

## **POLITYKA FISKALNA I MONETARNA NA ETAPIE DOCHODZENIA DO STREFY EURO**

### **Wprowadzenie**

Każde państwo członkowskie Unii Gospodarczej i Walutowej z derogacją musi w okresie przed wejściem do strefy euro bezwzględnie spełnić nominalne i legislacyjne (prawne) kryteria konwergencji. Kryteria legislacyjne mają w istocie rzeczy charakter formalnoprawny. Chodzi w tym przypadku o to, ażeby uregulowania konstytucyjne, a także inne przepisy prawa umożliwiły zastąpienie pieniądza narodowego przez euro oraz przeniesienie uprawnień w zakresie prowadzenia polityki pieniężnej z krajowego banku centralnego na szczebel Europejskiego Banku Centralnego (EBC). Muszą więc zostać dokonane stosowne zmiany w Konstytucji RP oraz w ustawodawstwie krajowym w celu osiągnięcia pełnej zgodności prawa krajowego z artykułami 130 i 131 Traktatu o funkcjonowaniu Unii Europejskiej (Traktatu Lizbońskiego), a także ze Statutem Europejskiego Systemu Banków Centralnych. Konwergencja legislacyjna jest więc kwestią gotowości politycznej głównych sił politycznych kraju odnośnie wprowadzenia euro w uzgodnionym terminie. Barierą polityczną w tym zakresie jest w szczególności wymóg zmiany Konstytucji RP<sup>1</sup>. Zagadnieniem o charakterze ekonomicznym jest natomiast takie prowadzenie polityki fiskalnej i monetarnej (pieniężnej), ażeby osiągnięty został wysoki poziom zbieżności realnej gospodarki w porównaniu z państwami stanowiącymi rdzeń gospodarczy strefy euro oraz wypełnione zostały kryteria konwergencji nominalnej wprowadzone Traktatem z Maastricht.

### **1. Konwergencja nominalna**

Wymóg spełnienia kryteriów konwergencji nominalnej wyznacza w znacznej mierze pole manewru w obszarze polityki gospodarczej kraju. Kryteria konwergencji nominalnej - określone w artykule 140 Traktatu o funkcjonowaniu Unii Europejskiej oraz uszczegółowione w Protokołach nr 12 i 13 stanowiących załączniki do tego Traktatu<sup>2</sup> (pierwotnie do Traktatu z Maastricht) - wyznaczają wymogi w zakresie stabilności fiskalnej i monetarnej, których poziom osiągnięcia jest oceniany przez Komisję Europejską oraz przez EBC.

#### **1.1. Stabilność fiskalna**

Zgodnie z artykułem 140 Traktatu kryterium stabilności fiskalnej oznacza konieczność przestrzegania procedury nadmiernego deficytu określonej (zdefiniowanej) w artykule 126 Traktatu oraz w Protokole nr 12, w Pakcie Stabilności i Wzrostu, a dodatkowo zaostrzone w Traktacie z 2 marca 2012 r. o stabilności, koordynacji i zarządzaniu w Unii Gospodarczej

<sup>1</sup> Powyższą kwestię szczegółowo omówił A. Nowak-Far w opracowaniu: *Konstytucja RP a wejście Polski do strefy Euro*, [w:] *Euro – ekonomia i polityka*, pod red. D. K. Rosatiego, OW WSHiP im. R. Łazarskiego, Warszawa 2009, s. 305 – 317.

<sup>2</sup> Wybór dokumentów źródłowych zawarty jest w pracy: *Reforma strefy euro Unii Europejskiej. Na drodze do sanacji i konsolidacji. Wybór dokumentów*, Wybór, wstęp i opracowanie J. Barcz, Dom Wydawniczy ELIPSA, Warszawa 2013, s. 19 – 35.

i Walutowej<sup>3</sup>. Procedura ta może zostać podjęta wówczas, gdy deficyt sektora finansów publicznych przekroczy 3% PKB. Jednocześnie dług publiczny nie może przekraczać poziomu 60% PKB. Komisja Europejska może też stwierdzić na podstawie badania 3-letniego programu konwergencji, że istnieje poważne zagrożenie dla utrzymania w ocenianym okresie dyscypliny sektora finansów publicznych i powyższe wartości referencyjne zostaną przekroczone. Taka sytuacja wystąpiła w Polsce w 2004 r. Na podstawie oceny perspektyw rozwoju sytuacji sektora finansów publicznych procedura odnośnie nadmiernego deficytu została wobec Polski podjęta. Komisja Europejska ma też pewną swobodę manewru w sytuacji, gdy deficyt sektora finansów publicznych nieznacznie przekracza 3% PKB, jeśli powyższe przekroczenie spowodowane zostało znacznymi wydatkami inwestycyjnymi i ma krótkookresowy charakter lub też gdy deficyt ten w czasie znacznie zmniejszał się. W odniesieniu do przekroczenia wartości referencyjnej dla długu publicznego Komisja miała także znaczną swobodę manewru. Ulgowe podejście do tego kryterium wynikało po prostu z faktu, że dług publiczny niektórych krajów unijnych (Włoch, Belgii, Grecji oraz Portugalii) od wielu lat znacznie przekraczał poziom 60% PKB. Tak więc konsekwentne przestrzeganie tego kryterium uniemożliwiłoby wejście tym krajom do strefy euro. W praktyce przyjęto rozwiązanie, że procedurę nadmiernego deficytu można uchylić, gdy dług publiczny ulega stopniowo zmniejszaniu, a z przedłożonej Komisji Europejskiej średniookresowej strategii finansowej (a w przypadku państw z derogacją z programu konwergencji) wynika, że dług będzie się średniookresowo zmniejszał.

Formalnie decyzję o podjęciu lub też o uchyleniu procedury nadmiernego deficytu podejmuje Rada Unii Europejskiej, ale kluczowe znaczenie ma w tym zakresie stanowisko Komisji Europejskiej, zaopiniowane przez Komitet Ekonomiczno – Finansowy.

Wprowadzona w 2004 r. wobec Polski procedura nadmiernego deficytu została uchylona dopiero w połowie 2008 r., gdyż deficyt finansów publicznych w 2007 r. spadł do poziomu 1,9% PKB. W następnym roku Polska została ponownie objęta tą procedurą, gdyż kryzys finansowy 2008+ przyczynił się do ponownego wystąpienia nadmiernego deficytu<sup>4</sup>.

## **1.2. Stabilność monetarna**

Ocena stabilności monetarnej dotyczy z jednej strony stabilności wewnętrznej pieniądza odzwierciedlonej w stabilnym poziomie cen oraz w poziomie długookresowych stóp procentowych. Z drugiej strony ocena ta odnosi się do stabilności zewnętrznej odzwierciedlonej w kształtowaniu się w średnim oraz długim okresie kursu walutowego. Na podstawie kształtowania się poziomu długookresowych stóp procentowych oraz stabilności kursowej oceniana jest także trwałość konwergencji.

### **1.2.1. Stabilność cenowa**

Do oceny stabilności cenowej wykorzystywany jest przede wszystkim zharmonizowany indeks cen konsumpcyjnych (HICP). Analizowane jest także kształtowanie się w długim okresie przebiegu innych wskaźników cenowych jak: wskaźniki cen konsumpcyjnych (CPI) i cen dla producentów (PPI), delator PKB, wskaźniki cen importowych, cen nieruchomości i cen akcji, dynamika jednostkowych kosztów pracy, przeciętnego wynagrodzenia i wydajności pracy, podaży pieniądza oraz przyrostu kredytów bankowych itp. Z doświadczeń

<sup>3</sup> Traktat ten określany jako pakt fiskalny ratyfikowany został przez 25 państw unijnych i wszedł w życie z dniem 1 stycznia 2013 r. Traktat ten zastrzega wymogi w zakresie polityki fiskalnej, gdyż wprowadza regulę, że średniookresowy deficyt strukturalny (deficyt oczyszczony z wahań cyklicznych) finansów publicznych nie może przekraczać 0,5% PKB, a wyjątkowo w państwach o stabilnych finansach publicznych 1% PKB. Poza tym nadmierne zadłużenie ma ulegać obniżaniu średnio o 1/20 rocznie. Patrz: jak wyżej, s. 195 – 198.

<sup>4</sup> W 2008 r. deficyt wyniósł 3,7% PKB. W następnych latach deficyt ten wzrósł do poziomu 7,5% w 2009 r., 7,8% w 2010 r., 5,1% w 2011 r., 3,9% w 2012 r. oraz 4,3% PKB w 2013 r. Polska została zobowiązana do zlikwidowania nadmiernego deficytu w terminie do 2015 r. Patrz: ECB, *Convergence Report June 2014*, s. 232. W zakresie długu publicznego Polska nie przekroczyła dotychczas wartości referencyjnej, ale zadłużenie to sukcesywnie wzrastało z poziomu 45,7% PKB w 2004 r. do poziomu 57% PKB w 2013 r. W efekcie dokonanej reformy OFE zmniejszenie zadłużenia publicznego w 2014 r. szacowano na ok. 9% PKB. Patrz: ECB, jak wyżej, s. 92 i 233.

w zakresie oceny stabilności cenowej nowych państw członkowskich, które zostały po 2006 r. przyjęte do strefy euro wynika, że kluczowym czynnikiem tej oceny było utrzymywanie się inflacji mierzonej wskaźnikiem HICP poniżej wartości referencyjnej w okresie jednego roku przed badaniem stopnia konwergencji nominalnej. Wartość referencyjna ustalana jest jako nieważona średnia arytmetyczna wskaźników zmiany cen w ciągu 12 miesięcy przed badaniem (wyliczonych w stosunku do 12 miesięcy z poprzedniego okresu) z trzech państw unijnych o najbardziej stabilnych cenach, powiększona o 1,5 punktu procentowego<sup>5</sup>. W praktyce pojęcie „najbardziej stabilne ceny” rozumiane jest jako najniższe wskaźniki zmian cen. Wskazują na to wyraźnie raporty o konwergencji sporządzane przez EBC po 2004 r., a w 2010 r. przy dokonywaniu oceny poziomu konwergencji nominalnej państw unijnych objętych derogacją EBC wprowadził pojęcie negatywnej (ujemnej) inflacji. Do oceny stabilności cenowej krajów objętych badaniem przyjęto wskaźniki z trzech krajów charakteryzujących się ujemną inflacją, czyli deflacją (-0,8% w Portugalii, -0,7% w Estonii oraz -0,1% w Belgii). Wartość referencyjna po dodaniu 1,5 punktu procentowego ustalona została więc na poziomie 1%<sup>6</sup>. EBC wprowadził w tym zakresie pojęcie negatywnej inflacji, gdy spadek cen ma przejściowy charakter, a jako deflację uznał spadek cen, który będzie utrzymywał się w dłuższym okresie.

### 1.2.2. Stabilność stóp procentowych

Drugą nominalną miarą stabilności monetarnej, obok wskaźnika inflacji, jest kształtowanie się długoterminowych stóp procentowych.

Podstawą oceny jest długookresowe kształtowanie się nominalnego oprocentowania 10 - letnich obligacji skarbowych (lub papierów dłużnych o podobnym charakterze). Zgodnie z artykułem 140(!) Traktatu oraz artykułem 4 Protokołu nr 13 bezwzględny wymogiem pozytywnej oceny stabilności długookresowych stóp procentowych jest pozostawianie ich przez okres roku przed badaniem na poziomie niższym od wartości referencyjnej. Jako wartość referencyjną przyjmuje się średnią arytmetyczną stóp z okresu jednego roku przed badaniem dla trzech krajów o najbardziej stabilnych cenach powiększoną o 2 punkty procentowe<sup>7</sup>. Na wysokość oprocentowania długoterminowych stóp procentowych istotny wpływ ma nie tylko polityka monetarna, ale także zapotrzebowanie sektora publicznego na środki finansowe. Im wyższy jest dług publiczny, a także im większy planuje się deficyt budżetowy, tym wyższe oprocentowanie dla nowej emisji papierów dłużnych musi zaoferować sektor publiczny, ażeby uplasować te emisje na rynku kapitałowym. Kryterium stóp procentowych jest więc ściśle powiązane ze stabilnością fiskalną i wskazuje na wzajemne powiązanie kwestii fiskalnych i monetarnych.

### 1.3. Stabilność kursowa

Istotnym czynnikiem wskazującym na stabilność gospodarczą kraju jest kształtowanie się kursu walutowego. Panowanie nad kursem własnej waluty zależy zarówno od sytuacji w sferze realnej, jak i od polityki monetarnej, a także fiskalnej. Można powiedzieć,

<sup>5</sup> W latach 2005 – 2007 gospodarkę Polski cechowała stosunkowo niska inflacja (2,6% w skali roku i poniżej), ale w okresie 2008 – 2009 wskaźnik HICP wzrósł odpowiednio do poziomu 4,2% i 4,0%. W okresie kwiecień 2011 - marzec 2012 r. wskaźnik HICP w Polsce wyniósł 4% przy wartości referencyjnej 3,1%. Patrz: ECB, *Convergence Report May 2012*, s. 168. W kolejnym okresie badawczym (maj 2013 – kwiecień 2014) wskaźnik HICP wyniósł tylko 0,6% przy wartości referencyjnej wynoszącej 1,7%. Patrz: ECB, *Convergence Report June 2014*, s.230.

<sup>6</sup> W analizowanym okresie (kwiecień 2009 – marzec 2010) najgłębszy spadek cen (-2,3%) zanotowano w Irlandii, ale ze względu na znaczny spadek aktywności gospodarczej oraz spadek płac kraj ten nie został wzięty pod uwagę przy wylczeniu wartości referencyjnej. Patrz: ECB, *Convergence Report May 2010*, s. 8 - 9.

<sup>7</sup> Po wejściu Polski do Unii Europejskiej długoterminowe stopy procentowe szybko spadły (z poziomu 7,5% w połowie 2004 r. do 4,5% w III kw. 2005 r.). W okresie od 2008 r. wahania stóp zawierały się w przedziale 5,5 – 6,5%. W okresie kwiecień 2011 - marzec 2012 średnia stopa była na poziomie wartości referencyjnej (5,8%). Na takim samym poziomie ukształtowała się średnia stopa w okresie referencyjnym maj 2013 - kwiecień 2014, a wartość referencyjną wyniosła wówczas 6,2%. Patrz: ECB, *Convergence Report May 2012* (s.174) i *June 2014* (s. 214).

że w kształtowaniu się salda bilansu płatniczego, a także w stabilności kursowej odbija się jak w soczewce stan gospodarki kraju. Prowadzona przez dłuższy okres czasu ekspansywna polityka fiskalna pogłębia stopniowo zadłużenie sektora publicznego, co przyczynia się do wzrostu dysparytetu stóp procentowych w porównaniu ze stopy strefy euro. Powoduje to napływ do kraju zagranicznego kapitału spekulacyjnego, który realizuje zyski zarówno z tytułu relatywnie wyższego oprocentowania w kraju, jak i w rezultacie dokonującej się aprecjacji pieniądza krajowego. Podobny efekt przynosi nadmiernie restrykcyjna polityka pieniężna, szczególnie w sytuacji znacznego zadłużenia zagranicznego kraju. Przypływy i odpływy zagranicznego kapitału portfelowego (spekulacyjnego) powodują destabilizację kursową. Z powyższych względów stabilność kursowa jest traktowana, obok stabilności długoterminowych stóp procentowych, jako wyznacznik trwałości konwergencji.

Traktatem z Maastricht z 1992 r. postanowiono, że każdy z krajów kandydujących do strefy euro musi się wykazać przez okres co najmniej dwóch lat stabilnością kursową w ramach mechanizmu kursu walutowego (Exchange Rate Mechanism - ERM) Europejskiego Systemu Walutowego. Mechanizm ERM był systemem kursu stałego ze stosunkowo wąskim przedziałem wahań (+/-2,25%). Ze względu na kryzys walutowy, który w okresie 1992/1993 objął niektóre kraje unijne (te kraje, które nie prowadziły zrównoważonej skoordynowanej polityki monetarnej i fiskalnej umożliwiającej utrzymania równowagi zewnętrznej i wewnętrznej)<sup>8</sup>, przedział wahań kursowych został w 1993 r. rozszerzony do +/-15%. W ten sposób mechanizm ERM stał się systemem kursu stałego z szerokim przedziałem wahań. Od momentu utworzenia w 1999 r. strefy euro mechanizm kursowy ERM został nieco zmodyfikowany w celu dostosowania go do uwarunkowań wynikających z faktu, że euro stało się wspólną walutą Unii Gospodarczej i Walutowej. Zmodyfikowany mechanizm określany jest jako ERM II

Mechanizm ERM II jest więc także wielostronnym porozumieniem przewidującym stosowanie stałego kursu walutowego z szerokim normalnym przedziałem wahań (+/-15%). Przed wprowadzeniem waluty krajowej do tego mechanizmu prezes banku centralnego z ministrem finansów prowadzą z państwami strefy euro (oraz z państwami, których waluty pozostają w mechanizmie ERM II) negocjacje w celu uzgodnienia warunków uczestnictwa w mechanizmie. Kluczową kwestią pozostaje ustalenie poziomu kursu centralnego w stosunku do euro, który bank centralny będzie zobowiązany bronić, aby wahania kursu rynkowego nie wskazywały na brak stabilności kursowej.

Stabilność kursowa zgodnie z artykułem 140(1) Traktatu oraz z art. 3 Protokołu nr 13 oznacza poszanowanie zwykłych marginesów wahań kursów przewidzianych mechanizmem kursowym Europejskiego Systemu Walutowego bez dewaluacji w stosunku do euro ale i bez „poważnych napięć” na rynku walutowym przez co najmniej dwa lata przed badaniem<sup>9</sup>. Oceniając zakres „poważnych napięć” ECB analizuje:

- zakres odchyłeń kursu rynkowego euro względem danej waluty w relacji do kursu centralnego,
- znaczenie i skalę interwencji walutowych,

<sup>8</sup> Kryzys walutowy w tym okresie został zainicjowany przez G. Sorosa, którego fundusze inwestycyjne podjęły w 1992 r. szeroko zakrojoną akcję spekulacyjną przeciwko funtowi szterlingowi. W okresie 1992 – 1993 Europejski System Walutowy przeszedł największy kryzys od momentu jego utworzenia w 1979 r. Dotknął on w szczególności unijne gospodarki o słabszych fundamentach, czyli poza Wielką Brytanią także Irlandię, Hiszpanię, Portugalie, Francję i Włochy, a także kraje skandynawskie (Finlandię, Szwecję i Norwegię), które dopiero w 1991 r. usztywniły swoje waluty względem europejskiej jednostki rachunkowej - ECU. Finlandia, która po zdewaluowaniu marki o 12% w czerwcu 1991 r. usztywniła swój kurs względem ECU już w listopadzie tego roku po spekulacyjnym odpływie kapitału zmuszona została do upłynnienia swojej waluty. Patrz: M. Gruszczyński, *Kryzysy walutowe a liberalizacja obrotów kapitałowych*, PWN, Warszawa 2002, s. 54 – 61. oraz E. Chrabonszczewska, K. Kalicki, *Teoria i polityka kursu walutowego*, OW SGH, Warszawa 1996, s. 127 – 130.

<sup>9</sup> EBC, *Raport o konwergencji, czerwiec 2014*, s. 16 – 17.

- kształtowanie się wskaźników zmienności kursu rynkowego, a także poziom dysparytetu stóp procentowych w porównaniu do krótkoterminowych stóp na rynku euro,
- wpływ programu międzynarodowej pomocy finansowej w celu ustabilizowania waluty.

Zgodnie z interpretacją przyjętą przez ECB kurs rynkowy euro wyrażony w złotych powinien w dwuletnim okresie referencyjnym pozostawać w pobliżu kursu centralnego (ale z uwzględnieniem czynników powodujących wychylenie się kursu w kierunku aprecjacji do wysokości normalnego przedziału wahań, czyli do 15%). Odchylenia kursu rynkowego euro wyrażonego w pieniądzu krajowym w kierunku aprecjacji nie są przez EBC (zgodnie z pragmatyką stosowaną w przeszłości) traktowane jako brak stabilności kursowej. EBC nie dopuszcza zaś możliwości odchylania się kursu w kierunku deprecjacji (dewaluacji) o więcej niż 2,25%. Można więc stwierdzić, że w praktyce stosowany jest przez ECB asymetryczny przedział wahań kursowych<sup>10</sup>. Właśnie w ten sposób dostosowaną do wymogów traktatowych - Zgodnie z taką interpretacją kryterium stabilności kursowej politykę kursową prowadził Narodowy Bank Słowacji po wprowadzeniu 28 listopada 2005 r. korony słowackiej do mechanizmu ERM II<sup>11</sup>. W okresie referencyjnym rynkowy kurs korony nie osłabiał się w większym zakresie niż o 2,25% od kursu centralnego, natomiast w efekcie dwukrotnego znacznego umacniania się korony dokonana została z inicjatywy EBC rewaluacja kursu centralnego, co nie zostało jednak w końcowej ocenie potraktowane jako brak stabilności kursowej<sup>12</sup>. Głównie ze względu na zagrożenie ataku spekulacyjnego na złotego władze polskie nie wprowadziły złotego do mechanizmu ERM II, stojąc na stanowisku, że zostanie ten krok poczyniony, gdy zostaną już spełnione pozostałe warunki uczestnictwa w strefie euro.

#### 1.4. Strategia w zakresie konwergencji nominalnej

Z dokonanego powyżej omówienia kryteriów konwergencji nominalnej wynika, że w ocenie stopnia konwergencji główny akcent kładzie się na utrzymanie stabilności pieniądza – kursowej i fiskalnej. Oceniane są więc efekty polityki monetarnej i fiskalnej. Komisja Europejska i EBC podkreślają co prawda, że kluczową kwestią jest osiągnięcie trwałej (długookresowej) konwergencji poprzez trwałą stabilność monetarną i fiskalną, przy czym wymagane kryteria muszą być spełnione łącznie, gdyż stanowią one integralną i spójną całość, to w praktyce ze względu na ustalenie i bezwzględne egzekwowanie spełnienia wartości referencyjnych dla kryterium cenowego, fiskalnego i stóp procentowych tylko dla okresu jednego roku przed badaniem (w związku z rozpatrywaniem wniosku danego kraju o uchylenie derogacji), to w środowisku wielu ekonomistów utrwaliło się przekonanie, że wystarczy spełnić kryteria tylko przez jeden rok zacieśniając na ten okres politykę pieniężną i fiskalną, a główny problem stwarza kryterium stabilności kursowej, które musi być spełnione aż przez okres dwóch lat. Z tych też względów niektórzy podkreślają, że nie należy wprowadzać złotego do mechanizmu ERM II i utrzymać mechanizm kursu płynnego (który Polska konsekwentnie stosuje od kwietnia 2000 r.), dopóki nie zostaną osiągnięte kryteria pieniężne i fiskalne. Nawoływano przy tym decydentów politycznych do zacieśnienia polityki fiskalnej i monetarnej, aby możliwie jak najszybciej te kryteria spełnić. W świetle powyższych uwag można powiedzieć, że kwestia osiągnięcia trwałej konwergencji nominalnej, a także konwergencji realnej była przez wielu ekonomistów traktowana drugorzędnie, szczególnie

<sup>10</sup> Pogłębiona analiza kryterium stabilności kursowej dokonana została przez autora w opracowaniach: H. Bąk, *Interpretacja kryteriów konwergencji*, [w:] *Polska w strefie euro. Szanse i zagrożenia*, pod red. J. Ostaszewskiego, OW SGH, Warszawa 2008, s. 15 – 27 oraz H. Bąk, *Polityka kursowa państwa z derogacją przed wejściem do strefy euro*, [w:] *Integracja walutowa*, pod red. Z. Binka i P. Szudry, Oficyna Wydawnicza Uniwersytetu Zielonogórskiego, Zielona Góra 2013, s. 97 – 108..

<sup>11</sup> Patrz: J. Borowski, *Doświadczenia Słowacji na drodze do strefy euro. Wnioski dla Polski*, [w:] *Euro – ekonomia i polityka*, pod red. D. K. Rosatiego, OW WSHiP im. R. Łazarskiego, Warszawa 2009, s. 257 – 259.

<sup>12</sup> Patrz: H. Bąk, *Wejście wybranych nowych państw członkowskich do strefy euro. Wnioski dla Polski*, [w:] *Gospodarka Polski w Unii Europejskiej. Wybrane zagadnienia rynku wewnętrznego*, pod red. H. Bąka i G. Wojtkowskiej-Lodej, OW SGH, Warszawa 2009, s. 135 – 138.

przez młodszą generację ekonomistów, ale opiniotwórczych ze względu na zajmowane stanowiska w sektorze finansowym. Nasuwa się tu kluczowe pytanie, czy politykę pieniężną można prowadzić w sposób autonomiczny, niezależnie od polityki fiskalnej, bez patrzenia, jaki charakter ma polityka fiskalna oraz inne obszary polityki gospodarczej. Bez względu na wymogiem legislacyjnym jest zagwarantowanie pełnej niezależności władzy monetarnej, czyli banku centralnego od władzy wykonawczej. Zapewnienie niezależności instytucjonalnej nie powinno podlegać chyba dyskusji. Prezes banku centralnego nie może podlegać władzy wykonawczej odpowiedzialnej przed parlamentem za utrzymywanie rokrocznie dyscypliny budżetowej. Może się wówczas zrodzić pokusa do wykorzystania dodatkowej emisji pieniądza (nie mającego pokrycia w realnej sferze gospodarki) w celu finansowania deficytu budżetowego. Z powyższego nie można jednakże wyciągać wniosku, że bank centralny może się skoncentrować wyłącznie na celu stabilizacji monetarnej bez uwzględniania procesów w gospodarce realnej, a także sytuacji finansowej kraju. Na konieczność skoordynowanego oddziaływania polityki fiskalnej i monetarnej na sferę realną gospodarki wskazują przede wszystkim podstawowe zależności makroekonomiczne.

Ogólnie można stwierdzić, że unijne „reguły zrównoważonego budżetu” wymagają prowadzenia restrykcyjnej polityki fiskalnej. Konieczność z kolei utrzymania długookresowo wskaźnika inflacji na niskim poziomie wymaga prowadzenia stosunkowo restrykcyjnej polityki pieniężnej.

## 2. Aspekty teoretyczne współzależności polityki fiskalnej i monetarnej

Produkt krajowy brutto (PKB) powiększony o saldo dochodów uzyskanych z tytułu współpracy z zagranicą ( $D_z$ ) oraz saldo zagranicznych transferów bieżących ( $T_z$ ) daje dochód narodowy brutto powiększony o transfery zagraniczne. Jest to więc całkowity dochód do podziału w kraju. Powyższy dochód możemy przeznaczyć na konsumpcję prywatną ( $C_p$ ), oszczędności wymuszone, czyli podatki netto ( $T$ ) oraz prywatne oszczędności dobrowolne ( $S_p$ ), czyli:

$$PKB + D_z + T_z = C_p + T + S_p \quad (1)$$

Odejmując od dochodów globalne wydatki krajowe, czyli absorpcję krajową ( $A$ ), na którą składają się wydatki konsumpcyjne ( $C_p$ ), wydatki rządowe ( $G$ ) oraz inwestycje ( $I_p$ ) oraz uwzględniając podział końcowy PKB na konsumpcję, zakupy rządowe, inwestycje, a także eksport netto –  $Ex_n$  (eksport towarów i usług pomniejszony o import) wyprowadzimy zależność:

$$(C_p + T + S_p) - C_p - G - I_p = (T - G) + (S_p - I_p) \text{ oraz} \quad (2)$$

$$(C_p + G + I_p + Ex_n + D_z + T_z) - C_p - G - I_p = CA. \quad (3)$$

Z zależności (2) i (3) wynika, że dodatnie saldo rachunku bieżącego bilansu płatniczego ( $CA$ ) równa się oszczędności sektora publicznego (saldo podatków netto i wydatków rządowych, czyli w uproszczeniu nadwyżce sektora publicznego) oraz nadwyżce oszczędności prywatnych ponad prywatne inwestycje, tj.

$$CA = (T - G) + (S_p - I_p). \quad (4)$$

Z tożsamości (4) wynika, że w sytuacji, gdy oszczędności i inwestycje prywatne są sobie równe, wówczas w przypadku deficytu budżetowego musi pojawić się równe temu deficytowi ujemne saldo rachunku bieżącego<sup>13</sup>. Saldo to może zostać sfinansowane odpływem oficjalnych aktywów rezerwowych lub napływem (importem) kapitału finansowego

<sup>13</sup> Występuje wówczas sytuacja określana w literaturze jako „bliźniacze” deficyty.

netto, albo też kombinacją obu tych czynników. W sytuacji, gdy rząd prowadzi ekspansywną politykę fiskalną, to dla zrównoważenia salda obrotów bieżących bank centralny powinien prowadzić restrykcyjną politykę pieniężną, aby poprzez odpowiednie wysokie stopy procentowe stymulować wygenerowanie nadwyżki oszczędności prywatnych ponad prywatne inwestycje. Na kształtowanie się oszczędności oraz inwestycji wpływa nie tylko polityka pieniężna, ale także polityka fiskalna oraz inne czynniki. Z kolei na wysokość deficytu budżetowego wpływ wywiera też polityka pieniężna. W praktyce więc te polityki nawzajem się zająbiają. Uwzględniając dodatkowo efekty wtórne odroczone w czasie, to wówczas stanie się jeszcze bardziej oczywiste, że dla skuteczności polityki gospodarczej istotne jest właściwe skoordynowanie polityki pieniężnej i fiskalnej, czyli wypracowanie odpowiedniej policy mix.

### 3. Polityka fiskalna i monetarna w modelu gospodarki otwartej

Problem wpływu na gospodarkę jednoczesnego oddziaływania polityki pieniężnej, polityki fiskalnej i polityki kursowej dla małej gospodarki otwartej typu Keynesowskiego prezentuje od strony teoretycznej model Mundella – Fleminga. Punktem wyjścia do tego modelu jest szeroko wykorzystywany w makroekonomii model równowagi na rynku pieniężnym (LM), czyli równowagi popytu na pieniądź (L) z podażą pieniądza (M) i równowagi na rynku dóbr (IS), czyli równowagi inwestycji (I) z oszczędnościami (S). Powyższy standardowy model IS - LM został wykorzystany przez M. Fleminga oraz R. Mundella do analizy równowagi w gospodarce otwartej w warunkach stosowania różnych (skrajnych) mechanizmów kursowych, czyli kursu stałego oraz kursu płynnego<sup>14</sup>. Otwarcie gospodarki oznacza, że w podziale końcowym produktu PKB (Y) uwzględnimy eksport (Ex) i import (Im) towarów i usług, czyli:

$$Y = C(Y) + S(Y) = C(Y) + I(i) + Ex(Y^r) - Im(Y). \quad (5)$$

Warunkiem równowagi na rynku towarów jest:

$$I(i) = S(Y) + Im(Y) - Ex(Y^r) \quad (6)$$

gdzie:  $Y^r$  – produkt za granicą jest zmienną egzogeniczną, (eksport jest funkcją  $Y^r$ )  
 $i$  – stopa procentowa, od której zależą inwestycje I.

Zmienne C, S i Im są funkcją produktu Y. Stopa  $i$  oraz produkt (dochód) Y są zmiennymi endogenicznymi.

Różniczkując (różniczka całkowita) równanie (6) względem zmiennych  $i$  oraz Y otrzymujemy:

$$\frac{dI}{di} di = \frac{dS}{dY} dY + \frac{dIm}{dY} dY \quad (7)$$

Oznaczając skłonność do inwestowania symbolem  $z$ , skłonność do oszczędzania jako  $-s$  oraz skłonność do importu symbolem  $m$  otrzymamy:

$$z di = s dY + m dY, \quad (8), \text{ czyli: } \frac{di}{dY} = \frac{s + m}{z} < 0 \quad (9)$$

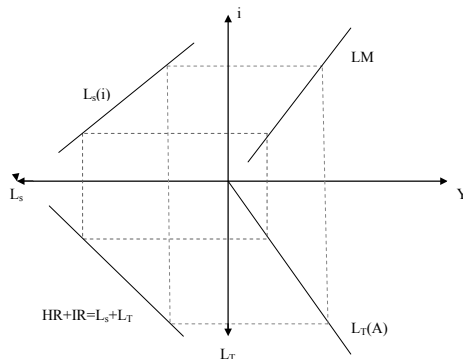
Ponieważ skłonności  $s$  oraz  $m$  mają znak dodatni, a skłonność do inwestowania  $z$  znak ujemny, więc w układzie zmiennych Y oraz  $i$  funkcja IS uwzględniająca dodatkowo oszczędność zagraniczną (Im – Ex) będzie analogicznie, jak w gospodarce zamkniętej funkcją malejącą,

<sup>14</sup> Model Mundella – Fleminga opracowano na podstawie publikacji: M. Borchert, Aussenwirtschaftslehre. Theorie und Politik, 6., Auflage, Verlag Gabler, Wiesbaden 1999, s. 272 – 293 oraz G. Ruebel, Grundlagen der Monetären Aussenwirtschaft, 2., Auflage, Oldenbourg Verlag, Muenchen, Wien 2005, s. 255 – 272.





Rysunek 2. Zależność LM w gospodarce otwartej



Źródło: opracowanie własne.

Zależność (14) opisująca równowagę rynku pieniężnego LM jest funkcją rosnącą, gdyż współczynniki reakcji (skłonności)  $k, c, m$  są dodatnie, natomiast współczynniki  $z, l, r$  osiągają wartości ujemne.

Równowaga zewnętrzna (BP) występuje wówczas, gdy salda rachunku bieżącego {w uproszczeniu  $Ex(Y^r) - Im(Y)$ } oraz rachunku finansowego i kapitałowego bilansu płatniczego  $\{ExKn(i, i^r)\}$  opisane przez zależność (11) w sumie równają się zero, czyli saldo rachunku dewizowego jest zerowe. To oznacza, że oficjalne aktywa rezerwowe nie ulegają zmianie (przyrost rezerw dewizowych -  $dIR = 0$ ). W warunkach równowagi stopa procentowa w kraju ( $i$ ) równa się stopie procentowej za granicą ( $i^r$ ).

$$dIR = Ex(Y^r) - Im(Y) - ExKn(i, i^r) = 0 \tag{15}$$

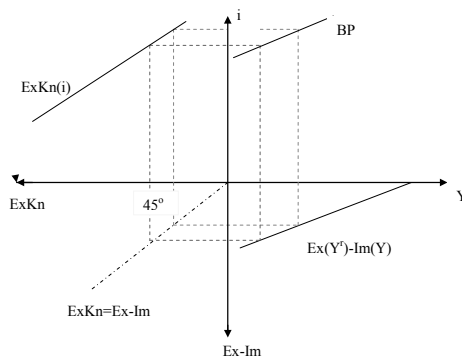
Różniczkując (różniczka całkowita) powyższą zależność otrzymamy:

$$0 = 0 - \frac{d Im}{dY} dY - \frac{d ExKn}{di} di, \tag{16}$$

czyli  $-m dY - r di = 0$ , z czego wynika zależność dla równowagi zewnętrznej BP

$$\frac{di}{dY} = \frac{-m}{r} > 0. \tag{17}$$

Rysunek 3. Równowaga zewnętrzna BP w gospodarce otwartej

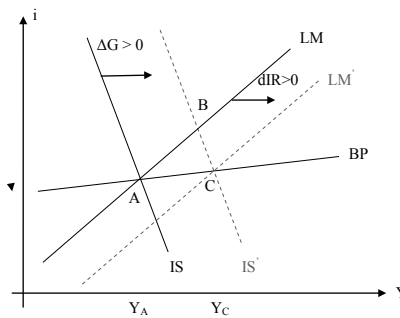


Źródło: opracowanie własne.

Nachylenie krzywej równowagi zewnętrznej zależy przede wszystkim od reakcji kapitału krajowego i zagranicznego na zmianę dysparytetu stóp procentowych, czyli zmiany stopy krajowej (przy założeniu, że stopa procentowa za granicą nie ulega zmianie). W przypadku stosowania zakazów obrotów kapitałowych z zagranicą wystąpi brak reakcji tego kapitału na zmiany stopy procentowej. Krzywa równowagi zewnętrznej przebiegnie wówczas pionowo. Wraz z likwidowaniem ograniczeń w obrotach kapitałowych z zagranicą współczynnik skłonności do dokonywania obrotów kapitałowych z zagranicą ( $r$ ) będzie wzrastał, a krzywa BP będzie ulegała spłaszczeniu. W skrajnym przypadku przy pełnej liberalizacji obrotów kapitałowych i braku premii za ryzyko z tego tytułu krzywa BP będzie przebiegała równoległe do osi odciętych (osi poziomej)<sup>15</sup>.

Na wykresach (rysunkach) 1 – 3 zaprezentowano funkcje, które wyznaczają (determinują) przebieg linii: równowagi na rynku realnym (rynku dóbr) – IS, rynku pieniężnym – LM oraz równowagi zewnętrznej (bilansu płatniczego) – BP. Na rysunku 4 przedstawiono łącznie te linie, które wyznaczają równowagę w punkcie A, przy poziomie produktu w wysokości  $Y_A$ . Zakładając, że w gospodarce występują niewykorzystane moce produkcyjne, można osiągnąć wzrost produktu poprzez ekspansywną politykę fiskalną przy stałym kursie walutowym, co zostało zaprezentowane na rysunku 4.

**Rysunek 4. Ekspansywna polityka fiskalna przy stałym kursie walutowym**



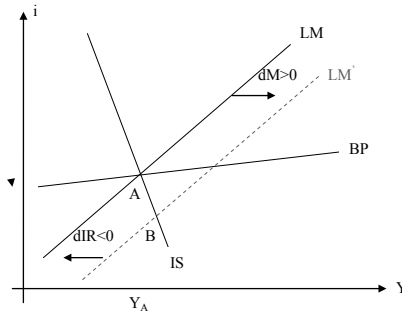
Źródło: opracowanie własne.

Ekspansywna polityka fiskalna oznacza wzrost wydatków rządowych  $G$  (lub spadek podatków netto), co generuje wzrost zagregowanego popytu, który z kolei pobudza produkcję. To oznacza, że krzywa IS przesuwa się w prawo, wyznaczając nowy punkt równowagi na rynku dóbr i pieniądza (punkt B) przy odpowiednio wyższym poziomie produktu. Wzrost produkcji zwiększy popyt na pieniądź transakcyjny, co spowoduje wzrost stopy procentowej na rynku pieniężnym do poziomu wyznaczonego przez pkt. B. Przy stałej stopie za granicą wystąpi dysparytet stóp procentowych. W warunkach zliberalizowanych obrotów kapitałowych (takie warunki działania obowiązują nie tylko w Unii Europejskiej, ale także wśród wszystkich członków MFW oraz WTO) do kraju zaczną napływać kapitał z zagranicy (stopa procentowa w pkt. B leży powyżej linii równowagi zewnętrznej BP). Ze względu na konieczność utrzymania stałego kursu walutowego bank centralny będzie zmuszony do skupywania nadmiaru dewiz. Oficjalne aktywa rezerwowe zaczną wzrastać. Przy braku

<sup>15</sup> Takie podejście do powyższego problemu prezentują autorzy popularnego podręcznika M. Burda, Ch. Wyplosz, Makroekonomia. Podręcznik europejski, PWE, Warszawa 1995, s. 309 – 317. Krzywą równowagi zewnętrznej BP autorzy ci określają jako linia integracji finansowej.

sterylizacji wzrośnie podaż pieniądza<sup>16</sup>, co będzie oznaczało przesuwanie się krzywej LM w prawo. Jednocześnie stopa procentowa zacznie spadać i ostatecznie ukształtuje się nowy punkt równowagi wewnętrznej i zewnętrznej (pkt. C), który wyznaczy też nowy poziom produkcji ( $Y_C$ ). Ogólny wniosek z powyższego wywodu wynika, że ekspansywna polityka fiskalna przy stałym kursie walutowym skutecznie pobudza wzrost gospodarczy. Do odwrotnego wniosku dojdzie się przypadku zastosowania restrykcyjnej polityki fiskalnej.

**Rysunek 5. Ekspansywna polityka pieniężna przy stałym kursie walutowym**



Źródło: opracowanie własne.

Ekspansywna polityka pieniężna oznacza, że poprzez wzrost podaży pieniądza M dąży się do pobudzenia wzrostu gospodarczego. Wzrost podaży pieniądza (np. poprzez wzrost akcji kredytowej, obniżkę stóp banku centralnego itp.) przyczynia się do spadku rynkowej stopy procentowej, co pobudza zagregowany popyt. To oznacza, że krzywa LM przesuwa się w prawo (do poziomu  $LM'$ ). Skala zainicjowanego wzrostu gospodarczego zależy przede wszystkim od skłonności do oszczędzania i inwestowania, czyli zależy od nachylenia krzywej IS. Jednocześnie spadek stóp procentowych spowoduje odpływ kapitału za granicę, gdyż stopa w punkcie B spadnie poniżej krzywej równowagi zewnętrznej. Odpływ kapitału oznacza zmniejszanie się rezerw dewizowych (odpływ rezerw oznacza, że bank centralny skupuje pieniądź krajowy ze względu na konieczność stabilizacji kursu walutowego). Zmniejsza się więc podaż pieniądza, aż do momentu powrotu do punktu A (krzywa LM powraca do wyjściowej pozycji). Ekspansywna polityka pieniężna przy konieczności stabilizowania kursu walutowego nie jest więc skuteczna. Podobnie też nieskuteczna będzie restrykcyjna polityka pieniężna, co można odczytać z rysunku 5 (przeprowadzając analizę w sposób odwrotny do powyższego wywodu). W sytuacji konieczności stabilizowania kursu walutowego pole manewru w polityce pieniężnej jest więc niewielkie. Polityka pieniężna powinna być nastawiona na realizację celu kursowego (stabilizowanie kursu).

Wprowadzenie mechanizmu kursu płynnego oznacza, że kurs ( $e$ ) ten stanie się parametrem rynkowym, który będzie wpływał zarówno na równowagę zewnętrzną, czyli będzie utrudniał utrzymanie równowagi zewnętrznej w przypadku spadku kursu (aprecjacji pieniądza krajowego), co będzie oznaczało przesuwanie krzywej równowagi zewnętrznej w górę (w lewo w przypadku większego nachylenia tej krzywej). Natomiast w przypadku wzrostu kursu walutowego (deprecjacji pieniądza krajowego) krzywa BP będzie się przesuwać w prawo (w dół), stwarzając korzystniejsze warunki dla wzrostu gospodarczego.

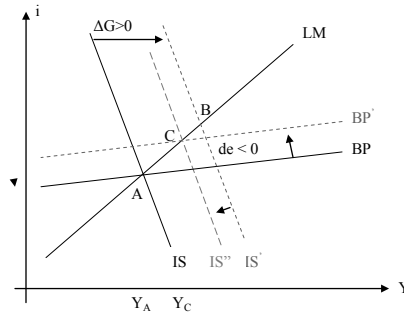
<sup>16</sup> W literaturze podkreśla się, że sterylizacja może tylko przez krótki okres przyhamować wzrost podaży pieniądza. Najczęściej podkreśla się nieskuteczność sterylizacji w dłuższej perspektywie. Patrz: M. Willms, *Internationale Wahrungspolitik*, 2., Auflage, Vahlen Verlag, Muenchen 1995, s. 78 – 79.

Zmienny kurs walutowy będzie też w istotnej mierze wpływał na kształtowanie się relacji oszczędności do inwestycji, czyli wpłynie na przebieg krzywej IS. Wzrost kursu będzie zachęcał do rozszerzania eksportu oraz do ograniczania importu. Będzie więc on zmniejszał oszczędność zagraniczną, przesuując krzywą oszczędności ( $S + Im - Ex e$ ) względem produktu  $Y$  w prawo. W efekcie krzywa IS przesunie się w prawo. Czyli dla zrównoważenia oszczędności i inwestycji będzie wymagana wyższa rynkowa stopa procentowa. Z drugiej strony przy tym samym poziomie stopy procentowej będzie możliwe uzyskanie przyśpieszenia wzrostu gospodarczego.

Zmienny kurs walutowy nie będzie wpływał na przebieg krzywej LM, gdyż rezerwy dewizowe w teoretycznym modelu nie będą ulegały zmianie. Baza monetarna nie będzie w związku z tym ulegała zmianie.

Wpływ polityki fiskalnej jak i polityki pieniężnej na wzrost gospodarczy, jak i na możliwość utrzymania równowagi gospodarczej w przypadku kursu płynnego jest więc bardziej złożony. Wpływ ekspansywnej polityki fiskalnej na wzrost gospodarczy został zaprezentowany na rysunku 6.

**Rysunek 6. Ekspansywna polityka fiskalna przy płynnym kursie walutowym**

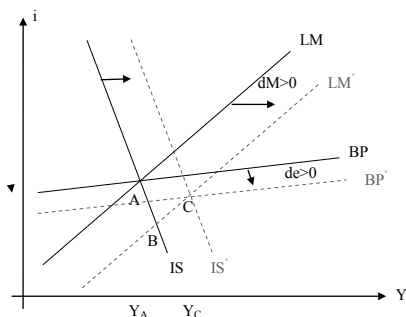


Źródło: opracowanie własne.

Ekspansywna polityka fiskalna, czyli wzrost wydatków rządowych spowoduje w efekcie wzrost popytu (przesunięcie krzywej IS w prawo do poziomu  $IS'$ ), co zwiększy popyt na pieniądź i wywoła podniesienie stopy procentowej do poziomu wyznaczonego przez punkt B. Wzrost krajowej stopy procentowej spowoduje napływ kapitału z zagranicy. Bank centralny nie będzie przy płynnym kursie podejmował interwencji walutowych. Wzrost dewiz na krajowym rynku walutowym spowoduje spadek kursu nadwyżkowych walut (aprecjacje pieniądza krajowego). Spadek kursu ( $de < 0$ ) spowoduje przesunięcie krzywej równowagi zewnętrznej do poziomu  $BP'$ . Jednocześnie spadek kursu spowoduje zwiększenie oszczędności zagranicznej i w efekcie przesuwanie krzywej równowagi inwestycji i oszczędności w lewo do momentu, aż w punkcie C ukształtuje się nowy punkt równowagi (na nie ulegającej zmianie krzywej LM przetną się krzywe  $BP'$  oraz  $IS''$ ). Tak więc przy płynnych kursach walutowych ekspansywna polityka fiskalna jest także skuteczna (produkt wzrasta z poziomu  $Y_A$  do poziomu  $Y_C$ ), ale skuteczność ta jest mniejsza, niż przy mechanizmie kursów stałych.

Skutki ekspansywnej polityki pieniężnej przy płynnym kursie walutowym przedstawione zostały na rysunku 7.

Rysunek 7. Ekspansywna polityka pieniężna przy płynnym kursie walutowym



Źródło: opracowanie własne.

Analogicznie jak w poprzednio analizowanych przypadkach w momencie wyjściowym gospodarka znajduje się w równowadze (punkt A), ale przy niezadowalającym poziomie wzrostu gospodarczego. Wzrost podaży pieniądza ( $dM > 0$ ) przesunęła krzywą LM w prawo do poziomu LM' skutkując jednocześnie spadkiem stopy procentowej do poziomu wyznaczonego przez punkt B. Spadek stopy procentowej spowoduje odpływ kapitału portfelowego i w efekcie wzrost kursu walutowego (stan oficjalnych aktywów rezerwowych nie ulega zmianie, gdyż bank centralny na rynku dewizowym nie interweniuje). Wzrost kursu ( $de > 0$ ) spowoduje jednocześnie przesunięcie krzywej BP w dół oraz krzywej IS w prawo aż do momentu ukształtowania się nowego punktu równowagi (punkt C), w którym przecinają się krzywe LM', IS' i BP'. Produkcja wzrośnie do poziomu  $Y_C$ . Ekspansywna polityka pieniężna jest więc skuteczna, natomiast polityka restrykcyjna nie przyniesie w tym przypadku pozytywnych efektów.

Dokonana powyżej analiza wniosków wynikających z modelu Mundella – Fleminga wskazuje przede wszystkim na powiązanie polityki fiskalnej, pieniężnej oraz kursowej. Z modelowej analizy wynika ogólny wniosek o większej skuteczności polityki fiskalnej w porównaniu do efektów polityki pieniężnej, w szczególności restrykcyjna polityka pieniężna może doprowadzić do niepotrzebnego schłodzenia gospodarki. Polityka pieniężna ma ogólnie biorąc mniejsze znaczenie w pobudzaniu wzrostu gospodarczego, ale w tym zakresie może ona skutecznie wspierać politykę fiskalną<sup>17</sup>, szczególnie w przypadku jednoczesnego dążenia do stabilizowania kursu walutowego. Nie należy też zbyt entuzjastycznie podchodzić do ekspansji fiskalnej. Może ona pobudzić wzrost gospodarczy w przypadku załamania gospodarczego. W analizie nie został jednak uwzględniony czynnik zadłużenia sektora publicznego. Ekspansywna polityka fiskalna nie może być prowadzona na długą metę, o ile wzrost wydatków budżetowych nie ma pokrycia w bieżących wpływach budżetowych. Sektor publiczny nie może zostać nadmiernie zadłużony, szczególnie u inwestorów zagranicznych. Wysokie zadłużenie zagraniczne może znacznie destabilizować gospodarkę, a w szczególności może utrudnić stabilizowanie kursu walutowego.

## Podsumowanie

Z dokonanej analizy wymogów konwergencji nominalnej wynika, że państwo z degradacją znajdujące się na etapie dochodzenia do strefy euro zmuszone jest do prowadzenia długookresowo zrównoważonej polityki fiskalnej. Nowe państwa członkowskie Unii znajdują się jednak na niższym poziomie rozwoju gospodarczego w porównaniu zarówno do krajów

<sup>17</sup> Por. M. Burda, Ch. Wypłoz, op. cit., s. 313 – 315.

tworzących rdzeń strefy euro, jak i w porównaniu ze średnią unijną. Doganianie wyżej rozwiniętych państw wymaga odpowiednio większych nakładów na edukację, badania i prace rozwojowe, a także nakładów na infrastrukturę. Realizowanie tych celów wymaga odpowiednio wyższych wydatków budżetowych. Z dokonanej analizy modelowej wynika, że przy usztywnionym kursie walutowym w krótkim i średnim okresie skuteczna jest ekspansywna polityka fiskalna<sup>18</sup>. Możliwości w zakresie wykorzystania w praktyce ekspansji fiskalnej zostały jednak po 2000 r. znacznie ograniczone ze względu na ogólną tendencję w Unii do obniżania stawek podatkowych, co spowodowało stosowną erozję wpływów budżetowych. Z drugiej strony Unia wymaga prowadzenia w zasadzie restrykcyjnej polityki fiskalnej. Pojawia się więc dylemat, w jaki sposób osiągnąć odpowiednio wyższy wzrost gospodarczy, podnieść innowacyjność gospodarki, zmodernizować infrastrukturę gospodarczą itp.

Z analizy modelowej wynika też, że przy płynnym kursie walutowym (taki mechanizm kursowy utrzymywany jest w Polsce) skuteczna dla pobudzenia wzrostu gospodarczego jest polityka pieniężna. Ze względu jednak na nadmierną obawę przed wzrostem inflacji prowadzono w Polsce raczej restrykcyjną politykę fiskalną, utrzymując znaczny dysparytet stóp procentowych, co miało miejsce w szczególności w latach 2004/05 oraz 2008 – 2010.

## Bibliografia

1. Bąk H., *Polityka kursowa państwa z derogacją przed wejściem do strefy euro*, [w:] *Integracja walutowa*, pod red. Z. Binka i P. Szudry, Oficyna Wydawnicza Uniwersytetu Zielonogórskiego, Zielona Góra 2013.
2. Bąk H., *Interpretacja kryteriów konwergencji*, [w:] *Polska w strefie euro. Szanse i zagrożenia*, pod red. J. Ostaszewskiego, OW SGH, Warszawa 2008.
3. Bąk H., *Problemy wprowadzenia złotego do mechanizmu kursowego ERM II*, [w:] *Gospodarka Polski w Unii Europejskiej w latach 2004 – 2006. Wybrane zagadnienia*, pod red. H. Bąka i G. Wojtkowskiej-Łodej, OW SGH, Warszawa 2007.
4. Bąk H., *Wejście wybranych nowych państw członkowskich do strefy euro. Wnioski dla polski*, [w:] *Gospodarka Polski w Unii Europejskiej. Wybrane zagadnienia rynku wewnętrznego*, pod red. H. Bąka i G. Wojtkowskiej-Łodej, OW SGH, Warszawa 2009.
5. Borchert M., *Aussenwirtschaftslehre. Theorie und Politik*, 6., Auflage, Verlag Gabler, Wiesbaden 1999.
6. Borowski J., *Doświadczenia Słowacji na drodze do strefy euro. Wnioski dla Polski*, [w:] *Euro – ekonomia i polityka*, pod red. D. K. Rosatiego, OW WSHiP im. R. Łazarskiego, Warszawa 2009.
7. Burda M., Wypłosz Ch., *Makroekonomia. Podręcznik europejski*, PWE, Warszawa 1995.
8. Chrabonszczewska E., Kalicki K., *Teoria i polityka kursu walutowego*, OW SGH, Warszawa 1996.
9. EBC, *Raport o konwergencji czerwiec 2014*,
10. ECB, *Convergence Report May 2010*,
11. ECB, *Convergence Report May 2012*,
12. ECB, *Convergence Report June 2014*,
13. Gruszczyński M., *Kryzysy walutowe a liberalizacja obrotów kapitałowych*, PWN, Warszawa 2002
14. Nowak-Far A., *Konstytucja RP a wejście Polski do strefy euro*, [w:] *Euro – ekonomia i polityka*, pod red. D. K. Rosatiego, OW WSHiP Łazarski, Warszawa 2009.

<sup>18</sup> Przed wejściem do strefy euro Polska będzie zmuszona do usztywnienia mechanizmu kursowego. Problem polityki kursowej przed wprowadzeniem złotego do mechanizmu ERM II omówiłem w opracowaniu: H. Bąk, *Problemy wprowadzenia złotego do mechanizmu ERM II*, [w:] *Gospodarka Polski w Unii Europejskiej w latach 2004 – 2006. Wybrane zagadnienia*, pod red. H. Bąka i G. Wojtkowskiej-Łodej, OW SGH, Warszawa 2007, s. 123 – 129.

15. *Reforma strefy euro Unii Europejskiej. Na drodze do sanacji i konsolidacji. Wybór dokumentów*, Wybór, wstęp i opracowanie J. Barcz, Dom Wydawniczy ELIPSA, Warszawa 2013.
16. Ruebel G., *Grundlagen der Monetaeren Ausseiwirtschaft*, 2., Auflage, Oldenbourg Verlag, Muenchen, Wien 2005.
17. Willms M., *Internationale Waehrungspolitik*, Verlag Vahlen, Muenchen 1995

## **FISCAL AND MONETARY POLICY IN THE CATCHING UP PERIOD TO THE EUROZONE**

### **Summary**

In the paper, constraints in the field of fiscal and monetary policy in the context of European Union's nominal convergence criteria has been analysed and confronted with theoretical view concerning the stimulating of economic growth in Mundell – Fleming model. The main thesis of the paper is to show that the meeting of the nominal convergence criteria requires restrictive monetary and fiscal policy and that is in contradiction to the thesis of Mundell–Fleming model concerning the economic growth stimulating and economic balance in small open economy maintaining.

**Key words:** Fiscal and Monetary Policy, Eurozone, Mundell – Fleming Model