalii w latach 1990-2002
(w % PKB)



Źródło: European Commission (2001, 2003a).

Wykres 5.4. Dług publiczny Portugalii w latach 1990-2002 (w % PKB)



Źródło: European Commission (2001, 2003a).

Uwaga: dane do 1994 r. według ESA79, od 1995 roku ESA95.

Portugalia miała problemy z utrzymaniem równowagi finansów publicznych jeszcze przed wejściem do Unii Europejskiej. W 1985 r. oficjalna wartość deficytu finansów publicznych wynosiła 7,5% PKB. Liczba ta nie oddawała jednak w pełni skali problemu: część potrzeb pożyczkowych sektora przerzucana była do przedsiębiorstw państwowych, które często uprawiały „kreatywną księgowość”¹⁹³.

Od początku lat dziewięćdziesiątych deficyt sektora finansów publicznych w Portugalii stopniowo wzrastał, aż w 1991 r. osiągnął poziom 5,9% PKB. W 1992 r. rząd Portugalii zdołał zmniejszyć nierównowagę finansów publicznych o połowę, jednak w kolejnych latach nastąpiło ponowne rozluźnienie polityki fiskalnej – deficyt w latach 1993-1994 wynosił około 6% PKB. W połowie lat dziewięćdziesiątych rozpoczął się proces równoważenia finansów państwa. Było to konieczne, aby poziom deficytu spadł poniżej dopuszczalnej wielkości określonej w kryteriach konwergencji z Maastricht – 3% PKB i Portugalia w 1999 r. mogła wejść do strefy euro.

Dług publiczny Portugalii na początku lat dziewięćdziesiątych przekraczał 60% PKB. W 1992 r. nastąpił jego nagły spadek poniżej wartości referencyjnej wywołany głównie obniżeniem deficytu budżetowego. W kolejnych latach – 1993-1995 – zwiększał się ponownie przekraczając granicę 60% PKB. Dopiero od 1996 r. wielkość długu publicznego zaczęła się obniżać. Ostatecznie, w momencie wejścia do Unii, dług publiczny Portugalii był niższy od wartości referencyjnej i nadal utrzymywał się w trendzie spadkowym. W 2000 r. wyniósł nieco powyżej 54% PKB.

¹⁹³ European Commission (1997).

Tabela 5.1. Struktura wydatków i przychodów sektora finansów publicznych w Portugalii w latach 1990-2002 (w % PKB)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Całkowite przychody bieżące	34,2	35,5	38,4	36,9	36,3	38,4 (37,1)	39,3	39,1	39,6	40,0	40,3	39,8	40,8
Podatki bezpośrednie	8,0	8,9	9,9	9,0	8,8	9,3 (9,1)	9,9	10,1	9,9	9,8	10,4	9,8	9,7
Podatki pośrednie	13,1	13,0	13,8	13,0	13,4	14,3 (13,6)	14,4	14,2	14,6	14,8	14,4	14,4	15,1
Składki na ubezpieczenia społeczne	10,2	10,6	11,2	11,8	11,5	10,1 (11,7)	10,5	10,5	10,8	11,4	11,8	11,9	12,2
Pozostałe przychody bieżące	2,9	3,0	3,5	3,1	2,6	4,7 (2,7)	4,5	4,3	4,3	4,0	3,6	3,7	3,8
<i>Przychody kapitałowe</i>	-	-	-	-	-	2,0 -	2,3	2,6	2,2	2,4	2,0	2,3	2,6
Całkowite przychody	34,2	35,5	38,4	36,9	36,3	40,4 (37,1)	41,6	41,7	41,8	42,4	42,3	42,1	43,4
<u>Całkowite wydatki bieżące</u>	35,6	38,1	37,6	39,0	39,1	39,7 (39,4)	39,6	38,2	37,8	38,6	39,5	40,0	40,9
Transfery socjalne	11,5	12,6	13,5	15,1	14,8	11,8 (15,1)	11,8	11,7	11,7	11,9	12,4	12,5	13,0
Płatności odsetkowe	7,9	7,7	7,0	6,1	6,1	6,2 (6,2)	5,4	4,2	3,5	3,2	3,2	3,1	3,0
Wydatki konsumpcyjne	15,2	16,8	16,9	17,5	17,2	18,7 (17,2)	19,0	19,1	19,1	19,7	20,5	20,8	21,2
w tym wydatki na wynagrodzenia	11,9	13,0	13,9	14,2	13,7	13,6 (13,7)	13,7	13,8	14,0	14,4	15,0	15,2	15,4

Pozostałe wydatki bieżące	1,0	1,0	0,2	0,3	1,0	3,0 (0,9)	3,4	3,2	3,5	3,9	3,5	3,5	3,7
Wydatki kapitałowe	3,5	3,3	3,7	3,9	3,1	5,2 (3,3)	6,0	6,2	6,3	6,6	5,6	6,3	5,3
Całkowite wydatki	39,1	41,4	41,3	42,9	42,2	44,9 (42,7)	45,6	44,4	44,1	45,2	45,1	46,3	46,2
Bilans pierwotny	2,9	1,8	4,1	0,1	0,2	1,7 (0,6)	1,4	1,6	1,2	0,4	0,4	-1,1	0,3
Saldo sektora finansów publicznych	-5,0	-5,9	-2,9	-6,0	-5,9	-4,6 (-5,6)	-4,0	-2,7	-2,3	-2,8	-2,8	-4,2	-2,8

Źródło: European Commission (2001, 2003a).

Dane w nawiasach (podobnie jak dane przed 1995 r.) na podstawie standardów ESA79, dane bez nawiasów (podobnie jak dane po 1995 r.) na podstawie standardów ESA95.

Tabela 5.2. Dług publiczny Portugalii w latach 1990-2002 (w % PKB)

	199 0	199 1	199 2	199 3	199 4	199 5	199 6	199 7	199 8	199 9	200 0	200 1	200 2
Dług publiczny brutto	63,6	65,5	58,3	61,4	62,1	64,1	62,8	59,1	55,3	54,3	53,3	55,6	58,1
Zmiana długu publicznego	2,0	1,9	-7,3	3,2	0,7	2,0	bd	-3,7	-3,8	-0,7	-1,0	2,3	2,6
Czynniki mająca wpływ na zmianę długu publicznego:													
▪ deficyt finansów publicznych	5,0	5,9	2,9	6,0	5,9	5,6	4,0	2,7	2,3	2,8	2,8	4,2	2,8
▪ wzrost nominalny PKB	-9,4	-8,3	-7,5	-3,1	-4,9	-4,7	bd	-4,5	-4,3	-3,6	-3,5	-3,2	-2,8
▪ stock-flow adjustment **	6,4	4,3	-2,7	0,3	-0,3	1,1	bd	-1,9	-1,8	0,1	0,3	1,3	2,5

Źródło: European Commission (2001, 2003a).

Dane do 1994 r. na podstawie standardów ESA79, dane od 1996 r. na podstawie standardów ESA95. Brak danych w 1996 r. wynika ze zmian definicyjnych (zastąpienie ESA 79 przez ESA95).

*stock-flow adjustment obejmuje prywatyzację, zmianę wartości długu publicznego wynikającą ze zmian kursu walutowego oraz ewentualny błąd statystyczny.

W latach dziewięćdziesiątych – jak i przez poprzednie blisko dwie dekady – scena polityczna w Portugalii zdominowana była przez dwie partie polityczne: centrolewicową Partio Socialista (PS) i centroprawicową Partio Social Demokrata¹⁹⁴ (PSD). PS lub PSD w tym okresie zawsze stały na czele rządu, najczęściej tworzyły rząd samodzielnie. W wyborach parlamentarnych w 1991, 1995, 1999 i ostatnio w 2002 r. obie partie łącznie zawsze zdobywały ponad 75% głosów¹⁹⁵.

W pierwszej połowie lat dziewięćdziesiątych wybory wygrywała i tworzyła rząd PSD, a od wyborów 1 października 1995 r. do 17 marca 2002 r. na czele rządu stała PS. W ostatnich wyborach – w 2002 r. – szala zwycięstwa znów przechyliła się w stronę PSD.

Zarówno PS jak i PSD były aktywnymi zwolennikami uczestnictwa Portugalii we wszystkich ekonomicznych strukturach europejskich od wspólnego rynku do unii monetarnej. W związku z tym wypełnienie kryteriów z Maastricht stanowiło istotny element programu gospodarczego obu partii w okresach, kiedy sprawowały władzę. Obie partie akcentowały potrzebę prywatyzacji. Partido Socialista opowiadała się za zwiększeniem wydatków socjalnych, czego nie było w programie PSD¹⁹⁶. Co ciekawe, wyraźny konsensus polityczny co do członkostwa Portugalii w unii monetarnej szedł w parze z istotnie mniejszym niż w przypadku Hiszpanii i Grecji poparciem dla euro wyrażanym przez społeczeństwo portugalskie, np. w pierwszym badaniu Eurobarometru wiosną 1996 r. 52% Portugalczyków, 62% Hiszpanów i 64% Greków opowiedziało się „za” euro.

2.1. Lata 1990-1995 – gwałtowny wzrost deficytu finansów publicznych i wzrost poziomu długu publicznego (z wyjątkiem 1992 r.)

Od przystąpienia Portugalii do EWG średniookresowym celem polityki budżetowej było zmniejszenie deficytu budżetowego. W efekcie udało się obniżyć deficyt budżetowy z około 5% PKB w 1985 r. do poziomu poniżej 3% w 1989 r. Nie był to jednak rezultat reform strukturalnych i ograniczenia wydatków publicznych, lecz korzystnych uwarunkowań międzynarodowych. W efekcie, dyscyplina budżetowa nie została utrzymana – deficyt wzrósł ponownie do 5% PKB w 1990 r.

¹⁹⁴ Jest to partia liberalna, w 1974 r., kiedy powstawała PSD lewicowe nastroje były tak powszechne, że liberałowie woleli nazwać się „socjaldemokratami”.

¹⁹⁵ Cunha and Silva (2003).

¹⁹⁶ EIU (1996b), s. 9.

W 1990 r. rząd PSD zatwierdził dokument pt. „Framework for national adjustment to the transition for EMU”, w którym za najważniejsze dla osiągnięcia celu, jakim było członkostwo w UGW, uznano zmniejszenie deficytu fiskalnego. W grudniu 1991 r. przyjęty został pierwszy Program Konwergencji, który zakładał, iż do 1995 r. deficyt finansów publicznych zostanie obniżony do poziomu poniżej 3% PKB¹⁹⁷.

Cel ten miał być osiągnięty poprzez ograniczenie płac w sektorze budżetowym, zwiększenie elastyczności płac i ograniczenie strat w przedsiębiorstwach państwowych. Ustalono nominalne limity wydatków przy założonym wskaźniku wzrostu cen. Jednocześnie, przyjęto zasadę, że w przypadku przekroczenia założonego wskaźnika wzrostu cen limity wydatków nie będą zwiększane. Zakładany wskaźnik wzrostu cen decydował również o corocznym przesuwaniu się progów w podatku dochodowym od osób fizycznych i podatku od przedsiębiorstw.

Rok 1992 – pierwszy rok realizacji programu konwergencji – wyjątkowo na tle pozostałych lat pierwszej połowy lat dziewięćdziesiątych zakończony został deficytem niewiele poniżej 3% PKB. Był to rezultat zastosowanej strategii: utrzymania wydatków publicznych na poziomie zbliżonym do poziomu z roku poprzedniego – 41,3% PKB – oraz wyższych wpływów budżetowych – 38,4% PKB, tj. blisko o 3% PKB wyższych niż w roku poprzednim.

W latach 1993-1994 nastąpił ponowny wzrost deficytu budżetowego do poziomu odpowiednio 6% PKB oraz 5,9% PKB, który został nieznacznie obniżony do 5,6% PKB w 1995 r. Wzrost deficytu był spowodowany przede wszystkim recesją w 1993 r. (spadek PKB wyniósł wówczas 2%) oraz powolnym tempem poprawy sytuacji gospodarczej w kolejnych latach. Przychody budżetowe w latach 1993-1994 spadły o ponad 2% PKB do poziomu 36,3% PKB w 1994 r., po czym wzrosły o 0,8% PKB w 1995 r. W samym 1993 r. nominalne przychody budżetowe były niższe niż rok wcześniej przy inflacji 6,5%. Jednocześnie, nastąpił wzrost wydatków publicznych z 41,3% PKB w 1992 r. do 42,7% PKB w 1995 r.

¹⁹⁷ Von Hagen, Hallett, Strauch (2001), s. 113.

W latach 1993-1994 tempo wzrostu gospodarczego było istotnie niższe niż średnioroczne 3% zakładane w Programie Konwergencji. W związku z tym w 1993 r. nieunikniona była modyfikacja Programu. Rząd przyjął plan obniżenia deficytu finansów tak, aby w okresie 1995-1997 średni poziom deficytu wynosił 3,3% PKB i spadł poniżej 3% PKB w 1997¹⁹⁸ r. Dług publiczny w relacji do PKB miał utrzymywać się na średnim poziomie 67%, osiągnąć maksymalną wielkość 71% w 1994 r., a potem systematycznie spadać.

Ścieżka dojścia do celu zasadniczo nie została zmieniona - rewizja programu oznaczała głównie zmianę jego założeń w szczególności w zakresie przewidywanego wzrostu gospodarczego. Ponadto, planowano likwidację ulg i zwolnień podatkowych, co miało spowodować wzrost przychodów budżetowych.

Zmodyfikowany Program Konwergencji – pomimo powolnego wychodzenia z recesji – był realizowany. Deficyt również powoli, ale systematycznie, obniżał się głównie dzięki mniejszemu udziałowi płatności związanych z obsługą długu publicznego w PKB (0,8% PKB) i zwiększonym wpływom z podatków, głównie pośrednich (o 0,6% PKB). Wskaźnik wydatków publicznych w relacji do PKB w latach 1993-1995 praktycznie się nie zmienił (spadek o 0,2% PKB)¹⁹⁹.

W pierwszej połowie lat dziewięćdziesiątych główną przyczyną narastania długu publicznego był utrzymujący się deficyt finansów publicznych, który wahał się od 5 do 6% PKB. Fakt, iż przy deficycie rządu 5-6% PKB następował wzrost długu tylko o 0,7-3,2% PKB rocznie, wynikał z tempa wzrostu PKB. Tempo wzrostu gospodarczego w latach 1990-1995 utrzymywało się na poziomie od 1% do 4,4% rocznie. Jedynie w 1993 r. nastąpił spadek PKB o 2%, czemu towarzyszył największy wzrost długu publicznego w ciągu roku w latach dziewięćdziesiątych – o 3,2% PKB.

Na początku lat dziewięćdziesiątych istotnie w porównaniu z okresem wcześniejszym zmieniły się zasady zaciągania i zarządzania długiem publicznym. Spowodował to zakaz

¹⁹⁸ OECD (1994b), s. 45-47.

¹⁹⁹ Według ESA 79.

bezpośredniego finansowania rządu przez bank centralny i liberalizacja przepływów kapitałowych, wprowadzone odpowiednio w latach 1991 i 1992. Celem rządu stało się teraz wydłużenie okresu zapadalności długu, zwiększenie obecności Portugalii na rynkach zagranicznych oraz zwiększenie płynności długu na rynku krajowym i zmniejszenie kosztów jego obsługi.

Na zwiększenie długu publicznego wpłynęło także trzykrotnie przeprowadzenie dewaluacji escudo portugalskiego względem ecu: w 1992 r. o 6%, w 1993 r. o 6,5% i w 1995 r. o 3,5%. Spowodowało to wzrost wartości długu denominowanego w obcych walutach i – przeciwnie do zamierzeń rządu – sprawiało, że koszty obsługi długu zagranicznego rosły. Dług denominowany w walutach obcych stanowił wówczas odpowiednio 7%, 11,7% oraz 18,3% całkowitego zadłużenia²⁰⁰.

Istotnym czynnikiem wpływającym na obniżenie długu publicznego w Portugalii była prywatyzacja. Przygotowując się do niej, 1 stycznia 1994 r. zniesiono ograniczenie 25% udziałów, które zagraniczne osoby fizyczne i prawne mogły posiadać w przedsiębiorstwach portugalskich²⁰¹.

W okresie 1989-1995 przychody z prywatyzacji wyniosły 9% PKB, najwięcej po Wielkiej Brytanii i Nowej Zelandii wśród krajów OECD w tym okresie. Około 65% z przychodów zostało wykorzystanych na spłatę długu publicznego, a pozostała część na oddłużanie i dekapitalizowanie przedsiębiorstw państwowych – co było przygotowaniem do ich prywatyzacji²⁰².

3/5 przychodów z prywatyzacji uzyskano ze sprzedaży banków i firm ubezpieczeniowych, pozostałe 2/5 wygenerowała głównie sprzedaż firm telekomunikacyjnych, transportowych i browarów²⁰³. W latach 1985-1994 udział państwa w sektorze bankowym obniżył się z 90% do 30%. Wszystkie – z wyjątkiem ubezpieczyciela będącego własnością dwóch pozostających jeszcze w rękach państwa banków – firmy ubezpieczeniowe zostały sprywatyzowane. 2/3

²⁰⁰ EMI (1998), s. 224.

²⁰¹ EIU (1996b), s. 16.

²⁰² IMF (1995b).

²⁰³ IMF (1995b).

prywatyzacji dokonała się poprzez oferty publiczne przez co istotnie wzrosła kapitalizacja giełdy papierów wartościowych w Lizbonie: w 1994 r. firmy sprywatyzowane miały 37% udział w jej kapitalizacji i 33% udział w obrotach giełdy²⁰⁴. Przyspieszenie transakcji prywatyzacyjnych nastąpiło w latach 1994-1995, po zastoju w roku recesji – 1993.

Prywatyzacja następowała łącznie z procesem liberalizacji rynków. Rynek telekomunikacyjny, usług pocztowych, elektroenergetyczny i transport lotniczy zostały zdemonopolizowane.

Jorge Braga de Macedo, minister finansów Portugalii w latach 1991-1993 stwierdził, że polityka gospodarcza w pierwszej połowie lat dziewięćdziesiątych polegała na „zdobywaniu wiarygodności zagranicą i sprzedawaniu stabilności u siebie”²⁰⁵.

Główne determinanty zmiany poziomu przychodów budżetowych

W latach 1990-1995 przychody budżetowe Portugalii wyrażone jako odsetek PKB wzrosły z 34,2% do 37,1% PKB.

Zmiany w podatkach bezpośrednich były następujące:

- wprowadzony został podatek PIT i CIT w 1989 r. Spowodowało to wzrost wpływów z podatków bezpośrednich w latach 1990-1993. Reforma polegała na zastąpieniu wielu niepowiązanych ze sobą podatków obejmujących różne kategorie dochodu podatkiem od osób fizycznych oraz podatkiem od przedsiębiorstw. Podatek PIT obejmował 5 stawek od 16 do 40% (wcześniejszy ogólny podatek składał się z 11 stawek od 4 do 80%). Z kolei jednolita (z nielicznymi wyjątkami) stawka podatku CIT w wysokości 38,5% zastąpiła trzy różne podatki, których stawki mieściły się w przedziałach 30-35%, 6-12% oraz 0-10%²⁰⁶.

²⁰⁴ Carvalho (1999).

²⁰⁵ Braga de Macedo, Nunes, Covas (1999).

²⁰⁶ OECD (1991b), s. 67-73.

- na początku lat dziewięćdziesiątych rząd zlikwidował część ulg i zwolnień podatkowych. Z drugiej jednak strony, w roku recesji (1993) rząd wprowadził ulgi i zwolnienia podatkowe, których celem miało być pobudzenie inwestycji²⁰⁷;
- odliczenia i ulgi podatkowe zostały poddane dalszym ograniczeniom od 1993 r., m.in. ograniczono odliczenia od podatku z tytułu oszczędności w programach emerytalnych²⁰⁸;
- progi podatkowe były indeksowane jedynie o planowaną inflację, w wyniku czego wzrost inflacji powyżej planu był równoznaczny ze wzrostem podatków;
- skrócony został czas płatności podatkowych, uproszczono procedury naliczania podatków, przyspieszono centralizację systemu informacyjnego administracji podatkowej²⁰⁹.

Przychody z tytułu podatków bezpośrednich wzrosły z 8% PKB w 1990 r. do 9,1% PKB w 1995 r.

Podatki pośrednie były w 1995 r. nieco wyższe, niż w 1990 r. – wynosiły odpowiednio 13,6% PKB i 13,1% PKB. W tym okresie harmonizowano system podatkowy w związku z członkostwem Portugalii w Unii Europejskiej. Zmiany stawek VAT i akcyzy były często przyspieszane w związku z koniecznością załatania szybko rosnącej dziury budżetowej²¹⁰. W 1993 r. zerowa stawka VAT została zastąpiona stawką 5% oraz niektóre grupy towarów, które podlegały obniżonej stawce, zostały objęte normalną stawką podatku VAT²¹¹. Z drugiej strony podstawowa stawka została obniżona z 17 do 16%.

W 1993 r. zniesione została granica celna pomiędzy Portugalią a Unią Europejską. Spowodowało to zmianę sposobu naliczania podatku VAT od towarów importowanych i spowodowało problemy w poborze podatków.

²⁰⁷ Von Hagen, Hallett, Strauch (2001), s. 114.

²⁰⁸ Von Hagen, Hallett, Strauch (2001), s. 114.

²⁰⁹ Von Hagen, Hallett, Strauch (2001), s. 114.

²¹⁰ OECD (1993b), s. 37.

²¹¹ OECD (1994b), s. 42.

Grupa robocza Międzynarodowego Funduszu Walutowego, która odwiedziła Portugalię w 1994 r. uznała, że administracja skarbowa zbyt koncentruje się na aspektach technicznych związanych ze zwrotem nadpłaconego podatku VAT i podatków dochodowych, a zbyt mało zajmuje się kontrolą czy należny podatek w ogóle wpływa do kasy państwa w odpowiedniej wysokości. Wśród zaleceń ekspertów MFW znalazły się: zwiększenie prawdopodobieństwa, że unikanie płacenia podatków zostanie wykryte i ukarane przez aparat skarbowy oraz wprowadzenie mechanizmów pomocy podatnikom w wywiązywaniu się ze zobowiązań wobec państwa²¹². W szczególności MFW zalecał skupienie środków aparatu skarbowego na podmiotach, których dług był wysoki i zwiększeniu ilości kontroli skarbowych. Uznano także, że uwaga urzędników powinna w większym stopniu koncentrować się na podatku VAT ze względu na jego potencjał.

W latach 1994-1995 w aparacie skarbowym wprowadzono zmiany, których celem było wypełnienie zaleceń MFW. W styczniu 1994 r. wszedł w życie nowy kodeks karno-skarbowy. W tym samym roku wprowadzono możliwość sekurytyzacji zobowiązań w stosunku do większych podatników i rozliczenia długu w okresie od 3 do 10 lat. W ten sposób do 1995 r. spłacono zobowiązania będące równowartością 1,8% PKB. W styczniu 1995 r. skrócono okres realizacji zobowiązań podatkowych wynikających z podatku dochodowego od osób fizycznych z 3 do 1 miesiąca, co wygenerowało dodatkowe jednorazowe dochody. W lipcu 1995 r. zwiększono liczbę kontrolerów zajmujących się podatkiem VAT²¹³.

Przychody ze składki na ubezpieczenia społeczne wzrosły z 10,2% PKB w 1990 r. do 11,7% PKB w 1994 r., m.in. w wyniku podwyższenia części składki na ubezpieczenia społeczne opłacanej przez pracowników o 2 punkty procentowe, co spowodowało zwiększenie ich obciążeń podatkowych. W 1994 r. rozpoczęto także stopniowe podnoszenie wieku emerytalnego dla kobiet z 60 do 65 lat²¹⁴.

²¹² IMF (1995b), s. 15.

²¹³ European Commission (1997), s. 70.

²¹⁴ European Commission (1997), s. 70.

Główne determinanty zmiany poziomu wydatków publicznych

W latach 1990-1995 wydatki publiczne liczone jako odsetek PKB wzrosły z poziomu 39,1% do 42,7% PKB.

Transfery socjalne wzrosły z poziomu 11,5% PKB w 1990 r. do 15,1% PKB w 1995 r.

Wzrost wydatków na zasiłki dla bezrobotnych wynikał z zahamowania trendu spadkowego wskaźnika bezrobocia w 1991 r. na poziomie 4,2% i jego odwrócenia w roku kolejnym²¹⁵. Wskaźnik ten w 1995 r. osiągnął 7,3% PKB. Ponadto, w 1990 r. rząd wprowadził tzw. „czternastą emeryturę”, która wpłynęła na stały wzrost wydatków z tytułu transferów socjalnych w 1990 r. o 0,5% PKB²¹⁶. Jednocześnie ze względu na trwający proces starzenia się społeczeństwa portugalskiego, rosła liczba osób uprawnionych do świadczeń emerytalnych.

W 1994 r. nastąpił spadek wydatków socjalnych wywołany podniesieniem wieku emerytalnego kobiet oraz zaostrzeniem kryteriów obowiązujących przy określaniu wysokości emerytur²¹⁷.

Wydatki konsumpcyjne w latach 1990-1995 stopniowo wzrastały z 15,2% PKB do 17,2% PKB. Zwiększeniu uległa największa grupa wydatków zaliczanych do wydatków konsumpcyjnych – wydatki na wynagrodzenia dla pracowników zatrudnionych w sektorze publicznym. Wzrost płac w sferze budżetowej podyktowany był zmianą systemu płac zainicjowaną w październiku 1989 r., której celem było zbliżenie wysokości płac w sektorze państwowym do poziomu płac w sektorze prywatnym²¹⁸. Miało to pozwolić na przyciągnięcie do pracy w sektorze publicznym lepiej wykwalifikowanych pracowników²¹⁹. W efekcie nakłady na wynagrodzenia w sektorze publicznym wzrosły z 12% w 1989 r. do 14% PKB w 1992 r. Jednocześnie, obok wzrostu płac, w Portugalii następował wzrost zatrudnienia w sektorze publicznym.

²¹⁵ OECD (1992b), s. 35.

²¹⁶ OECD, (1992b), s. 51.

²¹⁷ Von Hagen, Hallett, Strauch (2001), s. 114.

²¹⁸ OECD (1992b), s. 51.

²¹⁹ European Commission (1997), s. 69.

Pogłębienie nierównowagi finansów publicznych w latach 1993-1994 wynikało z działań rządu podjętych w czasie recesji, która wystąpiła w Portugalii w 1992 r. Państwo m.in. wprowadziło subsydiowane kredyty dla rolników, subsydia dla eksporterów, program niskooprocentowanych kredytów mieszkaniowych²²⁰.

Jedyną pozycją w wydatkach publicznych, w której odnotowany został wyraźny spadek w latach 1991-1994 były płatności odsetkowe. Ich wielkość wzrosła jedynie w 1990 r. z 6,1% PKB w 1989 r. do 7,9% PKB w wyniku wzrostu oprocentowania obligacji: długookresowa stopa procentowa wzrosła średnio z około 15,5% do około 16,5%. Wprowadzony został podatek od zysków ze sprzedaży skarbowych papierów dłużnych²²¹.

Od 1991 r. płatności odsetkowe stopniowo malały z 7,9% PKB w 1990 r. do 6,1% PKB w 1994 r. Było to możliwe dzięki względnie stabilnemu poziomowi długu publicznego wahającego się wokół 60% PKB oraz spadkowi stóp procentowych. Dług publiczny zmniejszał się także dzięki dużej prywatyzacji. W 1995 r. koszty obsługi długu publicznego wzrosły – o 0,1% PKB, co było spowodowane wzrostem długu publicznego.

Niższe od zakładanych w Programie Konwergencji były też wydatki kapitałowe: 3,1 – 3,3% PKB w latach 1994-1995. Był to niezamierzony skutek niższej niż planowano absorpcji funduszy z Unii Europejskiej, co pociągnęło za sobą niższe wydatki na współfinansowanie inwestycji.

2.2. Lata 1996-1998 – okres bezpośrednio poprzedzający wejście do UGW obniżanie deficytu finansów publicznych i długu publicznego

W latach 1996-1998 Portugalia zdołała obniżyć deficyt budżetowy poniżej wartości referencyjnej. W 1995 r. poprawa dyscypliny finansów publicznych była niewielka – deficyt spadł zaledwie o 0,3% PKB z 5,9% PKB do 5,6% PKB²²². W kolejnych latach postęp

²²⁰ Von Hagen, Hallett, Strauch (2001), s. 36.

²²¹ OECD (1992b), s. 51.

²²² Według ESA 79.

w równoważeniu finansów publicznych był znacznie większy, w efekcie czego w 1998 r. deficyt wyniósł dwukrotnie mniej niż w 1995 r., tj. 2,3% PKB²²³.

Na obniżkę deficytu fiskalnego o 2,3 punktu procentowego w ciągu trzech lat złożył się: wzrost przychodów publicznych z 40,4% PKB w 1995 r. do 41,8% PKB w 1998 r. i niewielki spadek wydatków publicznych z 44,9% PKB w 1995 r. do 44,1% PKB.

8 listopada 1995 r., w miesiąc po wyborach, w wyniku których do władzy doszła Partia Socialista (PS), komentator „Financial Times” napisał: „Podstawowym celem polityki gospodarczej socjalistycznego rządu jest spełnienie kryteriów konwergencji i zakwalifikowanie Portugalii do trzeciego etapu tworzenia UGW. Rząd dąży do realizacji tego celu mimo szeroko rozpowszechnionych wątpliwości na temat możliwości spełnienia przez Portugalię kryteriów w terminie”.

Spadek wydatków publicznych dokonał się wyłącznie dzięki mniejszym o 2,7% PKB w 1998 r. w porównaniu do 1995 r. kosztom obsługi długu. Wydatki budżetu z pominięciem płatności odsetkowych wzrosły w okresie 1996-1998 z 38,7% PKB do 40,6% PKB. Oznaczało to wzrost realny o blisko 20%²²⁴. Był to efekt zapowiadanej przed wyborami parlamentarnymi w 1995 r. polityki zwycięskiej partii PS. Socjaliści, choć zapowiadali, że zdołają wypełnić fiskalne kryteria konwergencji, zwiększali wydatki. Skutki tej polityki, ujawniły się już po utworzeniu UGW, w warunkach niższego tempa wzrostu gospodarczego – Portugalia była pierwszym krajem, który w 2001 r. nie zdołał utrzymać deficytu fiskalnego na poziomie 3% PKB przewidzianym w Pakcie Stabilności i Wzrostu.

Mimo braku większości w parlamencie (partia rządząca miała 112 na 230 miejsc), rząd zdołał zdobyć poparcie dla kolejnych ustaw budżetowych. W 1996 r., przedstawiając projekt ustawy budżetowej na 1997 r. premier Antonio Guterres argumentował, iż odrzucenie projektu ustawy byłoby równoznaczne z odrzuceniem szansy wejścia do UGW w pierwszej grupie państw tworzących unię walutową. Argument ten zdecydował, iż socjaldemokraci nie zagłosowali przeciwko ustawie budżetowej, stawiając za nadrzędny cel jak najszybsze

²²³ Według ESA 95.

²²⁴ Obliczenia własne na podstawie European Commission (2003a).

wprowadzenie Portugalii do strefy euro²²⁵. Budżet na 1997 r. określany przez premiera Guterresa jako „historyczny krok zwiększający szanse wejścia Portugalii do UGW” został bardzo pozytywnie przyjęty przez rynki finansowe oczekujące w konsekwencji obniżek stóp procentowych Banku Portugalii²²⁶.

W marcu 1997 r. największa partia opozycyjna, PSD, ze względu na gwałtowny spadek poparcia wśród społeczeństwa, zaczęła jednak krytycznie odnosić się do polityki rządu w drodze do UGW. Socjaldemokraci oskarżali socjalistów o brak reform przygotowujących Portugalię do członkostwa w unii walutowej, które zwiększyłyby konkurencyjność jej gospodarki²²⁷.

Przekonanie o konieczności wejścia do strefy euro była w Portugalii powszechnie podzielana. Przedstawiciel największego banku w Portugalii – Namorado Rosa – już w 1995 r. powiedział, iż gdyby Portugalia nie została przyjęta do UGW, stałaby się „wyspą gospodarczą pozbawioną wszelkich bezpośrednich inwestycji zagranicznych, wiarygodności finansowej oraz krajem o stale postępującej inflacji”²²⁸.

Badania Eurobarometru²²⁹ wskazują, że w latach 1996-1998 poparcie społeczeństwa portugalskiego dla euro (początkowo – dla wprowadzenia euro) utrzymywało się na poziomie pomiędzy 45% do 58%. Od 18% do 30% Portugalczyków uważało się za przeciwników wspólnej waluty.

Charakterystyczne jest, że w Portugalii odsetek zwolenników euro systematycznie wzrastał i wiosną 2002 r. – mimo problemów budżetowych i konieczności przestrzegania zasad Paktu Stabilności i Wzrostu – osiągnął 73% (19% przeciwników).

²²⁵ EIU (IV 1996), s. 10.

²²⁶ EIU (IV 1996), s. 14-15.

²²⁷ EIU (I 1997), s. 10-12.

²²⁸ White (1995).

²²⁹ Standard Eurobarometer: 45-58.

Budżetowe kryterium konwergencji jeszcze rok przed czasem dalekie było od realizacji, ponieważ w 1996 r. deficyt budżetowy wynosił 4% PKB. Deficyt finansów publicznych w 1997 r. został jednak znacznie obniżony. Wg standardów ESA79, które zostały zastosowane względem pierwszej grupy państw kandydujących do UGW, wyniósł 2,5% PKB²³⁰. W 1997 r. przygotowano kolejny trzyletni program konwergencji, który zakładał spadek deficytu budżetowego do 1,5% PKB w 2000²³¹ r.

Program Konwergencji zakładał kontrolę wydatków, dalszą poprawę efektywności aparatu skarbowego i prywatyzację, co miało pozostawać „w zgodności z odpowiedzialnością społeczną rządu”²³². Założono obniżenie deficytu fiskalnego z 2,9% w 1997 r.²³³ do 1,5% w 2001 r. Nie był to plan zbyt trudny do wykonania przy uwzględnieniu kolejnego założenia – średniego wzrostu gospodarczego na poziomie 3,4% PKB.

W latach 1996 i 1997 rząd Portugalii wprowadził mechanizm „wentylu bezpieczeństwa”, które pozwoliłyby mu ograniczyć wydatki w ciągu roku budżetowego do 10% w przypadku wydatków konsumpcyjnych, do których zaliczamy wynagrodzenia sfery budżetowej, do 6% w przypadku wydatków kapitałowych i do 5% dla transferów socjalnych. Ograniczenia wydatków mogły nastąpić gdyby przychody w danym okresie okazały się mniejsze od planowanych w Programie Konwergencji. Rozwiązanie to miało zabezpieczyć możliwość sprowadzenia deficytu do wymaganego poziomu na wypadek nieprzewidzianych trudności w kluczowym okresie referencyjnym²³⁴.

Od 1996 r. dług publiczny Portugalii w relacji do PKB zaczął się obniżać. Był to rezultat zwiększonych przychodów budżetu oraz wysokiego tempa wzrostu gospodarczego. Deficyt budżetowy jeszcze w 1996 r. wynosił 4% PKB, jednak w latach 1997-1998 nie przekraczał 3% PKB. Jednocześnie, dzięki obniżce stóp procentowych zmniejszyły się płatności odsetkowe z 6,2% PKB w 1995 r. do 3,5% PKB w 1998 r. Bilans pierwotny wykazywał nadwyżkę od 1,2 do 1,6% PKB.

²³⁰ Wg ESA95 był wówczas wyższy o 0,2% PKB.

²³¹ OECD (1994), s. 45.

²³² Convergence Programme for Portugal (1997) s. 14.

²³³ W rzeczywistości deficyt w 1997 roku wyniósł 2,7% PKB.

²³⁴ Von Hagen, Hallett, Strauch (2001), s. 114.

Ważnym czynnikiem wpływającym na obniżenie wielkości długu publicznego w relacji do PKB był szybki wzrost gospodarczy, który utrzymywał się na wysokim poziomie – 3,5-4,6% rocznie.

Główne determinanty zmiany poziomu przychodów budżetowych

W latach 1995-1998 przychody budżetu w Portugalii wyrażone jako odsetek PKB wzrosły z 40,4% do 41,8% PKB.

W omawianym okresie istotnie wzrosły wpływy z podatków bezpośrednich i pośrednich (odpowiednio z 9,3% PKB do 9,9% PKB oraz z 14,3% PKB do 14,6% PKB). Było to spowodowane wzrostem aktywności gospodarczej, poprawą ściągalności podatków, zniesieniem w latach poprzednich wielu ulg podatkowych oraz podniesieniem stawek podatku akcyzowego²³⁵. Łączne wpływy z podatków i składek na ubezpieczenie społeczne w okresie 1996-98 wzrosły realnie o około 20%²³⁶.

Aby zmniejszyć nadal wysoki odsetek osób i przedsiębiorstw uchylających się od płacenia podatków, rząd w 1998 r. obniżył stawkę podatku CIT z 36 do 34% (w większości przypadków należy do tej stawki doliczyć 3,6 punktu proc. podatku regionalnego). Jednocześnie wprowadzona została zasada podatku minimalnego od osób samo zatrudnionych oraz przedsiębiorstw, który musi być płacony bez względu na poziom ewidencjonowanych zysków i strat²³⁷.

Podstawowa stawka VAT została ponownie podwyższona z 16% do 17%. W tym samym czasie wyeliminowano podwyższoną stawkę na towary luksusowe. Rok później wprowadzono nową, obniżoną stawkę 12% na niektóre towary i istotnie zwiększono akcyzę na samochody²³⁸. Podatki pośrednie zwiększyły się z 14,3% PKB do 14,6% PKB, oznaczało to wzrost realny o 22,5%²³⁹.

²³⁵ Banco de Portugal (1996), s. 71.

²³⁶ Obliczenia własne na podstawie European Commission (2003a).

²³⁷ EIU (I 1998), s. 12.

²³⁸ Banco de Portugal (1997) s. 111, Banco de Portugal (1998) s. 120.

²³⁹ Obliczenia własne na podstawie European Commission (2003a).

Zwiększyły się wpływy z prywatyzacji, bowiem w okresie 1990-1995 średnio wynosiły one około 1% PKB rocznie, a w latach 1996-1998 około 3% PKB rocznie, z czego średnio około 2,1% przeznaczona na spłatę długu publicznego, a 0,9% PKB na „zastrzyki finansowe” dla przedsiębiorstw państwowych przeznaczonych do prywatyzacji²⁴⁰.

W latach 1995-1998 sprywatyzowano m.in. 6 banków, dostawcy usług telekomunikacyjnych *Portugal Telecom*, oraz przedsiębiorstwa z sektorów chemicznego, naftowego, gazowego, budowlanego oraz elektrownie i stocznie.

W 1998 r. gazeta *Diario Economico* ujawniła, iż wpływy z prywatyzacji były księgowane przez Ministerstwo Finansów w sposób niezgodny z wytycznymi europejskimi tak, aby zwiększyć dochody budżetu i obniżyć wskaźnik deficytu sektora finansów publicznych²⁴¹.

Główne determinanty zmiany poziomu wydatków publicznych

W latach 1995-1998 wydatki publiczne wyrażone jako udział w PKB tylko nieznacznie spadły z 44,9% do 44,1% PKB. Jeśli pominiemy koszty obsługi długu publicznego Portugalia jest jedynym obok Grecji krajem Unii Europejskiej, w którym w latach 1996-1999 nastąpił istotny²⁴² - o 1,9% PKB wzrost wydatków (*primary expenditure*). Obniżenie deficytu fiskalnego, a więc spełnienie jednego z kryteriów konwergencji, było możliwe dzięki większym przychodom i niższym płatnościom odsetkowym²⁴³. W ujęciu realnym wydatki bez płatności odsetkowych w okresie 1996-1998 wzrosły o 19,7%. Po dodaniu obsługi długu realny wzrost wydatków wyniósłby 10,9%²⁴⁴.

Wydatki na odsetki związane z obsługą długu publicznego spadły z 6,2% PKB w 1995 r. do 3,5% PKB w 1998 r. Był to rezultat obniżającej się stopy procentowej (długookresowa stopa procentowa spadła z poziomu przekraczającego 10% do około 4%) oraz malejącej wielkości

²⁴⁰ Obliczenia własne na podstawie danych Ministerstwa Finansów Portugalii oraz Komisji Europejskiej.

²⁴¹ EIU (III 1998), s. 13.

²⁴² Trzecim krajem był Luksemburg gdzie w latach 1995-1999 przyrost wydatków publicznych po odjęciu kosztów obsługi długu publicznego był mniejszy niż 1% PKB.

²⁴³ IMF (2000a), s.19.

²⁴⁴ Obliczenia własne na podstawie European Commission (2003a).

długu publicznego w relacji do PKB, który jeszcze w 1995 r. przekraczał 64% PKB, a w 1998 r. wynosił 55,3% PKB. W ujęciu realnym wydatki związane z obsługą długu publicznego w okresie 1996-1998 spadły o 35,4%²⁴⁵.

Ograniczono tempo wzrostu płac w sferze budżetowej, a w latach 1996-1997 zamrożono wielkość zatrudnienia w tym sektorze²⁴⁶. W rezultacie, płace sfery budżetowej w latach 1996-1997 utrzymywały się na stabilnym poziomie, lecz już w 1998 r. wzrosły o 0,3% PKB do poziomu 14% PKB. W efekcie wydatki konsumpcyjne pozostawały na poziomie 19,1% PKB. Oznaczało to wzrost o 0,4% PKB w porównaniu z 1995 r. Realnie wydatki konsumpcyjne budżetu wzrosły w okresie 1996-1998 o 18,6%²⁴⁷.

Według IMF (2000a, s. 23) fundusz płac w Portugalii w latach 1995-1999 wzrósł z 13,8% do 14,4% PKB²⁴⁸. W tym samym czasie podobny wskaźnik dla krajów Unii Europejskiej zmalał z 10,8% do 10,2% PKB²⁴⁹. W latach 1996-2000 średnia płaca w całej gospodarce zwiększyła się przeciętnie o 5,5% w ujęciu realnym, znacznie więcej niż zanotowany w tym samym okresie wzrost produktywności²⁵⁰.

Transfery socjalne w latach 1996-1998 ustabilizowały się na poziomie około 11,7% PKB. W ujęciu realnym wzrosły w tym okresie o prawie 20%²⁵¹. Był to głównie rezultat przeciwstawnych czynników: szybkiego spadku bezrobocia z 7,3% w 1995 r. do 5,2% w 1998 r., przy jednoczesnym wzroście liczby osób w wieku emerytalnym. Spadek bezrobocia był możliwy dzięki szybkiemu wzrostowi gospodarczemu. Mimo relatywnie niskiej stopy bezrobocia – zdaniem OECD – Portugalia w latach dziewięćdziesiątych pozostawała krajem o najmniej elastycznym rynku pracy²⁵².

²⁴⁵ Obliczenia własne na podstawie European Commission (2003a).

²⁴⁶ Von Hagen, Hallett, Strauch (2001), s. 115.

²⁴⁷ Obliczenia własne na podstawie EIU (2000b), s. 42 i 45.

²⁴⁸ Według danych Banco de Portugal fundusz płac wzrósł w latach 1995-1999 z 14,1% do 14,9% PKB; Banco de Portugal (1999b), s. 31.

²⁴⁹ Średnia arytmetyczna, bez Luksemburga.

²⁵⁰ European Commission (2001b), s. 123.

²⁵¹ Obliczenia własne na podstawie European Commission (2003a).

²⁵² Takizawa (2003).

Wyniki badań empirycznych dotyczących efektywności systemu ubezpieczeń społecznych w Portugalii w połowie lat dziewięćdziesiątych dokonanych z użyciem modelu VAR przez Pereirę²⁵³ wskazują, że system ubezpieczeń społecznych jest wysoce nieefektywny: powoduje istotny wzrost kosztów pracy i bezrobocia, obniżając jednocześnie poziom oszczędności w gospodarce. Wzrost nakładów na ubezpieczenia społeczne o 1 USD skutkuje spadkiem PKB o 3,3 USD.

Wydatki kapitałowe, głównie związane ze współfinansowaniem projektów inwestycyjnych, na które większość środków pochodzi z Unii Europejskiej wzrosły z 5,2% PKB w 1995 r. do 6,3% PKB w 1998 r. W ujęciu realnym wzrost wyniósł prawie 38,1%²⁵⁴.

W 1997 r. zapoczątkowano reformę służby zdrowia, której celem były jednocześnie podniesienie jakości usług i ograniczenie tempa wzrostu wydatków w tym sektorze. Polegały one na głównie na zwiększaniu autonomii, w tym finansowej, jednostek świadczących usługi zdrowotne. Skutki tej reformy ujawniły się już po utworzeniu UGW.

Tabela 5.3. Dynamika przychodów i wydatków sektora finansów publicznych w latach 1995-2002

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	1995-1998	
	<i>Nominalna zmiana (w %)</i>							<i>zmiana w %</i>	
								<i>nominalna</i>	<i>realna</i>
Przychody bieżące	10,0	7,5	9,5	9,8	7,8	5,2	7,8	29,5	20,8
Podatki bezpośrednie	14,3	9,1	5,6	12,5	13,2	0,6	4,1	31,7	22,9
Podatki pośrednie	9,5	6,0	13,1	10,6	4,3	5,8	10,2	31,3	22,5
Składki na ubezpieczenia społeczne	6,3	10,8	8,9	8,1	10,9	7,7	7,6	28,3	19,7

²⁵³ Banco de Portugal (June 1998b), s. 57.

²⁵⁴ Obliczenia własne na podstawie European Commission (2003a).

Inne przychody bieżące	12,6	0,4	8,2	5,5	-1,8	7,7	8,4	22,3	14,1
Przychody kapitałowe	22,8	21,6	-16,1	30,0	11,7	21,4	18,0	25,3	16,9
Wydatki bieżące	6,6	4,0	7,2	9,6	9,4	7,6	7,6	18,8	10,9
Wydatki konsumpcyjne	8,6	8,4	8,0	11,0	11,5	7,9	7,4	27,1	18,6
w tym wydatki na wynagrodzenia	7,6	8,6	9,8	10,7	11,0	8,0	6,5	28,3	19,7
Subsydia	18,3	-10,3	28,5	22,9	-32,0	33,0	10,3	36,4	27,2
Płatności odsetkowe	-8,3	-15,1	-11,1	-1,0	6,3	4,0	1,4	-30,8	-35,4
Transfery socjalne	13,2	4,2	8,9	11,6	10,0	7,9	7,4	28,5	19,9
Wydatki kapitałowe	22,8	14,3	5,4	10,2	-9,7	21,1	-13,7	47,9	38,1
Wydatki bieżące bez płatności odsetkowych	9,4	7,1	9,5	10,7	9,7	7,9	8,2	28,3	19,7

Źródło: European Commission (2003a) oraz obliczenia własne na podstawie European Commission (2003a). Dynamika realna deflowana wskaźnikiem HICP (Eurostat).

Podsumowanie

Obniżkę deficytu finansów publicznych w latach 1996-1998 o 2,3% PKB (z 4,6% PKB w 1995 r. do 2,3% PKB w 1998 r.) można wytłumaczyć:

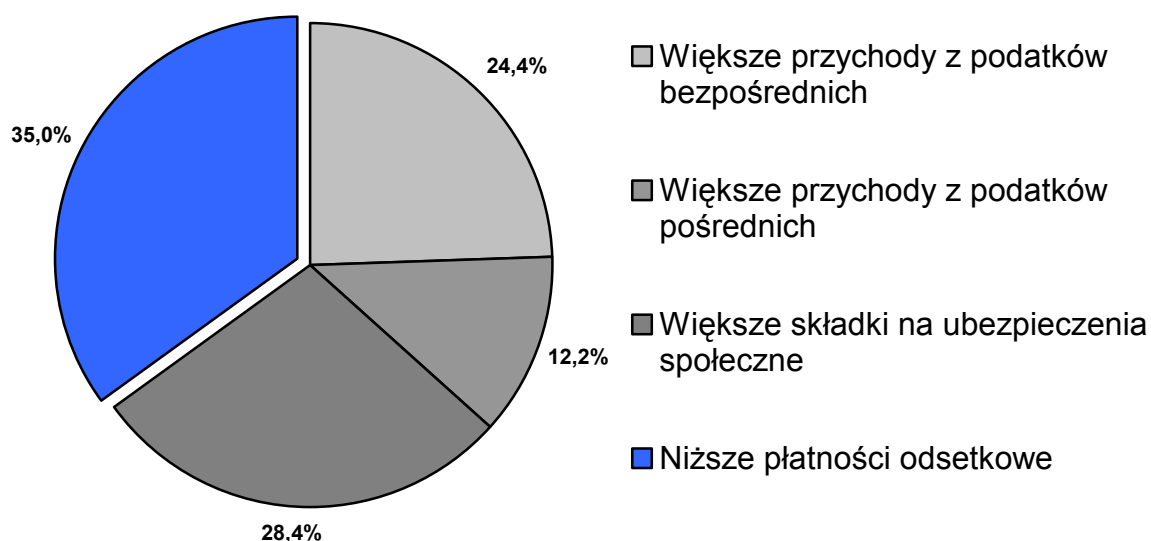
- w 35% (0,8% PKB) zmniejszeniem wydatków publicznych w tym okresie; oraz
- w 65% (1,4% PKB) większymi przychodami budżetu.

Większe przychody uzyskano dzięki wyższym wpływom z podatków bezpośrednich (0,6% PKB), podatków pośrednich (0,3% PKB) i składek na ubezpieczenie społeczne (0,7% PKB). Przychody kapitałowe wzrosły o 0,2% PKB. Pozostałe przychody bieżące w tym okresie zmalały o 0,4% PKB.

Niewielkie zmniejszenie wydatków w relacji do PKB w 1998 r. w odniesieniu do 1995 r. w całości wyjaśniają niższe o 2,7% PKB koszty obsługi długu publicznego, które pozwoliły na obniżenie deficytu oraz skompensowały wzrost niektórych pozycji wydatkowych: wydatki konsumpcyjne, w tym głównie wynagrodzenia sfery budżetowej wzrosły o 0,4% PKB, a wydatki kapitałowe o 1% PKB.

Realizacja budżetowego kryterium konwergencji w przypadku Portugalii nie byłaby możliwa, gdyby okres referencyjny nie zbiegł się z okresem szybkiego wzrostu gospodarczego. Pozwoliło to na bardzo poważną ekspansję fiskalną, przy jednoczesnym formalnym spełnieniu wymagań Traktatu. Skutki tego manewru ujawniły się w okresie późniejszym.

Wykres 5.5. Źródła sukcesu w realizacji budżetowego kryterium z Maastricht w latach 1996-1998



Źródło: obliczenia własne na podstawie danych European Commission (2001, 2003a).

Na początku 1997 r., kiedy prognozy wskazywały, iż Portugalia jest na dobrej drodze w kierunku wypełnienia fiskalnych kryteriów konwergencji w terminie, pojawiło się zagrożenie, iż może zostać niedopuszczona do strefy euro z przyczyn politycznych. Część polityków pozostałych krajów UE wskazywała, iż niedopuszczalna byłaby sytuacja, w której Włochy – jeden z założycieli Wspólnoty Europejskiej – miałyby być niedopuszczone do UGW, podczas

gdy biedniejsze kraje, takie jak Hiszpania i Portugalia, weszłyby do strefy euro. Stąd powstało zagrożenie przesunięcia ostatecznego terminu utworzenia UGW lub wykluczenia z programu tworzenia unii walutowej najsłabszych członków UE²⁵⁵. Ostatecznie jednak, Włochy wypełniły kryteria konwergencji i wszystkie kraje UE z wyjątkiem Grecji zostały włączone do UGW.

Premier Antonio Guterres uznał sukces w postaci wypełnienia fiskalnych kryteriów konwergencji jako osiągnięcie „międzynarodowej wiarygodności”. Jednocześnie jednak, ze względu na zbliżające się wybory parlamentarne w 1999 r., rząd zapowiedział dalsze rozluźnienie polityki fiskalnej w 1999 r., co zostało negatywnie przyjęte przez Komisję Europejską²⁵⁶.

²⁵⁵ EIU (I 1997), s. 8.

²⁵⁶ Wise (1998).

Polityka pieniężna i inflacja

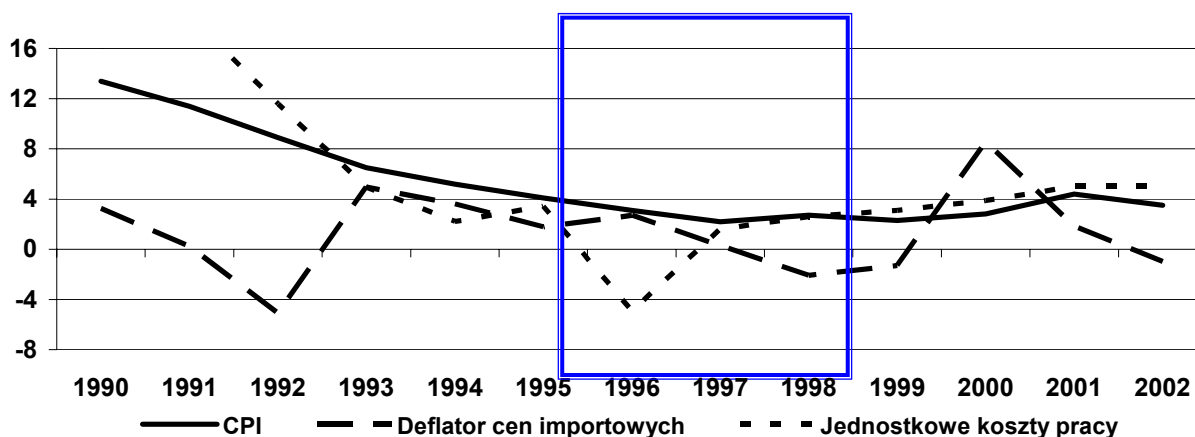
Ze względu na przebieg procesów inflacyjnych i instytucjonalne ramy polityki pieniężnej okres 1990-1998 można podzielić na następujące podokresy:

- lata 1990-1991 – okres poprzedzający ustanowienie kryteriów konwergencji z Maastricht, w którym inflacja utrzymywała się na dwucyfrowym poziomie;
- lata 1992-1998 – okres obniżania inflacji w celu realizacji inflacyjnego kryterium konwergencji przed przystąpieniem do UGW.

Na początku lat dziewięćdziesiątych inflacja w Portugalii była bardzo wysoka w porównaniu do pozostałych krajów Europy Zachodniej. Jedynym krajem UE-15, w którym wzrost cen był szybszy, była Grecja (inflacja w latach 1990-1991 wahała się wokół 20%). Wskaźnik ten z roku na rok ulegał obniżeniu.

W 1997 r. dynamika inflacji w Portugalii obniżyła się poniżej wartości referencyjnej i wyniosła 1,9%, tj. 0,8 pkt. proc. mniej, niż średnia w trzech krajach o najbardziej stabilnych cenach. W okresie referencyjnym – od lutego 1997 r. do stycznia 1998 r. – inflacja w Portugalii wyniosła 1,8%, tj. znacznie poniżej wartości referencyjnej wynoszącej wówczas 2,7%.

Wykres 5.6. Wskaźniki zmian cen w Portugalii w latach 1990-2002 (w %)



Źródło: IMF (2003c), OECD (2003), European Commission (2001, 2003b).

Tabela 5.4. Mierniki inflacji i inne powiązane z nią wskaźniki w latach 1990-2002 (roczne zmiany procentowe)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Zharmonizowany wskaźnik cen konsumpcyjnych (HICP)	bd	11,4*	8,9*	5,9*	5,0*	4,0*	2,9	1,9	2,2	2,2	2,8	4,4	3,7
Wskaźnik cen konsumpcyjnych (CPI)	13,4	11,4	8,9	6,5	5,2	4,1	3,1	2,2	2,7	2,3	2,8	4,4	3,5
Wartość referencyjna	bd	4,4	3,8	3,1	3,1	2,7	2,6	2,7	2,2	2,1	2,7	3,2	2,9
Deflator PKB	12,1	14,9	13,2	6,8	5,0	7,6	3,0	3,8	3,8	3,1	3,2	4,8	4,6
Ceny produkcyjne (PPI)	bd	2,2	0,1	2	3,2	5	5,8	3	0,8	0,7	2,4	3,6	1,2
Deflator cen importowych	3,3	0,2	-5,1	5,0	3,6	1,8	2,7	0,3	-2,1	-1,3	8,5	1,8	-1,0
Jednostkowe koszty pracy	16,1	18,6	11,6	4,9	2,2	3,4	-4,9	1,6	2,6	3,1	3,9	5,0	5,0
Średnie wynagrodzenie	19,2	18,1	16,3	6	5,6	7,2	4,9	3,7	3,7	4,2	5,6	5,3	5,3
Produktywność pracy	2,3	-0,5	1,4	-3,2	2,6	6,1	3,6	2,4	2,4	2,2	2,1	0,1	-0,4
Realny wzrost PKB	4,0	4,4	1,1	-2,0	1,0	4,3	3,5	4,0	4,6	3,8	3,7	1,6	0,5
Luka popytowa (pkt. proc.)	-4,1	-5,4	-3,3	1,5	3,0	1,3	0,2	-0,7	-2,0	-2,4	-2,6	-1,1	1,3

Źródło: zestawienie własne na podstawie danych, OECD (2003), IMF (1998c, 2003c), European Commission (2001a, 2003b) oraz Eurostat.

* dane szacunkowe.

3.1. Lata 1990-1991

Instytucjonalne ramy polityki pieniężnej – status banku centralnego

Na początku lat dziewięćdziesiątych zakończona została trwająca od przystąpienia do UE zmiana struktury polityki monetarnej Portugalii. W 1989 r. nastąpiło instytucjonalne wyłączenie Banco de Portugal ze struktur ministerstwa finansów²⁵⁷.

Zanim to nastąpiło Bank Portugalii dążył do stabilności cen przez ograniczanie nadmiernej płynności w gospodarce poprzez:

- administracyjne ustalanie stóp procentowych obowiązujących w bankach komercyjnych;
- administracyjne ustalanie limitów kredytowych;
- ograniczanie przepływów kapitałowych.

Po 1989 r. podstawowym celem polityki monetarnej było obniżenie inflacji. Narzędzia administracyjne wykorzystywane przy prowadzeniu polityki monetarnej zostały jednak zastąpione przez rynkowe instrumenty polityki pieniężnej. W marcu 1990 r. Bank Portugalii przestał stosować limity kredytowe, choć jeszcze do końca roku wydawał rekomendacje dla instytucji finansowych w kwestii pożądanego tempa kreacji pieniądza. W maju 1992 r. nastąpił koniec administracyjnego ustalania wysokości stóp procentowych w instytucjach komercyjnych. Jednocześnie kontynuowany był proces liberalizacji przepływów kapitałowych, który ostatecznie został zakończony w grudniu 1992 r.

Podstawowym narzędziem polityki monetarnej stały się operacje otwartego rynku. Ponadto, w czerwcu 1990 r. wprowadzone zostały rezerwy obowiązkowe. Stopa rezerw obowiązkowych została ustanowiona na poziomie 17%, przy czym rezerwy te były oprocentowane – na początku funkcjonowania systemu rezerw obowiązkowych nominalnie średnio na poziomie 7,5%.

W październiku 1990 r. zmieniono ustawę o Banku Portugalii: ograniczona została możliwość finansowania wydatków rządu przez bank centralny. Rząd mógł zaciągnąć w banku centralnym nieoprocentowaną pożyczkę na kwotę nie przekraczającą 10% przychodów budżetowych. Bank Portugalii mógł również, jako agent emisyjny papierów skarbowych,

²⁵⁷ Macedo (1990).

kupować emitowane rządowe papiery dłużne i sprzedawać je na rynku wtórnym. W praktyce jednak operacji takich nie stosowano już od 1991²⁵⁸ r.

W październiku 1990 r. bank centralny rezygnował z polityki pełzającego kursu escudo wobec koszyka trzynastu walut. Kurs escudo został związany z kursem koszyka pięciu walut uczestniczących w EMS, a jego deprecjacja miała być nie większa niż 3% rocznie²⁵⁹. Ostatecznie, od porzucenia pełzającego kursu do przystąpienia escudo do ERM w kwietniu 1992 r. jego kurs uległ nominalnej aprecjacji o 2,6%.

Polityka pieniężna

Na początku lat dziewięćdziesiątych inflacja w Portugalii utrzymywała się na wysokim, dwucyfrowym poziomie. W 1990 r. wyniosła 13,4%. W 1991 r. wzrost cen był wolniejszy, niż w roku poprzednim, jednak nadal znacznie przekraczał 10%.

Na początku omawianego okresu na wysokim poziomie kształtowały się oczekiwania inflacyjne, które były rezultatem trwale utrzymującej się umiarkowanej inflacji. W latach 1990-1991 były one dodatkowo zwiększane spodziewanym wzrostem cen paliw w wyniku wojny w Zatoce Perskiej. W związku z wysokimi oczekiwaniami inflacyjnymi związki zawodowe zwiększały swoje żądania płacowe w ramach zbiorowych negocjacji płacowych – dynamika przeciętnego wynagrodzenia w latach 1990-1991 wyniosła odpowiednio 17,7% i 14,2% rocznie w ujęciu nominalnym. Ze względu na niską dynamikę produktywności pracy w 1990 r., a nawet jej spadek w 1991 r., jednostkowe koszty pracy wzrastały nominalnie ponad 15% rocznie.

Gospodarka portugalska na początku lat dziewięćdziesiątych wykazywała oznaki przegrzania – luka popytowa wyniosła w 1990 roku 4,1% PKB, a w 1991 r. 5,4% PKB. O ile pod koniec lat osiemdziesiątych wysoki popyt napędzany był inwestycjami prywatnymi oraz eksportem²⁶⁰, to w latach 1990-1991 dominował prywatny popyt konsumpcyjny oraz

²⁵⁸ Abreu (2001), s.7.

²⁵⁹ Polityka kursowa została opisana w podrozdziale 2.3.

²⁶⁰ Banco de Portugal (1991), s. 103.

publiczny popyt konsumpcyjny i inwestycyjny, który w dużej mierze zaspokajany był produktami importowymi. Wielkość importu szybko rosła – w 1990 roku jego dynamika wyniosła 14%.

3.2. Lata 1992-1998

Instytucjonalne ramy polityki pieniężnej – status banku centralnego

Na początku lat dziewięćdziesiątych rząd oraz bank centralny uznały, iż stabilność kursu może mieć kluczowe znaczenie w walce z inflacją. Konsekwentnie, w kwietniu 1992 r. escudo portugalskie przystąpiło do ERM, co zobowiązało władze monetarne Portugalii do utrzymania kursu walutowego na stabilnym poziomie w ramach dopuszczalnego pasma wahań $\pm 6\%$, a od sierpnia 1993 r. w poszerzonym paśmie $\pm 15\%$. Stabilność kursu walutowego szczególnie w drugiej połowie lat dziewięćdziesiątych wpłynęła na obniżenie oczekiwań inflacyjnych. Ostateczny cel w postaci niskiej inflacji miał być osiągnięty poprzez realizację pośredniego celu, jakim była stabilność kursu walutowego.

W 1992 r. zakończony został zapoczątkowany w 1986 r. proces liberalizacji przepływów kapitałowych²⁶¹. Bank centralny chcąc obronić kurs escudo przed gwałtowną aprecjacją musiał rozluźnić politykę monetarną, co z kolei czasowo zahamowało proces obniżania inflacji.

Bank Portugalii zaczął stosować nowe instrumenty polityki monetarnej:

- w lipcu 1993 r. wprowadzono kredyt jednodniowy w banku centralnym;
- w 1994 r. Bank Portugalii rozpoczął przeprowadzanie regularnych aukcji instrumentów finansowych, których celem było utrzymanie odpowiedniej płynności na rynku;
- w 1994 r. obniżona została stopa rezerw obowiązkowych z 17% do 2%, przy czym powstała w ten sposób nadwyżkę płynności zamieniono na certyfikaty depozytowe Banku Portugalii.

²⁶¹ Banco de Portugal (1992), s. 110.

W grudniu 1992 r. na mocy nowego prawa bankowego bank centralny stał się niezależny. Prawo to było przeniesieniem na grunt portugalski regulacji zawartych w EU Second Banking Coordination Directive. Na jego mocy całkowicie zlikwidowano możliwość monetarnego finansowania wydatków państwa i wprowadzono nowoczesne regulacje z zakresu nadzoru bankowego. Istniejące w momencie wejścia w życie nowego prawa zadłużenie rządu względem banku centralnego zostało zamienione na niepodlegającą obrotowi na rynku dziesięcioletnią pożyczkę o oprocentowaniu wynoszącym 1,3%²⁶².

Kolejna zmiana ustawy o Banku Portugalii przeprowadzona we wrześniu 1995 r. ustanowiła, iż Bank Portugalii jest odpowiedzialny za utrzymanie stabilności cen i niezależnie formułuje kształt realizowanej polityki monetarnej. Ostatnie zmiany zostały wprowadzone w 1998 r., dzięki czemu przepisy prawne regulujące status banku centralnego w Portugalii stały się zgodne z wymaganiem niezależności banku centralnego stawianymi krajom kandydującym do UGW. Rosnąca niezależność banku centralnego Portugalii zwiększyła wiarygodność polityki antyinflacyjnej.

Polityka pieniężna

Początkowo, po przeprowadzeniu zmian w strukturze polityki monetarnej Banku Portugalii pod koniec 1994 r., stopy procentowe banku centralnego nie były zmieniane. Stopniowe ich obniżanie rozpoczęło się w sierpniu 1995 r. Przedział dla stopy referencyjnej, wyznaczany przez odpowiednik stopy lombardowej (*emergency rate*) oraz odpowiednik stopy depozytowej (*emergency lending rate*) ulegał jednocześnie obniżeniu, jak i zawężeniu. Do końca 1998 r. obniżył się z 11,5-8,75% do 2,75-3,25%.

Obniżanie stóp procentowych było możliwe ze względu na wystąpienie kilku czynników:

- spadek inflacji;
- spadek oczekiwań inflacyjnych związany z przekonaniem o wejściu Portugalii do UGW;
- stabilny kurs escudo portugalskiego – jedynie nieznacznie odchyłał się od dwustronnych kursów centralnych wyznaczonych w ramach systemu ERM;

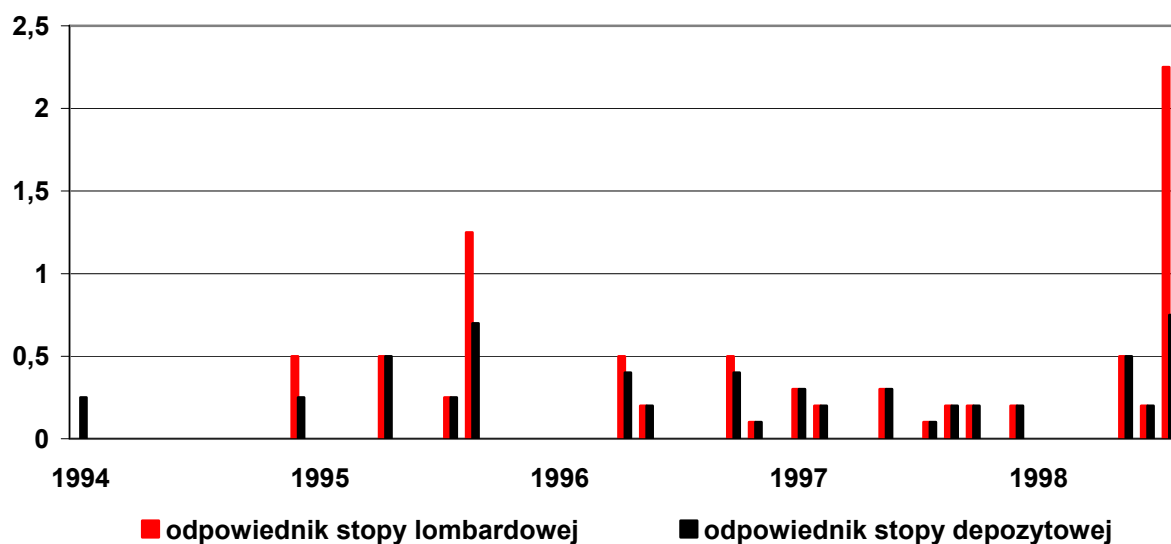
²⁶² Abreu, s. 23.

- wzrost równowagi finansów publicznych – deficyt finansów publicznych został ograniczony z 4,0% PKB w 1995 r. do 2,3% PKB w 1998 r., mimo braku reform po stronie wydatków.

Jednorazowe zmiany stóp procentowych Banku Portugalii były niewielkie. Władze monetarne dokonywały częstszych cięć stóp procentowych na niewielką skalę. Obniżki stopy będącej odpowiednikiem stopy depozytowej za każdym razem nie przekraczały 100 pkt. bazowych, natomiast obniżki stopy, będącej odpowiednikiem stopy lombardowej kilkakrotnie były wyższe od obniżek tej pierwszej. Wynikało to z dążenia do zawężenia przedziału stopy interwencyjnej. Pod koniec drogi do UGW – w grudniu 1998 r. obniżki obu stóp wyniosły odpowiednio 75 i 225 pkt. bazowych.

Powolne rozluźnianie polityki stóp procentowych spotkało się w 1996 r. z krytyką ze strony rządu. W swoich wypowiedziach premier Antonio Guterres oraz minister gospodarki Augusto Mateus z jednej strony popierali niezależność banku centralnego w prowadzeniu polityki pieniężnej, z drugiej jednak strony wyrażali opinię, iż obniżka stóp procentowych powinna następować szybciej²⁶³.

Wykres 5.7. Skala obniżek podstawowej stopy procentowej Banku Portugalii (w pkt. proc.)



Źródło: IMF IFS oraz obliczenia własne na podstawie danych Banku Portugalii.

²⁶³ EIU (1996), s. 15.

W 1992 r. inflacja w Portugalii obniżyła się do poziomu jednocyfrowego – wyniosła wówczas 8,9%. W kolejnych latach następował dalszy jej spadek.

W 1997 r. poziom inflacji mierzony wskaźnikiem HICP wyniósł 1,9%, natomiast rok później 0,3 pkt. proc. więcej. W okresie referencyjnym – od lutego 1997 r. do stycznia 1998 r. – inflacja w Portugalii osiągnęła wielkość 1,8% tj. 0,9 pkt. proc. poniżej wartości referencyjnej. Ostatnie dwa lata bezpośrednio poprzedzające przystąpienie Portugalii do unii walutowej to okres kontynuacji skutecznej polityki dezinflacyjnej. Inflacja została obniżona z poziomu umiarkowanego (4% w 1995 r.) do poziomu nieprzekraczającego wartości referencyjnej (1,9% w 1997 i 2,2% w 1998 r.).

Jeszcze do 1992 r. utrzymywała się silna presja płacowa. Przeciętne roczne tempo wzrostu wynagrodzenia w gospodarce spadło z 19,2% w 1990 r. do 16,3% w 1992 r., podczas gdy inflacja obniżyła się z 13,4% do 8,9%. W kolejnych latach wzrost płac był znacznie mniejszy – w 1993 r. płace nominalne wzrosły w nieco wolniejszym tempie niż inflacja, w kolejnych latach do 1996 r. ich dynamika nieco przewyższała inflację. Niższe żądania płacowe wynikały z dwóch powodów. Po pierwsze wraz ze zbliżaniem się daty przystąpienia do UGW malały oczekiwania inflacyjne. Po drugie, od 1994 r. wyraźnie odwrócił się trend spadkowy stopy bezrobocia, która wzrosła z 4,3% w 1992 r. do 7,3% w 1995 i 1996²⁶⁴ r.

W 1993 r. poziom inflacji mierzony wskaźnikiem CPI został obniżony o prawie 2,5 punktu procentowego. Decydujące znaczenie miała wówczas recesja gospodarcza (spadek PKB o 2%).

Na poziom inflacji w Portugalii duży wpływ miał kurs walutowy. W 1992 r., po odejściu od systemu pełzającej dewaluacji, nastąpiła realna aprecjacja escudo. Późniejsze dwukrotne zdewaluowanie waluty portugalskiej – w listopadzie 1992 r. o 6% oraz w maju 1993 r. o 6,5%, a następnie w marcu 1995 r. o 3,5% – nie wpłynęło istotnie na wzrost inflacji. Rynek nie uznał tego za zachwianie reżimu walutowego, gdyż dewaluacja była jedynie reakcją na dewaluację waluty największego partnera handlowego Portugalii – pesety hiszpańskiej.

²⁶⁴ Dane Komisji Europejskiej.

Najważniejszym czynnikiem wpływającym na obniżenie inflacji było obniżenie oczekiwań inflacyjnych wynikające ze zwiększającego się przekonania, że Portugalia stanie się wkrótce częścią UGW.

Wzrost cen hamowany był rosnącą konkurencją ze strony producentów zagranicznych. Następował bowiem ciągły wzrost importu i eksportu – wyjątkiem był okres recesji – rok 1993 – kiedy zarówno eksport, jak i import spadły o ponad 3%.

Tabela 5.5. Eksport i import Portugalii w latach 1990-2002 (realna procentowa zmiana roczna)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Eksport towarów i usług	10,0	2,6	4,9	-3,6	8,7	9,1	7,1	7,2	7,7	3,0	7,9	1,4	2,0
Import towarów i usług	14,0	7,3	10,7	-3,3	9,0	7,8	4,9	10,0	13,8	8,5	7,4	0,3	-0,4

Źródło: European Commission (2001, 2003b).

W latach 1997-1998 utrzymywał się spadkowy trend światowych cen ropy naftowej. W porównaniu ze średnim poziomem z 1996 r., cena ropy naftowej w 1998 r. była prawie o 36% niższa.

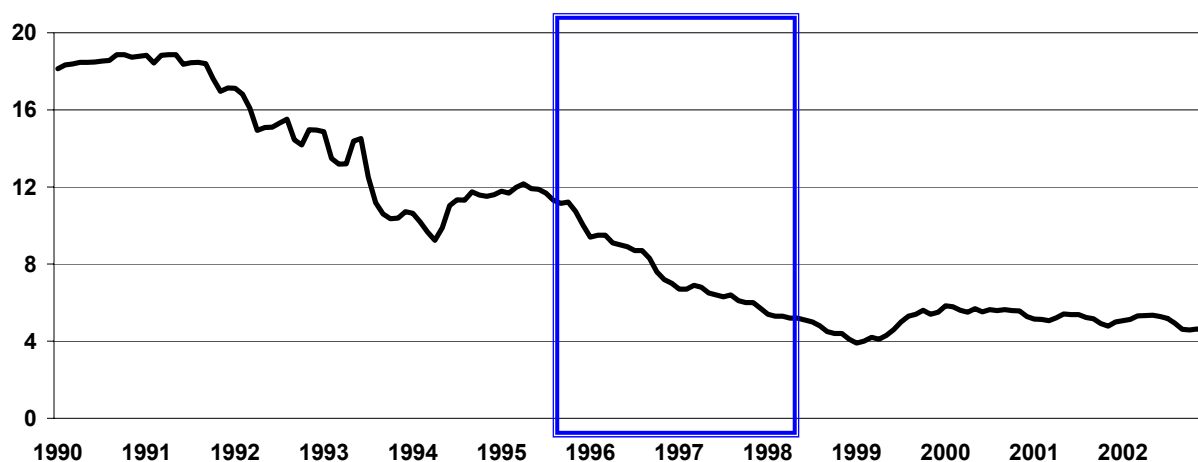
Nominalna długookresowa stopa procentowa

Analizując kształtowanie się długookresowych stóp procentowych w Portugalii, okres 1990-1998 można podzielić w następujący sposób:

- lata 1990-1991 – okres, w którym poziom długookresowej stopy procentowej utrzymywał się stale na poziomie około 18%;
- lata 1992-1998 – okres, w którym występuje wyraźny trend spadkowy długookresowej stopy procentowej.

Długookresowe stopy procentowe w Portugalii w pierwszej połowie lat dziewięćdziesiątych, ze względu na utrzymującą się inflację, były wyższe od średniej stopy dzisiejszych dwunastu państw członkowskich UGW. Różnica ta wahała się w przedziale od 1,6 pkt. proc. (w 1993 r.) do 8,0 pkt. proc. (w 1991 r.). Proces konwergencji ich poziomu rozpoczął się dopiero w 1996 r., kiedy różnica między nimi zaczęła się stopniowo zmniejszać, aż w 1998 r. – roku poprzedzającym utworzenie UGW – wyniosła 0,2 pkt. proc.

Wykres 5.8. Długookresowa nominalna stopa procentowa w Portugalii w latach 1990-2002
(oprocentowanie 10-letnich obligacji skarbowych – dane miesięczne)



Źródło: IMF IFS, OECD Olis.

Tabela 5.6. Długookresowa stopa procentowa w Portugalii w latach 1990-2002

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Długookresowa stopa procentowa	18,5	18,3	15,4	9,5	10,4	11,5	8,6	6,4	5,0	4,8	5,6	5,2	5,1
Wartość referencyjna	-	10,7	10,7	9,3	10,0	9,5	8,5	7,7	6,6	6,6	7,3	6,9	6,9

Źródło: EMI (1998), Eurostat, IMF IFS.

4.1. Lata 1990-1991

Głównym czynnikiem decydującym o wysokim poziomie długookresowej stopy procentowej na początku lat dziewięćdziesiątych była wysoka inflacja, która w latach 1990-1991 wynosiła odpowiednio 13,4% i 11,4%. Wysokie stopy były również odpowiedzią na wysokie oczekiwania inflacyjne. Wynikały one ze spodziewanego wzrostu cen ropy naftowej, którego przyczyną był konflikt w Kuwejcie i Iraku. Koniec wojny w Zatoce Perskiej – w lutym 1991 r. – wpłynął na obniżenie oczekiwań inflacyjnych i niewielką obniżkę długookresowych stóp procentowych do około 17% pod koniec 1991 r.

Na relatywnie wysoki poziom długookresowych stóp procentowych w Portugalii wpływał istniejący od 1989 r. podatek od dochodów z papierów dłużnych, w tym od obligacji rządowych w wysokości 20%.

4.2. Lata 1992-1998

W grudniu 1992 r. wprowadzony został zakaz finansowania wydatków rządowych przez bank centralny. Oznaczało to, że rząd nie mógł pokrywać deficytu budżetowego funduszami z Banku Portugalii, przez co musiał zwiększyć podaż obligacji skarbowych. W konsekwencji zwiększonej podaży spadek długookresowych stóp procentowych w pierwszej połowie 1993 r. został zahamowany.

Spadek stóp w drugiej połowie 1993 r. wynikał z rosnącego popytu na portugalskie obligacje skarbowe ze strony inwestorów zagranicznych. Wysokie realne oprocentowanie portugalskich

papierów dłużnych przyciągało inwestorów, szczególnie w związku z liberalizacją prawa dewizowego w 1992 r.

Wiosną 1994 r. Portugalia znalazła się pod wpływem zaburzeń na światowych rynkach obligacji, jakie wystąpiły w wyniku kryzysu w Meksyku²⁶⁵. Nastąpił gwałtowny wzrost oprocentowania długookresowych obligacji państwowych o około 4 pkt. proc. w ciągu czterech miesięcy²⁶⁶.

Wraz ze spadkiem inflacji bank centralny obniżał krótkookresowe stopy procentowe, w ślad za czym spadała długookresowa stopa procentowa.

Każdorazowa dewaluacja escudo wywoływała wzrost długookresowej stopy procentowej. W listopadzie 1992 r., kiedy waluta Portugalii została zdewaluowana o 6%, stopy wzrosły o niecały 1 pkt. proc., w maju 1993 r. dewaluacja o 6,5% wywołała wzrost stóp o ponad 1 pkt. proc., w marcu 1995 r. wobec dewaluacji o 3,5% nastąpił spadek długookresowej stopy procentowej o nieco ponad 0,5 pkt. proc.

Na spadek oprocentowania dziesięcioletnich obligacji skarbowych – zwłaszcza w latach 1997-1998 – wpływało przekonanie inwestorów o przystąpieniu Portugalii do UGW w 1999²⁶⁷ r. Od września 1997 r., mimo wzrostu inflacji, następował spadek długookresowej stopy procentowej: realna stopa procentowa spadła z około 3,8% we wrześniu 1997 r. do około 0,2% w grudniu 1998 r.

²⁶⁵ Banco de Portugal (1998), s. 174.

²⁶⁶ OECD (1995b), s. 31.

²⁶⁷ Banco de Portugal (1998), s. 174-175.

Kurs walutowy

Analizę kształtowania się kursu escudo portugalskiego od początku lat dziewięćdziesiątych, do momentu utworzenia UGW można podzielić na trzy okresy:

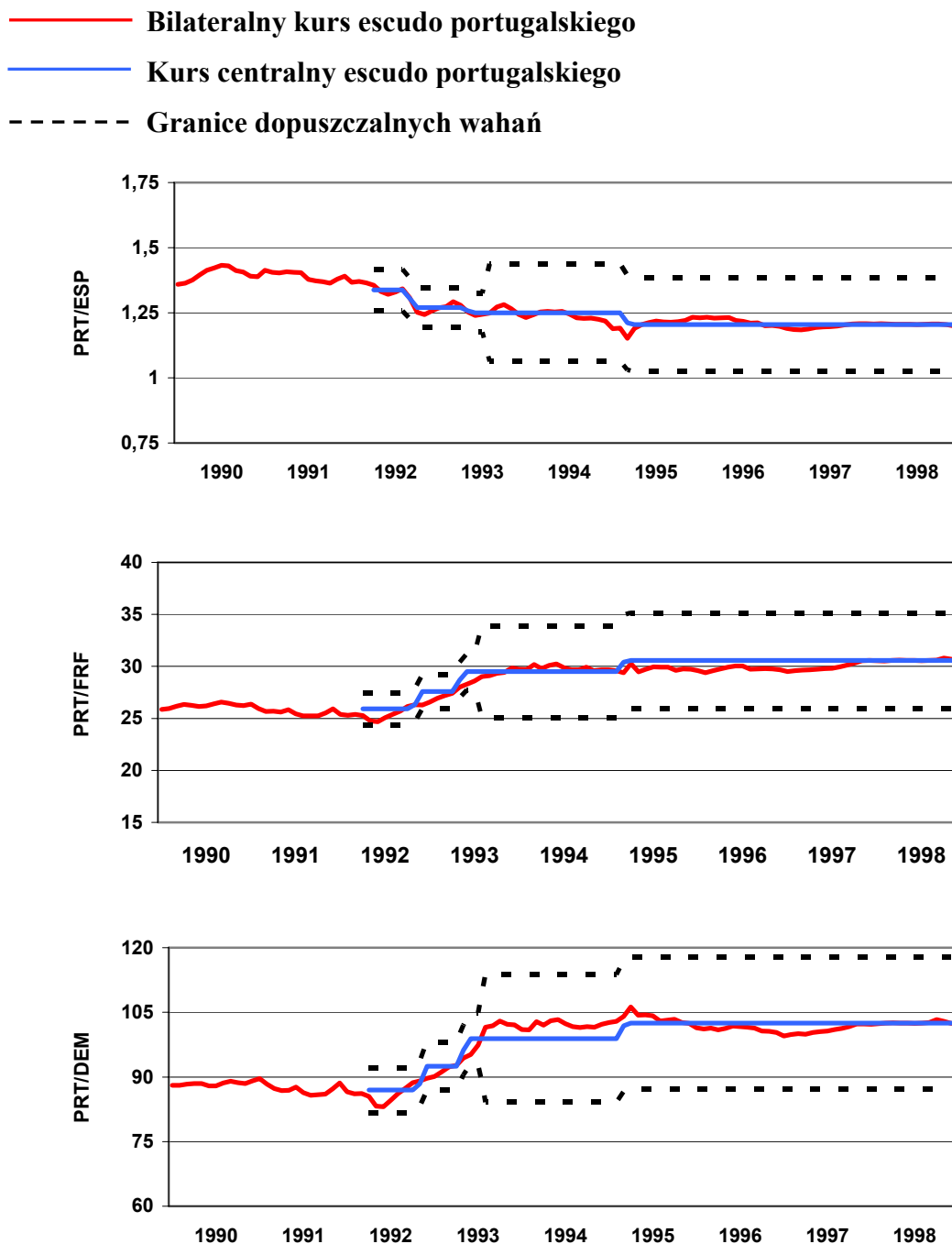
- okres 1990-1992 – okres bezpośrednio poprzedzający przystąpienie do Europejskiego Systemu Walutowego;
- 1992-1995 – mimo uczestniczenia w Europejskim Systemie Walutowym, kurs escudo podlegał licznym wahaniom, trzykrotnie została przeprowadzona dewaluacja;
- lata 1996-1998 – okres stabilizacji kursu escudo przed przystąpieniem do UGW (wypełnienie kursowego kryterium konwergencji).

Portugalia przystąpiła do Europejskiego Systemu Walutowego 6 kwietnia 1992 r. Kurs centralny escudo portugalskiego w ERM został ustalony wówczas na poziomie zbliżonym do kursu rynkowego z przedziałem wahań $\pm 6\%$. Polityka kursowa Portugalii w okresie uczestnictwa w systemie ERM była podobna do polityki kursowej Hiszpanii ze względu na duży udział eksportu i importu do Hiszpanii w całości handlu zagranicznego Portugalii.

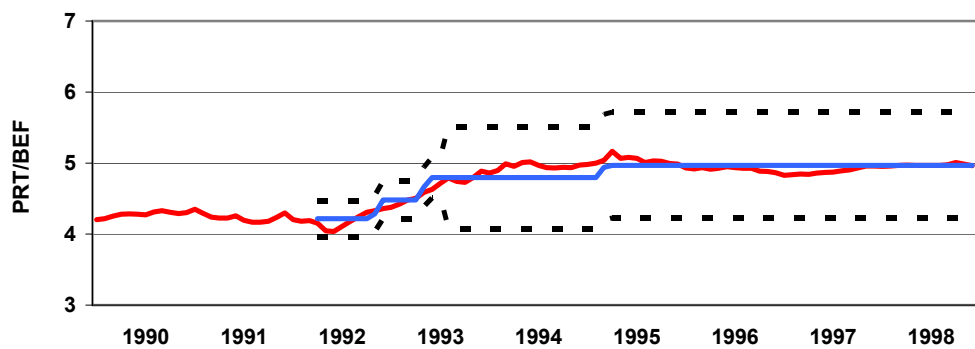
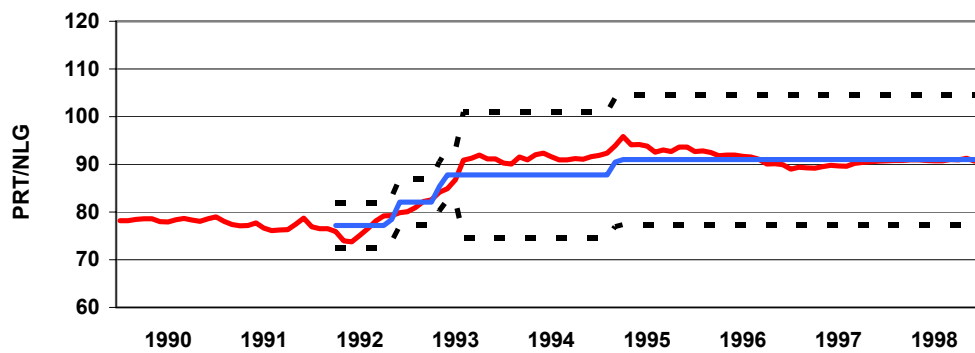
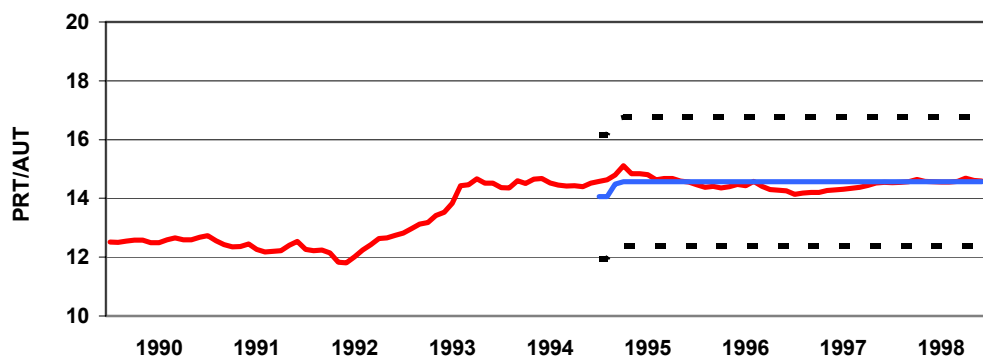
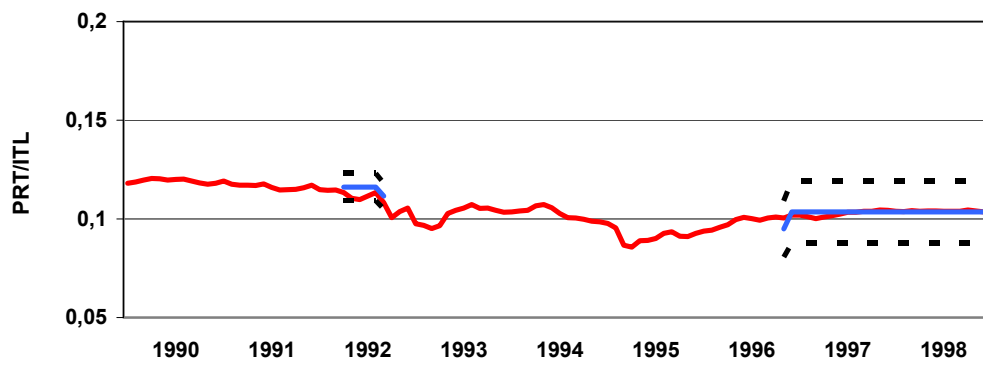
Mimo kryzysu EMS, escudo (podobnie jak peseta) nie opuściło systemu. Trzykrotnie, równocześnie z dewaluacją pesety hiszpańskiej, Portugalia dewaluowała własną walutę. Tylko jednej dewaluacji pesety hiszpańskiej – we wrześniu 1992 r. – nie towarzyszyła dewaluacja escudo. Od połowy lat dziewięćdziesiątych wahania bilateralnych kursów escudo względem innych walut uczestniczących w ERM były znacznie mniejsze, niż w Hiszpanii – odchylenia od kursów centralnych w górę i w dół nie przekroczyły 5%. W okresie referencyjnym – od marca 1996 r. do lutego 1998 r. – odchylenia bilateralnych kursów escudo nie przekroczyły 3,5% od kursów centralnych. Wyjątkiem był kurs escudo do funta irlandzkiego, który wobec wszystkich walut ERM wykazywał duże odchylenia²⁶⁸.

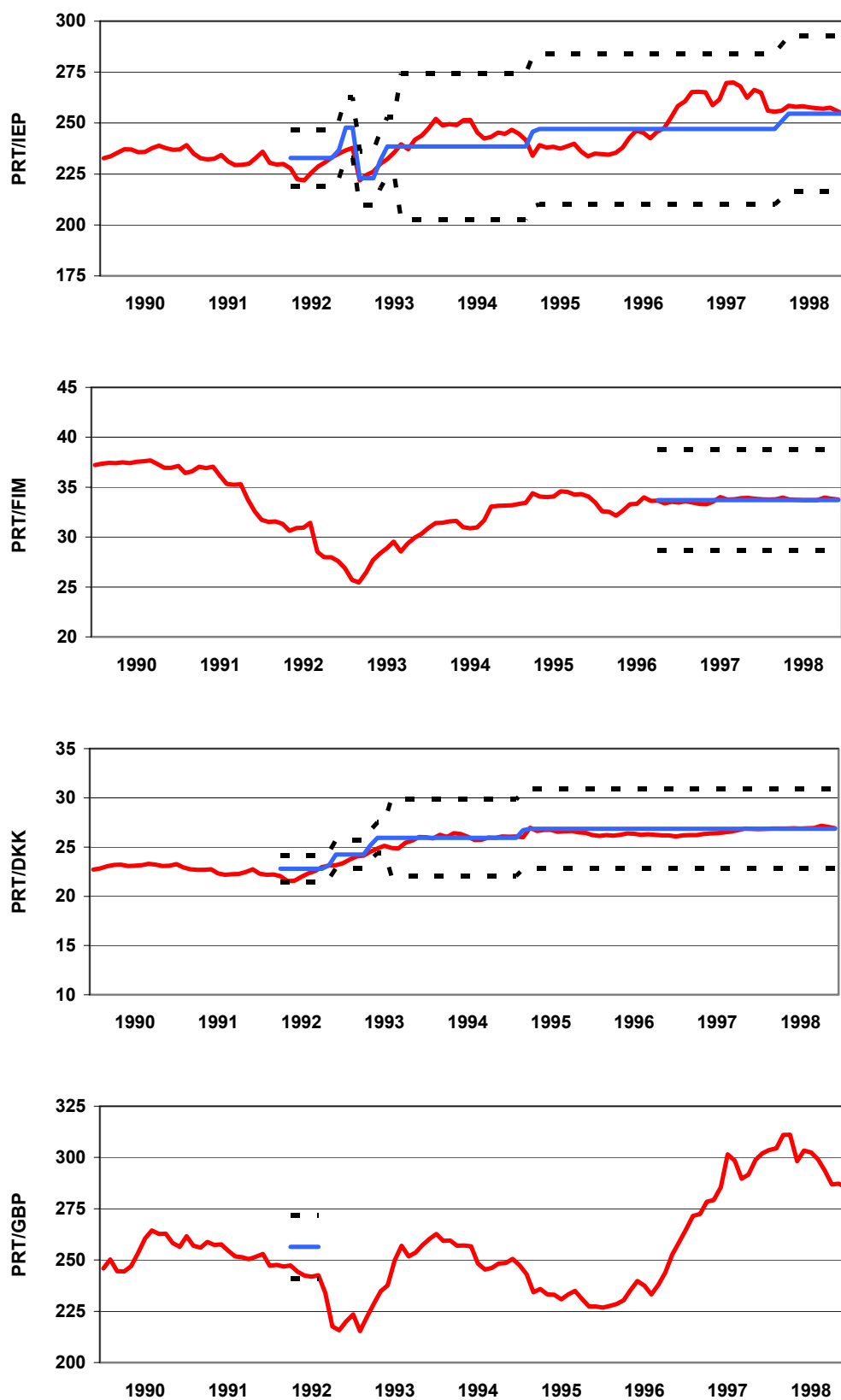
²⁶⁸ EMI (1998), s. 217.

Wykres 5.9. Kurs escudo portugalskiego do walut krajów uczestniczących w ERM w ramach dopuszczalnych wahań wokół kursów centralnych²⁶⁹ – piąte kryterium konwergencji nominalnej



²⁶⁹ Bilateralne kursy escudo portugalskiego, względem walut uczestniczących w ERM zostały przeliczone z wykorzystaniem kursów poszczególnych walut do ecu. Dane stanowią miesięczne średnie kursy walut do ecu. Kurs centralny w miesiącach, kiedy ulegał zmianie stanowi średnią ważoną liczbą dni w miesiącu, podczas których obowiązywał. Granice dopuszczalnych wahań są odchyleniem w górę i w dół od bilateralnych kursów centralnych o 6% do lipca 1993 r. i 15% od sierpnia 1993 r.





Źródło: Eurostat, obliczenia własne na podstawie danych IMF IFS.

Portugalia zrealizowała kursowe kryterium konwergencji i przystąpiła w 1999 r. do Unii Gospodarczej i Walutowej. Nieodwołalny kurs escudo portugalskiego wobec nowej wspólnej waluty euro został utrzymany na poziomie kursu centralnego, jaki obowiązywał w okresie referencyjnym.

5.1. Lata 1990 - 1992

Do końca września 1990 r. Portugalia stosowała system pełzającej dewaluacji, który funkcjonował od 1977²⁷⁰ r. Skala dewaluacji ulegała stopniowemu obniżaniu wraz ze stopniowym spadkiem inflacji. W pierwszych trzech kwartałach 1990 r. wynosiła 0,25% miesięcznie wobec koszyka walut, w skład którego wchodziły marka niemiecka, peseta hiszpańska, frank francuski, funt brytyjski, lir włoski, dolar amerykański oraz jen japoński. Bank Portugalii odszedł od systemu pełzającej dewaluacji, ponieważ uniemożliwiał on realizację dalszej polityki obniżania inflacji. W efekcie, od października 1990 r. kurs escudo został związany z kursem koszyka pięciu walut uczestniczących w EMS o zróżnicowanych wagach²⁷¹:

- marka niemiecka – 36%;
- peseta hiszpańska – 20%;
- frank francuski – 19%;
- funt brytyjski – 15%;
- lir włoski – 11%.

Jednocześnie, Bank Portugalii zobowiązał się do tego, iż deprecjacja escudo wobec koszyka walut nie przekroczy 3% w skali roku. Wykluczenie dolara i jena z koszyka walut było zamierzone, ponieważ w czerwcu 1990 r. rząd ogłosił zamiar przystąpienia do ERM, chcąc tym samym uczestniczyć w drugim etapie tworzenia unii monetarnej.

W latach 1990-1992 doszło do silnej realnej aprecjacji kursu escudo: realny efektywny kurs walutowy liczony z uwzględnieniem CPI zwiększył się o 16,5%, a liczony z uwzględnieniem jednostkowych kosztów pracy wzrósł o ponad 30%, co było związane z szybkim wzrostem

²⁷⁰ OECD (1992b), s. 56.

²⁷¹ Banco de Portugal (1990), s. 114-115.

płac w gospodarce portugalskiej pomimo przyjęcia Programu Konwergencji i stopniowego obniżania inflacji²⁷². Aprecjacja nie spowodowała pogorszenie bilansu obrotów bieżących. Można to wytłumaczyć, występującą w tym okresie poprawą *terms of trade* i napływem transferów z Unii Europejskiej.

5.2. Lata 1992 - 1995

W dniu 6 kwietnia Portugalia przystąpiła do EMS, i tym samym escudo portugalskie zostało włączone do ERM. Kurs centralny ustalony został na poziomie niższym o 2% od kursu bieżącego i wynosił 1 ECU = 178,7,35 PTE. Jednocześnie wobec escudo zastosowano poszerzone pasmo wahań $\pm 6\%$ ²⁷³ (analogicznie, jak wobec pesety hiszpańskiej).

Od początku uczestnictwa w ERM escudo znajdowało się pod silną presją na aprecjację. Powodem tego był napływ kapitału zagranicznego, który nasilił się wraz ze zniesieniem ograniczeń przepływów dewizowych w 1992 r. Ponadto, na wysokim poziomie utrzymywały się realne stopy procentowe, co – podobnie jak w Hiszpanii – przyciągało inwestycje portfelowe. Aby przeciwdziałać aprecjacji escudo, Bank Portugalii od początku 1992 r. aż do sierpnia prowadził interwencje, skupując prawie 7 mld dolarów.

We wrześniu 1992 r. escudo portugalskie – podobnie jak pozostałe waluty ERM – dotknął kryzys. Jego przebieg w Portugalii był bardzo podobny do wydarzeń, jakie miały miejsce w Hiszpanii. Kapitał zagraniczny zaczął gwałtownie odpływać z kraju. Mimo dewaluacji pesety hiszpańskiej we wrześniu 1992 r. zdecydowano bronić kursu escudo. Bank Portugalii chcąc przeciwdziałać silnej presji na deprecjację escudo zaczął sprzedawać waluty zagraniczne. W ciągu trzech miesięcy – od września do listopada – wielkość rezerw walutowych obniżyła się o prawie 9 mld dolarów, co stanowiło ponad 35% poziomu rezerw z końca drugiego kwartału 1992 r. (25 mld. USD). Dodatkowo wprowadzono czasowe ograniczenia w przepływie kapitału. 24 września 1992 r. na transakcje walutowe nałożono limity, bankom komercyjnym zabroniono udzielania krótkoterminowych pożyczek dla niezrezydentów

²⁷² Rebelo (1992).

²⁷³ Banco de Portugal (1992), s. 105.

w escudo. Nierezydentom zakazano także nabywania instrumentów rynku pieniężnego²⁷⁴. Nie zapobiegło to kolejnemu osłabieniu waluty.

Decyzję o następnej dewaluacji escudo podjęto równoległe z decyzją o kolejnej dewaluacji pesety hiszpańskiej 23 listopada 1992 r. Skala dewaluacji escudo portugalskiego była taka sama, jak dewaluacji pesety hiszpańskiej i wyniosła 6%²⁷⁵.

Restrykcje ograniczające przepływ kapitału zostały zniesione 16 grudnia.

Na przełomie lat 1992-1993 Bank Portugalii skupował obce waluty. Wielkość rezerw walutowych wzrosła o nieco ponad 1,5 mld dolarów. Bank Portugalii nie zdążył odbudować zasobów rezerw walutowych, kiedy ponownie pojawiła się presja na deprecjację escudo. Do połowy maja, w okresie trzech miesięcy, interwencje banku centralnego uszczupliły rezerwy walutowe o ponad 3,7 mld dolarów. Hiszpania uzyskała zgodę na dewaluację swojej waluty o 8%, w związku z czym Portugalia zdecydowała się jednocześnie obniżyć kurs escudo o 6,5%. Operacja ta nastąpiła 14 maja 1993²⁷⁶ r.

W sierpniu 1993 r. w wyniku wspólnej decyzji banków centralnych państw uczestniczących w EMS dopuszczalne pasmo wahań zostało rozszerzone do $\pm 15\%$ ²⁷⁷. Sytuacja na rynku walutowym do końca 1993 r. była niepewna. W drugiej połowie 1993 r. Bank Portugalii sprzedał kolejne 1,5 mld dolarów. Na początku 1994 r. wystąpiła ponownie presja na deprecjację escudo. Tym razem poziom rezerw walutowych w wyniku interwencji banku centralnego obniżył się o ponad 2 mld dolarów, co stanowiło 1/8 rezerw z końca drugiego kwartału 1993 r. (16 mld. USD).

Kłopoty z utrzymaniem stabilności niektórych walut ERM, jakie wystąpiły na początku 1995 r. nie dotknęły escudo portugalskiego. Od stycznia do marca 1995 r. Bank Portugalii przeprowadził interwencje, w wyniku których poziom rezerw walutowych obniżył się niewiele ponad 0,5 mld dolarów. Mimo to, 6 marca 1995 r. wraz z dewaluacją pesety

²⁷⁴ Fieleke (1993).

²⁷⁵ Banco de Portugal (1992), s. 115-118.

²⁷⁶ Eichengreen (2001), s. 271.

²⁷⁷ Banco de Portugal (1993), s. 53.

hiszpańskiej nastąpiła dewaluacja escudo portugalskiego²⁷⁸. Podobnie, jak w przypadku poprzedniej dewaluacji, która miała miejsce w listopadzie 1992 r., jej deklarowanym celem było utrzymanie konkurencyjności gospodarki portugalskiej względem gospodarki hiszpańskiej. O ile jednak Hiszpania zdewaluowała swoją walutę o 7%, to Portugalia dokonała dewaluacji tylko o 3,5%. Zarówno w przypadku kursu pesety, jak i escudo, po osłabieniu kursu nastąpiło natychmiastowe ich umocnienie.

5.3. Lata 1996-1998

Kursy escudo portugalskiego względem pozostałych walut ERM w okresie referencyjnym, tj. od marca 1996 r. do lutego 1998 r., utrzymywały się blisko bilateralnych kursów centralnych. Według Europejskiego Instytutu Monetarnego (1998)²⁷⁹ największe krótkookresowe odchylenia w górę i w dół od kursów centralnych mierzone średnią ruchomą z dziesięciu dni roboczych wynosiło w tym okresie 3,5% i -2,3% (z wyjątkiem kursu względem funta irlandzkiego, którego zmienność miała inny charakter). Odchylenia te miały jednak charakter tymczasowy i nie zagrażały stabilności kursu walutowego. Bank Portugalii tylko raz interweniował na rynku walutowym, skupując w styczniu 1997 r. niewiele ponad 0,6 mld dolarów.

Portugalia wypełniła kursowe kryterium konwergencji. Z dniem 1 stycznia 1999 r. stała się członkiem UGW. Kurs waluty portugalskiej do euro został na stałe usztywniony na poziomie kursu centralnego escudo portugalskiego do ecu w systemie ERM w okresie referencyjnym i wyniósł 1 EUR = 200,482 PTE.

Podsumowanie

Portugalia była jedynym obok Grecji krajem, który uzyskał członkostwo w Unii Gospodarczej i Walutowej w warunkach ekspansji fiskalnej. Realizacja kryteriów konwergencji nie byłaby możliwa gdyby nie spadek stóp procentowych połączony z szybkim tempem wzrostu gospodarczego w drugiej połowie lat dziewięćdziesiątych. Jorge Braga de Macedo, minister Finansów Portugalii w latach 1991-1993 określił tą strategię jako *interest free ride*, dodając, że fiskalne kryteria konwergencji de facto nie były dla Portugalii wiążące, ponieważ nie wymuszały zmian, o które chodziło twórcom kryteriów z Maastricht.

²⁷⁸ Banco de Portugal (1995), s. 122.

²⁷⁹ EMI (1998), s. 217.

Część VI

Realizacja kryteriów konwergencji w Grecji

1

Ogólne wprowadzenie

Na początku lat dziewięćdziesiątych Grecja nie spełniała żadnego z kryteriów konwergencji z Maastricht. Wyraźny postęp w kierunku ich wypełnienia widoczny jest dopiero od 1997 r. Grecja nie znalazła się w pierwszej grupie państw które przyjęły wspólną walutę, jednak dwa lata po utworzeniu UGW zdołała wypełnić wszystkie wymagane kryteria i zakwalifikować się do strefy euro.

Deficyt finansów publicznych w 1990 r. znacznie przekraczał wartość referencyjną sięgając 15,9% PKB. Mimo prób ograniczenia nierównowagi finansów publicznych Grecja w połowie lat dziewięćdziesiątych nadal daleka była od wypełnienia fiskalnych kryteriów konwergencji. Nie zrealizowano Średniookresowego Programu Dostosowawczego, którego realizację planowano na lata 1991-1993 – deficyt budżetowy wzrósł z 11,4% PKB w 1991 r. do 13,6% PKB w 1993 r. Podobnie nie powiodła się realizacja pierwszego Programu Konwergencji w latach 1993-1998 oraz poprawionego Programu Konwergencji w latach 1994-1999, mimo, iż poziom nierównowagi finansów publicznych został znacznie ograniczony – deficyt spadł do 4% PKB w 1997²⁸⁰ r. Grecja nie zdołała więc wypełnić kryterium deficytu budżetowego w okresie referencyjnym. Dalsze zacieśnianie polityki fiskalnej pozwoliło jednak na obniżenie deficytu w 1999 r. poniżej 2% PKB, a w 2000 r. poniżej 1% PKB.

Dług publiczny Grecji na początku lat dziewięćdziesiątych był jednym z najwyższych wśród krajów Europy Zachodniej – w 1990 r. zbliżył się do poziomu 90% PKB i nadal wzrastał, aż w 1993 r. przekroczył 110% PKB. W kolejnym roku uległ obniżeniu o około 2% PKB, po

²⁸⁰ Wg standardów ESA79; wg ESA 95 deficyt był wówczas wyższy o 0,7% PKB.

czym ponownie wzrósł do najwyższego w historii Grecji poziomu – 111,3% PKB w 1996 r. W pierwszym okresie referencyjnym – w 1997 r. – poziom zadłużenia Grecji spadł do 108,7% PKB²⁸¹ i nadal znacznie przekraczał wartość referencyjną. Dług publiczny w kolejnym okresie referencyjnym – w 1999 r. – nie został obniżony poniżej granicy 60% i wyniósł 105,1% PKB. ECOFIN uznał jednak, iż utrzymujący się spadek wielkości długu w ostatnich latach oraz perspektywę dalszego obniżenia długu w kolejnych latach można uznać za spełnienie kryterium długu.

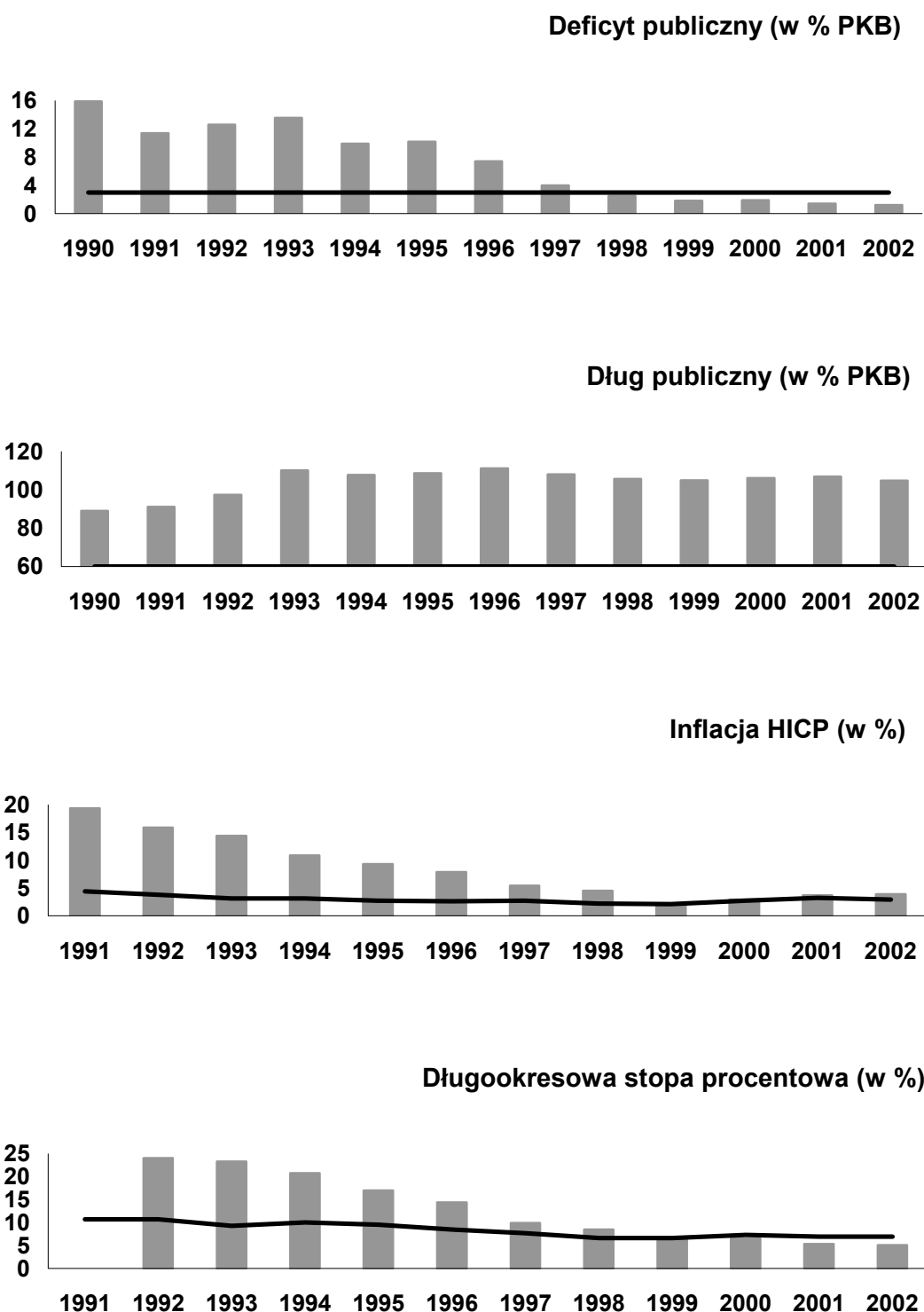
Od początku lat dziewięćdziesiątych inflacja w Grecji utrzymywała się na najwyższym poziomie wśród krajów Europy Zachodniej. Z roku na rok ulegała jednak stopniowemu spadkowi. W pierwszym okresie referencyjnym – od lutego 1997 r. do stycznia 1998 r. – inflacja w Grecji wyniosła 5,2%, tj. 2,5 punktu procentowego powyżej wartości referencyjnej. Kontynuacja procesu dezinflacji w kolejnych latach pozwoliła na wypełnienie inflacyjnego kryterium konwergencji. W okresie od kwietnia 1999 r. do marca 2000 r. inflacja wyniosła 2,0%, tj. była niższa od wartości referencyjnej, którą było wówczas 2,4%.

Długookresowa stopa procentowa w latach dziewięćdziesiątych wraz ze spadkiem inflacji nieustannie ulegała zmniejszeniu. Do 1994 r. przekraczała 20%, natomiast w 1997 r. spadła poniżej 10%. W pierwszym okresie referencyjnym – od lutego 1997 r. do stycznia 1998 r. – wyniosła 9,8%, tj. o 2 punkty procentowe przekroczyła wartość referencyjną. Jej spadek utrzymywał się jednak w kolejnych latach, dzięki czemu w drugim okresie referencyjnym – od kwietnia 1999 r. do marca 2000 r. – długookresowa stopa procentowa osiągnęła 6,4%, tj. 0,8 punktu procentowego mniej, niż wynosiła wartość referencyjna.

Grecja wypełniła również kryterium kursowe. Drachma grecka od marca do grudnia 1998 r. bez większych zaburzeń uczestniczyła w systemie ERM i jej kurs nie przekroczył dopuszczalnego pasma wahań wobec kursów bilateralnych. Z kolei od początku 1999 r. waluta grecka znalazła się w systemie ERM 2 i jej kurs nie przekroczył dopuszczalnego pasma wahań wobec kursu centralnego do euro.

²⁸¹ Wg ESA79; wg ESA95 dług wyniósł wówczas 108,3% PKB.

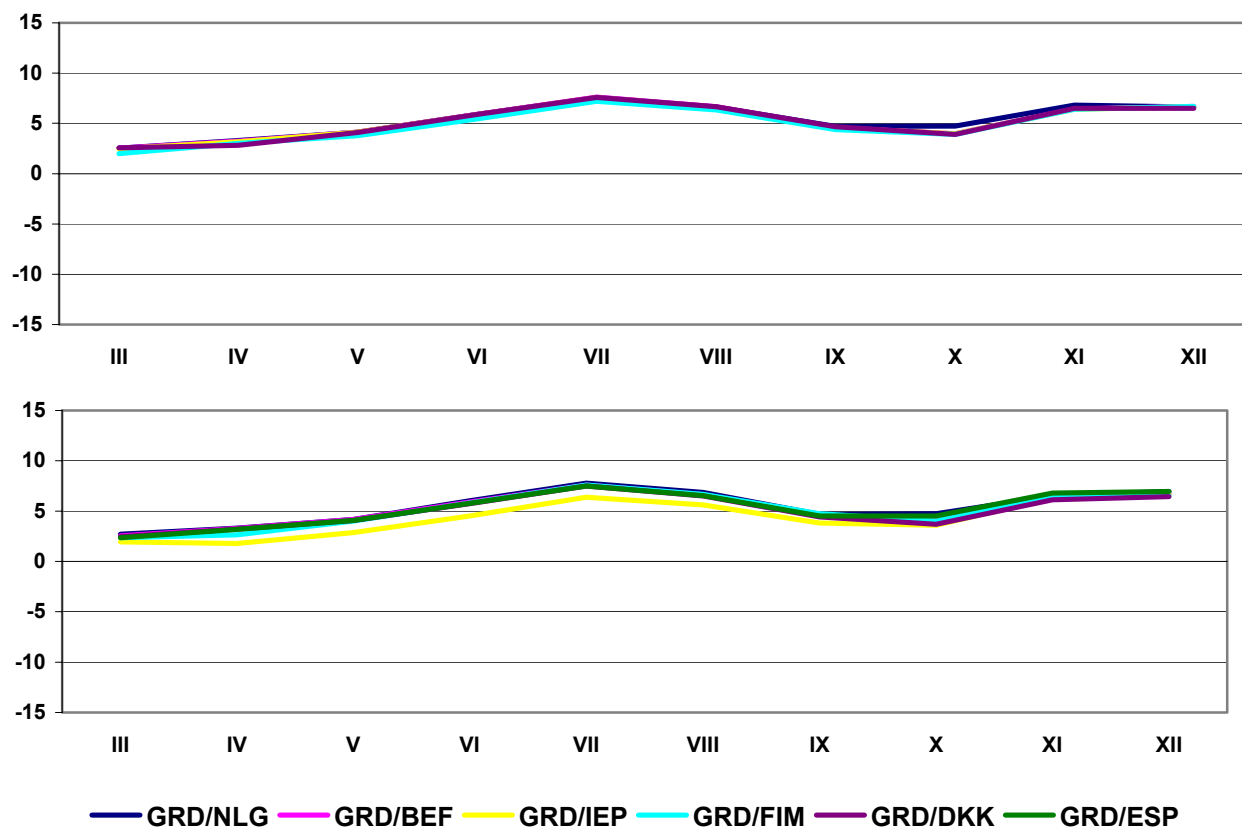
Wykres 6.1. Grecja a cztery nominalne kryteria konwergencji w 1990-2002 (linia pozioma oznacza wartość referencyjną)



Źródło: EMI (1998), European Commission (2002, 2003b), IMF IFS.

Uwaga: dane dotyczące kryteriów fiskalnych do 1994 roku na podstawie ESA79, od 1995 r. na podstawie ESA95.

Wykres 6.2. Odchylenia kursu drachmy greckiej od bilateralnych kursów centralnych wobec pozostałych walut systemu ERM w okresie uczestnictwa Grecji w ERM, tj. od 16 marca 1998 r. do 31 grudnia 1998 r. (w %)



Źródło: obliczenia własne na podstawie danych MFW oraz Eurostat.

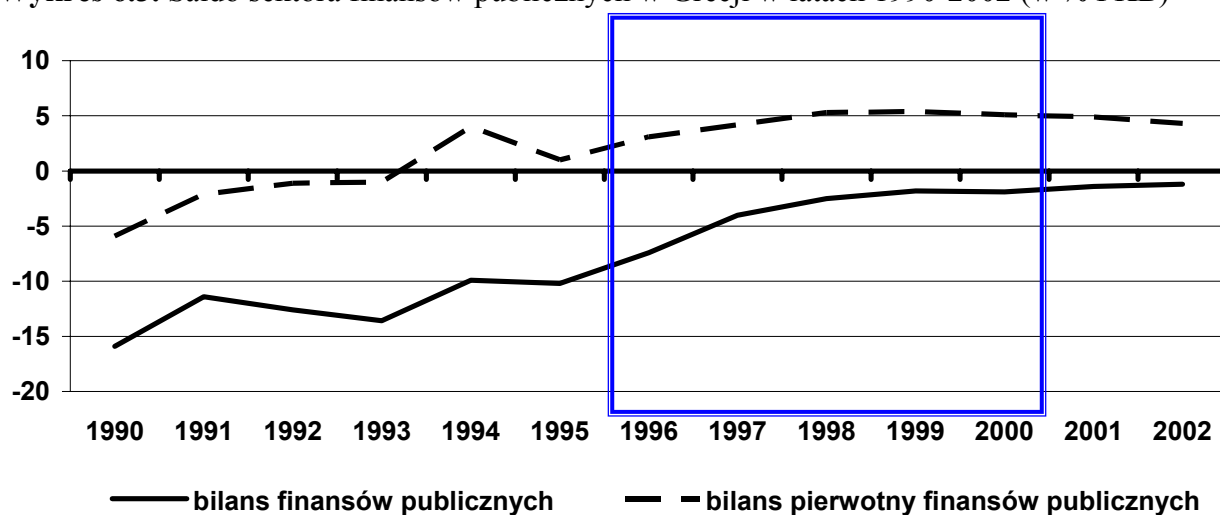
Uwaga: Odchylenie powyżej zera oznacza, iż bilateralne kursy drachmy greckiej przewyższają kursy centralne – wzrost oznacza aprecjację drachmy, natomiast spadek deprecjację.

Polityka fiskalna: dochodzenie do spełnienia fiskalnych kryteriów z Maastricht (deficyt finansów publicznych i dług publiczny)

Ze względu na kształtowanie się deficytu finansów publicznych Grecji lata 1990-2000 można podzielić na:

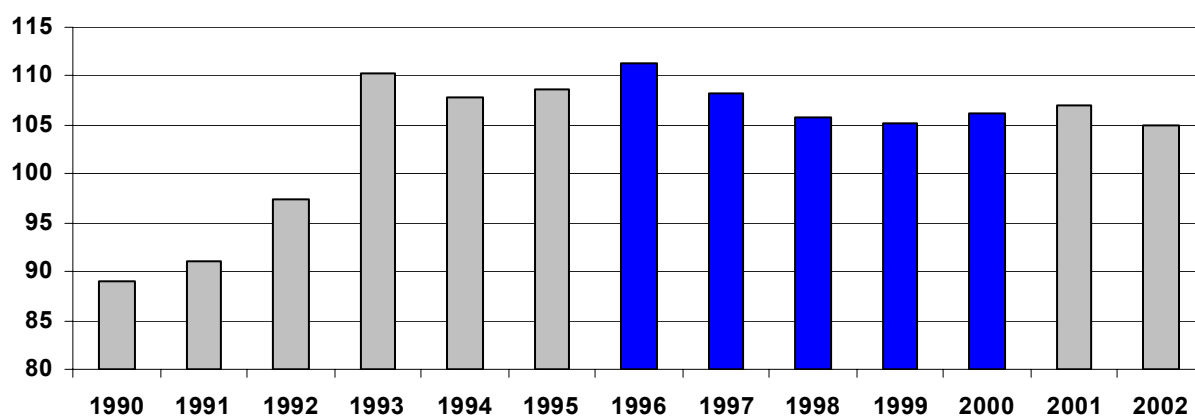
- lata 1990-1995 – okres luźnej polityki fiskalnej – gwałtowny wzrost deficytu finansów publicznych i długu publicznego;
- lata 1996-2000 – okres bezpośrednio poprzedzający wejście do strefy euro – stopniowe obniżanie deficytu finansów publicznych i zadłużenia państwa.

Wykres 6.3. Saldo sektora finansów publicznych w Grecji w latach 1990-2002 (w % PKB)



Źródło: European Commission (2001, 2003a).

Wykres 6.4. Dług publiczny Grecji w latach 1990-2002 (w % PKB)



Źródło: European Commission (2001, 2003a).

Uwaga: dane do 1994 r. według ESA79, od 1995 r. ESA95.

Deficyt sektora finansów publicznych w Grecji w pierwszej połowie lat dziewięćdziesiątych był najwyższy wśród krajów UE. Do 1993 r. znacznie przekraczał 10% PKB (w 1990 r. osiągnął najwyższą wartość 15,9% PKB), natomiast w latach 1994-1995 wahał się wokół 10% PKB! Miała to bardzo poważne skutki makroekonomiczne.

Od 1996 r. rząd podejmował wyraźne starania w kierunku zrównoważenia finansów publicznych. W drugiej połowie lat dziewięćdziesiątych deficyt finansów publicznych szybko obniżał się, aż w 1999 r. spadł poniżej 2% PKB.

W 1997 r. – w okresie referencyjnym, w którym analizowana była realizacja kryteriów konwergencji pierwszych państw kandydujących do UGW – deficyt finansów publicznych Grecji znacznie przekraczał wartość referencyjną. Po dwóch latach Grecja zdołała jednak zmniejszyć różnicę między wydatkami a przychodami publicznymi i w 2001 r. mogła przystąpić do strefy euro.

Tabela 6.1. Struktura wydatków i przychodów sektora finansów publicznych w Grecji w latach 1990-2002 (w % PKB)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Całkowite przychody bieżące	32,5	33,4	34,2	35,4	36,9	36,5 (38,0)	36,9	38,8	40,3	41,5	43,2	41,9	41,4
Podatki bezpośrednie	5,4	5,5	5,4	5,7	6,8	7,4 (7,2)	7,1	7,8	9,5	9,9	10,8	9,6	9,4
Podatki pośrednie	13,9	14,6	15,3	14,7	14,3	13,5 (14,2)	14,0	14,3	14,4	15,1	15,2	14,8	14,4
Składki na ubezpieczenia społeczne	11,5	11,1	11,0	11,9	12,1	12,6 (12,4)	12,9	13,3	13,6	13,6	14,0	13,9	14,0
Pozostałe przychody bieżące	1,7	2,2	2,5	3,1	3,7	2,9 (4,2)	2,9	3,4	2,8	2,9	3,2	3,6	3,6
<i>Przychody kapitałowe</i>	-	-	-	-	-	2,8 -	3,4	3,6	3,8	3,2	3,8	3,7	3,7
Całkowite przychody	32,5	33,4	34,2	35,4	36,9	39,3 (38,0)	40,3	42,4	44,1	44,7	47,0	45,6	45,1
<u>Całkowite wydatki bieżące</u>	41,9	39,8	41,2	43,4	44,0	43,3 (45,1)	42,2	40,2	40,2	39,8	40,5	39,2	38,7
Transfery socjalne	15,0	14,9	14,8	15,1	15,2	15,1 (15,5)	15,4	15,6	15,7	15,8	16,6	16,3	16,4

Płatności odsetkowe	10,0	9,3	11,5	12,6	13,9	11,2 (12,7)	10,5	8,2	7,8	7,2	7,0	6,3	5,5
Wydatki konsumpcyjne	15,1	14,2	13,7	14,3	13,8	15,3 (15,3)	14,5	15,1	15,3	15,4	15,7	15,3	15,8
w tym wydatki na wynagrodzenia	12,5	11,5	10,9	10,9	10,6	11,3 (11,3)	10,7	11,6	11,6	11,7	11,7	11,6	12,2
Pozostałe wydatki bieżące	1,8	1,4	1,2	1,4	1,1	1,7 (1,6)	1,7	1,3	1,4	1,4	1,3	1,2	1,0
Wydatki kapitałowe	6,5	4,9	5,6	5,6	2,8	6,1 (3,4)	5,5	6,2	6,4	6,7	8,4	7,8	7,6
Całkowite wydatki	48,4	44,7	46,8	49,0	46,8	49,4 (48,5)	47,7	46,4	46,6	46,5	48,9	47,0	46,3
Bilans pierwotny	-5,9	-2,1	-1,1	-1,0	4,0	1,0 (2,3)	3,1	4,2	5,3	5,4	5,1	4,9	4,3
Saldo sektora finansów publicznych	-15,9	-11,4	-12,6	-13,6	-9,9	-10,2 (-10,5)	-7,4	-4,0	-2,5	-1,8	-1,9	-1,4	-1,2

Źródło: European Commission (2001, 2003a).

Dane w nawiasach (podobnie jak wszystkie dane przed 1995 r.) na podstawie standardów ESA79, dane bez nawiasów (podobnie jak wszystkie dane po 1995 r.) na podstawie standardów ESA95.

Tabela 6.2. Dług publiczny Grecji w latach 1990-2002 (w % PKB)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Dług publiczny brutto	89,1	91,1	97,5	110,2	107,9	108,7	111,3	108,2	105,8	105,1	106,2	107,0	104,9
Zmiana długu publicznego	8,6	2,2	6,4	12,7	-2,3	0,8	2,6	-3,1	-2,4	-0,8	1,2	0,8	-2,1

Czynniki mająca wpływ na zmianę długu publicznego:													
▪ deficyt finansów publicznych	15,9	11,4	12,6	13,6	9,9	10,2	7,4	4,0	2,5	1,8	1,9	1,4	1,2
▪ wzrost nominalny PKB	-	-	-	-	-	-	-9,8	-	-8,7	-6,7	-7,6	-7,5	-7,7
▪ stock-flow adjustment *	13,8	16,9	12,3	10,9	13,1	11,6	5,0	10,7	3,9	4,1	6,8	6,9	4,4

Źródło: European Commission (2001, 2003a).

Dane do 1994 r. na podstawie standardów ESA79, dane od 1996 r. na podstawie standardów ESA95. Brak danych w 1996 r. wynika ze zmian definicyjnych (zastąpienie ESA 79 przez ESA95).

* *stock-flow adjustment* obejmuje prywatyzację, zmianę wartości długu publicznego wynikającą ze zmian kursu walutowego oraz ewentualny błąd statystyczny.

Poważną częścią problemu Grecji – bardzo wysokiego deficytu i narastającego w szybkim tempie długu był na początku lat dziewięćdziesiątych system ubezpieczeń społecznych. System ten składał się z prawie 300 osobnych funduszy, najczęściej utworzonych przez poszczególne grupy zawodowe (np. pracowników sektora prywatnego, publicznego, stoczniovców, bankowców, rolników, sklepikarzy itp.) Każdy z nich posiadał własne zasady dotyczące pobierania składek i finansowania usług zdrowotnych i wypłacania emerytur.

Od momentu powstania w latach pięćdziesiątych fundusze – w części emerytalnej - inwestowały składki i budowały indywidualne plany emerytalne, czyli działały jak kapitałowe fundusz emerytalne. W latach osiemdziesiątych wskutek decyzji politycznej zaczęły jednak funkcjonować na zasadzie *pay-as-you-go*. System wykazywał bieżącą nadwyżkę tylko dlatego, że pomijał przyszłe zobowiązania w sprawozdaniach rachunkowych! Fundusze często nie posiadały odpowiednich danych finansowych, co sprzyjało korupcji. Zdaniem OECD²⁸², system ubezpieczeń społecznych w Grecji był nieefektywny i źle zarządzany: w funduszach zatrudnionych było około 1% ogółu czynnych zawodowo Greków. Emerytury wypłacane przez fundusze były stosunkowo wysokie, a warunki ich otrzymania stosunkowo łagodne. Zależność pomiędzy wysokością wpłat do funduszy a otrzymywaną emeryturą była bardzo luźna, a często w nie istniała. Rząd przejmował zobowiązania funduszy, które ogłosiły bankructwo, promując zjawisko znane jako *moral hazard*²⁸³.

²⁸² OECD (1997a) s.64-97.

²⁸³ Bank of Greece, The Brookings Institutions (2001).

Charakterystyczną cechą finansów publicznych w Grecji są wysokie wydatki na obronę narodową. W 1998 r. wynosiły one najwięcej – 4,8% PKB przy średniej w Unii Europejskiej na poziomie 1,7% PKB. Co więcej, Grecja jest jedynym krajem Unii Europejskiej w którym w latach 1990-1997 wydatki jako odsetek PKB na zbrojenia wzrosły. Tłumaczy się to napięciami politycznymi pomiędzy Grecją a Turcją. Inne powody to: położenie geograficzne Grecji na „linii frontowej” w trakcie zimnej wojny i trudności polityczne w ograniczeniu tych wydatków po jej zakończeniu.

2.1. Lata 1990-1995 – okres luźnej polityki fiskalnej – gwałtowny wzrost deficytu finansów publicznych i długu publicznego

Deficyt sektora finansów publicznych od połowy lat osiemdziesiątych nieustannie wzrastał i w 1990 r. osiągnął najwyższy poziom – prawie 16% PKB, natomiast deficyt pierwotny sięgał prawie 6% PKB. Wysoka nierównowaga finansów publicznych była efektem bardzo niskich przychodów budżetowych sięgających 32,5% PKB w 1990 r. oraz wysokich wydatków publicznych, które w 1990 r. stanowiły 48,4% PKB.

Najwyższy w historii deficyt sektora finansów publicznych w 1990 r. wynoszący blisko 16% PKB częściowo wynikał z cyklu politycznego – w kwietniu przeprowadzone zostały wybory parlamentarne. 150 na 300 mandatów w Parlamencie zdobyła partia konserwatywna – Nowa Demokracja, która zapowiadała zrównoważenie finansów publicznych, stąd w kolejnych latach rząd planował radykalne obniżenie deficytu²⁸⁴. W 1991 r. nierównowaga finansów publicznych została zmniejszona o 4,5 pkt. proc. Było to osiągnięcie znacznie gorsze od zamierzeń, ponieważ ustawa budżetowa na ten rok przewidywała redukcję deficytu niemal dwukrotnie większą – do poziomu poniżej 7% PKB.

W grudniu 1992 r. przyjęty został program konwergencji na lata 1993-1998. Zakładał on, iż w ostatnim roku jego realizacji bilans finansów publicznych zostanie niemal zrównoważony (deficyt miał nie przekroczyć 0,2% PKB). Już w pierwszym roku realizacji programu deficyt zamiast obniżyć się, wzrósł o 1 pkt. proc. i wyniósł 13,6% PKB. Ponowny wzrost deficytu

²⁸⁴ Bank of Greece (1991), s. 30.

poprzedzał wybory parlamentarne, które odbyły się w październiku 1993 r. Przyczyną tego było zwiększanie wydatków publicznych, które w 1993 r. osiągnęły rekordową wielkość 49% PKB, podczas gdy przychody nadal były relatywnie niskie – w 1993 r. przekroczyły 35% PKB.

W czerwcu 1994 r. przedstawiono zatem nową, poprawioną wersję programu konwergencji na lata 1994-1999, która zakładała obniżenie deficytu budżetowego do 1% PKB w 1999 r. Grecja pogodziła się z faktem, iż nie zdoła zakwalifikować się do pierwszej grupy krajów tworzących wspólny obszar walutowy i będzie mogła przystąpić do strefy euro w późniejszym czasie²⁸⁵.

Wybory parlamentarne w 1993 r. przyniosły zmianę rządu. Do władzy doszła partia socjalistyczna PASOK, w której jednym z głównych punktów programu było zahamowanie prywatyzacji. Osiem miesięcy później socjaliści powtórzyli sukces podczas wyborów do Parlamentu Europejskiego i zdobyli największą liczbę mandatów (10). Rząd starał się ograniczać deficyt budżetowy poprzez zwiększanie przychodów, nie czyniąc większych starań w kierunku ograniczenia wydatków. Zakładano bowiem, iż podniesienie podatków oraz usprawnienie administracji podatkowej wpłynie na wzrost wpływów budżetowych, które pozwolą na pokrycie wysokich wydatków publicznych²⁸⁶. Polityka ta pozwoliła na obniżenie deficytu budżetowego w latach 1994-1995 jedynie do około 10% PKB.

Podjęta w 1992 r. pierwsza próba reformy systemu ubezpieczeń społecznych w zakresie emerytur polegała na wprowadzeniu nowych zasad dla osób wkraczających na rynek pracy i pozostawieniu na dotychczasowych zasadach „starych” uczestników. Dla „nowych” wprowadzono wiek emerytalny – 65 lat oraz ustalono wysokość emerytury na 80% (wskaźnik ten miał się zmniejszać) zarobków z ostatnich 5 lat. Wyższe emerytury opodatkowano, z 13,5 roku do 15 lat zwiększono minimalny okres pracy niezbędny, aby uzyskać emeryturę. Najistotniejsze zmiany, które dotknęły dotychczasowych uczestników systemu emerytalnego dotyczyły zmiany zasad indeksowania emerytur: za punkt odniesienia uznano średnią emeryturę w funduszu obejmującym pracowników sektora publicznego zamiast najniższego

²⁸⁵ EIU (1996a), s. 14.

²⁸⁶ OECD (1991a), s. 57.

wynagrodzenia jak poprzednio. Z kolei średnia emerytura w funduszu, który obejmował pracowników sektora publicznego tak jak płace w sektorze publicznym zaczęła być traktowana jako narzędzie obniżania inflacji – utrzymywano ją więc na niskim poziomie. Tylko ta zmiana spowodowała, że w latach 1990-1995 realna wartość średniej emerytury była o ponad 20% niższa w porównaniu do kontrfaktycznego wariantu nie wprowadzania zmian²⁸⁷.

Mimo korzystnych zmian, system emerytalny w Grecji dalej pozostawał nieefektywny: relacja średniej emerytury do uzyskiwanego wcześniej wynagrodzenia dla „starego portfela” nadal była jedną z najwyższych w Unii Europejskiej, bazą od której naliczano emeryturę dla pracowników sektora publicznego był zaledwie jeden (ostatni) miesiąc pracy, co sprzyjało nadużyciom.

Deregulacja greckiego systemu bankowego i liberalizacja przepływów kapitałowych rozpoczęta pod koniec lat dziewięćdziesiątych uczyniły niemożliwym dalsze pokrywanie deficytu finansów publicznych przez system bankowy. Stopniowo zniesiony został obowiązek inwestowania ustalonego odsetka przyrostu depozytów bankowych przez banki komercyjne w skarbowe papiery wartościowe: z 40% pod koniec 1990 r., do 30% w lipcu 1991 r., 20% w lipcu 1992 r. aż do całkowitego zniesienia w maju 1993²⁸⁸ r. W ten sposób realne stopy procentowe od obligacji po raz pierwszy od dawna stały się dodatnie: w czerwcu 1990 r. oprocentowanie rocznych papierów rządowych wyniosło 24%, przy inflacji 20,4%.

Jeszcze w 1986 r. rząd Andreasa Papandereu (PASOK) rozpoczął finansowanie deficytu poprzez sprzedaż obligacji przedsiębiorstwom państwowym nie prowadzącym działalności bankowej. W 1990 r. 43,1% potrzeb pożyczkowych sektora publicznego było finansowanych w taki sposób. W 1991 r. odsetek ten wzrósł do 68%, a w 1991 r. do 71,2%. Nie było to nic innego jak „zamiatanie pod dywan” – upychanie długu poza definicją „sektora publicznego”, ale nie poza sektorem publicznym lub po prostu drukowanie pieniędzy.

Ukryte zobowiązania zostały ujawnione w latach 1992-1993 – rząd wyemitował papiery wartościowe na ich pokrycie tzw. pożyczka konsolidacyjna (*consolidation loans*) na kwotę 1,8 biliona²⁸⁹ drachm (około 10% PKB). Dodatkowe zobowiązania, które zostały „wciągnięte” do oficjalnego wskaźnika w 1993 r. wiązały się z debetem na trzech rachunkach rządu w banku centralnym. W tym przypadku zadłużenie wynosiło nieco ponad 3,3 biliony

²⁸⁷ OECD (1997a).

²⁸⁸ Patrz także Bank of Greece (1994), s. 49.

²⁸⁹ Z ang. *Trillion*.

drachm (około 16% PKB). W efekcie, ujawniona oficjalna wielkość zadłużenia publicznego wzrosła z 83,3% PKB w 1991 r. do 111,6% PKB w 1993²⁹⁰ r.

Wykonanie operacji porządkujących było warunkiem koniecznym zakwalifikowania się Grecji do drugiego etapu integracji monetarnej w Europie, który rozpoczął się 1 stycznia 1994²⁹¹ r.

Niezależnie od ukrytych zobowiązań, we wczesnych latach dziewięćdziesiątych główną przyczyną narastania długu publicznego był bardzo wysoki deficyt finansów publicznych. Fakt, iż przy deficycie przekraczającym 10% PKB następował wzrost długu od 2,2 do 12,7% PKB rocznie wynikał ze zróżnicowanego tempa wzrostu PKB i deprecjacji drachmy. Zmiana kursu waluty greckiej miała duży wpływ na poziom długu publicznego, bowiem udział długu denominowanego w walutach zagranicznych w całkowitym zadłużeniu państwa był znaczny – wahał się wokół 23% całkowitego długu publicznego²⁹².

Do 1993 r. rząd korzystał z nieoprocentowanych pożyczek z banku centralnego. Były one źródłem środków na pokrycie 15% deficytu finansów publicznych w 1990 r., 5% w 1991 r. oraz 15,6% w 1992²⁹³ r.

Z początkiem 1994 r. zaczęła obowiązywać ustawa zakazująca finansowania wydatków państwa pożyczkami z Banku Grecji. Dotychczasowe zobowiązania rządu wobec banku centralnego zostały zamienione na trzydziestoletnią pożyczkę²⁹⁴. Ustawa ta znosiła również uprzywilejowany dostęp rządu do źródeł finansowania z innych instytucji finansowych.

Największy wzrost długu publicznego w relacji do PKB – o 12,7% PKB – nastąpił w 1993 r. Był to rezultat wysokiego deficytu budżetowego, który wyniósł aż 13,6% PKB. Na wzrost wskaźnika zadłużenia duży wpływ miał także spadek PKB o 1,6% oraz wspomniane wyżej czynniki jednorazowe.

²⁹⁰ Dane z Bank of Greece, The Brookings Institutions (2001, s. 120), dane te różnią się od danych Komisji Europejskiej podanych na początku pracy, które w latach przed 1993 r. wykazują ukryte zobowiązania.

²⁹¹ Bank of Greece, The Brookings Institutions (2001), s. 121-122.

²⁹² EMI (1998), s. 99.

²⁹³ Bank of Greece (1994), s. 133.

²⁹⁴ Bank of Greece (1993), s. 50.

W 1994 r. Grecja po raz pierwszy odnotowała nadwyżkę pierwotną, jednak dług na bardzo wysokim poziomie utrzymywał się jeszcze do 1996 r., kiedy to powoli, lecz systematycznie zaczął maleć. Przyczyny tego pozytywnego trendu były dwie: trwała nadwyżka po odjęciu kosztów obsługi długu w bilansie sektora oraz szybkie tempo wzrostu gospodarczego w drugiej połowie lat dziewięćdziesiątych.

Główną przyczyną obniżenia długu publicznego w 1994 r. były instytucjonalne zmiany w zarządzaniu aktywami funduszy ubezpieczeń społecznych. Do końca 1993 r. kapitał funduszy deponowany był w Banku Grecji, który inwestował go w obligacje państwowe. Od 1994 r. Bank Grecji – niebędący częścią sektora publicznego – inwestuje kapitał funduszy ubezpieczeń społecznych, które są częścią sektora finansów publicznych, w papiery skarbowe jako agent, tzn. w imieniu i na rachunek funduszy, przez co kapitał ten nie jest wliczany do długu publicznego brutto²⁹⁵.

Główne determinanty zmiany poziomu przychodów budżetowych

W okresie 1990-1995 przychody budżetowe liczone jako odsetek PKB wzrosły w Grecji z 32,5% PKB do 38% PKB. Zmiany w podatkach bezpośrednich (wzrost przychodów z tego tytułu z 5,4% PKB w 1990 r. do 7,2% PKB w 1995 r.) były następujące:

- w 1992 r. rząd przeprowadził reformę systemu podatkowego. Polegała ona na obniżeniu stawek podatku PIT (najwyższa stawka została obniżona z 50 do 40%) oraz wprowadzeniu niższej, liniowej stawki podatku CIT w wysokości 35% w miejsce istniejących stawek sięgających od 42 do 50%²⁹⁶. Jednocześnie wprowadzono zmiany w systemie naliczania podatków (dotychczasowe prawo podatkowe obowiązywało od 1958 r.) – m.in. uproszczono przepisy podatkowe, podstawą podatku od spółek akcyjnych stał się dochód przed wypłatą dywidend (wcześniej wypłacone dywidendy były wyłączone z podatku). Z kolei w zakresie przepisów o podatku od osób fizycznych zlikwidowana została większość zwolnień podatkowych²⁹⁷. Ze względu na niespodziewany wzrost deficytu budżetowego w 1993 r., wynikający z niższych niż

²⁹⁵ Bank of Greece (1995), s. 161-162.

²⁹⁶ Von Hagen, Hallett, Strauch (2001), s. 99.

²⁹⁷ Bank of Greece (1992), s. 150.

planowano przychodów podatkowych, rząd w 1994 r. podniósł obniżoną rok wcześniej najwyższą stawkę podatku dochodowego od osób fizycznych do 45%;

- w latach 1991-1995 rząd zwiększał presję fiskalną poprzez nieindeksowanie progów podatkowych i wysokości istniejących jeszcze ulg podatkowych²⁹⁸; w tym czasie inflacja przekraczała 10% rocznie i dopiero w 1995 r. została obniżona do 8,9%.

Podatki pośrednie od 1990 do 1992 r. wzrosły z 13,9% PKB do 15,3% PKB, po czym spadły do 14,2% PKB w 1995 r. Na początku lat dziewięćdziesiątych harmonizowano system podatkowy w związku z członkostwem Grecji w Unii Europejskiej. Polegało to głównie na podwyższaniu stawek – wprowadzonego w 1987 r. – podatku VAT i akcyzy oraz było często przyspieszane w związku z koniecznością załatania szybko rosnącej dziury budżetowej²⁹⁹. W 1990 r. podniesione zostały stawki podatku VAT. Podstawowa oraz obniżona stawka wzrosły odpowiednio z 16 do 18% oraz z 6 do 8%³⁰⁰. W 1992 r. dokonano dalszych zmian podatku VAT – zlikwidowano jego najwyższą stawkę, a część produktów objętych stawką obniżoną objęto stawką podstawową³⁰¹.

Presję fiskalną zwiększał wprowadzony w 1991 r. 10% podatek od zysków z depozytów bankowych, obligacji emitowanych przez banki i towarzystwa ubezpieczeniowe oraz innych form oszczędności w instytucjach finansowych³⁰². W 1996 r. podatek ten został podniesiony do 15%³⁰³.

Wraz ze zmianami w systemie podatkowym rząd wprowadzał nowe rozwiązania w administracji podatkowej, chcąc tym samym ograniczyć unikanie płacenia podatków – zarówno pośrednich, jak i bezpośrednich. W latach 1991-1992 przeprowadzona została komputeryzacja urzędów skarbowych, wprowadzono obowiązek informowania o źródłach pieniędzy na drogie wydatki, zwiększono wydatki na szkolenie inspektorów podatkowych³⁰⁴. W 1992 r. odpowiedzialnością za dokonywanie transakcji bez wydania rachunków fiskalnych

²⁹⁸ OECD (1996a), s.25-27.

²⁹⁹ OECD (1993a), s. 37.

³⁰⁰ OECD (1991a), s. 29.

³⁰¹ OECD (1993a), s. 50.

³⁰² Bank of Greece (1992), s.132.

³⁰³ OECD (1993a), s. 50.

³⁰⁴ OECD (1992a), s. 63-64.

objęto oprócz sprzedających także kupujących³⁰⁵. Ponadto, do końca 1993 r. wprowadzono obowiązek wyposażenia wszystkich sklepów w kasy fiskalne³⁰⁶. Zaostrzeniu uległy także kary za uchylanie się od płacenia podatków.

W latach 1993-1995 zwiększeniu ulegały składki na ubezpieczenia społeczne (wpływy ze składek stopniowo wzrastały i w 1995 r. stanowiły 12,4% PKB, podczas gdy w 1992 r. 11% PKB)³⁰⁷.

Szybko rosnące dochody podatkowe w szczególności narzuty na pracę łącznie z wysoką płacą minimalną spowodowały szybko rosnące bezrobocie wśród osób młodych i gorzej wykształconych³⁰⁸.

W 1995 r. największy udział w całkowitych dochodach podatkowych miały podatki pośrednie – 34,7%, mimo spadku tego wskaźnika z 41,2% w 1990 r. Składki na ubezpieczenia społeczne stanowiły 32,2% dochodów fiskalnych (spadek z 36,4%). Analogiczny wskaźnik dla podatków bezpośrednich wzrósł z 17% w 1990 r. do 19% w 1995³⁰⁹ r.

Główne determinanty zmiany poziomu wydatków publicznych

Wydatki publiczne wyrażone jako odsetek PKB utrzymywały się w 1990 r. i w 1995 r. na niezmiennym i bardzo wysokim poziomie: 48,4 - 48,5% PKB. Na początku lat dziewięćdziesiątych rząd ograniczył wydatki na płace w sektorze publicznym³¹⁰ – udział wydatków konsumpcyjnych państwa w relacji do PKB spadł z 15,1% PKB w 1990 r. do 13,7% PKB w 1992 r., w tym wydatki na wynagrodzenia w sektorze publicznym zmalały z 12,7% PKB do 11,3% PKB, a ich udział w całości wydatków publicznych spadł z 26,2% do 22,9%³¹¹.

Ograniczenie wzrostu wynagrodzeń w sektorze publicznym na początku lat dziewięćdziesiątych było konieczne ze względu na ich bardzo szybki w latach 1976-1990. Fundusz płac zwiększył się w tym czasie z 8,3% do 12,7 % PKB. W samym tylko 1982 r. wzrost płacy minimalnej w sektorze publicznym przekroczył 100%, a w sektorze prywatnym

³⁰⁵ Bank of Greece (1992), s. 151.

³⁰⁶ OECD (1991a) s. 58.

³⁰⁷ OECD (1995a), s. 20.

³⁰⁸ OECD (1995a), s. 79; patrz też Demekes i Kontolemis (1996), s. 42.

³⁰⁹ Bank of Greece, The Brookings Institutions (2001), s. 112.

³¹⁰ OECD (1991a), s. 29.

³¹¹ Bank of Greece, The Brookings Institutions (2001), s. 106.

46,4%³¹², co spowodowało nominalny wzrost wydatków publicznych przeznaczanych na wynagrodzenia o 33,4% w ciągu jednego roku! Wysoki wzrost wynagrodzeń zanotowano również w latach 1989-1990.

Należy zaznaczyć, że podane wyżej liczby nie w pełni oddają wzrost wynagrodzeń w szeroko pojętym sektorze publicznym, zarówno w latach 1976-1990 jak i 1990-1995. Po pierwsze, wynagrodzenia pracowników przedsiębiorstwa państwowych, nie zawarte w powyższych danych, były istotnie wyższe, a ich wzrost szybszy niż wynagrodzenia w sektorze publicznym w węższym ujęciu. Po drugie, w pierwszej połowie lat dziewięćdziesiątych część pracowników sektora publicznego otrzymała rekompensaty za „utraczone wynagrodzenie” w latach osiemdziesiątych, będące efektem decyzji sądu (w znacznej części byli to sędziowie!). Po trzecie, niektórzy pracownicy sektora publicznego, głównie pracownicy administracji celnej otrzymywali dochodzącą do 50% część wynagrodzenia ze środków specjalnych. Ta część do 1997 r. nie była traktowana jako część finansów publicznych³¹³.

Mimo ograniczenia wynagrodzeń w sektorze publicznym w Grecji w latach 1990-1995 ich wysoki poziom nadal w sposób istotny i negatywny wpływał na sprawność całej gospodarki greckiej. Praca w sektorze publicznym uważana była za najbardziej atrakcyjną: każda nowa oferta pracy przyciągała dużą liczbę młodych kandydatów, którzy woleli pozostawać długo bez pracy w oczekiwaniu na wakat w sektorze publicznym zamiast poszukiwać pracy w sektorze prywatnym³¹⁴.

W 1993 r. miała miejsce recesja: PKB spadł o 1,6%, na którą rząd zareagował zwiększeniem wydatków konsumpcyjnych do 14,3% PKB. W kolejnym roku wydatki konsumpcyjne spadły, jednak w 1995 r. ponownie wzrosły i przekroczyły poziom z 1990 r. stanowiąc 15,3% PKB. Na wzrost ten składał się m. in. wzrost wydatków na dodatki dla nauczycieli, policjantów za nadgodziny oraz duży wzrost zatrudnienia w sektorze publicznym³¹⁵.

Wydatki socjalne w relacji do PKB minimalnie spadły z 15% PKB w 1990 r. do 14,8% PKB w 1992 r., po czym wzrosły do 15,5% PKB w 1995 r. Do wzrostu przyczyniły się m.in. wzrost wydatków na dodatki rodzinne, przywrócenie rent dla uczestników ruchu oporu, wyższe subsydia dla rolników z terenów objętych w 1995 r. trzęsieniem ziemi³¹⁶.

³¹² Bank of Greece, The Brookings Institutions (2001), s. 106-107.

³¹³ Bank of Greece, The Brookings Institutions (2001), s. 108.

³¹⁴ Manessiotis (unpublished).

³¹⁵ OECD (1996a), s. 27-30.

³¹⁶ OECD (1996a), s. 27-30.

Najdynamiczniej rosnącą pozycją w wydatkach publicznych we wczesnych latach dziewięćdziesiątych były koszty obsługi zadłużenia publicznego. Płatności odsetkowe w wyniku zwiększającego się długu publicznego będącego efektem wysokiego deficytu budżetowego, oraz utrzymujących się na wysokim poziomie realnych stóp procentowych wzrosły z 10% PKB w 1990 r. do 13,9% PKB w 1994 r., po czym spadły do 12,7% PKB w 1995 r.

2.2. Lata 1996-2000 – okres bezpośrednio poprzedzający wejście do strefy euro – stopniowe obniżanie deficytu finansów publicznych i zadłużenia państwa

W 1996 r. rozpoczął się wyraźny postęp w ograniczaniu deficytu finansów publicznych w Grecji, mimo, iż we wrześniu miały miejsce wybory parlamentarne. Rezultat wyborów niewiele różnił się od wyników z 1993 r. Ponownie bezwzględną większość w Parlamencie uzyskała partia socjalistyczna, na której czele stał jednak nowy przewodniczący i od stycznia 1996 r. premier – Kostas Simitis.

W listopadzie 1996 r. zwycięska partia PASOK przedstawiła projekt budżetu na 1997 r., który zakładał znaczne cięcia wydatków i ograniczenie deficytu finansów publicznych. Był to przejaw determinacji rządu w dotrzymaniu zobowiązań programu konwergencji, co nie spotkało się ze społeczną aprobatą. Rozpoczęły się ogólnokrajowe protesty różnych grup społecznych (głównie rolników) trwające niemal do końca roku. Blokując drogi w całym kraju rolnicy domagali się: zwolnienia z podatku paliwa rolniczego, obniżenia VAT-u na maszyny rolnicze, zwiększenia dopłat do produkcji rolnej, przedłużenia okresu spłaty kredytów, odszkodowań za zniszczone plony, podwyżki emerytur dla rolników oraz wycofania zgłoszonych projektów ustaw nakładających na nich obowiązek płacenia podatków oraz składek na ubezpieczenia społeczne. Mimo pewnej utraty społecznego poparcia rząd nie uległ żądaniom protestujących i sztywno trzymał się założeń opracowanego projektu budżetu. Roszczenia rolników szacowane na 1 bilion drachm z bardzo nielicznymi wyjątkami zostały odrzucone. Zgodzono się tylko na wypłatę odszkodowań za stracone plony oraz przesunięcie spłaty niektórych kredytów zaciągniętych przez rolników³¹⁷.

³¹⁷ EIU (I 1997a), s. 12-13.

W pierwszym okresie referencyjnym – w 1997 r. – poziom deficytu został ponad dwukrotnie zmniejszony w stosunku do roku poprzedniego, jednak nadal znacznie odbiegał od wartości referencyjnej – wynosił 4% PKB. Grecja nie wypełniła kryterium deficytu finansów publicznych, jednak dalsze ograniczenie nierównowagi finansów publicznych pozwoliło jej na zakwalifikowanie się do strefy euro – w 1999 r. deficyt wyniósł 1,8% PKB.

Program konwergencji ogłoszony w 1994 r. nie został w pełni zrealizowany, choć nastąpiła znaczna poprawa bilansu finansów publicznych: deficyt został obniżony o ponad 5% PKB. W połowie 1998 r. powstał kolejny program konwergencji, który zakładał, iż Grecja wypełni kryteria z Maastricht w 2000 r. i z początkiem 2001 r. stanie się członkiem strefy euro³¹⁸. Program przewidywał obniżenie deficytu sektora finansów publicznych poprzez ścisłą kontrolę wydatków oraz spadek wydatków bieżących w relacji do PKB o blisko 4% PKB w okresie 1997-2001. Cięcia miały objąć głównie wynagrodzenia w sferze publicznej oraz subsydia dla przedsiębiorstw państwowych. Rząd planował również przyspieszenie procesu prywatyzacji.

Obniżenie deficytu finansów publicznych było możliwe dzięki dużemu wzrostowi wpływów budżetowych oraz niewielkiemu spadkowi wydatków publicznych w relacji do PKB. Wzrost przychodów budżetowych wynikał przede wszystkim z wysokiej dynamiki wpływów podatkowych, co było następstwem upraszczania systemu podatkowego, likwidacji ulg i zwolnień podatkowych i wprowadzania nowych podatków. W latach 1996-2000 przychody z podatków pośrednich wzrosły z 13,5% PKB do 15,2% PKB, a z podatków bezpośrednich z 7,4% PKB do 10,8% PKB. Spadek wydatków to głównie efekt niższych płatności odsetkowych.

Obniżenie deficytu finansów publicznych w samym 1996 r. po części było efektem statystycznym: wprowadzone zostały zmiany zasad w zakresie prowadzenia statystyki finansów publicznych rekomendowane przez Eurostat. Niektóre wydatki rządu przestały być brane pod uwagę przy obliczaniu deficytu. Dotyczyło to np. płatności z tytułu gwarancji rządowych (0,7% PKB w 1996 r.), skapitalizowanych płatności odsetkowych (0,6% PKB)³¹⁹.

Ograniczeniu tempa przyrostu długu publicznego w latach 1995-1996 sprzyjała stabilizacja kursu walutowego, nadwyżka bilansu pierwotnego oraz wzrost gospodarczy przekraczający

³¹⁸ EIU (1999a), s. 18.

³¹⁹ OECD (1997a), s. 41.

2% rocznie. Jednorazowym czynnikiem, który wpłynął na wzrost długu w 1996 r. o 0,5% PKB było dokapitalizowanie dwóch banków państwowych: Greckiego Banku Rozwoju Przemysłowego oraz Banku Krety.

Od 1996 r. dług publiczny Grecji powoli, lecz systematycznie zaczął maleć. Jedną z przyczyn tego pozytywnego trendu była trwała nadwyżka po odjęciu kosztów obsługi długu w bilansie sektora, która rosła od 1% PKB w 1995 r. do ponad 5% PKB w latach 1998-2000. Drugą przyczyną było stopniowe obniżanie inflacji – spadek z 8,9% w 1995 r. do 5,5% w 1997 r. i 2,5% w czerwcu 2000 r.

Ponadto, w czerwcu 1997 r. rząd rozpoczął emisję dziesięcioletnich obligacji, co wpłynęło na wydłużenie zapadalności długu i obniżyło jego cenę. Początkowo, oprocentowanie papierów dziesięcioletnich wynosiło 8,8%. W tym samym czasie rząd płacił 9,7% za obligacje roczne. W czerwcu 2000 r. liczby te wynosiły odpowiednio: 6% i 6,4%³²⁰.

W 1990 r. 47% długu publicznego rząd lokował w krótkoterminowych bonach skarbowych, a zaledwie 13,6% w obligacjach o terminie wykupu co najmniej rok. W 1999 r. obligacje obejmowały już 78% zadłużenia a bony skarbowe tylko 3,9%. Średnia zapadalność długu wzrosła w tym okresie z mniej niż 2,5 roku do ponad 6 lat. W marcu 1998 r. obligacje rządowe stały się przedmiotem obrotu na rynku wtórnym, co dodatkowo zwiększyło ich płynność, a tym samym zmniejszyło cenę.

Istotny wpływ na poziom długu publicznego miały wpływy z prywatyzacji. W 1996 r. rząd przyspieszył proces prywatyzacji przedsiębiorstw państwowych. Ambitny program prywatyzacji towarzyszył również wejściu drachmy do ERM w marcu 1998 r. W kolejnych latach 1996-2000 przychody z prywatyzacji w relacji do PKB wynosiły odpowiednio 0,1%, 0,6%, 1,4%, 3,2%, 1,0%³²¹. Prywatyzacja przyczyniła się do wzrostu znaczenia giełdy papierów wartościowych w Atenach, ponieważ praktycznie wszystkie istotne procesy prywatyzacyjne dokonano poprzez oferty publiczne.

³²⁰ Bank of Greece, The Brookings Institutions (2001), s. 123.

³²¹ Dane Banku Grecji.

Wpływ na malejący wskaźnik zadłużenia publicznego do PKB w drugiej połowie lat dziewięćdziesiątych miało także szybkie tempo wzrostu gospodarczego. Pozytywny trend udało się utrzymać mimo dewaluacji drachmy w marcu 1998 r. i deprecjacji euro wobec dolara w latach 1999-2000.

W grudniu 1999 r. rząd przygotował ostatni program konwergencji na lata 1999-2002, który został zatwierdzony przez Komisję Europejską w styczniu 2000 r. Program zakładał dalszy spadek deficytu oraz długu publicznego. W 2001 r. zadłużenie Grecji miało zostać obniżone do poziomu mniejszego niż 100% PKB, natomiast w 2002 r. finanse publiczne miały zostać zamknięte nadwyżką 0,2% PKB³²². Program nie został zrealizowany, ponieważ w 2002 r. deficyt finansów publicznych wyniósł 1,2% PKB, natomiast dług publiczny 104,9% PKB.

Nieco wcześniej, w czerwcu 1999 r. socjaliści ponieśli porażkę polityczną zajmując drugie miejsce w wyborach do Parlamentu Europejskiego i zdobywając 9 mandatów³²³. Mimo spadku poparcia społecznego dla rządzącej partii PASOK premier Simitis zapowiedział kontynuację dotychczasowej polityki gospodarczej w kierunku wypełnienia kryteriów konwergencji, mimo iż oznaczało to spadek politycznej popularności³²⁴. W rezultacie, partia PASOK, dzięki zakwalifikowaniu Grecji do strefy euro, odbudowała poparcie społeczne z wyborów parlamentarnych w 1996 r. i w 2000 r. ponownie zdobyła bezwzględną większość w Parlamencie.

Badania Eurobarometru³²⁵ wskazują, że w latach 1996-1998 poparcie społeczeństwa Grecji dla wprowadzenia euro utrzymywało się na jednym z najwyższych w UE poziomach. Od 59% do 75% Greków uważało się za zwolenników wspólnej waluty (prawie identyczne wyniki uzyskano w Hiszpanii), a od 17% do 27% za jej przeciwników (nieco więcej niż w Hiszpanii). Co charakterystyczne, w omawianym okresie najwięcej zwolenników (75%) zanotowano jesienią 1998 r., czyli zaraz po tym kiedy Grecja oficjalnie została wykluczona z grupy państw w które utworzyły unię walutową z początkiem 1999 r.

³²² EIU (2000a), s. 19.

³²³ EIU (III 1999), s. 12.

³²⁴ EIU (III 1999), s. 12.

³²⁵ Standard Eurobarometer: 45-58.

W latach 1999-2000 odsetek zwolenników przyjęcia euro w Grecji wahał się pomiędzy 65% a 70%, a przeciwników pomiędzy 19% a 21%. Wiosną 2002 r., czyli po roku od zamiany drachmy na euro, wyniki badań opinii publicznej okazały się historycznie najbardziej korzystne dla wspólnej waluty: 80% zwolenników i 16% przeciwników.

Główne determinanty zmiany poziomu dochodów podatkowych

W drugiej połowie lat dziewięćdziesiątych poziom dochodów podatkowych jako odsetek PKB wzrósł w Grecji bardzo istotnie: z poziomu 39,3% PKB w 1995 r. do aż 47% PKB w 2000 r.

Rząd w drugiej połowie lat dziewięćdziesiątych koncentrował się na zwiększeniu wpływów podatkowych. W tym celu, w 1997 r. zlikwidowanych zostało wiele ulg i zwolnień podatkowych w podatku dochodowym od osób fizycznych. Nowe przepisy stanowiły m.in., iż całość kosztów hospitalizacji może być odpisywana od podstawy opodatkowania jedynie przez osoby o odpowiednio niskim dochodzie, zniesiona została ulga z tytułu darowizn i od wynagrodzeń płaconych za usługi prawnicze.

W 1996 r. podniesiono stopę podatku dochodowego od banków z 35% do 40%³²⁶. Od początku 1996 r. wprowadzono obowiązek płacenia podatków przez przedsiębiorstwa państwowe z wyjątkiem podmiotów użyteczności publicznej³²⁷.

W 1997 r. wprowadzono podatek od oprocentowania skarbowych papierów dłużnych w wysokości 7,5%, który w kolejnym roku został podniesiony do 10%. W tym samym roku pojawił się także 2% podatek od zysków funduszy inwestycyjnych, 15% podatek od transakcji instrumentami pochodnymi³²⁸. W 1998 r. wprowadzona została opłata w wysokości 0,3% od transakcji na giełdzie papierów wartościowych³²⁹. W październiku 1999 r. stawka ta została podwojona³³⁰.

Ze względu na wysoką aktywność gospodarczą, szybki rozwój gospodarczy oraz działania podjęte w latach wcześniejszych, przychody podatkowe szybko rosły.

Wpływy z podatków bezpośrednich wzrosły z 7,4% PKB w 1995 r. do 10,8% PKB w 2000 r. Oznaczało to wzrost realny w latach 1996-2000 o 77,5%. Wpływy z podatku dochodowego

³²⁶ Von Hagen, Hallett, Strauch (2001), s. 100.

³²⁷ Bank of Greece (1996), s. 172.

³²⁸ Bank of Greece (1996), s. 173.

³²⁹ OECD, (1998a), s.52.

³³⁰ Bank of Greece (1999), s. 200.

od osób fizycznych wzrosły realnie o 68,6%, a z podatku dochodowego od przedsiębiorstw – głównie wskutek nałożenia CIT na przedsiębiorstwa państwowe – wzrosły w tym okresie realnie aż o blisko 200%. Wpływy z podatków majątkowych zmniejszyły się realnie o 10%³³¹.

Wpływy z podatków pośrednich wzrosły w latach 1996-2000 z 13,5% PKB do 15,2% PKB, co oznaczało wzrost realny o 36,4%. Najbardziej zwiększyły się dochody z VAT – realnie o 40%. Istotnie wzrosły wpływy z akcyzy na papierosy – o 27,3%³³².

Całkowite przychody budżetu w latach 1996-2000 zwiększyły się o ponad 80% w ujęciu nominalnym, czyli realnie o około 45%.

Główne determinanty zmiany poziomu wydatków budżetowych

W latach 1995-2000 wydatki budżetowe w Grecji wyrażone jako odsetek PKB nieznacznie spadły z 49,4% do 48,9% PKB. Grecja jest jedynym obok Portugalii krajem Unii Europejskiej, w którym w latach 1996-2000 nastąpił istotny³³³ – o 4,7% PKB – wzrost wydatków publicznych po odjęciu kosztów obsługi długu publicznego (*primary expenditure*). Obniżenie deficytu fiskalnego, a więc spełnienie jednego z kryteriów konwergencji, było możliwe dzięki większym przychodom i niższym płatnościom odsetkowym³³⁴. W ujęciu realnym wydatki bieżące bez płatności odsetkowych w okresie 1996-2000 wzrosły aż o 27%. Po ich uwzględnieniu realny wzrost wydatków bieżących wyniósł około 14%.

Tak więc, mniejsze wydatki na obsługę długu publicznego miały największy wpływ na obniżenie deficytu fiskalnego Grecji. Było to możliwe dzięki spadkowi stóp procentowych oraz malejącemu poziomowi zadłużenia.

Od 1997 r. poziom długu publicznego w relacji do PKB obniżał się. Był to głównie efekt poprawy jakości polityki fiskalnej, a ściślej rosnącym przychodom budżetowym. Deficyt fiskalny z roku na rok ulegał ograniczeniu, jednocześnie następował stopniowy wzrost nadwyżki pierwotnej, która w 1996 roku wynosiła 3,1% PKB, natomiast w latach 1998-2000 roku przekraczała 5% PKB.

³³¹ Obliczenia własne na podstawie Bank of Greece (April 2000b, s. 75-79) oraz (March 2001b, s. 81-85).

³³² Obliczenia własne na podstawie Bank of Greece (April 2000b, s. 75-79) oraz (March 2001b s. 81-85).

³³³ Trzecim krajem był Luksemburg gdzie w latach 1995-1999 przyrost wydatków publicznych po odjęciu kosztów obsługi długu publicznego był mniejszy niż 1% PKB.

Ponadto, w latach 1997-2000 odnotowano wysokie tempo wzrostu gospodarczego – od 3,4 do 4,2% PKB rocznie.

16 marca 1998 r. przeprowadzona została dewaluacja drachmy greckiej względem ecu o 12,3%. Zahamowało to nieco proces obniżania długu publicznego, ponieważ dewaluacja spowodowała przyrost wartości długu denominowanego w walutach obcych o 2% PKB³³⁵ a dług w walutach zagranicznych stanowił około 24% długu publicznego³³⁶.

Od 1998 r. na ograniczenie długu publicznego zaczęła wpływać większa aktywność prywatyzacyjna związana z utworzeniem w tym celu Przedsiębiorstwa Publicznego Zarządzania Aktywami (DEKA). Przychody z prywatyzacji zaczęły być wykorzystywane do wcześniejszej spłaty długu publicznego. W 1998 r. spłacono w ten sposób dług o wielkości prawie 2% PKB. W kolejnym roku było to 2,8% PKB, natomiast w 2000 r. około 2% PKB³³⁷.

W ostatnich dwóch latach poprzedzających przystąpienie Grecji do strefy euro waluta grecka słabła względem euro, co ograniczało tempo spadku długu publicznego w relacji do PKB.

Łącznie w drugiej połowie lat dziewięćdziesiątych płatności odsetkowe zmniejszyły się z 11,2% PKB w 1995 r. do 7% PKB w 2000 r. Oznaczało to spadek realnych wydatków na ten cel o 23,4%.

Transfery socjalne zwiększyły się z 15,1% PKB w 1995 r. do 16,6% PKB w 2000 r. Przyczyną była wysoka realna dynamika rent i emerytur, starzenie się społeczeństwa greckiego (stosunek liczby osób powyżej 65 roku życia do liczby osób w wieku produkcyjnym wzrósł z około 20% na początku lat dziewięćdziesiątych do około 27% w 2000 r.³³⁸) oraz rosnąca do 1999 r. stopa bezrobocia (z 9,2% w 1995 r. do 11,7% w 1999 r.). W latach 1996-2000 transfery socjalne wzrosły realnie o 24,5%³³⁹.

Wydatki konsumpcyjne gwałtownie wzrosły w 1997 r. o 0,6% PKB z 14,5% PKB w 1996 r. Mimo zapowiedzi sztywnej polityki płacowej w sferze budżetowej, nastąpił wówczas wysoki wzrost płacy realnej pracowników sektora publicznego. Wprowadzony został nowy system

³³⁵ Bank of Greece (1998), s. 189.

³³⁶ EMI (1998), s. 99.

³³⁷ Bank of Greece (2000), s.177.

³³⁸ OECD (2001a), s. 46.

³³⁹ Obliczenia własne na podstawie Bank of Greece (April 2000, s. 75-79) oraz (March 2001, s. 81-85).

płac dla pracowników państwowych, który dla niektórych grup zawodowych był szczególnie korzystny (np. dla pracowników wymiaru sprawiedliwości i żołnierzy)³⁴⁰. W 1997 r., w celu ograniczenia zatrudnienia w sferze budżetowej wprowadzono zasadę przyjmowania jednego pracownika w miejsce pięciu odchodzących (jedynie w szkolnictwie, służbie zdrowia i służbach porządkowych nie stosowano tej zasady). Pozwoliło to na zahamowanie wzrostu wydatków na płace w kolejnych latach³⁴¹. W 1997 r. wydatki na wynagrodzenia w sektorze publicznym wzrosły nominalnie o 19,7%, natomiast w latach 1998-2000 zwiększyły się o 9,1% - 7,6% rocznie. Ogółem w okresie 1996-2000 fundusz płac w greckim sektorze publicznym wzrósł realnie aż o 26,4%.

W 1997 r. rząd rozpoczął restrukturyzację sektora publicznego, której deklarowanym celem było ograniczenie i poprawa kontroli wydatków publicznych. Podjęte działania miały charakter uznaniowy i polegały m. in. na tym, iż z 1750 istniejących jednostek państwowych 170 uznano za zbędne i podjęto decyzję o ich likwidacji. Każda instytucja ubiegająca się o dotację z budżetu państwa została zobowiązana do przedstawienia planu restrukturyzacji. Stworzony został system inspekcji, którego zadaniem była kontrola realizacji planów oraz kontrola wydatkowania dotacji państwowych³⁴².

Poniższa tabelka ilustruje coroczne zmiany zagregowanych przychodów i wydatków sektora finansów publicznych w Grecji w latach 1996-2002.

Tabela 6.3. Dynamika przychodów i wydatków sektora finansów publicznych w latach 1996-2002

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	1995-2000	
	<i>nominalna zmiana (w %)</i>							<i>zmiana w %</i>	
								<i>nominalna</i>	<i>realna</i>
Przychody bieżące	11,3	16,2	13,1	9,9	12,1	4,4	6,7	80,2	44,3
Podatki bezpośrednie	5,3	21,1	32,7	11,0	18,0	-4,8	6,3	121,6	77,5
Podatki pośrednie	13,3	12,9	9,7	12,1	8,3	4,9	5,1	70,4	36,4
Składki na ubezpieczenia	12,8	14,0	10,9	7,4	10,3	7,4	8,0	68,9	35,3

³⁴⁰ Bank of Greece (1997), s. 177-178.

³⁴¹ OECD (1998a), s. 50.

³⁴² OECD (1998a), s. 53.

społeczne									
Inne przychody bieżące	10,3	29,5	-9,4	7,5	20,5	20,3	8,7	67,6	34,3
Przychody kapitałowe	30,7	20,7	14,9	-10,3	26,8	4,1	7,2	106,2	65,1
Wydatki bieżące	7,1	5,6	8,7	5,6	9,8	4,0	6,5	42,5	14,2
Wydatki konsumpcyjne	4,2	15,3	9,8	7,5	9,8	4,9	11,5	55,7	24,7
w tym wydatki na wynagrodzenia	4,3	19,7	9,1	7,7	7,6	6,9	12,7	57,8	26,4
Subsydia	23,2	-64,3	2,1	42,3	-9,4	1,6	14,9	-42,1	-53,6
Płatności odsetkowe	3,8	-13,4	2,9	-1,1	4,5	-2,7	-6,0	-4,4	-23,4
Transfery socjalne	12,0	16,4	3,7	6,3	8,2	6,8	10,1	55,5	24,5
Wydatki kapitałowe	-0,8	23,8	11,9	12,6	33,7	1,1	4,9	106,9	65,7
Wydatki bieżące bez płatności odsetkowych	8,1	11,9	10,3	7,2	10,9	5,3	9,0	58,6	27,0

Źródło: European Commission (2003a) oraz obliczenia własne na podstawie European.

Commission (2003a). Dynamika realna deflowana wskaźnikiem HICP (Eurostat).

Rząd zapowiadał, iż wszelkie jego działania będą podporządkowane wypełnieniu kryteriów konwergencji i przystąpieniu do strefy euro w 2001 r. Obok restrukturyzacji sektora publicznego, której towarzyszył spadek zatrudnienia w tym sektorze, oraz ograniczenia dynamiki wynagrodzeń, rząd planował przeprowadzenie liberalizacji prawa pracy. Zmiany wywołały sprzeciw związków zawodowych, co wywołało falę strajków w 1998 r. Spadek poparcia rządu nie zmienił stanowiska rządu w kwestii polityki podporządkowanej przystąpieniu do UGW. W czerwcu 1998 r. premier rządu powiedział, że „rząd jest obojętny na ponoszony koszt w krótkim okresie”³⁴³. Jak się w czasie wyborów parlamentarnych w kwietniu 2000 r. okazało, poparcie dla rządzącej partii PASOK nie uległo znaczącemu spadkowi (socjaliści zdobyli 158 miejsc w parlamencie, tj. 4 mniej, niż cztery lata wcześniej).

³⁴³ EIU (III 1998), s. 12-13.

Podsumowanie

Obniżkę deficytu finansów publicznych w latach 1995-2000 o 8,3% PKB (z 10,2% PKB w 1995 r. do 1,9% PKB w 2000 r.) można wytłumaczyć:

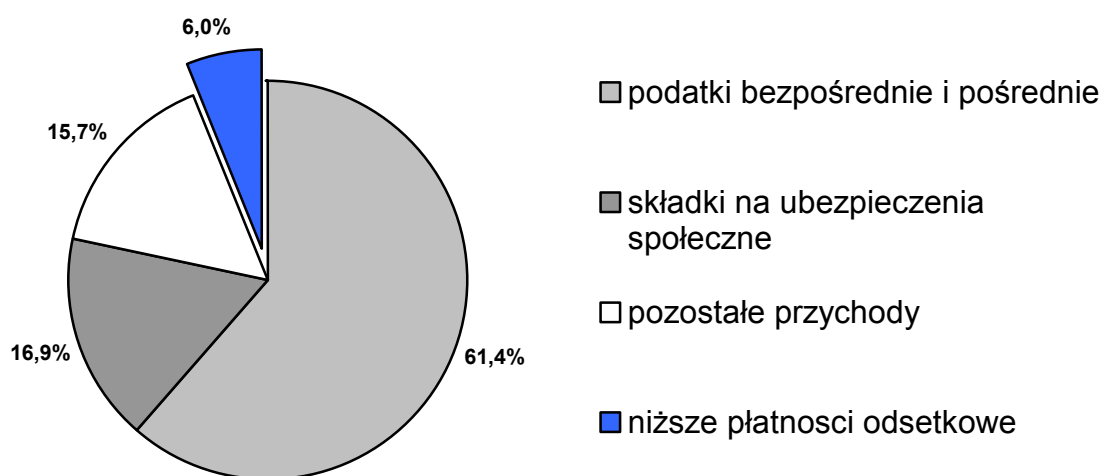
- w 6% (0,5% PKB) zmniejszeniem wydatków publicznych w tym okresie co było możliwe tylko i wyłącznie dzięki mniejszym kosztom obsługi długu; oraz
- w 93% (7,8% PKB) większymi przychodami budżetu.

Większe przychody uzyskano głównie dzięki wyższym wpływom z podatków bezpośrednich (3,4% PKB), podatków pośrednich (1,7% PKB) i składek na ubezpieczenie społeczne (1,4% PKB). Pozostałe przychody w tym okresie wzrosły o 1,3% PKB.

Niewielkie zmniejszenie wydatków w relacji do PKB w 2000 r. w odniesieniu do 1995 r. (o 0,5 punktu procentowego) w całości wyjaśniają niższe o 4,2% PKB koszty obsługi długu publicznego, które pozwoliły na obniżenie deficytu oraz skompensowały wzrost pozostałych pozycji wydatkowych: transfery socjalne wzrosły o 1,5% PKB, wydatki konsumpcyjne, w tym głównie wynagrodzenia sfery budżetowej wzrosły o 0,4% PKB, a wydatki kapitałowe o ponad 2% PKB.

Szczegółowo wyjaśnienie sukcesu w realizacji budżetowego kryterium z Maastricht w latach 1996-2000 ilustruje poniższy wykres:

Wykres 6.5. Źródła sukcesu w realizacji budżetowego kryterium z Maastricht w latach 1996-2000



Źródło: obliczenia własne na podstawie danych European Commission (2001, 2003a).

Polityka pieniężna i inflacja

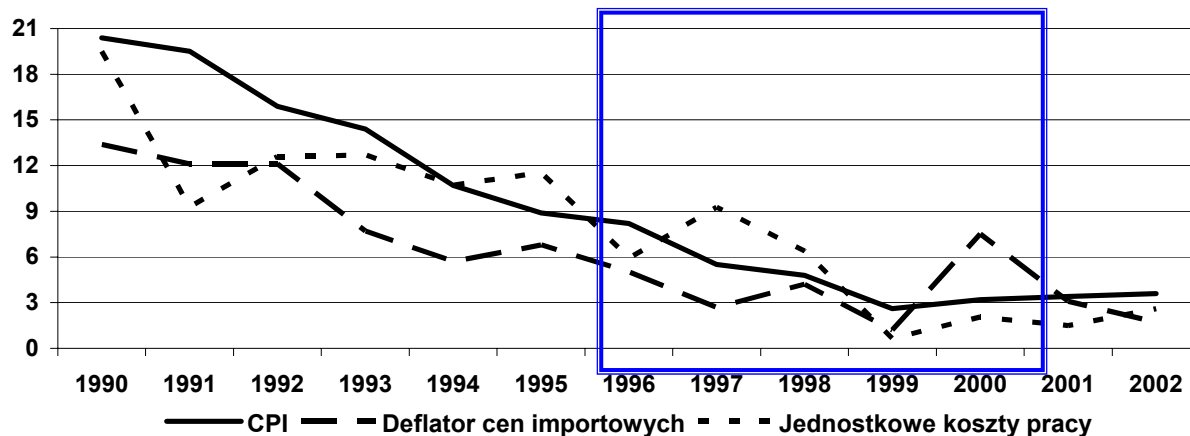
Ze względu na przebieg inflacji i instytucjonalne ramy polityki pieniężnej w Grecji lata 1990-2000 można podzielić w następujący sposób:

- lata 1990-1997 – okres stopniowej dezinflacji, który następował głównie dzięki realizowanej przez Bank Grecji polityce kursowej;
- lata 1998-2000 – okres, w którym Bank Grecji uzyskał niezależność, natomiast drachma grecka przystąpiła do ERM.

Na początku lat dziewięćdziesiątych Grecja była krajem o najwyższej inflacji w Unii Europejskiej. W 1990 r. wskaźnik cen konsumpcyjnych przekraczał 20%. W kolejnym roku wskaźnik ten był niższy o niecały 1 pkt. proc. i wyniósł 19,5%. Od 1992 r. rozpoczął się okres stopniowej dezinflacji w Grecji – w 1995 r. wskaźnik CPI wyniósł 8,9% (HICP 9,3%). W drugiej połowie lat dziewięćdziesiątych inflacja z poziomu umiarkowanego została obniżona do 2,1% (HICP) w 1999 r., natomiast w 2000 r. wskaźnik ten nieco wzrósł, osiągając 2,9%.

W okresie referencyjnym, w którym analizie kryteriów konwergencji poddane zostały pierwsze kraje aspirujące do UGW, Grecja nie spełniła kryterium inflacyjnego, ponieważ od lutego 1997 r. do stycznia 1998 r. inflacja wyniosła w Grecji 5,2%, tj. znacznie powyżej wartości referencyjnej, którą było 2,7%. Grecja sprostowała kryterium inflacyjnemu dwa lata później. W kolejnym okresie referencyjnym od kwietnia 1999 r. do marca 2000 r. inflacja w Grecji wyniosła 2% i była o 0,4 punktu procentowego niższa od wartości referencyjnej.

Wykres 6.6. Wskaźniki zmian cen w Grecji w latach 1990-2002 (w %)



Źródło: IMF (2003c), OECD (2003), European Commission (2001, 2003b).

Tabela 6.4. Mierniki inflacji i inne powiązane z nią wskaźniki w latach 1990-2002 (roczne zmiany procentowe)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Zharmonizowany wskaźnik cen konsumpcyjnych (HICP)	bd	19,4*	15,9*	14,4*	10,9*	9,3*	7,9	5,4	4,5	2,1	2,9	3,7	3,9
Wskaźnik cen konsumpcyjnych (CPI)	20,4	19,5	15,9	14,4	10,7	8,9	8,2	5,5	4,8	2,6	3,2	3,4	3,6
Wartość referencyjna	bd	4,4	3,8	3,1	3,1	2,7	2,6	2,7	2,2	2,1	2,7	3,2	2,9
Deflator PKB	20,6	19,8	14,8	14,5	11,3	11,2	7,4	6,8	5,2	3	3,4	3,4	3,7
Ceny produkcyjne (PPI)	13,9	12,4	12,0	9,3	8,5	7,8	6,5	4,3	3,1	1,8	6,5	2,3	2,4
Deflator cen importowych	13,4	12,1	12,1	7,7	5,7	6,8	5	2,7	4,2	1,2	7,5	3,1	1,7
Jednostkowe koszty pracy	19,5	9,3	12,6	12,7	10,7	11,5	5,9	9,3	6,4	0,6	2,1	1,5	2,6
Średnie wynagrodzenie	17,9	15,4	11,8	9,8	10,9	12,9	8,8	13,6	6,0	4,8	6,0	6,0	6,7

Produktywność pracy	-1,5	6,4	-0,9	-2,7	0,1	1,2	3,1	4,8	-0,9	4,0	4,9	4,9	3,7
Realny wzrost PKB	0,0	3,1	0,7	-1,6	2,0	2,1	2,4	3,6	3,4	3,6	4,2	4,1	4,0
Luka popytowa (pkt. proc.)	-0,1	0,7	-0,6	-3,8	-3,6	-3,5	-3,5	-2,1	-2,9	-2,3	-1,1	0,1	0,4

Źródło: zestawienie własne na podstawie danych, OECD (2003), IMF (1998, 2003), European Commission (2001, 2003b) oraz Eurostat.

* dane szacunkowe.

3.1. Lata 1990-1997

Instytucjonalne ramy polityki pieniężnej – status banku centralnego

W latach 1990-1997 podstawowym celem polityki monetarnej Banku Grecji było obniżenie inflacji. Cel ten miał zostać osiągnięty poprzez realizację celów pośrednich. Do 1994 r. były nimi:

- realizacja polityki silnej drachmy, będącej systemem pełzającej dewaluacji, której skala miała być utrzymana na poziomie niższym od różnicy poziomu inflacji w Grecji i u jej głównych partnerów handlowych;
- kontrola przyrostu podaży pieniądza mierzonej agregatem M3;
- kontrola dynamiki kredytu udzielonego przez sektor bankowy dla sektora prywatnego.

Od 1995 r. Bank Grecji nadal wyznaczał i realizował dwa pierwsze z wyżej wymienionych celów pośrednich, natomiast wielkość udzielanych kredytów przez sektor bankowy stała się jednym ze wskaźników, które podlegały jedynie obserwacji w trakcie realizacji polityki monetarnej (innym wskaźnikiem analizowanym przez bank centralny była zmiana płynności w gospodarce mierzona przyrostem agregatu M4).

Do połowy lat dziewięćdziesiątych Bank Grecji nie ogłaszał z wyprzedzeniem skali dewaluacji drachmy w ramach systemu pełzającej dewaluacji. W 1995 r. nastąpiła zmiana polityki kursowej w Grecji. Bank Grecji dążył do utrzymania kursu drachmy do ecu na relatywnie stabilnym poziomie, gwarantując, iż dewaluacja drachmy nie przekroczy 3% w skali roku. Główną przyczyną zmiany polityki kursowej był fakt, iż wcześniej stosowana polityka była już niewystarczająca dla dalszego obniżania inflacji³⁴⁴.

³⁴⁴ Kształtowanie się kursu drachmy zostanie omówione w osobnym podrozdziale w dalszej części niniejszego rozdziału.

Podstawowymi instrumentami realizacji polityki pieniężnej była polityka stóp procentowych oraz interwencje na rynku walutowym³⁴⁵. W mniejszym stopniu realizacji założeń polityki monetarnej służyły inne instrumenty wykorzystywane głównie do zmniejszania płynności w gospodarce. Były to m. in.: stopa rezerw obowiązkowych, obowiązkowy wykup przez banki komercyjne części emitowanych obligacji skarbowych, dodatkowe rezerwy obowiązkowe w sytuacji nadmiernej akcji kredytowej banków.

Polityka pieniężna

Skuteczność w osiąganiu wyznaczonych celów związanych z podażą pieniądza oraz dynamiką kredytów udzielonych przez sektor bankowy sektorowi prywatnemu była zróżnicowana³⁴⁶. Podaż pieniądza w latach 1990-1997 tylko raz znalazła się w planowanym przedziale – w 1994 r. Wielkość udzielanych kredytów dla sektora prywatnego przez banki również tylko raz była zgodna z założeniami polityki monetarnej – w 1990 r.

Na początku lat dziewięćdziesiątych Bank Grecji prowadził luźną politykę stóp procentowych. Podstawowa stopa procentowa do połowy 1993 r. utrzymywała się na poziomie 19%, podczas gdy inflacja na przełomie lat 1990 i 1991 przekraczała nawet 20%, czyli realnie podstawowa stopa procentowa Banku Grecji była ujemna. Dla przykładu, w tym samym czasie w Niemczech podstawowa stopa procentowa banku centralnego nie przekraczała 10%, a realnie utrzymywała się w przedziale od 3 do 9%.

Od czerwca 1993 r. Bank Grecji zaokrężył politykę stóp procentowych. Podstawowa stopa procentowa Banku Grecji wzrosła z 19% w połowie 1993 r. do 22,5% w połowie 1994 r., co przy jednoczesnym spadku inflacji w Grecji (do 10% w połowie 1994 r. z ponad 16% w połowie 1993 r.) oznaczało realny wzrost podstawowej stopy procentowej Banku Grecji z 3% do poziomu powyżej 12%.

Proces konwergencji krótkookresowej stopy procentowej Banku Grecji ze stopami procentowymi pozostałych banków centralnych krajów UE rozpoczął się na początku

³⁴⁵ Interwencje walutowe Banku Grecji zostaną omówione w podrozdziale nt. zmian kursu walutowego.

³⁴⁶ Kształtowanie się kursu drachmy zostanie omówione w podrozdziale opisującym realizację kursowego kryterium konwergencji.

trzeciego kwartału 1994 r. Oprócz spadku inflacji wśród przyczyn najważniejszą była liberalizacja przepływów kapitałowych w 1994 r. i związany z nią napływ zagranicznego kapitału zagrażający realizacji polityki kursowej. Podstawowa stopa procentowa Banku Grecji została obniżona z 22,5% w połowie 1994 r. do 14,5% w 1997 r. Realnie nastąpił jej spadek z powyżej 12% w połowie 1994 r. do poziomu poniżej 10% w 1997 r. Polityka stóp procentowych została zatem rozluźniona – nominalnemu spadkowi podstawowej stopy procentowej Banku Grecji o 8 pkt. proc. towarzyszył realny spadek o nieco ponad 2 pkt. proc.

Na początku lat dziewięćdziesiątych inflacja w Grecji była na wysokim poziomie, tj. około 20%. Dopiero w 1995 r. spadła poniżej 10%.

Na początku lat dziewięćdziesiątych na wysokim poziomie kształtowały się oczekiwania inflacyjne, które były rezultatem trwale utrzymującej się inflacji. W latach 1990-1991 oczekiwania inflacyjne były dodatkowo zwiększane spodziewanym wzrostem cen paliw w wyniku wojny w Zatoce Perskiej. W związku z wysokimi oczekiwaniami inflacyjnymi związki zawodowe zwiększały swoje żądania płacowe w ramach zbiorowych negocjacji płacowych. Szczególnie sprzyjał temu obowiązujący jeszcze w 1990 r. system automatycznej indeksacji płac (ATA). Przed wyborami parlamentarnymi w 1990 r. rząd zagwarantował wysoki wzrost płac w sektorze publicznym. Związki zawodowe wymusiły wzrost płac także w przedsiębiorstwach prywatnych³⁴⁷. W efekcie, średnie wynagrodzenie wzrosło w 1990 r. prawie o 20% w ujęciu nominalnym, w kolejnych latach jego dynamika utrzymywała się nominalnie w przedziale od 8,8% do 15,4% rocznie.

W 1990 r. podniesione zostały podstawowa oraz obniżona stawka podatku VAT odpowiednio z 16% do 18% i z 6% do 8%.

Od początku lat dziewięćdziesiątych Grecja stosowała reżim pełzającej dewaluacji. Mimo, iż jej skala była niższa od różnicy poziomu inflacji w Grecji i u jej głównych partnerów handlowych, wpływała na wzrost cen produktów importowanych. Deflator cen importowych jednak stopniowo obniżał się z 13,4% w 1990 r. do 2,7% w 1997 r.

³⁴⁷ OECD (1991a), s. 37.

Wzrost cen produktów przemysłowych był hamowany rosnącą konkurencją ze strony producentów zagranicznych. Następował bowiem ciągły wzrost importu i eksportu. Dlatego też, aby utrzymać się na rynkach zewnętrznych i wewnętrznych, producenci musieli walczyć o utrzymanie konkurencyjności swoich towarów i usług.

Tabela 6.5. Rozwój eksportu i importu Grecji w latach 1990-2002 (procentowa zmiana roczna)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Eksport towarów i usług	-4,1	3,7	10,4	-3,3	6,6	0,5	3,5	18,2	5,9	6,5	19,7	-1,6	-4,5
Import towarów i usług	8,7	6,0	1,3	0,2	1,3	9,2	7,0	13,9	11,3	3,9	14,5	-3,4	-2,7

Źródło: European Commission (2001, 2003b).

IMF (2000) wskazuje, iż w latach 1990-1996 około 1,2 pkt. proc. inflacji w Grecji rocznie było rezultatem tzw. efektu Balassy-Samuelsona.

3.2. Lata 1998-2000

Ramy polityki pieniężnej

W 1998 r. nastąpiła zmiana reżimu polityki monetarnej Banku Grecji. Drachma przystąpiła do systemu ERM i utrzymanie jej kursu na stabilnym poziomie stało się jedynym celem pośrednim polityki, której podstawowym celem było obniżenie inflacji poniżej 2% do końca 1999 r.

Podstawowym instrumentem polityki pieniężnej była polityka stóp procentowych.

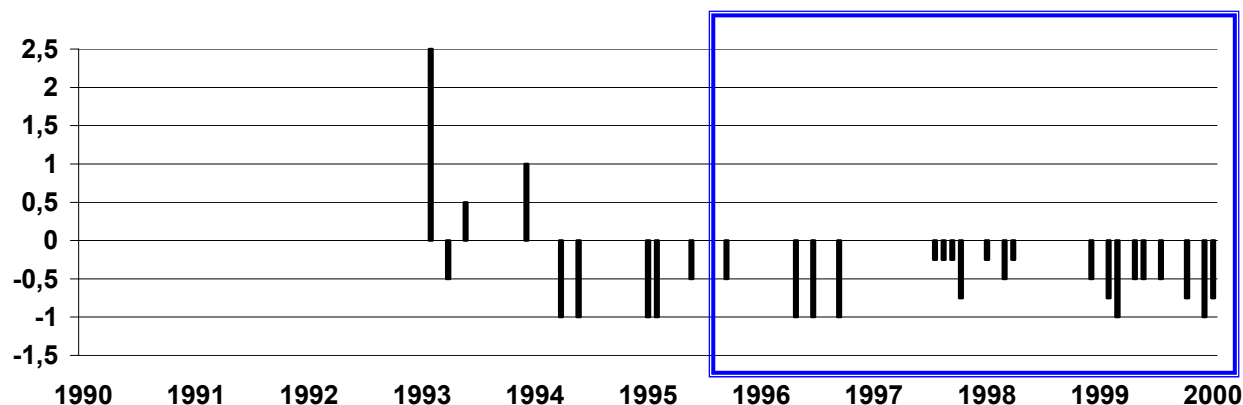
Polityka pieniężna

Bank Grecji kontynuował politykę obniżania stóp procentowych. Nominalnie podstawowa stopa procentowa spadła z 14,5% pod koniec 1997 r. poniżej 6% pod koniec 2000 r. Realnie

w latach 1998-1999 utrzymywała się w przedziale 8-10%, po czym spadła poniżej 2% pod koniec 2000 r. W przeddzień przystąpienia do strefy euro nominalna podstawowa stopa procentowa Banku Grecji była równa stopie Europejskiego Banku Centralnego, tj. wynosiła 5,75%.

Największa zmiana podstawowej stopy procentowej Banku Grecji nastąpiła w czerwcu 1993 r. – był to wzrost o 250 punktów bazowych. Kolejne zmiany nie przekraczały 1 punktu procentowego. Największa skumulowana obniżka w ciągu dwunastu miesięcy nastąpiła w roku poprzedzającym przystąpienie do strefy euro – łącznie o 4,25 punktu procentowego.

Wykres 6.7. Skala zmian podstawowej stopy procentowej Banku Grecji w latach 1990-2000
(w pkt. proc.)



Źródło: obliczenia własne na podstawie danych IMF IFS.

Grecja nie wypełniła inflacyjnego kryterium konwergencji wraz z pierwszą grupą krajów tworzących UGW i w 1999 r. nadal pozostawała poza strefą euro. Głównym celem polityki monetarnej było obniżenie inflacji do poziomu, który pozwoliłby wejść do unii walutowej. Cel ten został zrealizowany i Grecja stała się członkiem strefy euro w 2001 r.

W 1998 r. deflator cen importowych niemal zrównał się z poziomem inflacji i osiągnął 4,2%. Przyczyną wzrostu cen towarów importowanych – mimo spadku światowych cen ropy naftowej – było przeprowadzenie w marcu 1998 r. dewaluacji drachmy greckiej względem ecu o 12,3%.

W latach 1997-1998 utrzymywał się spadkowy trend światowych cen ropy naftowej. W porównaniu ze średnim poziomem z 1996 r., cena ropy naftowej w 1998 r. była prawie o 36% niższa. W 1999 r. trend spadkowy uległ zmianie i ceny ropy naftowej ponad dwukrotnie wzrosły. Wzrost cen ropy naftowej był szczególnie duży w 2000 r. (deflator cen importowych wzrósł z 1,2% w 1999 r. do 7,5% w 2000 r.).

Pod koniec lat dziewięćdziesiątych obniżeniu uległy oczekiwania inflacyjne, ponieważ rosło przekonanie o szybkim wejściu Grecji do UGW.

W grudniu 1997 r. parlament zatwierdził ustawę gwarantującą od początku 1998 r. pełną niezależność Banku Grecji, zgodną z wymogami traktatu z Maastricht. Według nowej ustawy:

- (1) najważniejszym celem polityki pieniężnej jest utrzymanie stabilności cen;
- (2) Bank Grecji w sposób zupełnie niezależny decyduje o kształcie realizowanej polityki monetarnej;
- (3) Bank Grecji przestaje być odpowiedzialny za zarządzanie długiem publicznym;
- (4) Bank Grecji samodzielnie realizuje politykę kursową po uzgodnieniu reżimu walutowego z rządem;
- (5) rada polityki pieniężnej w sześcioposobowym składzie zostaje w sposób niezależny powołana przez prezesa Banku Grecji.

Trójstronne porozumienia rządu, związków zawodowych oraz pracodawców prywatnych zawarte w latach 1998-2000 przewidywały niewielki wzrost płac. W rezultacie, dynamika średniego wynagrodzenia w gospodarce została znacznie zahamowana. Jeszcze w 1997 r. wynosiła ponad 12%, a w 1998 r. ponad dwukrotnie mniej. W 1999 r. osiągnęła najniższą wartość, około 4,8%.

Ograniczenie dynamiki płac było możliwe również dzięki zwiększonej elastyczności przepisów regulujących rynek pracy. W 1998 r. przeprowadzona została reforma, w wyniku której m.in.:

- umożliwiono zwiększenie liczby godzin pracy do 10 dziennie pod warunkiem, że w sumie nie przekraczają 48 godzin tygodniowo w okresie 6 miesięcy, a w kolejnych 6 miesiącach ich liczba jest obniżona tak, by zrekompensować wyższą liczbę w poprzedzającym półroczu (przed reformą dopuszczalna była jedynie praca do 9 godzin dziennie);

- w regionach szczególnie dotkniętych bezrobociem dopuszczono rezygnację z przepisów ustanowionych w ramach zbiorowych umów o pracę i zezwolono na zatrudnianie osób wchodzących na rynek pracy oraz osoby bezrobotne przez długi okres za płacę minimalną;
- zwiększona została elastyczność zatrudnienia w niepełnym wymiarze godzin – godziny pracy zaczęto naliczać miesięcznie, a nie jak wcześniej nakazywały przepisy każdego dnia.

W latach 1998 i 1999 rząd Grecji zdecydował się na pakiet środków administracyjnych, których celem było ograniczenie inflacji w okresie referencyjnym. Władze podpisały szereg umów (*gentlemen's agreements*) z producentami, które określały wzrost cen wybranych towarów i usług. W 1998 r. umowy takie obejmowały 10% dóbr i usług, a w 1999 r. już 30%³⁴⁸. W 1998 r. ceny produktów objętych umowami wzrosły mniej niż wynosiła inflacja, natomiast w 1999 r. dynamika cen tych towarów była równa, bądź nieco wyższa od inflacji mierzonej wskaźnikiem CPI³⁴⁹.

W kwietniu 1999 r. w celu ograniczenia akcji kredytowej banków wprowadzony został obowiązek składania sześciomiesięcznego nieoprocentowanego depozytu w Banku Grecji przez banki, których dynamika udzielonych kredytów przekraczała 12% w skali roku. Wysokość depozytu miała być równa nadwyżce udzielonych kredytów (w przypadku kredytów konsumpcyjnych depozyty miały być dwukrotnie wyższe)³⁵⁰. Ponadto, aby nie dopuścić do gwałtownego wzrostu podaży pieniądza w wyniku obniżenia stopy rezerw obowiązkowych z 12 do 2% w lipcu 2000 r., Bank Grecji zdecydował się wypłacić jedynie 10% zwolnionej kwoty, natomiast resztę zmienić na depozyty od 6 do 18 miesięcy³⁵¹.

W połowie 1998 r., kiedy poziom inflacji daleki był od wypełnienia kryterium konwergencji, minister gospodarki Papantoniou powiedział: „Użyjemy wszelkiej dostępnej broni, obniżymy nawet podatki pośrednie, jeżeli będzie to konieczne, aby osiągnąć cel do końca marca 2000 r.”³⁵². Zgodnie z tymi zapowiedziami, od października 1998 r. do grudnia 1999 r. rząd

³⁴⁸ OECD (2001a), s. 28.

³⁴⁹ Nie można jednoznacznie stwierdzić, jaka była skuteczność umów, czy przyczyniły się do spadku inflacji, ponieważ nie da się określić jak ceny objętych nimi produktów zmieniałyby się w przypadku braku takich umów.

³⁵⁰ Bank of Greece (1999), s. 138.

³⁵¹ OECD (2001a), s. 36.

³⁵² Hope (1998).

Grecji stopniowo obniżał podatki pośrednie. EBC szacuje, iż łącznie działania administracyjne pomogły obniżyć inflację w okresie referencyjnym od kwietnia 1999 r. do marca 2000 r. o 0,9 pkt. proc³⁵³.

W czerwcu 2000 r. stopa rezerw obowiązkowych została obniżona z 12% do 2%, czyli poziomu obowiązującego w UGW. Aby uniknąć nagłego wzrostu płynności banków komercyjnych Bank Grecji zamienił zwolnioną część rezerw na depozyty o różnym terminie rozwiązania, nieprzekraczającym jednak czerwca 2002³⁵⁴ r.

³⁵³ Dinopoulos i Petsas (2000), s. 10.

³⁵⁴ EIU (2001a), s. 26.

Nominalna długookresowa stopa procentowa

Dane dotyczące długookresowej stopy procentowej w Grecji zgodne z definicją kryterium z Maastricht istnieją dopiero od 1998 r. Dla lat wcześniejszych 1992-1997 wykorzystam dane najbardziej zbliżone³⁵⁵ do definicji kryterium długookresowej stopy procentowej.

Analizując kształtowanie się długookresowych stóp procentowych w Grecji lata 1992-2000 można podzielić w na trzy okresy:

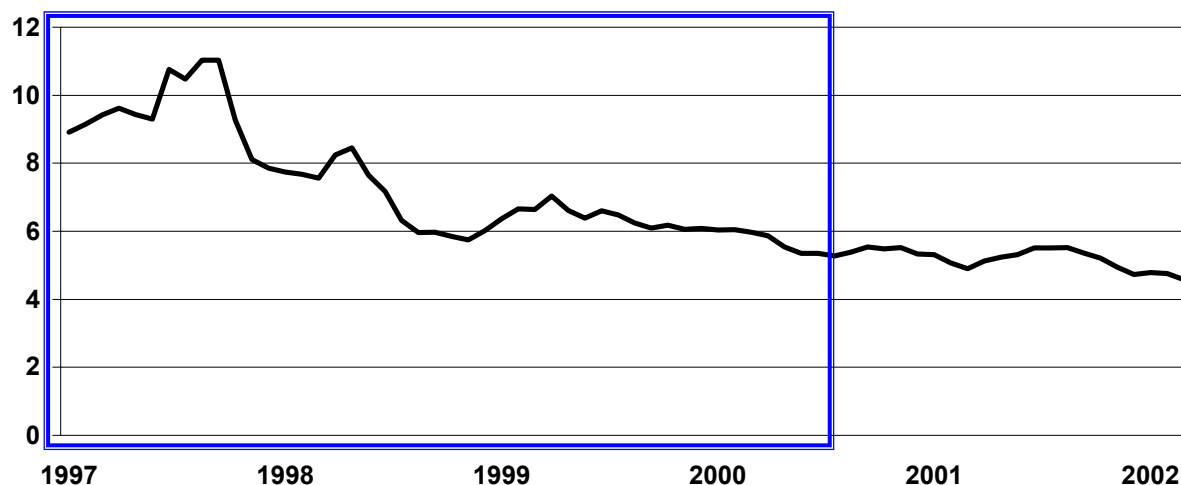
- lata 1992-1998 – okres, w którym spadek długookresowych stóp procentowych w Grecji był szybszy, niż w krajach UE o najniższej inflacji, przez co odchylenie od wartości referencyjne malało;
- lata 1999-2000 – okres, w którym poziom długookresowej stopy procentowej w Grecji obniżył się poniżej wartości referencyjnej.

Długookresowa stopa procentowa w Grecji od 1992 r. stopniowo ulegała obniżeniu. W 1992 r. sięgała około 24% i do 1998 r. spadła o ponad 15 punktów procentowych.

W pierwszym okresie referencyjnym – od lutego 1997 r. do stycznia 1998 r. – długookresowa stopa procentowa w Grecji wynosiła 9,8%, tj. 2 pkt. proc. powyżej wartości referencyjnej. Dalszy spadek oprocentowania dziesięcioletnich obligacji państwowych pozwolił na wypełnienie kryterium stopy procentowej. Długookresowa stopa procentowa w drugim okresie referencyjnym – od kwietnia 1999 r. do marca 2000 r. – wyniosła 6,4%, tj. poniżej wartości referencyjnej 7,2%.

³⁵⁵ Według Europejskiego Instytutu Monetarnego.

Wykres 6.8. Długookresowa nominalna stopa procentowa w Grecji w latach 1997-2002
(oprocentowanie dziesięcioletnich obligacji skarbowych)



Źródło: IMF IFS.

Tabela 6.6. Długookresowa stopa procentowa w Grecji w latach 1990-2002

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Długookresowa stopa procentowa	bd	bd	24,1	23,3	20,8	17,0	14,4	9,9	8,5	6,5	6,5	5,3	5,1
Wartość referencyjna	-	10,7	10,7	9,3	10,0	9,5	8,5	7,7	6,6	6,6	7,3	6,9	6,9

Źródło: Eurostat, IMF IFS.

* dane do 1997 r. dotyczą stóp procentowych obligacji o zbliżonych właściwościach do obligacji, których oprocentowanie powinno być brane pod uwagę przy ocenie kryterium długookresowych stóp procentowych.

4.1. Lata 1992-1998

W pierwszej połowie lat dziewięćdziesiątych długookresowe stopy procentowe utrzymywały się na wysokim poziomie – powyżej 20%. Wynikało to z wysokiej inflacji oraz wysokich oczekiwań inflacyjnych. Wraz z obniżaniem krótkookresowych stóp procentowych od 1995 r. następował również spadek stopy długookresowej – z ponad 20% w 1994 r. do 8,5% w 1998 r.

Głównym czynnikiem decydującym o wysokim poziomie długookresowej stopy procentowej była wysoka inflacja, która do 1994 r. utrzymywała się powyżej 10%. Ze względu na długo utrzymującą się inflację i związane z tym wysokie oczekiwania inflacyjne inwestorzy wymagali wysokiego nominalnego oprocentowania długookresowych papierów dłużnych.

Jednocześnie, rząd prowadził luźną politykę fiskalną – deficyt finansów publicznych do 1995 r. przekraczał lub wahał się wokół 10% PKB. Mimo, iż do 1993 r. część deficytu finansowana była nieoprocentowaną pożyczką z banku centralnego, a do wykupu części zobowiązane były z mocy ustawy banki komercyjne, rząd musiał oferować wysokie oprocentowanie emitowanych papierów dłużnych ze względu na wysoką podaż.

Zawirowania na rynkach kapitałowych, jakie nastąpiły w wyniku kryzysu systemu ERM w latach 1992-1993 sprawiły, iż kapitał zagraniczny zaczął odpływać z Grecji³⁵⁶. Aby powstrzymać odpływ inwestorów zagranicznych rząd musiał zaoferować im wyższą realną stopę procentową. Realna długookresowa stopa procentowa utrzymywała się w tym okresie na poziomie przekraczającym 8%, ponieważ spadek stóp nominalnych był nieco wolniejszy od tempa spadku inflacji.

W 1994 r. została przeprowadzona liberalizacja przepływów kapitałowych. Aby zapobiec gwałtownemu wzrostowi płynności na rynku, bank centralny podniósł krótkoterminowe stopy. W rezultacie, długookresowa stopa procentowa obniżyła się o 2,5 punktu procentowego, podczas gdy inflacja spadła o 3,7 punktu procentowego.

W 1997 r. Bank Grecji uzyskał niezależność i zaczął prowadzić skuteczniejszą politykę antyinflacyjną. Pozwoliło to na zwiększenie zaufania inwestorów zagranicznych do obligacji emitowanych przez rząd grecki, a w konsekwencji na spadek długookresowej stopy procentowej.

Trend spadkowy długookresowej stopy procentowej uległ dwukrotnie krótkotrwałemu odwróceniu. Od października 1997 r. do lutego 1998 r. stopa wzrosła prawie o 2 pkt. proc. W wyniku niepewności wśród inwestorów wywołanej kryzysem azjatyckim. Kolejny niewielki wzrost długookresowej stopy procentowej nastąpił w sierpniu i wrześniu 1998 r. Jego przyczyną był z kolei kryzys w Rosji.

³⁵⁶ OECD (1993a), s. 57.

4.2. Lata 1999-2000

W latach 1999-2000 inwestorzy antycypowali wejście Grecji do strefy euro, co odbiło się w spadku długoterminowej stopy procentowej (z powyżej 7% pod koniec 1998 r. do około 5,5% pod koniec 2000 r.).

Deficyt finansów publicznych zmniejszył się do 1,9% PKB w 2000 r. a dług publiczny ponownie zaczął się obniżać. Oznaczało to konieczność emisji mniejszej ilości obligacji państwowych. Niższa podaż obligacji pozwoliła z kolei na obniżenie ich oprocentowania.

W połowie 1999 r. nastąpił niewielki wzrost długookresowej stopy procentowej (od czerwca do października o około 1 pkt. proc.). Nie był to jednak efekt pogarszającej się sytuacji makroekonomicznej Grecji. Wynikało to ze wzrostu oprocentowania amerykańskich obligacji skarbowych, co wpłynęło na wzrost stóp procentowych w całej Europie, w tym również w Grecji³⁵⁷.

Sukces w postaci obniżenia inflacji poniżej 3% w latach 1999-2000 pozwolił na stopniowe obniżanie krótkookresowych stóp procentowych, w ślad za którymi zmniejszały się stopy długookresowe. Dzięki temu, w okresie referencyjnym – od kwietnia 1999 r. do marca 2000 r. – Grecji udało się wypełnić kryterium długookresowych stóp procentowych, która wyniosła 6,4% i była o 0,8 punktu procentowego niższa od wartości referencyjnej.

³⁵⁷ Bank of Greece (1999), s. 36.

Kurs walutowy

Analizę kształtowania się kursu drachmy greckiej od początku lat dziewięćdziesiątych, do momentu przystąpienia do strefy euro można podzielić na trzy okresy:

- lata 1990-1994 – okres, w którym Bank Grecji stosował system pełzającego kursu walutowego; drachma grecka podlegała stopniowej deprecjacji względem ecu – jej skala stanowiła cel pośredni polityki monetarnej;
- lata 1995-1997 – okres, w którym prowadzona była polityka stabilnego kursu drachmy względem ecu;
- lata 1998-2000 – okres uczestnictwa początkowo w ERM a następnie w ERM2 zakończony wypełnieniem kursowego kryterium konwergencji.

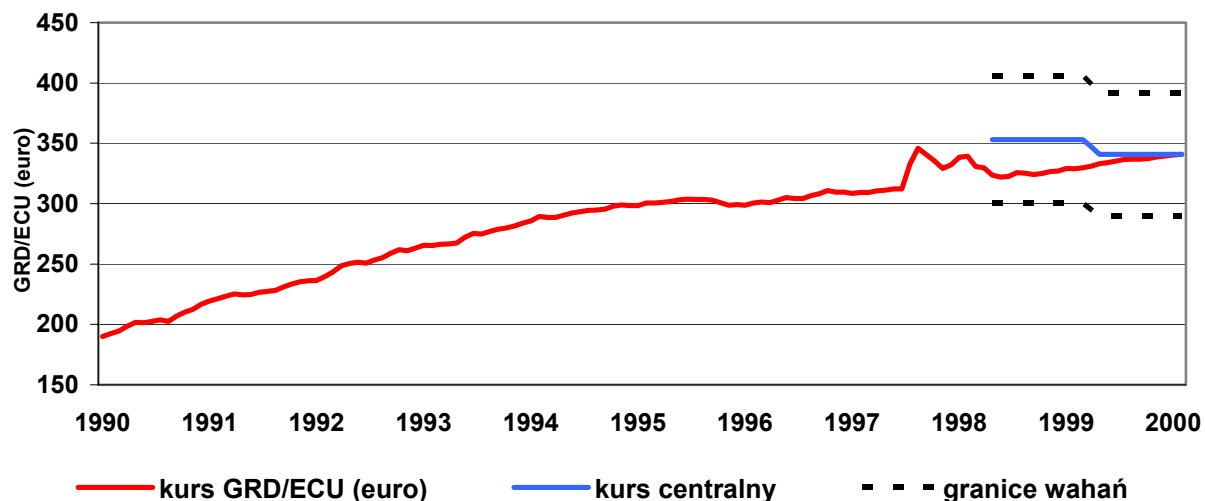
Od początku lat dziewięćdziesiątych Grecja stosowała system pełzającej dewaluacji kursu drachmy względem ecu. Od 1996 r., Bank Grecji starał się utrzymać stabilny kurs swojej waluty.

Grecja przystąpiła do systemu ERM w marcu 1998 r. i uczestniczyła w nim jedynie dziewięć i pół miesiąca. Tuż przed przystąpieniem do ERM, kurs drachmy greckiej do ecu został zdewaluowany o 12,3%. W okresie uczestnictwa w ERM, drachma grecka utrzymywała się powyżej kursu centralnego względem waluty, która znajdowała się najbliżej swojego kursu centralnego³⁵⁸.

W styczniu 1999 r. Grecja stała się członkiem nowego systemu walutowego ERM2. Jej kurs bieżący utrzymywał się 4-9% poniżej kursu centralnego, na początku 2000 r. zdecydowano więc o jego rewaluacji o 3,5%.

³⁵⁸ W ten bowiem sposób zinterpretowane zostało kryterium kursu walutowego w trakcie przyjmowania do UGW pierwszej grupy państw (dokładna interpretacja została opisana w rozdziale 2).

Wykres 6.9. Kurs drachmy greckiej do ecu (euro) wraz z tunelem $\pm 15\%$ względem kursu centralnego do euro w okresie uczestnictwa drachmy greckiej w ERM2, tj. w latach 1999-2000



Źródło: obliczenia własne na podstawie danych MFW oraz Eurostat.

5.1. Lata 1990-1994

Od późnych lat osiemdziesiątych do połowy lat dziewięćdziesiątych Bank Grecji prowadził politykę pelzającej dewaluacji waluty krajowej. Skala deprecjacji ulegała stopniowemu obniżaniu wraz ze spadkiem inflacji. Celem władz monetarnych było utrzymanie deprecjacji na poziomie niższym od różnicy poziomu inflacji w Grecji i u jej głównych partnerów handlowych. Była to tak zwana polityka twardej drachmy, którą Bank Grecji zapoczątkował w 1988³⁵⁹ r. Miała stanowić kotwicę antyinflacyjną.

Tabela 6.7. Polityka twardej drachmy w Grecji w latach 1990-1997

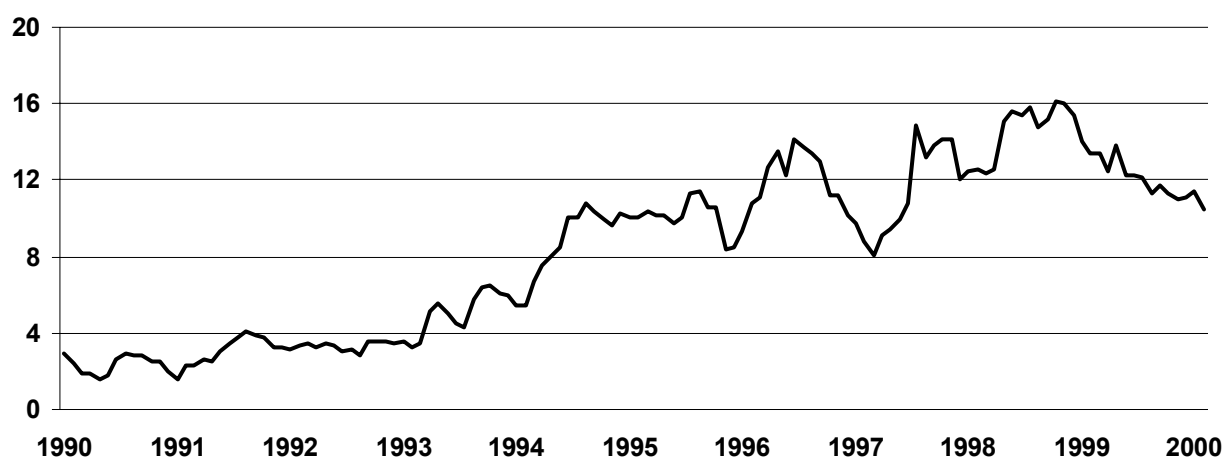
	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Nominalna deprecjacja drachmy względem ecu	12,6	11,8	9,7	8,7	7,2	4,0	0,5	2,3
Różnica między poziomem inflacji w Grecji i UE	14,6	14,3	11,4	10,8	7,6	5,8	5,7	3,4

Źródło: European Commission (2001).

³⁵⁹ Mourmouras i Arghyrou (2000), s. 90-106.

Realizacja polityki twardej drachmy nie wymagała od banku centralnego przeprowadzania znacznych interwencji walutowych. Waluta grecka znalazła się pod niewielkim wpływem kryzysu, który zmusiły kraje uczestniczące w EMS do dewaluacji swoich walut (Hiszpania, Portugalia oraz Irlandia). We wrześniu 1992 r., kiedy wystąpił kryzys systemu ERM, Bank Grecji sprzedał około 600 mln dolarów (poziom rezerw obniżył się z 5,7 do 5,1 mld dolarów), tyle samo Bank Grecji sprzedał w listopadzie 1992 r. (spadek rezerw z 5,1 do 4,5 mld dolarów). Dopiero od połowy 1994 r. konieczne były duże interwencje walutowe, m.in. ze względu na liberalizację przepływów kapitałowych. Z tej przyczyny wielkość rezerw walutowych zwiększyła się z 8,7 mld dolarów w czerwcu 1994 r. do 16,6 mld dolarów w styczniu 1995 r.

Wykres 6.10. Rezerwy walutowe Banku Grecji w latach 1990-2000 (w mld USD)



Źródło: IMF IFS.

5.2. Lata 1995-1997

W 1995 r. nastąpiła zmiana polityki kursowej w Grecji. Bank Grecji dążył teraz do utrzymania kursu drachmy do ECU na stabilnym poziomie: deprecjacja drachmy względem waluty europejskiej nie mogła być wyższa niż 3%. Stosowaną w pierwszej połowie lat dziewięćdziesiątych politykę uznano za niewystarczającą dla dalszego procesu dezinflacji. Bank Grecji dotychczasową polityką monetarną oraz skuteczną polityką kursową zdobył jednak wiarygodność, która pozwoliła utrzymać względnie stabilny kurs drachmy. Waluta grecka uległa w tym roku deprecjacji względem ECU jedynie o 0,6%.

Mimo zmiany polityki kursowej Banku Grecji, cel inflacyjny w wysokości 5% wyznaczony na 1996 r. nie został osiągnięty. Główną przyczyną była luźna polityka fiskalna.

5.3. Lata 1998-2000

Polityka stabilnego kursu walutowego, jaką prowadził Bank Grecji, sprawiła, iż po dwóch latach jej realizacji uczestnicy rynku uważali kurs drachmy za przewartościowany. Pojawiła się presja na deprecjację waluty greckiej. Dodatkowym czynnikiem zwiększającym tę presję był kryzys azjatycki. Bank Grecji przeprowadził wówczas interwencję sprzedając od września do października 1997 r. około 3 mld dolarów.

Z dniem 16 marca 1998 r. Grecja przystąpiła do EMS. Jednocześnie podjęta została decyzja o dewaluacji waluty greckiej, aby uniknąć presji na deprecjację w okresie uczestnictwa w ERM. Skala dewaluacji wyniosła 12,3% względem ecu. Kurs centralny drachmy greckiej do ecu został ustalony na poziomie $1\text{ECU}=357\text{GRD}$ ³⁶⁰.

Głównym celem polityki pieniężnej w Grecji w 1998 r. było obniżenie inflacji do poziomu poniżej 2%. Celem polityki kursowej była natomiast stabilizacja kursu drachmy w granicach wąskiego przedziału wahań $(+/-2,25\%)$ ³⁶¹. Ponieważ utrzymanie stabilnego kursu walutowego i obniżenie inflacji jednocześnie mogło okazać się niemożliwe, Bank Grecji zdecydował, iż priorytetem stanie się osiągnięcie zamierzonego poziomu inflacji. Dopuszczono tym samym do aprecjacji kursu drachmy. Była ona następstwem napływu kapitału zagranicznego do Grecji, który przyciągany był relatywnie wysokimi realnymi długookresowymi stopami procentowymi oraz konsekwentną polityką banku centralnego – bank centralny prowadził politykę stopniowych i niewielkich obniżek stóp procentowych. Waluta grecka niemal przez cały czas umacniała się – jej kurs do ecu oddalił się o 8% od kursu centralnego. Nieznaczne odwrócenie trendu aprecjacyjnego od maja do sierpnia 1998 r. było rezultatem chwilowego odpływu kapitału zagranicznego w odpowiedzi na kryzys w Rosji.

³⁶⁰ EMI (1998).

³⁶¹ OECD (1998a), s. 43.

W styczniu 1999 r. system ERM został zastąpiony przez ERM2, w związku z czym drachma grecka zaczęła funkcjonować w nowym systemie. Kurs drachmy przez pierwsze dwa miesiące 1999 r. nadal aprecjonował. Powodem tego był utrzymujący się silny napływ kapitału zagranicznego, który przyciągany był przez wysokie realne długookresowe stopy procentowe. Sytuacja zmieniła się pod koniec marca 1999 r. Kapitał zagraniczny zaczął opuszczać Grecję ze względu na związany z kryzysem w Kosowie niepokój wśród inwestorów.

Do końca 1999 r. kurs drachmy stopniowo zbliżał się do kursu centralnego względem euro w miarę, jak zmniejszała się różnica długookresowych stóp procentowych w Grecji i pozostałych krajach UE. Ze względu na nieustannie utrzymujący się kurs drachmy poniżej kursu centralnego 17 stycznia 2000 r. przeprowadzono rewaluację kursu centralnego o 3,5%. Do końca okresu referencyjnego (marzec 2000 r.) różnica między kursem bieżącym a kursem centralnym drachmy greckiej do euro zmniejszyła się do 1,8% (do końca 2000 r. kurs drachmy niemal zrównał się z kursem centralnym).

Część VII

Porównanie dróg dojścia do euro Hiszpanii, Portugalii i Grecji.

Wnioski dla Polski

1

Uzasadnienie rozdziału

Celem niniejszego rozdziału jest dokonanie porównania sposobów wypełniania kryteriów konwergencji dla Hiszpanii, Portugalii i Grecji.

Sytuacja początkowa przed okresem referencyjnym – uwarunkowania makroekonomiczne i polityczne

We wszystkich omawianych krajach w pierwszej połowie lat dziewięćdziesiątych występował wysoki deficyt finansów publicznych, który zwiększał się (Hiszpania), utrzymywał się na niezmiennie wysokim (Portugalia) lub nawet bardzo wysokim poziomie (Grecja). W efekcie, zarówno w Hiszpanii, Portugalii, jak i Grecji szybko rosła relacja długu publicznego do PKB. Inflacja (CPI) w tym czasie była na poziomie umiarkowanym w Hiszpanii (5-7%), umiarkowanym, lecz niestabilnym w Portugalii (4-13%) i wysokim w przypadku Grecji (10-20%). Peseta i escudo zostały kilkukrotnie zdewaluowane względem ecu, a drachma była utrzymywana w reżimie pełzającej deprecjacji.

We wszystkich trzech krajach w pierwszej połowie lat dziewięćdziesiątych podjęto nieudane próby realizacji programów zbieżności, których celem miało być zbliżanie się do realizacji kryteriów z Maastricht – w szczególności redukcji deficytu fiskalnego i inflacji. W Portugalii program zbieżności ogłoszono w grudniu 1991 r., w Hiszpanii w kwietniu 1992 r., a w Grecji w grudniu 1992 r. Wszystkie te próby okazały się nieudane wskutek niedostatecznych reform i zbyt optymistycznych założeń dotyczących wzrostu gospodarczego: w 1993 r. zanotowane ujemne tempo wzrostu w każdym z omawianych krajów. W związku z tymi niepowodzeniami konieczna stała się modyfikacja programów konwergencji. Jeszcze w 1993 r. zrewidowano go w Portugalii, a rok później w Hiszpanii i Grecji. Programy te jednak istotnie się różniły: hiszpański i portugalski zakładały wykonanie kryteriów zbieżności w 1997 r., przy czym Hiszpanie akcentowali konieczność ograniczenia wydatków publicznych, a Portugalczycy zwiększenia przychodów budżetowych. Grecy natomiast uznali, że problemy wynikające z polityki lat osiemdziesiątych są zbyt duże i pogodzili się z faktem, że nie są w stanie wykonać kryteriów w 1997 r. razem z pierwszą grupą krajów aspirujących do UGW. Postawili sobie za cel ich wykonanie w dwa lata później.

Niepowodzenia gospodarcze przyczyniły się do zmiany partii rządzącej w krajach z Półwyspu Iberyjskiego. Przedterminowe wybory w marcu 1996 r. spowodowały dojście do władzy w Hiszpanii Partii Ludowej (*Partio Popular*), której program zakładał wejście do strefy euro

w najszybszym możliwym terminie i mówił wprost o konieczności redukcji wydatków budżetowych. W Portugalii w wyniku wyborów z października 1995 r. do władzy doszła Partia Socjalistyczna (*Partio Socialista*), która – równie mocno jak jej poprzedniczka – akcentowała konieczność uczestnictwa tego kraju w unii monetarnej. Jednak – w odróżnieniu od PSD – PS opowiadała się za jednoczesnym zwiększeniem wydatków socjalnych. Wybory parlamentarne w Grecji odbyły się we wrześniu 1996 r. Nie spowodowały one zmiany partii rządzącej – wygrała je po raz drugi od 1993 r. PASOK. Jednak od stycznia tego roku na czele rządu greckiego stał Kostas Simitis, który – w odróżnieniu od swojego poprzednika Andreasa Papandereu – opowiadał się za szybką integracją Grecji ze strefą euro i dostrzegał konieczność redukcji ogromnego deficytu budżetowego.

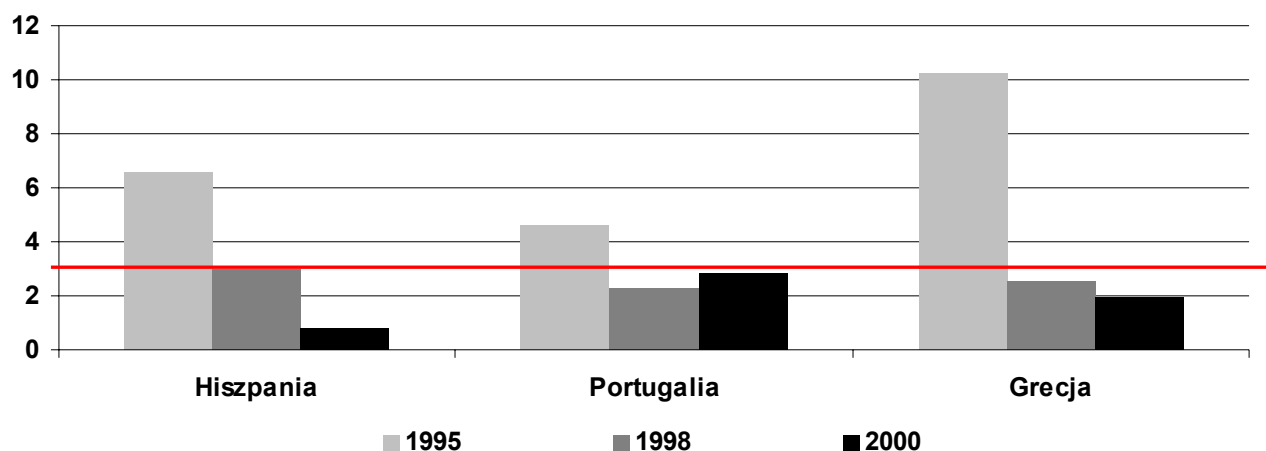
W 1994 r. rozpoczął się – zgodnie z harmonogramem przyjętym w Maastricht – drugi etap procesu tworzenia unii monetarnej. Pierwszym widocznym elementem tej fazy integracji monetarnej i pierwszym istotnym krokiem w kierunku realizacji kryteriów z Maastricht było ustanowienie niezależności banków centralnych i zlikwidowanie możliwości monetarnego finansowania wydatków państwa. Taki zakaz został wprowadzony już w grudniu 1992 r. w Portugalii oraz 1 stycznia 1994 r. w Hiszpanii i Grecji.

Okres referencyjny

3.1. Polityka fiskalna

W Hiszpanii, Portugalii, a także w Grecji udało się sprowadzić relację deficytu finansów publicznych do PKB poniżej wartości referencyjnej 3% PKB w 1998 r.: wartość ta wyniosła odpowiednio 3% PKB, 2,3% PKB i 2,5% PKB³⁶². Jeszcze 3 lata wcześniej wydawało się to trudne, szczególnie w odniesieniu do Grecji (aż 10,2% PKB) i Hiszpanii (6,6% PKB). Portugalia w 1995 r. obniżyła już wskaźnik deficytu fiskalnego do PKB do 4,6% PKB z 6% i 5,9% PKB odpowiednio w latach 1993 i 1994. Hiszpania i Grecja kontynuowały obniżanie deficytu – w 2000 r. wyniósł on odpowiednio: 0,8% PKB i 1,9% PKB.

Wykres 7.1. Deficyt finansów publicznych w relacji do PKB w Hiszpanii, Portugalii i Grecji w latach 1995, 1998 i 2000



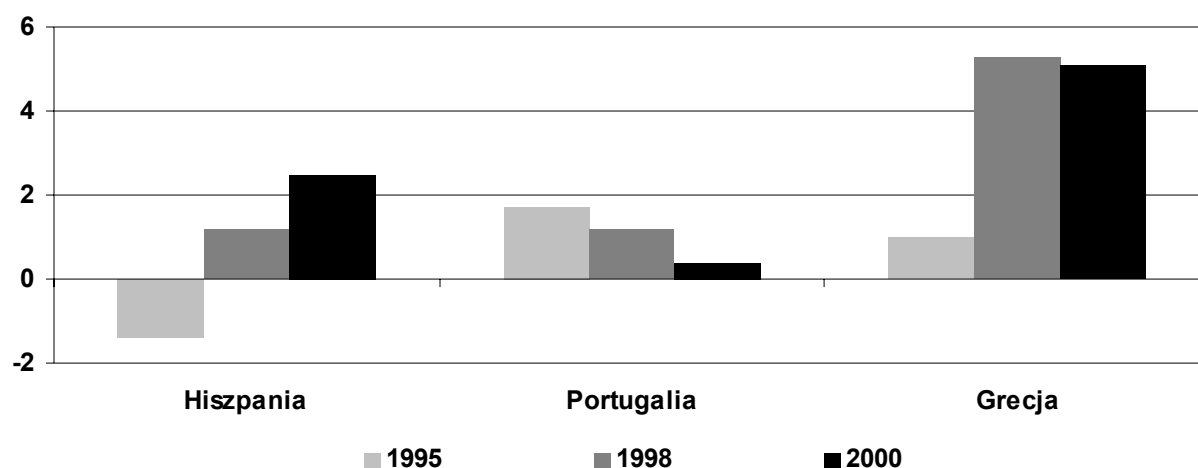
Źródło: European Commission (2001, 2003a).

W Grecji bardzo istotnie zwiększyła się nadwyżka pierwotna w finansach publicznych: z 1% PKB w 1995 r. do 5,3% PKB w 1998 i 5,1% PKB w 2000 r. Hiszpania zamieniła ujemny bilans pierwotny w wysokości 1,4 % PKB w 1995 r. w nadwyżkę 1,2% PKB w 1998 r., która po utworzeniu unii monetarnej nadal rosła, umożliwiając Hiszpanii przestrzeganie postanowień Paktu Stabilności i Wzrostu. Natomiast – co ciekawe – w Portugalii dodatni

³⁶² W 1997 r. odpowiednio 3,2% PKB, 2,7% i 4,0% PKB (ESA 95).

bilans pierwotny budżetu zmniejszył się w tym okresie z 1,7% do 1,2% PKB i malął w następnych latach, aż do wartości ujemnej -1,1% PKB w 2001 r., co spowodowało że Portugalia jako pierwszy kraj złamała postanowienia Paktu.

Wykres 7.2. Bilans pierwotny finansów publicznych w relacji do PKB w Hiszpanii, Portugalii i Grecji w latach 1995, 1998 i 2000

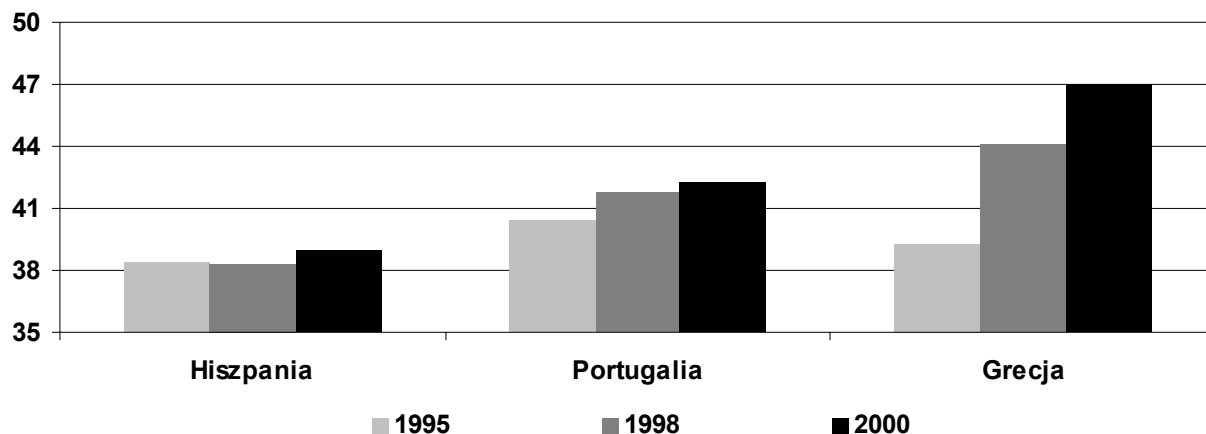


Źródło: European Commission (2001, 2003a).

Sukces – w postaci realizacji kryterium deficytu finansów publicznych – został osiągnięty w omawianych krajach w różny sposób. W Hiszpanii w okresie 1995-1998 dochody budżetowe w relacji do PKB nieco zmaleły: z 38,4% do 38,3% PKB – zmniejszył się tym samym fiskalizm. Relacja to nieco wzrosła w następnych latach – jednak do 2002 r.³⁶³ – nie przekroczyła 40% PKB. W Portugalii wskaźnik ten wzrósł w omawianym okresie z 40,4% do 41,8% PKB, aby w 2002 r. osiągnąć wartość 43,4% PKB. W Grecji natomiast nastąpił skokowy wzrost fiskalizmu z poziomu początkowego podobnego do Hiszpanii – 39,3% w 1995 r. do 44,1% w 1998 r. i aż 47% PKB w 2000 r.

³⁶³ Ostatni rok, dla którego dostępne są dane.

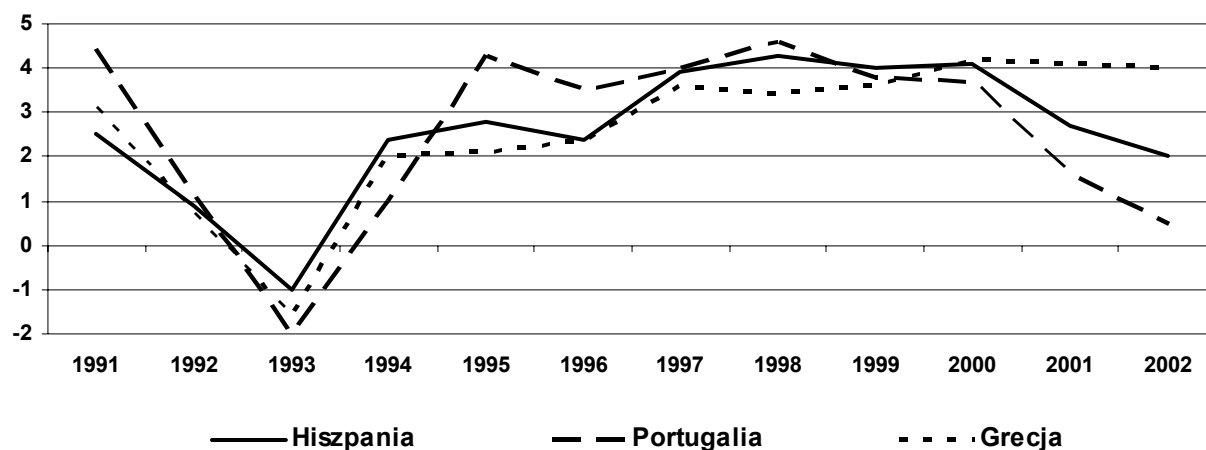
Wykres 7.3. Fiskalizm, czyli relacja dochodów podatkowych do PKB w Hiszpanii, Portugalii i Grecji w latach 1995, 1998 i 2000



Źródło: European Commission (2001, 2003a).

Okres referencyjny dla pierwszej grupy państw aspirujących do UGW zbiegł się z okresem bardzo wysokiego wzrostu gospodarczego w całej Unii Europejskiej (patrz rozdział III), a w omawianych krajach w szczególności. Przeciętne realne tempo wzrostu gospodarczego w Hiszpanii w latach 1996-2000 wyniosło 3,7%, w Portugalii 3,9%, a w Grecji 3,4%.

Wykres 7.4. Tempo wzrostu gospodarczego w Hiszpanii, Portugalii i Grecji w latach 1991-2002

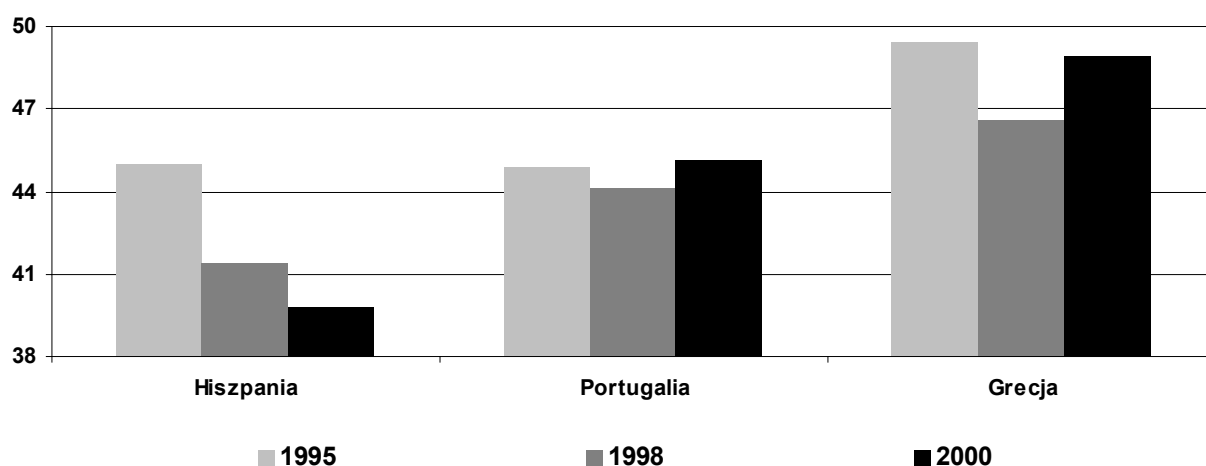


Źródło: IMF IFS.

Istotny wzrost fiskalizmu w Grecji i Portugalii spowodował, że zmniejszenie się relacji wydatków publicznych do PKB w okresie referencyjnym miało w tych krajach wyraźnie krótkotrwały charakter. W Grecji wskaźnik ten spadł z bardzo wysokiego poziomu 49,4% PKB w 1995 r. do 46,6% PKB w 1998 r., aby ponownie wzrosnąć do 48,9% w 2000 r.

W Portugalii w 1995 r. wydatki publiczne stanowiły 44,9% PKB, relacja ta minimalnie się zmniejszyła w 3 lata później do 44,1% PKB, aby w 2000 r. wzrosnąć do 45,1% PKB, a rok później do 46,3% PKB. Hiszpania – startując w 1995 r. z prawie identycznego poziomu co Portugalia – obniżała relację wydatków publicznych do PKB z 45% PKB do 41,4% PKB w 1998 r. i 39,8% w 2000 r.

Wykres 7.5. Wydatki publiczne w relacji do PKB w Hiszpanii, Portugalii i Grecji w latach 1995, 1998 i 2000



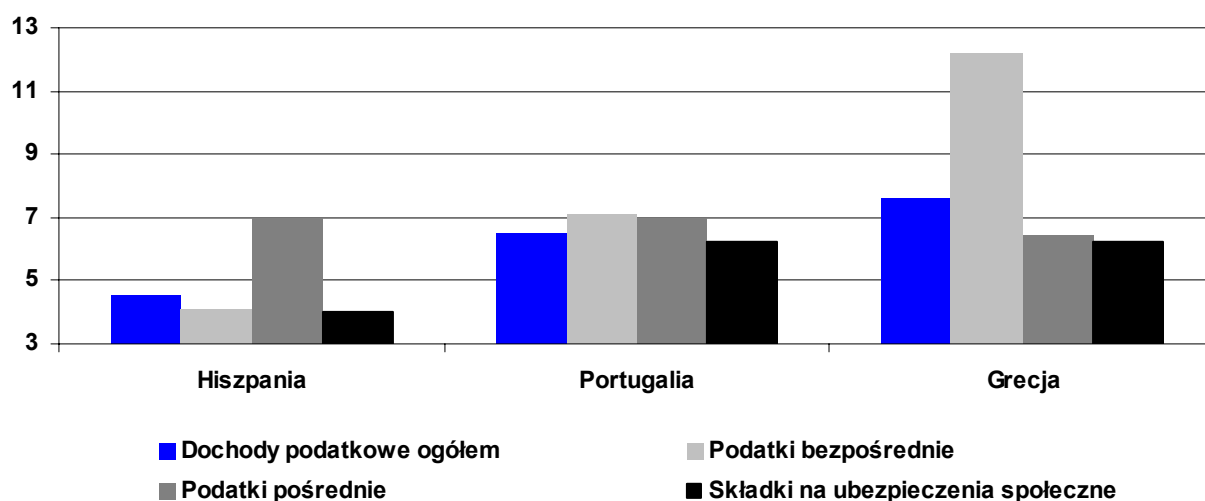
Źródło: European Commission (2001, 2003a).

Fiskalne kryteria konwergencji z Maastricht zostały sformułowane jako relacja deficytu i długu do PKB. Znaczenie łatwiej jest skutecznie obniżyć te relacje w sytuacji wysokiego wzrostu gospodarczego. Wówczas bowiem możliwe jest jednoczesne obniżanie relacji wydatków publicznych do PKB i realne zachowanie lub nawet zwiększanie poziomu tych wydatków. Jednocześnie – w sytuacji szybkiego wzrostu gospodarczego – szybciej rosną realne dochody podatkowe, a ta sama relacja dochodów podatkowych do PKB oznacza większą ich realną wartość.

Hiszpania, Portugalia i Grecja miały w drugiej połowie lat dziewięćdziesiątych – w przeciwieństwie do okresu z przed 1995 r. – wyjątkowo sprzyjające warunki do obniżania deficytu. Sądzę, iż można zaryzykować stwierdzenie, że Portugalia i Grecja – ze względu na wybraną strategię zmniejszania luki w finansach publicznych przez stronę dochodową – przy mniejszym tempie wzrostu nie wypełniłyby fiskalnych kryteriów z Maastricht.

W Hiszpanii w latach 1995-1998 relacja dochodów podatkowych do PKB spadła o 0,1 punktu procentowego, w tym samym czasie ich wartość realna wzrosła o 14,2% (średnio 4,5% rocznie). W Portugalii wzrost fiskalizmu w tym okresie o 1,4 punktu procentowego oznaczał, że realna wartość dochodów podatkowych wzrosła aż o 20,8% (średnio 6,5% rocznie). W Grecji w okresie 1995-2000 ogromny wzrost fiskalizmu o 7,3 punktu procentowego spowodował realny wzrost dochodów podatkowych aż o 44,3% (średnio 7,6% rocznie).

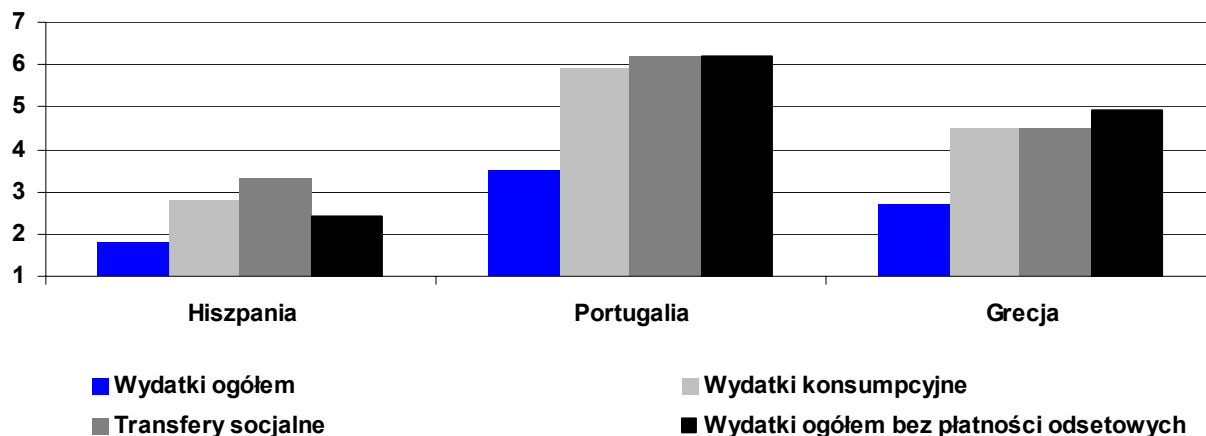
Wykres 7.6. Średnioroczny wzrost realnych dochodów podatkowych w Hiszpanii i Portugalii w latach 1995-1998 i w Grecji w latach 1995-2000



Źródło: European Commission (2003a) oraz obliczenia własne na podstawie European Commission (2003a). Dynamika realna deflowana wskaźnikiem HICP (Eurostat).

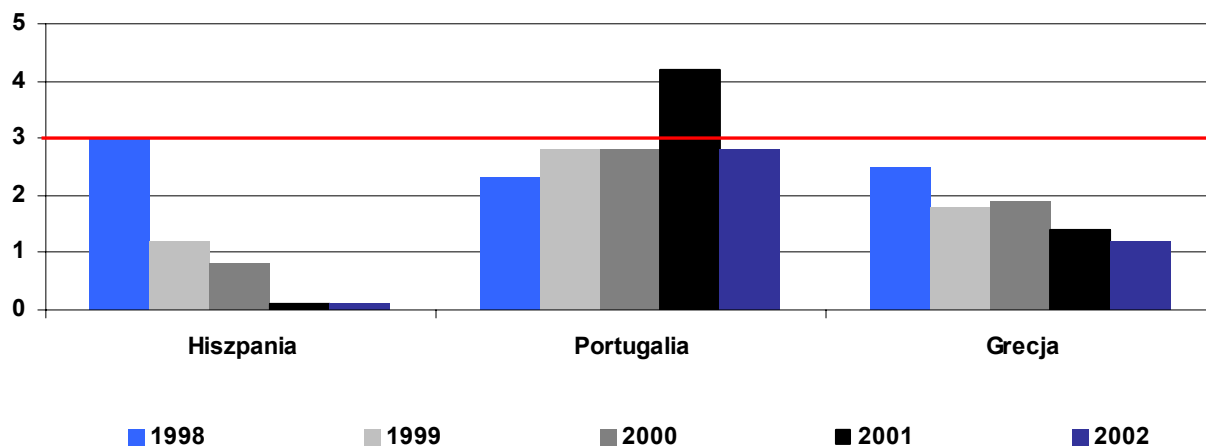
Jednocześnie, w Hiszpanii okresie 1995-1998 – mimo spadku relacji wydatków publicznych do PKB o 3,6 punktu procentowego – realne wydatki publiczne wzrosły o 5,4% (średnio o 1,8% rocznie), a po pominięciu kosztów obsługi długu o 7,4% (średnio o 2,4% rocznie). W tym samym okresie w Portugalii realny wzrost wydatków publicznych wyniósł 10,9% (czyli 3,5% średnio na rok), a bez płatności odsetkowych aż 19,7% (czyli średnio aż 6,5% rocznie). Równocześnie, o 0,8 punktu procentowego spadła relacja wydatków publicznych do PKB. W Grecji w latach 1995-2000 – przy spadku stosunku wydatków publicznych do PKB o 0,5 punktu procentowego – realnie wydatki te wzrosły o 14,2% (średnio 2,7% rocznie), a przy pominięciu kosztów obsługi długu publicznego 27% (czyli 4,9% rocznie).

Wykres 7.7. Średnioroczny wzrost realny wydatków publicznych w Hiszpanii i Portugalii w latach 1995-1998 i w Grecji w latach 1995-2000



Źródło: European Commission (2003a) oraz obliczenia własne na podstawie European Commission (2003a). Dynamika realna deflowana wskaźnikiem HICP (Eurostat).

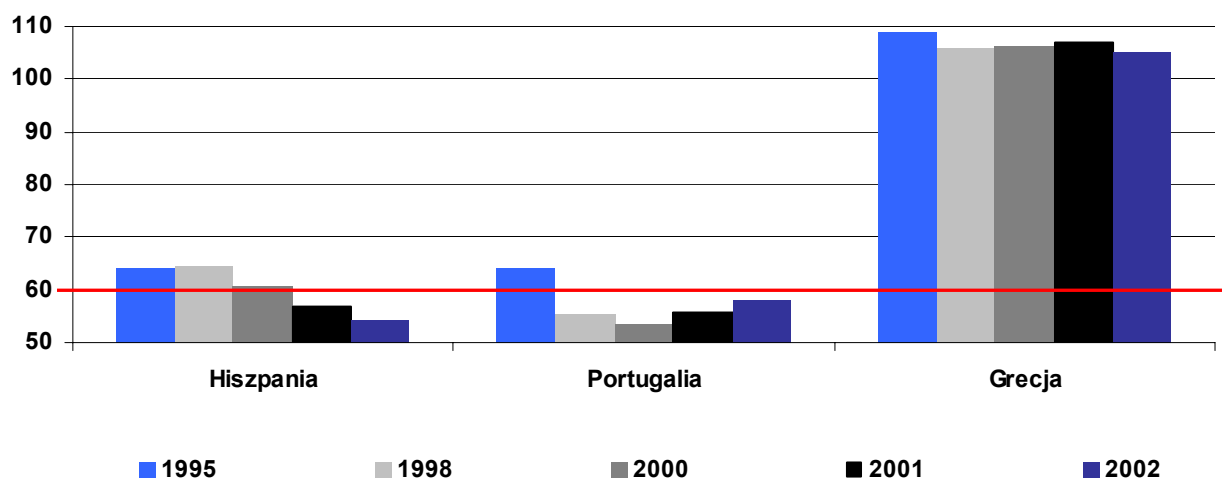
Wykres 7.8. Deficyt finansów publicznych jako odsetek PKB w Hiszpanii, Portugalii i Grecji w latach 1998-2002



Źródło: European Commission (2001, 2003a).

Hiszpania okazała się jedynym z omawianych krajów, w którym relacja długu publicznego do PKB zachowała nieprzerwanie tendencję malejącą, od 1996 r. do 2002 r. W Portugalii i Grecji w 2001 r. relacja ta ponownie zaczęła wzrastać.

Wykres 7.9. Dług publiczny brutto jako odsetek PKB w Hiszpanii, Portugalii i Grecji w latach 1995, 1998, 2000 i 2002



Źródło: European Commission (2001, 2003a).

Jeśli za sukces uznamy spełnienie fiskalnych kryteriów konwergencji w krótkim okresie, czyli obniżenie w okresie referencyjnym relacji deficytu fiskalnego do PKB poniżej 3% oraz długu publicznego do PKB poniżej 60% (a w przypadku Grecji zbliżanie się tej relacji do wartości bazowej „w znacznie i stale malejący sposób”³⁶⁴), to wszystkim trzem krajom udało się ostatecznie odnieść sukces (w Grecji przy drugim podejściu), ale zrobiono to w różny sposób i z różnymi skutkami dla możliwości odniesienia sukcesu w dłuższym okresie czasu.

Punkt startu – jeśli porównamy deficyt fiskalny do PKB – był zróżnicowany. W 1995 r. w najlepszej sytuacji była Portugalia z deficytem zaledwie o 1,6 punktu procentowego wyższym od kryterium z Maastricht. Hiszpania miała deficyt na dużo wyższym (6,6% PKB), a Grecja na bardzo wysokim poziomie (10,2% PKB).

Fiskalizm był podobny: wahał się od 38,4% PKB dla Hiszpanii, przez 39,3% PKB dla Grecji, do 40,4% PKB dla Portugalii. Wydatki budżetowe były niemal identyczne w Hiszpanii i Portugalii (odpowiednio 45% i 44,9% PKB) i rekordowo wysokie w Grecji (49,4% PKB).

Hiszpania – w okresie referencyjnym – nie zwiększyła fiskalizmu i istotnie obniżyła wydatki publiczne. Reformy rynku pracy, w tym uelastycznienie prawa pracy ułatwiły obniżenie

³⁶⁴ Traktat o Unii Europejskiej (1992).

bezrobocia. Reforma ubezpieczeń emerytalnych i obniżenie zasiłków dla bezrobotnych zahamowała wzrost wydatków socjalnych. Ograniczenie zatrudnienia i płac w sektorze publicznym oraz reforma zdrowia przyczyniły się do spadku wydatków konsumpcyjnych w relacji do PKB, przy czym realne wydatki wzrastały w tempie 2-3% rocznie. Zwiększone wpływy z prywatyzacji pozwoliły na systematyczne obniżanie relacji długu publicznego do PKB.

Portugalia zwiększyła poziom fiskalizmu, nieznacznie tylko zmniejszając – a jeśli pominiemy koszty obsługi długu publicznego – zwiększając relację wydatków budżetowych do PKB.

W Grecji w długiej połowie lat dziewięćdziesiątych fiskalizm eksplodował osiągając 47% PKB w 2000 r. Uszczelniono system podatkowy, wprowadzono podatki od przedsiębiorstw państwowych, podniesiono nominalne opodatkowanie podatków dochodowych oraz zlikwidowano ulgi i zwolnienia podatkowe. Relacja wydatków budżetowych do PKB – podobnie jak w Portugalii nieznacznie tylko spadła – a przy pominięciu kosztów obsługi długu wzrosła.

Portugalia i Grecja były jedynymi krajami Unii Europejskiej, w których wydatki pierwotne wzrosły w okresie referencyjnym. Działo się to w okresie wysokiego wzrostu gospodarczego. Obniżanie relacji długu do PKB było możliwe dzięki szybszej niż w poprzednim okresie prywatyzacji.

Alesina i Perotti (1996) w badaniach nad metodami przeprowadzania dostosowań fiskalnych w krajach OECD zauważyli, że redukcja deficytu fiskalnego osiągnięta poprzez redukcję wydatków budżetowych jest bardziej trwała i pro wzrostowa niż redukcja deficytu osiągnięta wskutek zwiększenia podatków. Dostępne dane dla Hiszpanii, Portugalii i Grecji do 2002 r. włącznie potwierdzają te obserwacje. W Hiszpanii tendencja spadkowa zarówno deficytu finansów publicznych, jak i długu publicznego okazała się – jak dotychczas – trwała. Budżet w latach 2001 i 2002 został niemal zrównoważony, co pozwoliło na systematyczne obniżanie relacji długu publicznego do PKB. W Portugalii deficyt w 2001 r. wyniósł 4,2% PKB i przekroczył wartość referencyjną, a tym samym Portugalia złamała zapisy Paktu Stabilności i Wzrostu. Dług publiczny w relacji do PKB wzrósł w latach 2000-2002 o 4,8 punktu procentowego. Grecja, mimo obniżania deficytu fiskalnego nie zdołała uniknąć „odbicia

w górę” relacji długu do PKB w latach 2000-2001, która utrzymuje się na bardzo wysokim poziomie powyżej poziomu PKB.

3.2. Polityka pieniężna

Pierwszym krokiem do wypełnienia monetarnych kryteriów z konwergencji była realizacja ustaleń artykułu 107 Traktatu z Maastricht, czyli zapewnienie pełnej niezależności banków centralnych oraz wprowadzenie zakazu bezpośredniego finansowania wydatków rządu w krajach aspirujących do UGW. W Hiszpanii, Portugalii i Grecji stało się to w pierwszej połowie lat dziewięćdziesiątych. Spowodowało to wzrost wiarygodności polityki antyinflacyjnej, co było szczególnie ważne dla krajów o historii wysokiej i umiarkowanej inflacji, jak Hiszpania, Portugalia i Grecja przed 1995 r.

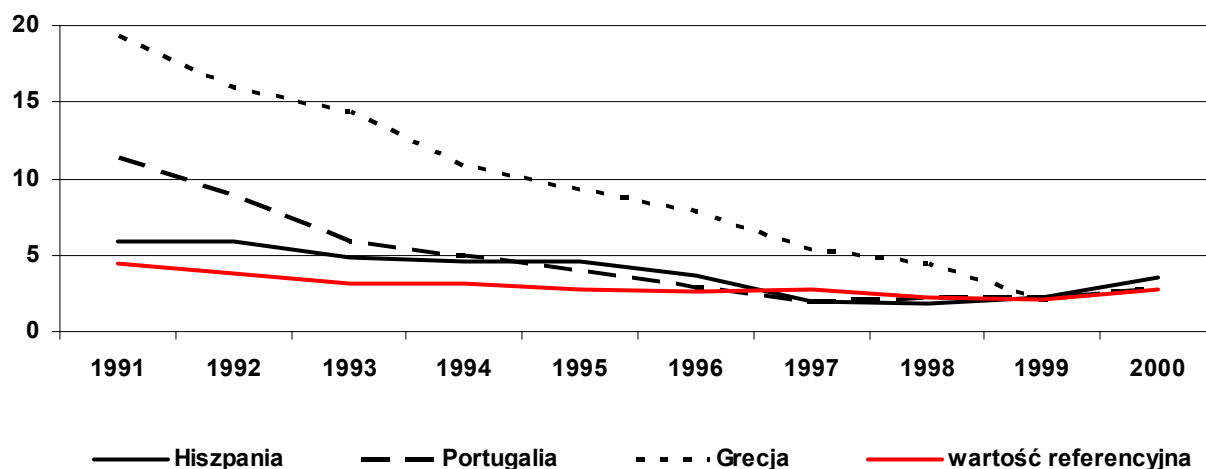
Wypełnienie kryteriów wymagało sprowadzenia inflacji z poziomu umiarkowanego do niskiego przy jednoczesnym utrzymywaniu waluty w quasi-sztynnym reżimie ERM bez dewaluacji i „bez poważnych napięć”³⁶⁵ w warunkach zliberalizowanych przepływów kapitałowych³⁶⁶. Dodatkowym utrudnieniem w „zbijaniu” inflacji dla krajów nadganiających – jak Hiszpania, Portugalia i Grecja – jest występowanie efektu Ballasy-Samuelssona. Skutkiem efektu B-S jest szybszy wzrost cen dóbr nie wsparty wzrostem produktywności w sektorze dóbr nie będących przedmiotem wymiany międzynarodowej, a tym samym w całej gospodarce, w krajach nadganiających w porównaniu z krajami rozwiniętymi.

W Hiszpanii na początku lat dziewięćdziesiątych inflacja była na poziomie umiarkowanym – wskaźnik CPI w 1990 r. wyniósł 6,7% – i do 1995 r. zmniejszyła się tylko nieznacznie, do 4,7% (CPI). W Portugalii udało się w tym okresie sprowadzić inflację z poziomu CPI 13,4% do 4,1%, a w Grecji z 20,4% do 8,9%.

³⁶⁵ Artykuł 109(J) Traktatu o Unii Europejskiej (1992).

³⁶⁶ Czyli w warunkach tzw. niemożliwego trójkąta.

Wykres 7.10. Inflacja (HICP) w Hiszpanii, Portugalii i Grecji oraz wartość referencyjna w latach 1991-2000³⁶⁷



Źródło: EMI (1998), European Commission (2001, 2003a).

W 1995 r. – czyli w punkcie startu przed okresem referencyjnym, w najlepszej sytuacji znajdowała się Portugalia: HIPC przekraczający tylko o 1,4 punktu procentowego wartość referencyjną³⁶⁸. W Hiszpanii różnica ta wyniosła 1,9 punktu procentowego. Zdecydowanie w najgorszej sytuacji była Grecja, z inflacją bliską 10%. Ostatecznie, wszystkim omawianym krajom udało się sprowadzić inflację³⁶⁹, poniżej punktu odniesienia we właściwym dla nich okresie referencyjnym³⁷⁰. Charakterystyczne jest też, że po tym okresie wszędzie inflacja „odbiła w górę” i – z wyjątkiem Hiszpanii w 2001 r. – wszędzie utrzymuje się powyżej wartości referencyjnej. Może to świadczyć o szczególnej roli, jaką odegrały czynniki nadzwyczajne w sprowadzaniu inflacji do poziomu umożliwiającego członkostwo w unii monetarnej.

W latach 1997-1998 utrzymywał się także spadkowy trend światowych cen ropy naftowej.

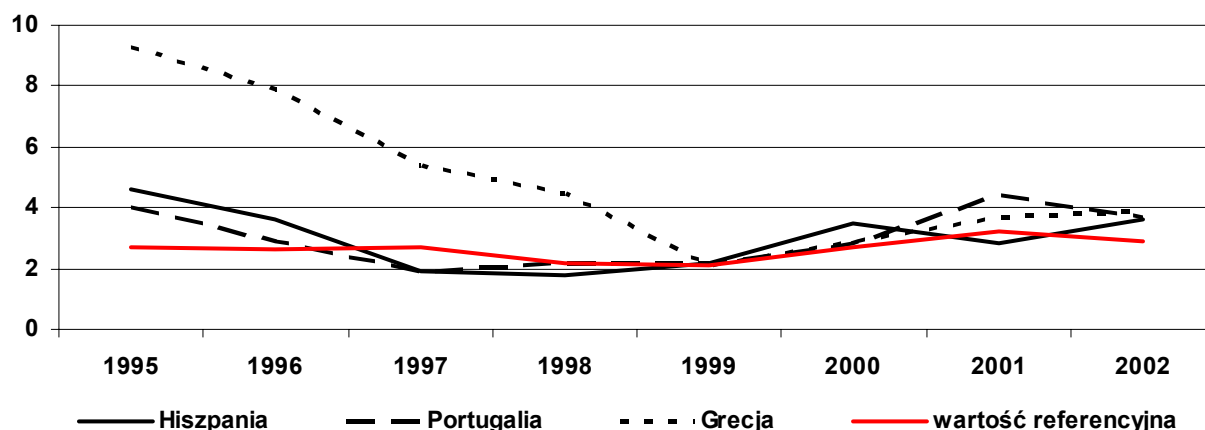
³⁶⁷ Do 1995 r. włącznie wartości szacunkowe HIPC.

³⁶⁸ Wartość szacunkowa.

³⁶⁹ Średnioroczny HIPC.

³⁷⁰ Luty 1997 – styczeń 1998 dla Hiszpanii i Portugalii oraz kwiecień 1998 – marzec 1999 dla Grecji.

Wykres 7.11. Inflacja (HICP) w Hiszpanii, Portugalii i Grecji oraz wartość referencyjna w latach 1995-2002³⁷¹



Źródło: EMI (1998), European Commission (2001, 2003a).

Hiszpania, Portugalia i Grecja zdecydowały się na różne strategie dochodzenia do niskiej inflacji z jednoczesnym utrzymywaniem kursów swoich walut w quasi-sztywnym reżimie ERM.

Hiszpania od stycznia 1995 r. przyjęła strategię bezpośredniego celu inflacyjnego (BCI). Cel został wyznaczony w średnim okresie – CPI mniejszy niż 3% (tylko górna granica) na koniec 1997 r., liczony rok do roku. Warto zauważyć, że wypełnienie celu inflacyjnego niekoniecznie musiało być tożsame z realizacją kryterium inflacyjnego z Maastricht, który nie był znany ex-ante i był inaczej liczony (średnioroczny HIPC). Jednocześnie, Hiszpania – chcąc wypełnić kryterium kursowe – musiała zwracać uwagę na zachowanie kursu pesety w ramach ERM.

Portugalia nie zdecydowała się na przyjęcie strategii bezpośredniego celu inflacyjnego wprost, zwracając uwagę przede wszystkim na kryterium kursowe.

W Grecji do 1998 r. kotwicą antyinflacyjną była polityka „twardej drachmy”, która została zastąpiona jednoczesnym wprowadzeniem drachmy do reżimu ERM w marcu 1998 r.³⁷² i deklaracją o chęci obniżenia inflacji poniżej 2% do końca 1999 r. Inflacja była priorytetem.

³⁷¹ W 1995 r. szacunkowe wartości HICP.

³⁷² Drachma została zdewaluowana o 12,3% na starcie do ERM.

Jednoczesne, obniżanie inflacji i utrzymanie kursu walut Hiszpanii, Portugalii i Grecji w reżimie ERM (i ERM II dla Grecji od 1 stycznia 1999 r.) nie byłoby możliwe bez zdecydowanej polityki ograniczania deficytu finansów publicznych. Mniejsze potrzeby pożyczkowe sektora rządowego ułatwiły obniżanie inflacji wprost – poprzez kanał popytowy – oraz poprzez wzrost zaufania uczestników rynku co do możliwości spełnienia wszystkich kryteriów konwergencji i zakwalifikowania się omawianych krajów do UGW. Znalazło to odbicie w długoterminowych stopach procentowych.

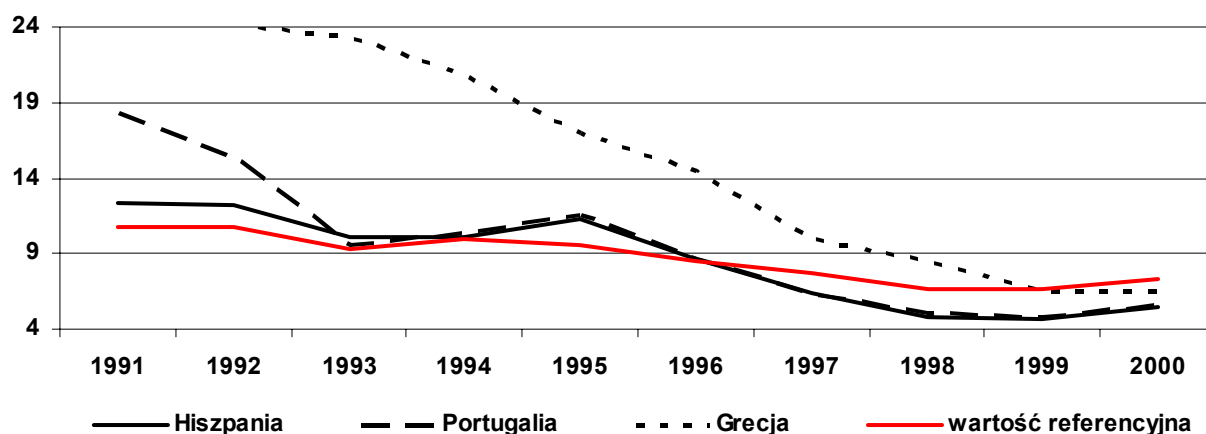
W okresie funkcjonowania w ERM kursy pesety i escudo były stabilne. Największe odchylenie obu walut po stronie aprecjacyjnej mierzone średnią ruchomą z 10 dni roboczych wobec kursu centralnego wyniosło 3,5%. Po stronie deprecjacyjnej było to 2,1% dla pesety i 2,3% dla escudo. Tylko raz w tym okresie banki centralne Hiszpanii i Portugalii wspólnie interweniowały w celu osłabienia walut krajowych – w styczniu 1997 r. Wielkość interwencji wyniosła 3 mld. USD dla Hiszpanii i 0,6 mld. USD dla Portugalii, co spowodowało 4-5% wzrost poziomu rezerw w obu przypadkach.

Grecka drachma po wejściu do ERM w związku z relatywnie wysokimi stopami procentowymi była pod ciągłą presją aprecjacyjną. Jej maksymalne wychylenie wyniosło 8%. Po wejściu do ERM II kurs drachmy zbliżał się do kursu centralnego po stronie aprecjacyjnej. W związku z ciągłym „przewartościowaniem” greckiej waluty wokół kursu centralnego 17 stycznia 2000 r. nastąpiła rewaluacja drachmy. Pod koniec okresu referencyjnego kurs rynkowy drachmy był silniejszy od kursu centralnego o 1,8%. Bank centralny Grecji nie interweniował na rynku walutowym w okresie funkcjonowania drachmy w ERM/ERM II. Ostatnia interwencja miała miejsce w październiku 1997 r., a jej celem było przeciwdziałanie deprecjacji drachmy w związku z kryzysem azjatyckim.

Spełnienie ostatniego z kryteriów konwergencji – kryterium długoterminowych stóp procentowych oddaje zaufanie uczestników rynku w możliwość spełnienia pozostałych kryteriów. Na początku lat dziewięćdziesiątych wszystkie omawiane kraje dalekie były od – hipotetycznej wówczas – wartości referencyjnej. W 1995 r. Hiszpanię i Portugalię dzieliło od niej odpowiednio 1,8 i 2 punkty procentowe. W przypadku Grecji oprocentowanie obligacji o zbliżonych parametrach, do tych, które porównuje się na potrzeby kryterium stóp procentowych było aż o 7,5 punktu procentowego wyższe od wartości referencyjnej. Już rok później oprocentowanie 10-letnich obligacji w Hiszpanii i Portugalii było tylko minimalnie

większe niż średnia dla trzech krajów UE o najniższej inflacji plus dwa punkty procentowe. Na początku 1997 r. Hiszpania i Portugalia wypełniły kryterium długoterminowych stóp procentowych. Grecja dokonała tego nieco ponad dwa lata później.

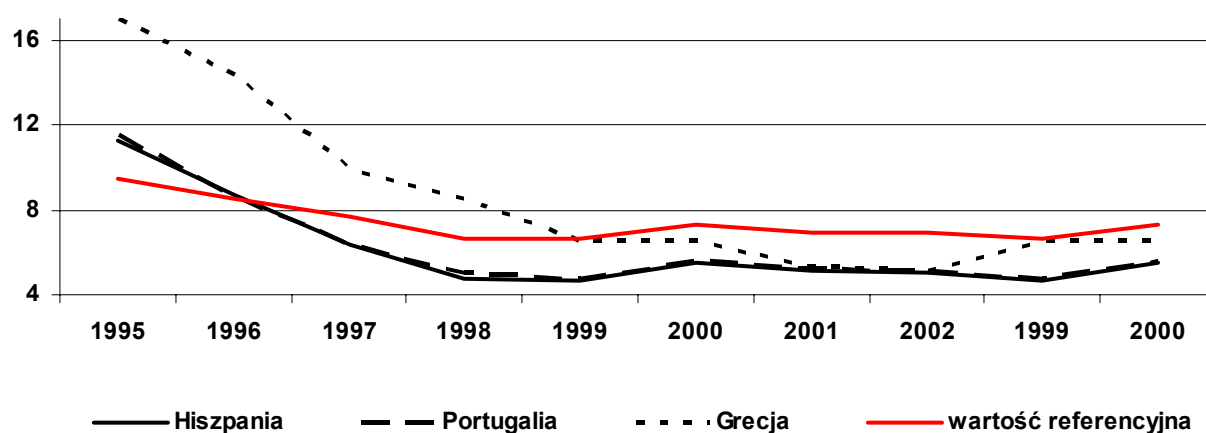
Wykres 7.12. Długookresowe stopy procentowe w Hiszpanii, Portugalii i Grecji oraz wartość referencyjna w latach 1991-2000



Źródło: European Commission (2001, 2003a), IMF IFS.

Od utworzenia strefy euro w 1999 r. rentowność obligacji hiszpańskich jest mniejsza średnio o około 10 punktów bazowych niż rentowność papierów portugalskich i około 15 punktów (od 2000 r.) niż rentowność papierów greckich. Jednocześnie hiszpańskie obligacje są o około 10-20 punktów lepiej oprocentowane niż średnia dla trzech krajów UE o najniższej inflacji.

Wykres 7.13. Długookresowe stopy procentowe w Hiszpanii, Portugalii i Grecji oraz wartość referencyjna w latach 1995-2002



Źródło: European Commission (2001, 2003a), IMF IFS.

Tabela 7.1. Podsumowanie. Hiszpania, Portugalia i Grecja w latach 1995-2002

	Hiszpania	Portugalia	Grecja
Punkt startu	1995	1995	1995
Poziom deficytu	wysoki (6,6% PKB)	umiarkowany (4,6% PKB)	bardzo wysoki (10,2% PKB)
Poziom długu	wysoki (powyżej 60% PKB)	wysoki (powyżej 60% PKB)	bardzo wysoki (powyżej 100% PKB)
Inflacja	umiarkowana(4-5%) i stabilna	umiarkowana(4-5%) lecz niestabilna	duża (około 10%)
Długoterminowe stopy procentowe	wysokie (powyżej 10%)	wysokie (powyżej 10%)	bardzo wysokie (około 17%)
Kurs walutowy	niestabilny, nieskuteczne interwencje w obu kierunkach (1990-95), czterokrotna dewaluacja (1992-95)	niestabilny, nieskuteczne interwencje w obu kierunkach (1991-95), trzykrotna dewaluacja (1992-95)	pełzająca dewaluacja względem ecu (od 1988), interwencje w obu kierunkach
Stopy procentowe banku centralnego wobec inflacji (na koniec 1995)	wyższe o około 440 p.b.	wyższe o około 320 p.b.	wyższe o około 1150 p.b.
Stopy procentowe banku centralnego wobec zewnętrznych stóp procentowych (na koniec 1995)	wyższe o 350 p.b.	wyższe o 230 p.b.	wyższe o 1500 p.b.
Warunki zewnętrzne	1996-98	1996-98	1998-2000
Tempo wzrostu gospodarczego w kraju	duże (średnio 3,5% PKB)	duże (średnio 4% PKB)	duże (średnio 3,1% PKB)
Koniunktura międzynarodowa	wysokie tempo wzrostu gospodarczego na świecie	wysokie tempo wzrostu gospodarczego na świecie	wysokie tempo wzrostu gospodarczego na świecie
Ceny ropy naftowej	spadek	Spadek	Wzrost
Polityka fiskalna	1995-98 (2002)	1995-98 (2002)	1995-2000 (2002)
Zmiana poziomu fiskalizmu	bez zmian (38,4%→38,3%)	szybki wzrost (40,4%→41,8%)	bardzo szybki wzrost (39,3%→47%)
Zmiana poziomu wydatków publicznych do PKB w krótkim okresie	szybki spadek (45%→41,4%)	niewielki spadek (44,9%→44,1%)	niewielki spadek (49,4%→48,9%)

(okres referencyjny)			
Realne wydatki (bez płatności odsetkowych)	wzrost (średnio 2,4% rocznie)	bardzo szybki wzrost (średnio 6,5% rocznie)	szybki wzrost (średnio 4,8% rocznie)
Sukces w krótkim okresie (okres referencyjny)	TAK	TAK	TAK
Zmiana poziomu wydatków publicznych do PKB w dłuższym okresie (2002)	dalszy spadek (39,6%)	wzrost do poziomu wyższego niż punkt startu (46,2%)	spadek, ale bardzo wysoki poziom (46,2%)
Sukces w dłuższym okresie	finanse publiczne niemal zrównoważone (2001 i 2002), relacja długu do PKB szybko spada	deficyt fiskalny rośnie (1998-2001), relacja długu do PKB rośnie (1998-2002)	deficyt fiskalny maleje, relacja długu PKB rośnie utrzymuje się na bardzo wysokim poziomie (powyżej poziomu PKB)

Źródło: opracowanie własne.

Polityka pieniężna	1996-98 (2000)	1996-1998 (2000)	1996-2000 (2002)
Deklarowany cel polityki pieniężnej	bezpośredni cel inflacyjny	kurs	obniżenie inflacji, cel pośredni – kurs
Stopy procentowe banku centralnego	18 niewielkich obniżek stóp procentowych (o 25 lub 50 p.b.)	14 niewielkich obniżek stóp procentowych (do 50 p.b. z wyjątkiem ostatniej o 150 p.b.)	20 niewielkich obniżek stóp procentowych (od 25 do 100 p.b.)
Stopy procentowe banku centralnego wobec inflacji	realna stopa procentowa stopniowo maleje z około 440 p.b. pod koniec 1995) do około 120 p.b. pod koniec 1998	realna stopa procentowa utrzymuje się w latach 1996-97 na poziomie powyżej 300 p.b. – stopa procentowa banku centralnego podąża za malejącą inflacją, pod koniec 1998 roku szybka obniżka stóp powoduje redukcję realnej stopy procentowej do około 80 p.b.	wysokie realne stopy procentowe (powyżej 800 p.b.) aż do 2000 roku, wówczas – wskutek obniżek stóp banku centralnego – spadek realnych stóp do 335 p.b. na koniec 2000 roku
Stopy procentowe banku centralnego wobec zewnętrznych stóp	dodatnia różnica stopniowo malejąca do poziomu 25 p.b. na koniec 1997 roku, wyrównanie poziomu stóp Banku Hiszpanii i Bundesbanku na	dodatnia różnica stopniowo malejąca do poziomu 80 p.b. na koniec 1997 roku, wyrównanie poziomu stóp Banku Hiszpanii i Bundesbanku w drugim	wysoka, bardzo powoli malejąca różnica – powyżej 700 p.b. na koniec 1999 roku, potem szybki spadek do 50 p.b. na koniec 2000

procentowych	początku 1998 roku, potem stopa procentowa Banku Hiszpanii maleje do 3% na koniec 1998 roku, przy stopie Bundesbanku na niezmiennym poziomie 4,5% w całym 1998 roku	kwartale 1998 roku i obniżka stóp Banku Portugalii do poziomu 3% tuż przed końcem 1998 roku przy stopie Bundesbanku na niezmiennym poziomie 4,5%	roku wskutek jednoczesnego obniżania stóp banku Grecji i podwyższania stóp ECB
Reżim kursowy	ERM bez istotnych odchyłeń bez dewaluacji	ERM bez istotnych odchyłeń i bez dewaluacji	od marca do grudnia 1998 roku ERM – dewaluacja 12,3% „na wejściu”; od stycznia 1999 do marca 2000 roku ERM II – rewaluacja 3,5% wskutek niezmiennej aprecjacji kursu
Sukces w krótkim okresie (okres referencyjny)	TAK	TAK	TAK
Sukces w dłuższym okresie	Inflacja powyżej wartości referencyjnej po utworzeniu UGW (z wyjątkiem roku 2001)	Inflacja powyżej wartości referencyjnej po utworzeniu UGW	Inflacja powyżej wartości referencyjnej po utworzeniu UGW

Źródło: opracowanie własne.

Wnioski dla Polski

Z doświadczeń zdobytych w drodze do Unii Gospodarczej i Walutowej przez Hiszpanię, Portugalię i Grecję, płyną wnioski, które powinny być wykorzystane przez nowych członków UE, w tym przez Polskę. Kraje, które jeszcze w połowie lat dziewięćdziesiątych uchodziły za outsiderów Unii Europejskiej, z niewielkimi szansami na udział w planowanej unii walutowej, ostatecznie spełniły wymagania zapisane w Traktacie z Maastricht i stały się częścią wspólnego obszaru walutowego w Europie. Sukces – rozumiany jako członkostwo w strefie Euro – udało im się osiągnąć przy użyciu różnych strategii i z różnymi skutkami dla polityki gospodarczej w dłuższym okresie czasu. Najważniejsze wnioski, które płyną z doświadczeń tych krajów i opisanych w niniejszej pracy są następujące:

- (1) Zbyt optymistyczne założenia co do tempa wzrostu gospodarczego i brak reform spowodował fiasko pierwszych programów konwergencji w Hiszpanii, Portugalii i Grecji.

W latach 1991-1992 we wszystkich trzech krajach powstały programy konwergencji, których celem miało być przybliżenie się do realizacji kryteriów zbieżności, w szczególności redukcji deficytu fiskalnego i inflacji. Próby te okazały się nieudane wskutek niedostatecznych reform i zbyt optymistycznych założeń co do tempa wzrostu gospodarczego. Zmusiło to rządy omawianych krajów do rewizji programów konwergencji.

Realistyczne plany zakładające wypełnienie kryteriów zbieżności powinny uwzględniać różne scenariusze kształtowania się warunków zewnętrznych. Prawdopodobieństwo ich realizacji wzrasta jeśli niezbędne dla ostatecznego sukcesu reformy zostaną podjęte wcześniej.

- (2) Spełnienie kryteriów konwergencji jest możliwe nawet w przypadku trudnej sytuacji początkowej.

W 1995 r. żaden z omawianych krajów nie spełniał żadnego z kryteriów konwergencji. Było to zaledwie na 2 lata przed okresem referencyjnym dla Hiszpanii i Portugalii i 4 lata przed zakończonym powodzeniem drugim okresem referencyjnym dla Grecji oraz na 3 lata przed utworzeniem Unii Gospodarczej i Walutowej.

W maju 2005 r. Polsce do spełnienia kryterium inflacyjnego brakowało 1,7 punkta procentowego³⁷³, a do spełnienia kryterium długookresowej stopy procentowej zaledwie 0,4 punkta procentowego³⁷⁴. Mimo tendencji rosnącej – w grudniu 2004 r. spełnione było kryterium długu publicznego³⁷⁵. Ze względu na brak kursu centralnego oraz problemów z ostatecznym ustaleniem przedziałów wahań, które będą obowiązywać kraje akcesyjne w okresie dochodzenia do UGW w ramach ERM II – trudno stwierdzić czy hipotetycznie byłoby spełnione kryterium kursu walutowego. W 2004 r. - wskutek systematycznie pogarszającego się od 2000 r. salda finansów publicznych – dalekie od realizacji pozostało kryterium deficytu fiskalnego³⁷⁶.

Polska była w 2003 r. w lepszej sytuacji niż Hiszpania, Portugalia czy Grecja w połowie lat dziewięćdziesiątych jeśli porównamy wysokość inflacji, poziom długu publicznego i długookresowej stopy procentowej. Deficyt finansów publicznych w Polsce był w 2004 r. (4,8%) roku niższy do poziomu deficytu w Hiszpanii w 1995 r. (6,6%), nieco wyższy niż w tym samym roku w Portugalii (4,6%). Najważniejszym wyzwaniem dla Polski na drodze do UGW pozostaje redukcja deficytu finansów publicznych.

- (3) Zbyt późne podjęcie reform uniemożliwiło Grecji wejście do strefy Euro w pierwszym możliwym okresie.

Sytuacja gospodarcza Grecji w pierwszej połowie lat dziewięćdziesiątych była efektem polityki prowadzonej przez rządy partii socjalistycznej Andreasa Papandreou od 1981 r., kiedy to Grecja została członkiem Unii Europejskiej i PASOK przejął władzę³⁷⁷. Systematycznie utrzymujący się bardzo wysoki deficyt budżetowy finansowany przez emisję pieniądza skutkował dwucyfrową inflacją i szybko rosnącym długiem publicznym, który

³⁷³ HICP - 4,0%; wartość referencyjna - 2,3%

³⁷⁴ Rentowność 10-letnich obligacji skarbowych – 6,4%; wartość referencyjna – 6,0%

³⁷⁵ Na koniec 2004 r. państwowy dług publiczny zgodnie z ustawą o finansach publicznych wyniósł 50,3% PKB; a zgodnie z ESA95 – 45,9% PKB

³⁷⁶ W 2004 r. deficyt finansów publicznych wyniósł 4,8% PKB, a zgodnie z ESA95 – 4,6% PKB.

³⁷⁷ Wyjątkiem były lata 1990-1993 kiedy władzę sprawowała konserwatywna Nowa Demokracja.

w 1993 r. przewyższył poziom PKB. Skalę problemów pogłębiał chaos oraz ukryte zobowiązania w systemie ubezpieczeń społecznych i straty w rozbudowanym sektorze państwowym. Zapóźnienia były tak duże, że w efekcie Grecja jako jedyny kraj nie zdołała wypełnić kryteriów konwergencji i zakwalifikować się do Unii Gospodarczej i Walutowej w pierwszym możliwym terminie.

- (4) Podjęcie skutecznych wysiłków na rzecz akcesji do Unii Gospodarczej i Walutowej zbiegło się ze zmianą partii rządzącej (Hiszpania, Portugalia) lub ze zmianą przywództwa i linii programowej w ramach partii rządzącej (Grecja) i przypadało na okres po wyborach parlamentarnych.

Doświadczenie omawianych krajów pokazuje, że zmiana przywództwa politycznego sprzyja postawieniu sobie za cel (lub uwypukleniu celu) jakim jest członkostwo w Unii Gospodarczej i Walutowej, a potem konsekwentnemu dążeniu do jego realizacji. W okresie po wyborach parlamentarnych społeczne poparcie dla rządzących jest z zasady większe niż przeciętnie w innych okresach - władzę bowiem zaczynają sprawować ci, którzy wygrali wybory, czyli uzyskali zaufanie społeczeństwa.

- (5) Rządy omawianych krajów zdobywały wiarygodność w oczach uczestników rynków finansowych wskutek konsekwentnej realizacji reform, opisanych wcześniej w programach konwergencji (*Maastricht effect*).

Zaplanowana w programach konwergencji konsekwentna realizacja reform skutkowałą wzrostem wiarygodności rządów które je realizowały i tym samym ułatwiła ich realizację. Siła tego zjawiska o charakterze samospełniającej się przepowiedni, nazwanego *Maastricht effect* jest trudna do precyzyjnego zmierzenia. Skutkiem wzrostu wiarygodności rządów jest spadek rentowności obligacji co sprzyja (a w praktyce powoduje) wykonaniu jednego z kryteriów z Maastricht.

- (6) Wiarygodna *policy mix* – stopniowe zmniejszanie deficytu fiskalnego i stóp procentowych banku centralnego wpłynęło na konsekwentną konwergencję długookresowych stóp procentowych omawianych krajów i umożliwiło utrzymanie ich walut w reżimie ERM i – w przypadku Grecji - ERM II.

Systematyczna redukcja deficytu fiskalnego połączona z równoczesnym obniżaniem krótkookresowych stóp procentowych przez banki centralne spowodowała stopniową konwergencję:

- krótkoterminowych stóp procentowych banków centralnych Hiszpanii, Portugalii i Grecji wobec zewnętrznych stóp procentowych;
- długookresowych stóp procentowych wobec tych samych stóp w krajach o najniższej inflacji w Unii Europejskiej;

przy sprzyjających warunkach zewnętrznych umożliwiło to spadek inflacji oraz utrzymanie walut krajowych w reżimach ERM i – dla Grecji także - ERM II.

Jednym z problemów Polski w drodze do UGW będzie utrzymanie kursu złotówki w pewnym przedziale wahań wokół ustalonego wcześniej kursu centralnego. Analiza zaburzeń na polskim rynku walutowym³⁷⁸ pokazuje, że niepewność co do sytuacji fiskalnej państwa stwarza ryzyko deprecjacji waluty³⁷⁹. Wiarygodne obniżanie deficytu fiskalnego, zmniejsza więc ryzyko zaburzeń na rynku walutowym, umożliwiając jednocześnie systematyczną konwergencję obu stóp procentowych i utrzymanie inflacji na odpowiednim poziomie (lub sprowadzenie jej do tego poziomu).

- (7) Czynnikiem sprzyjającym realizacji kryteriów konwergencji było wysokie społeczne poparcie dla uczestnictwa omawianych krajów w integracji monetarnej w Europie.

Istotnym czynnikiem umożliwiającym mobilizację społeczeństwa wobec wyzwań stojących na drodze do członkostwa w UGW było społeczne poparcie wobec idei integracji monetarnej w Europie. We wszystkich omawianych krajach było ono wyższe niż przeciętnie w Unii Europejskiej: odsetek zwolenników wspólnej waluty wahał się w okresach referencyjnych od 45% (w Portugalii w 1997 r.) do 75% (w Hiszpanii i Grecji w 1998 r.). Przystąpienie tych krajów do strefy Euro było także przedmiotem konsensusu wśród partii politycznych. Uzasadnienie konieczności przeprowadzenia reform, z których część może być trudna politycznie, koniecznością realizacji celu – co do którego istnieje społeczne poparcie i zgoda głównych sił politycznych - zwiększa prawdopodobieństwo ich realizacji.

³⁷⁸ NBP (2004).

³⁷⁹ Np. w lipcu 2002 r. – 6% deprecjacji w 7 dni, we wrześniu 2003 r. - 3,6% deprecjacji w 1 miesiąc; deprecjacja wobec koszyka walut (EUR - 55%, USD – 45%).

Społeczne poparcie dla zastąpienia waluty krajowej przez euro istnieje także w Polsce. Z przeprowadzonych we wrześniu 2002 r. na zlecenie NBP badań opinii publicznej wynika, że 68% Polaków chce by euro zastąpiło złoteo. Poparcie dla wprowadzenia wspólnej waluty było wówczas wyraźnie wyższe niż akceptacja samego członkostwa w Unii Europejskiej (57% badanych). Co ciekawe, wprowadzenia euro chciało aż 47% przeciwników członkostwa Polski w UE (25% badanych).

- (8) Czynnikiem sprzyjającym realizacji kryteriów konwergencji było wysokie tempo wzrostu gospodarczego w Europie, a w omawianych krajach w szczególności.

Warunki zewnętrzne w drugiej połowie lat dziewięćdziesiątych ukształtowały się wyjątkowo korzystanie dla krajów aspirujących do strefy Euro. Przeciętne tempo wzrostu gospodarczego w latach 1996-1998 w Hiszpanii wyniosło 3,5% PKB rocznie, w Portugalii w tym samym okresie 4% PKB, a w Grecji w latach 1998-2000 - 3,1% PKB rocznie. Ułatwiało to znacznie redukcję deficytu fiskalnego: możliwe bowiem stało się jednoczesne zmniejszanie deficytu i zwiększanie wartości realnej wydatków budżetowych. Spełnienie kryteriów fiskalnych przez omawiane kraje, w szczególności przez Portugalie i Grecje, przy zachowaniu występującego tam wówczas szybkiego tempa wzrostu realnych wydatków nie byłoby możliwe gdyby nie wysoki wzrost gospodarczy w okresie referencyjnym.

- (9) Sposób dochodzenia do spełnienia fiskalnych kryteriów konwergencji miał istotny wpływ na możliwość sprostania wymaganiom makroekonomicznym obowiązującym w Unii Europejskiej na dłuższą metę, w warunkach mniejszego niż w okresie referencyjnym wzrostu gospodarczego:

- Hiszpania, która ograniczała wydatki – zdołała niemal zrównoważyć budżet w 2001 r.;
- Portugalia i Grecja, które zwiększały fiskalizm mają problemy z utrzymaniem deficytu fiskalnego na wymaganym poziomie lub z obniżaniem bardzo wysokiego poziomu długu do PKB.

Polska od momentu przystąpienia do Unii Europejskiej podlega ograniczeniom Paktu Stabilności i Wzrostu, który zawiera limit deficytu fiskalnego tożsamy z kryterium deficytu z Maastricht – 3% PKB. Doświadczenie Hiszpanii z lat 1995-2002 pokazuje, że trwałe obniżenie deficytu można uzyskać przez zmniejszenie relacji wydatków publicznych do PKB. Z kolei doświadczenie Portugalii i Grecji z tego samego okresu dostarcza wniosku

przeciwnego – zwiększenie fiskalizmu stwarza problemy z utrzymaniem odpowiedniego poziomu deficytu i długu publicznego, w szczególności w okresie spowolnienia wzrostu gospodarczego

- (10) Dodatkowo realne stopy procentowe i istotna różnica pomiędzy poziomami stóp procentowych omawianych krajów a zewnętrzną stopą procentową (w obu przypadkach szczególnie wysoka dla Grecji) zmniejszane stopniowo dzięki kilkunastokrotnym niewielkim obniżkom stóp procentowych banków centralnych – przyczyniły się do sprowadzenia inflacji do poziomu wymaganego przez Traktat z Maastricht.

Sposób dochodzenia do zbieżności krótkookresowych stóp procentowych Hiszpanii, Portugalii i Grecji oraz zewnętrzną stopą procentową³⁸⁰ był bardzo podobny we wszystkich krajach. Polegał na wielokrotnym obniżaniu stopy o 25 lub 50 punktów bazowych (z nielicznymi wyjątkami). Tak prowadzona polityka monetarna spowodowała stopniową konwergencję wewnętrznych i zewnętrznych stóp procentowych oraz stopniową redukcję realnej stopy procentowej bez zaburzeń na rynku walutowym.

³⁸⁰ Do końca 1998 r. stopa procentowa Bundesbanku, a od początku 1999 r. (dla Grecji) stopa procentowa ECB.

Załącznik nr 1

Metodologia kryteriów konwergencji

Niniejszy załącznik opracowany został na podstawie aneksu 2 do Raportu Konwergencji z marcu 1998 r. oraz aneksów B,C,D do Raportu Konwergencji z maja 2000 r. przygotowanych przez European Monetary Institute³⁸¹. Informuje on o metodologii obliczania wskaźników konwergencji oraz szczegółach w ich harmonizacji.

Inflacja

Protokół nr 6 dotyczący kryterium konwergencji, nawiązujący do Artykułu 109j (1) Traktatu o Unii Europejskiej (1992) wymaga konwergencji cenowej mierzonej wskaźnikiem cen konsumpcyjnych zbudowanym na porównywalnej podstawie z uwzględnieniem różnic w definicjach narodowych. Chociaż statystyka cen konsumpcyjnych w krajach członkowskich bazuje na podobnych zasadach, istnieją pewne różnice mające wpływ na porównywalność wyników poszczególnych krajów.

Pierwszy wskaźnik HICP, czyli Zharmonizowany Indeks Cen Konsumpcyjnych, wprowadzony został przez EUROSTAT w styczniu 1997 r. Dostępne są dane sięgające wstecz do 1995 r. Zharmonizowane miary zastosowane do obliczenia HICP bazowały na trzech ogólnych rozporządzeniach Komisji Europejskiej. Dotyczą one podstawowych informacji na temat HICP, początkowych standardów określających procedury dostosowań jakościowych i powszechnych zasad traktowania nowych dóbr i usług. Ponadto, została przyjęta szczegółowa zharmonizowana klasyfikacja „podwskaźników” HICP, co pozwala na spójne porównywanie zmian cen w poszczególnych podgrupach wydatków konsumpcyjnych w krajach członkowskich. Wreszcie, rozporządzenie Komisji wprowadza zasady dotyczące częstotliwości, w jakiej wagi podstawowych produktów w HICP ulegają uaktualnieniu.

Od ostatniego Raportu Konwergencji Komisji Europejskiej z 1998 r. nastąpił dalszy postęp w harmonizacji wskaźnika mierzącego poziom inflacji HICP. W momencie opracowania pierwszego wskaźnika HICP pewne trudności techniczne nie zostały uwzględnione ze

³⁸¹ Convergence Report (1998), Convergence Report 2000.

względu na brak ostatecznych uzgodnień państw członkowskich. Początkowo wskaźnik obejmował 95% wydatków konsumpcyjnych gospodarstw domowych.

Następnie zasięg HICP poszerzono o dodatkowe dobra i usługi, przez co obecnie obejmuje on niemal 100% wydatków konsumpcyjnych gospodarstw domowych. Poszerzenie tego koszyka dóbr nastąpiło w dwóch etapach. W większości przypadków nastąpiło to w styczniu 2000 r., natomiast niewielka część włączona została do indeksu w styczniu 2001 r. Rozszerzenie w 2000 r. objęło wydatki na zdrowie, edukację i ubezpieczenia społeczne, niektóre ubezpieczenia, usługi finansowe oraz pewne opłaty o charakterze podatkowym związane z kosztami utrzymania domów (w raporcie konwergencji za 2000 r. przygotowanym przez Komisję Europejską znajduje się nieco rozszerzone informacje na temat tych wydatków, które zostały włączone do koszyka dóbr, których zmiany cen są podstawą do obliczania HICP).

Harmonizacja nastąpiła również pod innymi względami. Pomiar HICP od stycznia 2000 r. obejmuje całą populację danego kraju oraz wydatki ze wszystkich regionów (wcześniej istniały w tych kwestiach pewne luki). Ponadto, wydatki nierezydentów są już uwzględniane w pełni do obliczania HICP.

Wskaźnik HICP jest wykorzystywany do mierzenia konwergencji cen konsumpcyjnych. Od stycznia 1999 r. jest on podstawowym wskaźnikiem cen konsumpcyjnych w strefie euro roku.

Finanse publiczne

Protokół nr 5, dotyczący procedur w razie nadmiernego deficytu budżetowego, załączony do Traktatu, wraz z Rozporządzeniem Komisji z 3 listopada 1993 r. definiuje pojęcie „rząd”, „deficyt”, „inwestycje”, „dług” oraz „produkt krajowy brutto (PKB)” odwołując się do Europejskiego Systemu Zintegrowanych Rachunków Gospodarczych (ESA), wyd. 2. ESA jest spójnym i szczegółowym zbiorem tabel rachunków narodowych, rozwiniętych celem ułatwienia analiz porównawczych krajów członkowskich. Zgodnie z Rozporządzeniem Rady z czerwca 1996 r., druga edycja ESA od początku 2000 r. została zastąpiona przez ESA 95. Wcześniej, tj. do końca 1999 r. w zakresie procedur stosowanych w przypadku nadmiernego deficytu stosowano ESA z 1979 r.

„Rząd” obejmuje rząd centralny, samorządy regionalne i lokalne oraz fundusze ubezpieczeń społecznych. Nie wlicza się tu przedsiębiorstw państwowych, przez co jest to węższa definicja sektora publicznego.

„Deficyt rządowy” jest głównie różnicą między oszczędnościami rządowymi brutto a sumą inwestycji rządowych (zdefiniowanych jako *gross fixed capital formation*) i kapitałowymi transferami rządowymi netto. „Dług rządowy” jest sumą zaległych nominalnych zobowiązań brutto rządu, sklasyfikowanych w drugiej edycji ESA, w ujęciu gotówkowym i depozytowym oraz weksli, obligacji i innych pożyczek. Dług rządowy nie obejmuje kredytów handlowych i innych zobowiązań nie reprezentowanych dokumentami finansowymi, takich jak nadpłacone zaliczki na podatek, oraz zobowiązań warunkowych, takich jak gwarancje rządowe, wypłaty emerytalne. Definicje deficytu rządowego i długu rządowego sprawiają, że zaległy dług rządowy na końcu dwóch kolejnych lat może się znacznie różnić od wielkości deficytu rządowego w rozważanym roku. Na przykład dług rządowy może ulec obniżeniu poprzez wykorzystanie wpływów z prywatyzacji państwowych przedsiębiorstw lub poprzez sprzedaż innych aktywów finansowych bez jednoczesnego wpływu na deficyt rządowy. Z drugiej strony deficyt rządowy może zostać zredukowany poprzez zastępowanie pożyczek udzielanych przez rząd transferami, bez jakiegokolwiek wpływu na poziom długu rządowego.

Pojęcie „produktu krajowego brutto (PKB)” będące kompilacją ze źródeł Wspólnoty, wykorzystane jest w związku z procedurami w razie nadmiernego deficytu. Zmiany PKB są monitorowane przez Komitet utworzony dyrektywą Rady w lutym 1989 r.

Od początku marca 1994 r. kraje członkowskie dwukrotnie w ciągu roku przesyłają dane dotyczące deficytu rządowego i długu rządowego. Traktat przekazuje na Komisję Europejską odpowiedzialność za prowadzenie danych statystycznych związanych z postępowaniem w razie nadmiernego deficytu. W tej sytuacji Urząd Statystyczny Komisji (EUROSTAT) monitoruje zgodność zgłaszanych danych z zasadami ESA oraz ich porównywalność między poszczególnymi krajami członkowskimi. W miejscach, w których ESA nie daje jasnych odpowiedzi, EUROSTAT opiera się na opinii Komitetu Statystyki Finansowej, Pieniężnej i Bilansu Płatniczego³⁸², który składa się z przedstawicieli narodowych banków centralnych i narodowych urzędów statystycznych krajów członkowskich. Biorąc pod uwagę opinię

³⁸² Committee on Monetary, Financial and Balance of Payments Statistics (CMFB).

CMFB, EUROSTAT podejmuje niezależną decyzję w sprawach związanych z prowadzeniem statystyki, o wyjaśnienie których zwracają się kraje członkowskie.

Zmiany wprowadzone przez ESA 95:

ESA 95 jest obligatoryjny w krajach członkowskich od kwietnia 1999 r. Został on opracowany przy współpracy UN, IMF, OECD, Banku Światowego. Jest obecnie spójny z międzynarodowym Systemem Rachunków Narodowych (SNA 93) oraz Piątą edycją IMF Balance of Payments Manual.

ESA 95 charakteryzuje się tym, że uwzględnia nowe zjawiska finansowe, jest bardziej precyzyjny w zagadnieniach związanych z rachunkowością, w szerszym stopniu obejmuje różnego rodzaju działalność gospodarczą.

Zmiany dotyczące statystyki deficytu i nadwyżki budżetowej:

- dokładne wytyczenie sektora rządowego. Wcześniej niektóre podmioty nie były zaliczane do sektora rządowego, teraz stały się jednym z jego elementów;
- analogicznie niektóre jednostki uważane wcześniej za część sektora rządowego są traktowane jako przedsiębiorstwa finansowe i niefinansowe;
- transakcje są księgowane w momencie ich zaistnienia a nie w chwili dokonania zapłaty;
- zmiany PKB uległy drobnej korekcie (przeważnie w górę) co również wpłynęło na wielkość deficytu w relacji do PKB.

Zmiany dotyczące statystyki deficytu i nadwyżki budżetowej:

- na zmianę definicji długu wpłynęła korekta definicji sektora rządowego;
- również nastąpiły drobne zmiany w zakresie zaliczania poszczególnych składników do długu (np. obecnie do długu zaliczany jest leasing finansowy);
- niewielkie zmiany nastąpiły w kwestii obliczania długu denominowanego w walutach zagranicznych.

Kursy walutowe

Kursy walutowe walut krajów członkowskich wobec ECU są ustalane codziennie (tzw. *2.15 p.m. concertation*³⁸³) i są publikowane w Oficjalnym Dzienniku Wspólnot Europejskich.

³⁸³ Official Journal of the European Communities.

Kursy krzyżowe wykorzystane w raportach pochodzą od kursów wobec ECU (od 1999 r. euro). Dla celów informacyjnych w Raporcie znajdują się informacje o nominalnym i realnym efektywnym kursach walutowych na podstawie obliczeń BIS³⁸⁴. Od marca 1998 r. stosowane jest kryterium kursu walutowego oparte na podejściu mediany walutowej (*median-currency approach*)³⁸⁵.

Długookresowe stopy procentowe

Protokół nr 6 dotyczący kryterium konwergencji, nawiązujący do Artykułu 109 (1) Traktatu o Unii Europejskiej, wymaga konwergencji stóp procentowych, mierzonej na podstawie oprocentowania długookresowych obligacji państwowych, lub obligacji porównywalnych, obowiązującego jeden rok przed wyceną, uwzględniając różnice w narodowych definicjach.

Mimo, iż Artykuł 5 Protokołu nr 6 przekazuje na Komisję Europejską odpowiedzialność za prowadzenie danych statystycznych, EIM, a potem ECB udzielał pomocy w definiowaniu danych statystycznych reprezentujących długookresową stopę procentową, dostarczając ekspertyz i zbierając dane z banków centralnych.

Chociaż metodologia obliczania oprocentowania papierów skarbowych jest podobna w krajach członkowskich, to pojawia się istotne zróżnicowanie danych statystycznych wynikające z wyboru różnych definicji obligacji branych pod uwagę, ich terminu wykupu, zasad podatkowych obejmujących przychody z odsetek. Celem działań dążących do harmonizacji było wydanie rekomendacji, zwłaszcza pod kątem tych wyborów, aby były wystarczająco ogólne, by dopuścić różnice na rynkach narodowych i elastyczne na tyle, by rynki mogły się rozwijać, a jednocześnie żeby dane były porównywalne.

Zatem zgodnie z wydanymi rekomendacjami wystawcą obligacji powinien być rząd centralny, obligacje o stałym oprocentowaniu powinny być w przybliżeniu dziesięcioletnie, oraz stopy powinny być obliczane brutto. Aby upewnić się, że uwzględniona została wielkość rynku oraz żadna nadwyżka płynności nie jest uwzględniana w stopie zysku³⁸⁶,

³⁸⁴ Bank of International Settlements in Basil.

³⁸⁵ Mediana walutowa w ramach ERM zdefiniowana jest jako waluta najbardziej zbliżona do swojego kursu centralnego wobec ECU.

³⁸⁶ Z ang. *carried into the yield*.

reprezentatywne obligacje powinny być wybrane na podstawie kryterium wysokiej płynności. Państwo członkowskie jest odpowiedzialne za kwestię tego wyboru. Pod koniec grudnia 1997 r. 11 państw wykorzystywało obligacje benchmarkowe a cztery koszyk obligacji, wykorzystując płynność na papiery dziesięcioletnie jako czynnik decydujący. Obligacje o „specjalnym charakterze” (tj. obligacje zero-kuponowe) nie są brane pod uwagę. Wybór obligacji o wysokiej płynności jest również postrzegany jako środek minimalizujący efekty różnych wartości kuponów. Wreszcie, spośród istniejących standardów międzynarodowych została wybrana jednolita formuła, dosłownie formuła 6.3 z „formuły dla dochodowości I innych obliczeń” z International Securities Market Association.

Pozostałe czynniki

Ostatni paragraf Artykułu 109j (1) Traktatu stanowi, że raporty Komisji Europejskiej i EIM, a potem ECB, powinny, prócz czterech podstawowych kryteriów, brać pod uwagę rozwój ECU, rezultaty integracji rynków, stan i zmiany bilansu płatniczego na rachunku bieżącym oraz zmiany w zakresie jednostkowych kosztów pracy i inne wskaźniki opisujące zmiany cen.

Protokół nr 6 opisuje cztery główne kryteria i zastrzega, że Komisja Europejska będzie zajmować się obserwowaniem ich realizacji i dostarczaniem danych na ich temat, jednak nie ma w nim wzmianki do tych „pozostałych czynników”. Podczas gdy rozwój ECU i integracja rynków prowadziły do postępu w kierunku Unii Gospodarczej i Walutowej w ujęciu ogólnym, to analiza pozostałych czynników opiera się na definicjach, które obecnie dają najbardziej porównywalne rezultaty krajów członkowskich.

Bibliografia

1. Abreu M., (2001): *From EC Accession To EMU Participation: The Portuguese Disinflation Experience In The Period 1984-1998*. Economic Bulletin, Banco de Portugal, December.
2. Afonso A., (2002): *Disturbing the Fiscal Theory of the Price Level: Can It Fit the EU-15?* Universidade Tecnica de Lisboa.
3. Akerlof G., (1969): “*Structural Unemployment in a Neoclassical Framework*”. Journal of Political Economy, No. 77, s. 399-407.
4. Alesina A., Perotti R., (1995): *The Political Economy of Budget Deficits*. IMF Staff Paper No. 42, s. 1-31.
5. Alesina A., Perotti R., (1996): *Fiscal Adjustments in OECD Countries: Composition and Macroeconomic Effects*. NBER Working Paper No. 5730.
6. Alesina A., Tavares J., (1998), “*The Political Economy of Fiscal Adjustments*”, Brooking Papers on Economic Activity: 1, Brooking Institution, s. 197-266.
7. Alogoskoufis G.S., (1998): “*Exchange-Rate Regimes, Political Parties and the Inflation-Unemployment Tradeoff: Evidence from Greece*”. Open Economies Review, Vol. 9, No. 1, January.
8. Andres J., Mestre R., Valles J., (1997): “*A Structural Model for the Analysis of the Impact of Monetary Policy on Output and Inflation*” [w:] *Monetary Policy and the Inflation Process*. BIS Conference Papers Vol. 4.
9. Angeloni I., Kashyap A., Mojon B., Terlizzese D., (2002): *Monetary Transmission in the Euro Area: Where Do We Stand?* ECB Working Paper No. 114.
10. Annett A., (2002): *Politics, Government Size and Fiscal Adjustment in Industrial Countries*. IMF Working Paper No. 02/162.
11. Arthur Andersen, Instituto De Estudios Economicos, (1997): *Los efectos del euro en los sectores productivos espanoles*. Madrid.
12. Ayuso J., L’Hotellerie-Fallois P., (2000): *The Role of Wages in Disinflationary Process: The Case of Spain*. BIS Spring Central Bank Economist’s Meeting, 2-3 March.
13. Balke N., Brown P., Yucel M., (1999): *Oil Shocks and the U. S. Economy: Where Does the Asymmetry Originate?* Working paper, FED, Dallas.

14. Banco de Espana, (1990, 1991, 1992, 1993, 1994, 1995, 1996, 1997, 1998, 1999, 2000, 2001, 2002): *Annual Report*.
15. Banco de Espana, (1991-2002): *Economic Bulletin*. January-December (miesięczne).
16. Banco de Espana, (1998b): *Convergence Report presented by the Governor of the Banco de Espana*.
17. Banco de Portugal, (1990, 1991, 1992, 1993, 1994, 1995, 1996, 1997, 1998, 1999, 2000, 2001, 2002): *Annual Report*.
18. Banco de Portugal, (1998b, 1999b, 2000b, 2001b, 2002b): *Economic Bulletin*. March-September (kwartalne).
19. Bank of Greece, (1990, 1991, 1992, 1993, 1994, 1995, 1996, 1997, 1998, 1999, 2000, 2001, 2002): *Annual Report*.
20. Bank of Greece, (1993b-1999b): *Economic Bulletin*. Nr 1-14, January-September.
21. Bank of Greece, (1997b): *Bulletin of Conjunctural Indicators*. Nr 5-6, August-September.
22. Bank of Greece, (2001b): *Bulletin of Conjunctural Indicators*. Nr 48, March-June.
23. Barber L., (1996): "Mad dash for the line". Financial Times, 20 September.
24. Barber L., (1997a): "Shape of currency crises to come". Financial Times, 11 January.
25. Barber L., (1997b): "Preparing for EMU: Run-up for leap into the unknown". 28 May.
26. Barro R., (1995): *Inflation and Economic Growth*. NBER Working Paper No. 5326.
27. Barro R., Gordon D., Rules, (1983): "Discretionary Reputation in a Model of Monetary Policy". Journal of Monetary Economics, No. 12, s. 101-121.
28. Barro R., Gordon D.B., (1983a): "Rules, Discretion and Reputations in Model of Monetary Policy". Journal of Monetary Economics, No. 12, s. 101-121, July.
29. Barro R., Gordon D.B., (1983b): "A Positive Theory of Monetary Policy in a Natural Rate Model". Journal of Political Economy, No. 91, s. 589-610, August.
30. Bernanke B., Gertler M., Watson M., (1997): "Systematic Monetary Policy and the Effects of Oil Price Shocks". Brooking Papers on Economic Activity, No. 1, s. 91-142.
31. Bertola G., Blau F., Kahn L.M., (2001): *Comparative Analysis of Labor Market Outcomes: Lessons for the US from International Long-Run Evidence*. NBER Working Paper No. 8526.
32. Bini Smaghi L., Del Giovane P., (1992): *Convergence of Inflation, Prerequisite for EMU, Temi di discussione*. No. 186, Banca d'Italia.
33. Bini-Smaghi, Padoa-Schioppa T., Papadia F., (1994): *The transition to EMU in the Maastricht Treaty*. Essays in International Finance, No. 194, Princeton University.

34. Blanchard O., Comment on Giavazzi and Pagano, (1990): *NBER Macroeconomics Annual 1990*. The MIT Press.
35. Blanchard O., Jimeno J., (1999): *Reducing Spanish unemployment under the EMU*. FEDEA, February.
36. Blanchard O., Wolfers J., (1999): "The Role of Shocks and Institutions in the Rise of European Unemployment: The Aggregate Evidence". The Economic Journal, No. 110.
37. Blinder A., (1999): *Central Banking in Theory and Practice*. MIT Press, Cambridge.
38. Bradbury J., Crain M., (2001): "Legislative Organization and Government Spending: Cross-Country Evidence". Journal of Public Economics, Vol. 82, s. 309-325.
39. Braga de Macedo J., (1990): *External liberalisation with Ambiguous Public Response: The Experience of Portugal*. CEPR Discussion Paper No. 378, Centre for Economic Policy Research, February.
40. Braga de Macedo J., (2002): *Portugal's European Integration: the good student with a bad fiscal constitution*. 1 September.
41. Braga de Macedo J., Nunes L., Covas F., (1999): *Moving the Escudo into the Euro*. CEPR Discussion Paper No. 2248, Centre for Economic Policy Research.
42. Brissimis S., Kamberoglou N., Simigiannis G., (2001): *Is There a Bank Lending Channel of Monetary Policy in Greece? Evidence from Bank Level Data*. ECB Working Paper No. 104.
43. Brown S., Yucel M., (1999): "Oil Prices and the U.S. Aggregate Economic Activity: A Question of Neutrality". Federal Reserve Bank of Dallas Economic and Financial Review, s. 16-23.
44. Bryants R., Garganas N., Tavlas G., (2002): *Greece's Economic Performance and Prospects*. Bank of Greece, The Brookings Institution.
45. Brzoza-Brzezina M., (2002): "Estimating the Natural Rate of Interest: A SVAR Approach". Working Paper No. 27, NBP.
46. Brzoza-Brzezina M., (2003a): "Rola naturalnej stopy procentowej w polityce pieniężnej". Praca doktorska w przygotowaniu, SGH.
47. Brzoza-Brzezina M., (2003b): *Zagadnienie naturalnej stopy procentowej*. Wersja robocza na seminarium NBP, 7 stycznia.
48. Buiter W., Corsetti G., Roubini N., (1993): „Excessive deficits: sense and nonsense in Treaty of Maastricht”. Economic Policy, No. 16.
49. Buti M., Giudice G., (2002): *EMU's Fiscal Rules: What Can and Cannot Be Exported?* European Commission.

50. Calvo G., Vegh C., (1999): *Inflation Stabilization and BOP Crisis in Developing Countries*. [W:] Taylor J., Woodford, (red.), *Handbook of Macroeconomics*, Vol. C., North Holland.
51. Campa J., Goldberg L., (2002): *Exchange Rate Pass-Through Into Import Prices: A Macro or Micro Phenomenon?* NBER Working Paper No. 8934.
52. Canonero G., (1995): *Spain: Unemployment, Debt Management, and Interest Rate Differentials*. IMF Working Paper No. 95/107, International Monetary Fund, November.
53. Capos e Cunha L., Silva P., (2003): *Portugal and the EMU: 1996-2001, the crucial years*.
54. Carruth A., Hooker M., Oswald A., (1998): "Unemployment Equilibria and Input Prices: Theory and Evidence from United States". *Review of economics and Statistics*, No. 80, s. 621-628.
55. Carvalho I., (1999): *Impacto das privatizacoes no mercado de capitais: 1996 – 1 Semestre de 1999*. Bolsa de Valores de Lisboa.
56. Catao L., Terrones M., (2001): *Fiscal Deficit and Inflation: A New Look at the Emerging Market Evidence*. IMF Working Paper No. 01/74.
57. Catao L., Terrones M., (2001): *Fiscal Deficits and Inflation: A New Look at the Emerging Market Evidence*. IMF Working Paper No. 01/74.
58. Chatelain J., Ehrmann M., Generale A., Martinez-Pages J., Vermeulen P., Worms A., (2002): *Monetary Policy Transmission in the euro area – Evidence from micro data on firms and banks*.
59. Choudhri E., Hakura D., (2001): *Exchange Rate Pass-Through to Domestic Prices: Does the Inflationary Environment Matter?* IMF Working Paper No. 194.
60. Cook T., Hahn T., (1989): *A Comparison of Actual and Perceived Changes in the Federal Funds Rate Target in the 1970s*. Working Paper No. 1989-04, FED, Richmond.
61. Cooray A., (2002): *The Fisher Effect: A Review of the Literature*.
62. Cottarelli C., Griffiths M., Moghadam R., (1998): *The Nonmonetary Determinants of Inflation: A Panel Data Study*. IMF Working Paper No. 23.
63. Cottarelli C., Griffiths M., Moghadam R., (1998): *The Nonmonetary Determinants of Inflation: A Panel Data Study*. IMF Working Paper No. 98/23.
64. Daniel B., (1997): "International Interdependence of National Growth Rates: A Structural Trends Analysis". *Journal of Monetary Economics*, No. 40, s. 73-96.
65. Davis S., Haltiwanger J., (2001): "Sectoral Job Creation and Destruction Responses to Oil Prices Changes and Other Shocks". *Journal of Monetary Economics*, Vol. 48/3.

66. Davis S., Loungani P., Mahidhara R., (1996): *Regional Labor Fluctuations Oil Shocks, Military Spending, and Other Driving Forces*. Working paper, University of Chicago.
67. De Gragario J., Giovannini A., Krueger T., (1993): *The Behavior of Nontradable Goods Prices in Europe: Experience and Interpretation*. IMF Working Paper No. 93/45, International Monetary Fund, May.
68. De Grauwe P., (2000): *Economics of Monetary Integration*. Oxford University Press.
69. De Haan J., Beekhuis G., (1999): "The Weak Government Thesis: Some New Evidence". *Public Choice*, Vol. 101, s. 163-176.
70. Demekas D., Kontolemis Z., (1996): *Unemployment in Greece: A Survey of the Issues*. IMF Working Paper No. 96/91, International Monetary Fund, August.
71. Detragiache E., Hamman J., (1997): *Exchange-Rate Based Stabilization in Western Europe – Greece, Ireland, Italy and Portugal*. IMF Working Paper No. 97/75.
72. Dornbusch R., Sturzenegger F., Wolf H. (1990): "Extreme Inflation: Dynamics and Stabilization". *Brookings Papers on Economic Activity*, Vol. 2.
73. Dornbusch R., Sturzenegger F., Wolf H., (1991): *Extreme Inflation: Dynamics and Stabilization*. NBER Working Paper No. 1584.
74. Dornbush A., De Grauwe P., Tullio G., (1997): "Why Has Inflation Remained So Low After the Large Exchange Rate Depreciation of 1992?" *Journal of Common Market Studies*, Vol. 35.
75. Edwards S., Tabellini G., (1990): *Explaining Fiscal Policies And Inflation in Developing Countries*. NBER Working Paper No. 3493.
76. Eichengreen B., (2000): „The ERM Crisis in Retrospect”, *Stabilization and Monetary Policy*. Publikacja na konferencję 75 rocznicy Banku Meksyku w dniach 14-15 listopada, Banco de Mexico.
77. EIU, (1996a): *Country Profile. Portugal 1996-97*. Economist Intelligence Unit, Londyn.
78. EIU, (1996b): *Country Profile. Portugal 1996-97*. Economist Intelligence Unit, Londyn.
79. EIU, (1996c): *Country Profile. Portugal 1996-97*. Economist Intelligence Unit, Londyn.
80. EIU, (1997a): *Country Profile. Portugal 1997-98*. Economist Intelligence Unit, Londyn.
81. EIU, (1997b): *Country Profile. Portugal 1997-98*. Economist Intelligence Unit, Londyn.
82. EIU, (1997c): *Country Profile. Portugal 1997-98*. Economist Intelligence Unit, Londyn.
83. EIU, (1998a): *Country Profile. Portugal 1998-1999*. Economist Intelligence Unit, Londyn.
84. EIU, (1998b): *Country Profile. Portugal 1998-1999*. Economist Intelligence Unit, Londyn.

85. EIU, (1998c): *Country Profile. Portugal 1998-1999*. Economist Intelligence Unit, Londyn.
86. EIU, (1999a): *Country Profile. Portugal 1999-2000*. Economist Intelligence Unit, Londyn.
87. EIU, (1999b): *Country Profile. Portugal 1999-2000*. Economist Intelligence Unit, Londyn.
88. EIU, (1999c): *Country Profile. Portugal 1999-2000*. Economist Intelligence Unit, Londyn.
89. EIU, (2000a): *Country Profile. Portugal 2000*. Economist Intelligence Unit, Londyn.
90. EIU, (2000b): *Country Profile. Portugal 2000*. Economist Intelligence Unit, Londyn.
91. EIU, (2000c): *Country Profile. Portugal 2000*. Economist Intelligence Unit, Londyn.
92. EIU, (2001a): *Country Profile. Portugal 2001-02*. Economist Intelligence Unit, Londyn.
93. EIU, (2001b): *Country Profile. Portugal 2001-02*. Economist Intelligence Unit, Londyn.
94. EIU, (2001c): *Country Profile. Portugal 2001-02*. Economist Intelligence Unit, Londyn.
95. EIU, (I-IV 1996b, I-IV 1997b, I-IV 1998b, I-IV 1999b, I-IV 2000b, I-IV 2001b, I-IV 2002b): *Country Report. Portugal*. Economist Intelligence Unit, Londyn, (kwartalnie).
96. EIU, (I-IV 1996b, I-IV 1997b, I-IV 1998b, I-IV 1999b, I-IV 2000b, I-IV 2001b, I-IV 2002b): *Country Report. Portugal*,. Economist Intelligence Unit, Londyn, (kwartalnie).
97. EIU, (I-IV 1996b, I-IV 1997b, I-IV 1998b, I-IV 1999b, I-IV 2000b, I-IV 2001b, I-IV 2002b): *Country Report. Portugal*, Economist Intelligence Unit, Londyn, (kwartalnie).
98. Elmeskov J., MacFarlan M., (1993): *Unemployment Persistence*. OECD Economic Studies No. 21, s. 59-88.
99. EMI, (1998): *Convergence Report*. European Monetary Institute.
100. EMI, (2000): *Convergence Report*. European Monetary Institute.
101. Ericsson N.R., Sharma S., (1996): *Broad Money Demand and Financial Liberalisation in Greece*. IMF Working Paper No. 96/62, International Monetary Fund, June.
102. European Commission (1997-2003): *Standard Eurobarometer*. No. 45-60, European Commission.
103. European Commission, (1997): *"The Economic and Financial Situation in Portugal. Portugal in the Transition to EMU"*. European Economy Reports and Studies No. 1.
104. European Commission, (2000): *"Report on the Implementation of the 1999 Broad Economic Policy Guidelines"*. European Economy Reports and Studies, No. 1.
105. European Commission, (2001a): *"2001 broad economic policy guidelines"*. European Economy No. 72.

106. European Commission, (2001b): *“Report on the Implementation of the 2000 Broad Economic Policy Guidelines”*. European Economy Reports and Studies, No. 2.
107. European Commission, (2003a): *General Government Data*. Spring 2003.
108. European Commission, (2003b): *Economic Forecasts*. Spring 2003.
109. European Parliament, (2001): *The Reform of Taxation in EU Member States*. European Parliament Working Paper No. 127, May.
110. Eurostat, (2001): *Guidelines for the general government deficit and debt notification under the „Excessive Deficit Procedure”*.
111. Feenstra R.C., Kendal J.D., (1994): *Pass-Through of Exchange Rates and Purchasing Power Parity*. NBER Working Paper No. 4842.
112. Fernandez de Lis S., (1996): *Classification of central banks by autonomy: a comparative analysis*. Working Paper No. 9604, Banco de Espana.
113. Fieleke N.: *International Capital Transactions: Should They Be Restricted?* IMF Working Paper No. 93/20, International Monetary Fund, December.
114. Fischer S., (1998): *The Economics of the Government Budget Constraint*. The World Bank Policy, Planning and Research Working Papers.
115. Fischer S., Modigliani F., (1978): *“Towards an Understanding of the Real Effects and Costs of Inflation”*. NBER Review World Economics, Vol. 114, No. 4, s. 810-833.
116. Fischer S., Sahay R., Vegh C., (2002): *Modern Hyper- and High Inflations*. NBER Working Paper No. 8930.
117. Fisher E., (1989): *“A Model of Exchange Rate Pass-Through”*. Journal of International Economics, Vol. 26/1,2, s. 119-138.
118. Fisher I., (1930): *The Theory of Interest*. Macmillan, New York.
119. Frankel J., (1993): *‘Excessive Deficits’: Sense and Nonsense in the Treaty of Maastricht” Comments on Buiter, Corsetti and Roubini*. Centre for Economic Policy Research, Londyn.
120. Franks J., (1994): *Explaining Unemployment in Spain: Structural Change, Cyclical Fluctuations, and Labor Market Rigidities*. IMF Working Paper No. 94/102, International Monetary Fund, September.
121. Fuhrer J.C., Moore G.R., (1995): *“Forward-Looking Behavior and the Stability of a Conventional Monetary Policy Rule”*. Journal of Money, Credit and Banking, Vol 27, No. 4.
122. Gagnon J., Ihrig J., (2002): *Monetary Policy and Exchange Rate Pass-through*. FED.

123. Galy M., Pastor G., Pujol T., (1993): *Spain: Converging with the European Community*, International Monetary Fund, Washington.
124. Garrett G., (1996): "The political economy of European economic and monetary union". Financial Times, 2 February.
125. Goldfajn I., Werlang S., (2000): *The pass-through from Depreciation to Inflation: A Panel Study*. Banco Central Do Brasil.
126. Government of the Portuguese Republic (2003): *Stability and Growth Program Updated for the Period 2003-2006*. January.
127. Grubb D., Wells W., (1993): "Employment Regulation and Patterns of Work in E.C. Countries". OECD Economic Studies No. 21, OECD.
128. Hamann J., Prati A., (2002): *Why Do Many Disinflation Fail? The Importance of Luck, Timing, and Political Institutions*. IMF Working Paper, No. 02/228.
129. Hamilton J., (2000): *What Is an Oil Shock?* NBER Working Paper No. 7755.
130. Hamilton J., Herrera A., (2001): *Oil Shocks and Aggregate Macroeconomic Behavior: The Role of Monetary Policy*. Working paper.
131. Henckler T., Ize A., Kovanen A., (1999): *Central Banking Without Central Bank Money*. IMF Working Paper No. 99/92.
132. Hernando I., Martinez-Pages J., (2001): *Is There a Bank Lending Channel of Monetary Policy in Spain*. ECB Working Paper No. 99.
133. Herrera A., (2000): *Inventories, Oil Shock, and Aggregate Economic Behavior*. Niepublikowana praca doktorska, University of California at San Diego.
134. Herz B., Kotios A., (2000): "Coming Home to Europe: Greece and the Euro". Intereconomics, Vol. 35, No. 4, July/August.
135. Hooker M., (1999): *Exploring the Robustness of the Oil Price-Macroeconomy Relationship*. Working paper, Board of Governors of the Federal Reserve System.
136. Hope K., (1998): "Party's rank and file still unconvinced over sell-offs". Financial Times, 1 July.
137. Hufner F., Schroder M., (2002): *Exchange Rate Pass-Through to Consumer Prices: A European Perspective*. Centre for European Economic Research, Discussion Paper No. 02-20.
138. IMF, (1995a): *Greece – Background Paper*. IMF Staff Country Report No. 95/95, International Monetary Fund, September.
139. IMF, (1995b): *Portugal – Recent Economic Developments*. IMF Staff Country Report No. 95/124, International Monetary Fund, December.

140. IMF, (1995c): *Spain – Selected Background Issues*. IMF Staff Country Report No. 95/39, International Monetary Fund, May.
141. IMF, (1996a): *Greece – Recent Economic Developments and Selected Issues*. IMF Staff Country Report No. 96/121, International Monetary Fund, November.
142. IMF, (1996b): *Portugal – Selected Issues and Statistical Appendix*. IMF Staff Country Report No. 96/129, International Monetary Fund, December.
143. IMF, (1996c): *Spain – Selected Issues – Labor Market Policies and Unemployment Dynamics*. IMF Staff Country Report No. 96/57, International Monetary Fund, June.
144. IMF, (1996d): *Spain – Recent Economic Developments*. IMF Staff Country Report No. 96/56, International Monetary Fund, June.
145. IMF, (1997a): *Portugal: Selected Issues*. IMF Staff Country Report No. 97/121, International Monetary Fund, December.
146. IMF, (1997b): *Spain – Recent Economic Developments and Selected Issues*. IMF Staff Country Report No. 97/39, International Monetary Fund, May.
147. IMF, (1998a): *Portugal: Selected Issues and Statistical Appendix*. IMF Staff Country Report No. 98/127, International Monetary Fund, December.
148. IMF, (1998b): *Spain – Selected Issues*. IMF Staff Country Report No. 98/53, International Monetary Fund, May.
149. IMF, (1999a), *Greece: Selected Issues*, IMF Staff Country Report No. 99/138, International Monetary Fund, December.
150. IMF, (1999b): *Greece: Staff Report for the 1999 Article IV Consultation*. IMF Staff Country Report No. 99/131, International Monetary Fund, November.
151. IMF, (1999c): *Spain: Selected Issues and Statistical Appendix*. IMF Staff Country Report No. 99/81, International Monetary Fund, August.
152. IMF, (2000a): *Portugal: 2000 Article IV Consultation – Staff Report; Supplement to the Staff Report; and Public Information Notice Following Consultation*. IMF Staff Country Report No. 00/152, International Monetary Fund, November.
153. IMF, (2000b): *Spain: Selected Issues*. IMF Staff Country Report No. 00/156, November.
154. IMF, (2000c): *Spain: The 2000 Article IV Consultation – Staff Report; Supplement to the Staff Report: Public Information Notice Following Consultation; and Statement by the Authorities of Spain*. IMF Staff Country Report No. 00/151, International Monetary Fund, November.

155. IMF, (2001a): *Greece – Selected Issues and Statistical Appendix*. IMF Staff Country Report No. 01/57, International Monetary Fund, April.
156. IMF, (2001b): *Monetary and Exchange Rate Policies of the Euro Area*. Country Report No. 01/60, International Monetary Fund, March.
157. IMF, (2001c): *Selected Euro-Area Countries: Rules-Based fiscal Policy and Job-Rich Growth in France, Germany, Italy and Spain – Report with Supplementary Information*. IMF Country Report No. 01/203, International Monetary Fund, November.
158. IMF, (2002a): *Greece: 2001 Article IV Consultation – Staff Report; Public Information Notice on the Executive Board Discussion; and Statement by the Executive Director for Greece*. IMF Staff Country Report No. 02/56, International Monetary Fund, March.
159. IMF, (2002b): *Greece – Selected Issues – An Overview of Pension Reform*. IMF Staff Country Report No. 02/58, International Monetary Fund, March.
160. IMF, (2002c): *Portugal: 2001 Article IV Consultation – Staff Report and Public Information Notice on the Executive Board Discussion*. IMF Country Report No. 02/90, International Monetary Fund, April.
161. IMF, (2002d): *Spain: 2001 Article IV Consultation – Staff Report; Staff Supplement; and Public Information Notice on the Executive Board Discussion*. IMF Staff Country Report No. 02/53, International Monetary Fund, March.
162. IMF, (2002e): *World Economic Outlook*. September.
163. IMF, (2003a): *Greece – Selected Issues*. IMF Staff Country Report No. 03/157, International Monetary Fund, June.
164. IMF, (2003b): *IMF Survey*. Vol. 32, nr 12, 30 June.
165. IMF, (2003c): *World Economic Outlook*. April.
166. IMF, (2003d): *Portugal: 2002 Article IV Consultation – Staff Report; Staff Supplement; and Public Information Notice on the Executive Board Discussion*. IMF Country Report No. 03/99, International Monetary Fund, April.
167. IMF, (2003e): *Greece: 2003 Article IV Consultation – Staff Report; Staff Supplement; Public Information Notice on the Executive Board Discussion and Statement by the Executive Director for Greece*. IMF Country Report No. 03/156, International Monetary Fund, June.
168. IMF, (2003f): *Spain: 2002 Article IV Consultation – Staff Report; Public Information Notice on the Executive Board Discussion; and Statement by the Executive Director for Spain*. IMF Country Report No. 03/40, International Monetary Fund, February.

169. IMF,, (1998c): *World Economic Outlook*. May.
170. Jeronimo V., Pagam J., Soydemir G., (2000): “*Privatisation and Economic and Monetary Union*”. *Eastern Economic Journal*, Vol. 26, No. 3.
171. Kashyap A. K., Stein J. C., (1997): “*The Role of Banks in Monetary Policy: A Survey with Implications for the European Monetary Union*”. Federal Reserve Bank of Chicago Economic Perspectives, September/October, s. 2-18.
172. Keane M., Prasad E., (1996): “*The Employment and Wage Effects of Oil Price Change: A Sectoral Analysis*”. *Review of Economics and Statistics*, No. 78, s. 389-400.
173. King R., Plosser C., (1984): *The Behavior of Money, Credit, and Prices in a Real Business Cycle*. NBER Working Paper No. 853.
174. Kontopoulos Y., Perotti R., (1999): *Government Fragmentation and Fiscal Policy Outcomes: Evidence from OECD Countries*. [W:] Poterba J., von Hagen J., (red.), *Fiscal Institutions and Fiscal Performance*, University of Chicago Press, Chicago.
175. Kosterna U., (1995): *Deficyt budżetu państwa i jego skutki ekonomiczne*. CASE, PWN.
176. Laubach T., Williams J.C., (2001): *Measuring the Natural Rate of Interest*. Board of Governors of the Federal Reserve System, November.
177. Levy J., (1995): *The Spanish Social Security: Prospects of the Pension and Health-Care Systems*. IMF Working Paper No. 95/73, International Monetary Fund, July.
178. Loungani P., Swagel P., (2001): *Sources of Inflation in Developing Countries*. IMF Working Paper No. 01/198.
179. Lucas R., L. Jr. Rapping: “*Real Wages Employment and Inflation*”. *Journal of Political Economy*, Vol. 59 (3), s. 342-350.
180. Luz S., (1997): “*Alargamento da Uniao Europeia e Comercio Externo Portuguesa*”. *Economic Bulletin*, Bank of Portugal, March.
181. Malo de Molina J., Gutierrez F., (red.), (1998): *Monetary Policy and Inflation in Spain*, Banco de Espana.
182. Manessiotis, B.: “*Has the Public Sector become the Primary Labour Market in Greece?*” Unpublished mimeo. Athens.
183. McCarthy J., (2000): *Pass-Through of Exchange Rates and Import Prices to Domestic Inflation in Some Industrialized Economies*. FED, New York.
184. McCrary E.S., (1999): “*Greece: A Done Deal*”. *Global Finance*, September.
185. Mehra Y., (1996): *The Bond Rate and Actual Future Inflation*. FED, Richmond.

186. Mihaljek D., Klau M., (2001): *A note from the pass-through from exchange rate and foreign price changes to inflation in selected emerging market economies*. BIS Paper No. 8.
187. Mishkin F., (1989): *A Multi-Country Study of the Information In the Term Structure About Future Inflation*. NBER Working Paper No. 3125.
188. Mishkin F., (1990a): „*What Does the Term Structure Tell US About Future Inflation?*” *Journal of Monetary Economics*, Vol. 25, s. 77-95.
189. Mishkin F., (1990b): „*The Information in the Longer-maturity Term Structure about Future Inflation*”. *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 55, s. 815-828.
190. Mishkin F., (1991a): *Is the Fisher Effect for Real? A Reexamination of the Relationship Between Inflation and Interest Rates*. NBER Working Paper No. 3632.
191. Mishkin F., (1991b): „*A Multi-country Study of the Information in the Term Structure about Future Inflation*”. *Journal of International Money and Finance*, Vol. 10, s. 2-22.
192. Monetary Policy Committee, (1999): *The Transmission Mechanism of Monetary Policy*. Bank of England.
193. Montiel P. (1989): *Empirical Analysis of High-Inflation Episodes in Argentina. Brazil and Israel*, IMF Staff Papers No. 36.
194. Mork K., (1989): “*Oil and the Macroeconomy When Prices Go Up and Down: An Extension of Hamilton’s Results*”. *Journal of Political Economy*, No. 91, s. 740-744.
195. Munchau W., (1997): “*Preparing For EMU: The First Wave: Probables and possibles*”. 28 May.
196. Murgasowa Z., (1996): *Exchange-Rate Pass-Through in Spain*. IMF Working Paper No. 96/114.
197. Newbold P., Davies N., (1978): “*Error Mis-specification and Spurious Regressions*”. *International Economic Review* No.19, s. 513-519.
198. Nickell S., (1997): “*Unemployment and labour market rigidities: Europe versus North America*”. *Journal of Economic Perspectives*, No.11(3), s. 55-74.
199. OECD, (1991a, 1992a, 1993a, 1995a, 1996a, 1997a, 1998a, 2001a): *OECD Economic Survey. Greece*.
200. OECD, (1991b, 1992b, 1994b, 1995b, 1998b, 2001b): *OECD Economic Survey. Portugal*.
201. OECD, (1991c, 1992c, 1993c, 1994c, 1996c, 1998c, 2000c, 2001c): *OECD Economic Survey. Spain*.
202. OECD, (1994): *Employment Outlook 1994*. OECD.

203. OECD, (1999): *Employment Outlook 1999*. OECD.
204. OECD, (2002): *OECD Employment Outlook*.
205. OECD, (2003): *OECD Economic Outlook*. No. 73, June.
206. Otker I., Pazarbasioglu C., (1994): *Exchange Market Pressures and Speculative Capital Flows in Selected European Countries*. IMF Working Paper No. 94/21, International Monetary Fund, February.
207. Peng W., (1995): *The Fisher Hypothesis and Inflation Persistence Evidence from Five Major Industrial Countries*. IMF Working Paper No. 95/118.
208. Phelps E., (1970): *Microeconomic Foundations of Employment and Inflation Theory*. W.W. Norton&Company Inc., New York.
209. Phillips P.C.B., Loretan M., (1991): „*Estimating Long-run Economic Equilibria*“. Review of Economic Studies No. 58, s. 407-436.
210. Polychroniou C.G., (1996): „*Grecian Yearn*“. International Economy, November/December.
211. Radecki L., Vincent R., (1994): „*The Financial Linkages in the Transmission of Monetary Policy in the United States*“. National Differences in Interest Rate Transmission, BIS.
212. Ranki S., (2000): *Does the Euro Exchange Rate Matter?* ETLA Working Paper No. 729.
213. Raymond J., Rich R., (1997): „*Oil and the Macroeconomy: A Markov State-Switching Approach*“. Journal of Money, Credit, and Banking, No. 29/1, s. 193-213.
214. Rebelo S., (1992): *Inflation Convergence in Portugal*. Bank of Portugal Working Paper No. 11-92.
215. Rogoff K., (1985): „*Can Exchange Rate Predictability be Achieved without Monetary Convergence? Evidence from the EMS*“. European Economic Review, No. 28, s. 93-115.
216. Roley V., Sellon G., (1995): „*Monetary Policy Actions and Long-Term Interest Rates*“. Economic Review.
217. Romer D., (2000): *Makroekonomia dla zaawansowanych*. PWN, Warszawa.
218. Rotemberg J., Woodford M., (1996): „*Imperfect Competition and the Effect of Energy Price Increases*“. Journal of Money, Credit, and Banking, No. 28/1, s. 549-577.
219. Roubini N., Sachs J., (1989): „*Political and Economic Determinants of Budget Deficits in the Industrial Democracies*“. European Economic Review, Vol. 33, s. 903-938.
220. Rozporządzenia Rady Europejskiej nr 1466/97 i 1467/97, 1997.
221. Rzońca A., (2002): *Polityka fiskalna a inflacja*. NBP.

222. Santini D., (1994): *"Verification of Energy's Role as a Determinant of U.S. Economic Activity"*. [W:] Moroney J., (red.), *Advances in the Economics of Energy and Resources*, Vol. 8, Greenwich, J.A.I. Press.
223. Sargent T. J., Wallace N., (1981): *"Some Unpleasant Monetarist Arythmetics"*. Federal Reserve Bank of Minneapolis, Quarterly Review.
224. Skilling D., (2001): *The Political Economy of Public Debt Accumulation in OECD Countries Since 1960*. Materiał niepublikowany, New Zealand Treasury.
225. Sobczak N., (1998): *Disinflation in Spain: The Recent Experience*. IMF Working Paper No. 98/106, International Monetary Fund.
226. Sobczak N., (1998): *Disinflation in Spain: The Recent Experience*. IMF Working Paper No. 98/106.
227. Świętoń M., (2002): *Terminowa struktura dochodowości skarbowych papierów wartościowych w Polsce w latach 1998-2001*. Materiały i Studia NBP nr 150.
228. Takizawa H., (2003): *Job-Specific Investment and the Cost of Dismissal Restrictions – The Case of Portugal*. IMF Working Paper No. 03/75, International Monetary Fund, April.
229. Teixeira P., (2002): *Labour market transition in Portugal, Spain, and Spain*. ACE Discussion Paper, European Union's ACE Programme.
230. The Economist, (1996): *"The Maastricht conundrum"*. 14 December.
231. The Economist, (1997a): *"EMU's paradoxes"*. 29 May.
232. The Economist, (1997b): *"Sex and the single currency"*. 18 December.
233. The Economist, (1997c): *"Ready or not, here comes EMU"*. 9 October.
234. The Economist, (1997d): *"Can EMU be left to stew?"* 6 May.
235. Traktat o Unii Europejskiej, (1992).
236. Van Els P., Locarno A., Morgan J., Villetelle J., (2001): *Monetary Policy Transmission in the Euro Area: What do Aggregate and National Structural Models Tell Us?* EBC Working Paper No. 94.
237. Von Hagen J., Hallett A., Strauch R., (2001): *Budgetary Consolidation in EMU*. European Economy, Economic Papers, No. 148.
238. Wallace C., (1997): *"Right on the Money"*. Time, 17 November.
239. White D., (1995): *"The Emu recipe is proving difficult to swallow - The country is striving to meet the criteria for EU single currency membership"*. Financial Times, 8 November.

240. White D., (1997): "*Preparing For EMU: Spain and Portugal: Outsiders on target*". 28 May.
241. Wickens M., Uctum M., (1993): „*Debt and deficit ceilings, and sustainability of fiscal policies: an intertemporal analysis*". Bulletin.
242. Wise P., (1998): "*Survey – World Economy and Finance. Toughest test lies ahead: Portugal*". Financial Times, 2 October.