

Łotwa w pułapce sztywnego kursu walutowego

Streszczenie

Najbliższe wyzwanie stojące przed krajami grupy CEEC-10 to spełnienie kryteriów konwergencji. Jednak dla krajów bałtyckich perspektywa wejście do strefy euro znacznie się oddaliła. Kraje te po dekadzie spektakularnych wzrostów gospodarczych odczuwają problemy związane z rosnącą inflacją. W krajach stosujących sztywny kurs walutowy często pojawia się niebezpieczne sprzężenie zwrotne pomiędzy rozgrzaną gospodarką a inflacją. W takiej pułapce znalazła się w roku 2007 Łotwa. Łat zbliżył się do górnej granicy pasma kursowego Latvijas Banka szybko wdrożył radykalne reformy mające na celu osłabienie presji na lokalną walutę, zmniejszenie inflacji i stabilizację wzrostu gospodarczego. W pracy zanalizowano efekt działań podjętych przez bank centralny Łotwy.

Wprowadzenie

Proces akcesji grupy CEEC-10 (*Central and Eastern European Countries*) do strefy euro jest w Polsce uważnie obserwowany. Doświadczenia sąsiednich krajów stają się przesłankami nowych decyzji, jakie Polska podejmie, lub potwierdzeniem tych już wdrożonych.

Spektakularnym wydarzeniem w roku 2007 były problemy Łotwy w spełnieniu warunków konwergencji. Inflacja osiągnęła tam poziom zmuszający Łotwę do odroczenia planów przystąpienia do strefy euro. Generalnie, kraje bałtyckie były już daleko na drodze akcesji, wydawało się, że łatwo spełnią kryteria konwergencji i jako kolejne z grupy CEEC-10 (po Słowenii) staną się członkami strefy euro. Kraje te wpadły jednak w pułapkę

* Wiktor Patena – Wyższa Szkoła Biznesu – National-Louis University w Nowym Sączu

sztywnego kursu walutowego, który na początku przyniósł spadek inflacji i spektakularne wzrosty gospodarcze, ale na dłuższą metę nie pozwalała prowadzić własnej polityki monetarnej. Typowym przypadkiem takiej pułapki jest Łotwa. Wcześniej sporo też pisano o Litwie i Estonii, gdzie źródłem kłopotów jest system izby walutowej (Sławiński 2007). Estonia pierwotnie planowała przyjąć euro 1 stycznia 2007, w kwietniu 2006 r. rząd zmienił jednak datę docelową na 1 stycznia 2008 r. (Tabela 1). Plany Litwy także zmieniły się z pierwotnej daty 1 stycznia 2007 r. W obliczu problemów ze spełnieniem kryterium inflacyjnego oba docelowe terminy są nieaktualne.

Postępy poszczególnych krajów oceniane są w Raportach o Konwergencji przygotowywanych zgodnie z artykułem 122 (2) Traktatu z Maastricht. Raporty publikowane są co dwa lata (ostatni pochodzi z października 2006)¹. Ponadto raporty przygotowywane są na prośbę rządów poszczególnych państw (takie raporty opublikowano na prośbę Litwy² i Słowenii w maju 2006 r.). Tabela 1 przedstawia stopień spełniania kryteriów z Maastricht w krajach grupy CEEC-10.

Tabela 1. Warunki konwergencji w krajach CEEC-10 (wyfłuszczone druk oznacza spełnienie kryterium w październiku 2006 r.)

Kryterium	Stopa inflacji (HICP) (%)		Długoterminowe stopy procentowe (%)		Deficyt publiczny (% PKB)		Zadłużenie publiczne (% PKB)		Stabilność kursu
	2004	2006	2004	2006	2004	2006	2004	2006	
Wartość referencyjna	<2,4%	<2,8%	<6,4%	<6,2%	<3%	<3%	<60%	<60%	ERM II 2 lata
Republika Czeska	2,6	2,2	4,75	3,8	3,0	3,6	36,8	30,4	
Estonia	3,0	4,3	4,39	4,1	3,7	2,3	5,5	4,5	od 28.06.2004
Cypr	1,9	2,3	5,8	4,1	4,1	2,3	72,0	69,2	od 02.05.2005
Łotwa	6,2	6,7	4,86	3,9	0,9	1,9	14,7	12,1	od 02.05.2005
Węgry	6,8	3,5	8,19	7,1	5,4	7,8	57,4	61,7	
Malta	2,7	2,8	4,69	4,3	5,1	3,2	75,9	74,2	od 02.05.2005
Polska	3,6	1,2	6,9	5,2	3,9	4,2	43,6	47,3	
Słowacja	7,5	4,3	5,03	4,3	3,1	3,4	42,5	34,5	od 28.10.2005
Litwa	1,2	2,7 (03.2006)	4,5	3,7	1,4	0,6	19,6	18,9	od 28.06.2004
Słowenia	3,6	2,6	4,68	3,8	2,1	1,9	29,8	29,9	spełniony

Źródło: Convergence Report December 2006, ECB, Brussels.

¹ Convergence Report December 2006, ECB, Brussels.

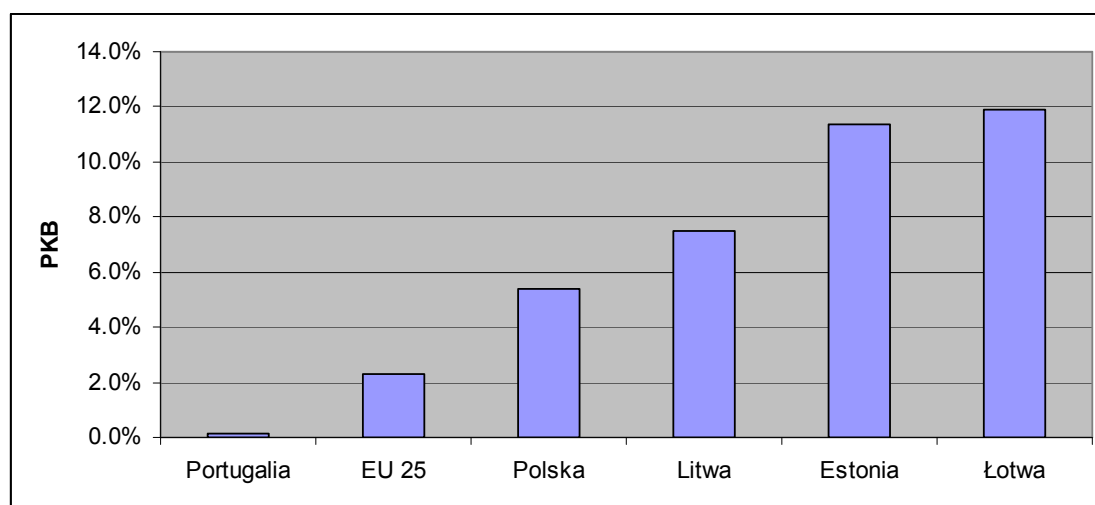
² Litwa w maju 2006 minimalnie nie spełniała warunku inflacyjnego (wartość referencyjna w marcu 2006 wynosiła 2,6%) i jej uczestnictwo w strefie euro zostało odroczone.

Wspólnym problemem gospodarek Estonii, Litwy i Łotwy jest niespełnienie jednego tylko kryterium dotyczącego stopy inflacji (Tabela 1). Najostrzej problem ten występuje w przypadku Łotwy. Odległość kilku punktów procentowych do wartości referencyjnej jest symptomem poważnych problemów. Łotwa utrzymuje system sztywnego kursu walutowego, który uniemożliwia prowadzenie aktywnej polityki monetarnej, prowadzi do importu wysokości stóp procentowych ze strefy euro, a w przypadku wystąpienia wysokiej inflacji, do utrzymywania się ujemnej realnej stopy procentowej. Na Łotwie dwa ostatnie zjawiska już wystąpiły. Należy zadać pytanie, czy, jak, i w jakim tempie Łotwa może sobie poradzić z nadchodzącym kryzysem.

I. Łotwa: spektakularny wzrost gospodarczy

Łotwa to niewielki kraj (2,5 miliona mieszkańców), który z sukcesem pozbył się brzemienia bycia satelitą Rosji, zachował jednak związki ekonomiczne z sąsiadem i jednocześnie rozwinął dynamicznie handel z krajami zachodnimi (udział UE w eksporcie Łotwy to prawie 60%). W roku 2006 Łotwa była liderem wzrostu gospodarczego w Europie: z tempem wzrostu PKB na poziomie 11,9% wyraźnie wyprzedzała inne kraje bałtyckie (Estonia 11,4%, Litwa 7,5%), Polskę (5,4%), średnią europejską (2,3%) i marudera Portugalię (0%). W istocie rzeczy, Łotwa to od kilku lat najszybciej rozwijająca się gospodarka w Europie.

Wykres 1: Tempo wzrostu PKB Łotwy w roku 2006

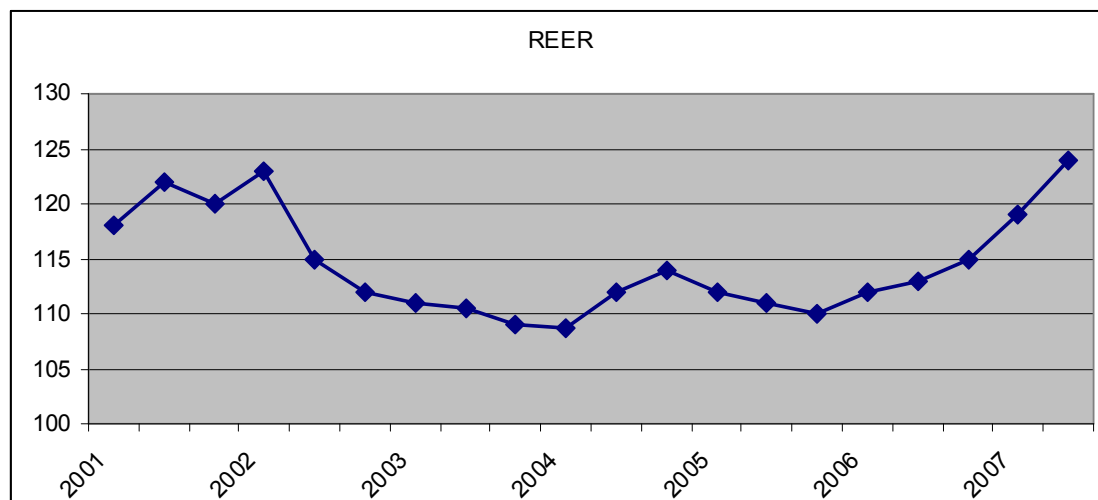


Źródło: PKPP Lewiatan

PKB Łotwy dynamicznie rośnie, przykładowo od 5% w roku 2002 do 11,9% w 2006 roku. Podstawy do szybkiego wzrostu dały stabilna waluta, stabilność cen jako główny cel działania banku centralnego i restrykcyjna polityka monetarna (Repse 2000). Równowaga makroekonomiczna zachęcała inwestorów, spadało bezrobocie (z 11,3% w roku 2001 do 6,5% w 2006). Ważnym elementem sprawnego mechanizmu gospodarczego jest system bankowy. Z spośród ponad dwudziestu banków działających na Łotwie, tylko jeden pozostał w rękach państwa, 68,8% funduszy własnych banków jest w posiadaniu kapitału obcego. Akcja kredytowa rozwijana przez banki rośnie w zdumiewającym tempie; w maju 2007 wartość udzielonych kredytów wynosiła 11 384 milionów łatów, z czego 9 127 miliona to kredyty w walutach obcych, co stanowi 56,6% wzrost w porównaniu z rokiem poprzednim (Recent...2007). Wcześniej przyrost kredytów udzielanych w walutach obcych wynosił regularnie ponad 60%.

Wzrost gospodarczy na Łotwie musi jednak wytracić swój impet. Coraz wyższa inflacja sprawia, że zobowiązania zagraniczne obywateli Łotwy (w połowie 2006 roku) sięgają już prawie 60% PKB, z drugiej strony słabnie konkurencyjność cenowa gospodarki (Wykres 2) i co za tym idzie słabnie eksport (wzrost wolumenu eksportu spadł z 24% w roku 2005 do minus 3% na początku roku 2007). Gospodarka być może schłodzi się samoczynnie w następstwie wysokiego zadłużenia zagranicznego i wysokich cen nieruchomości. Równocześnie zagraniczni inwestorzy mogą dostrzec zagrożenie dla polityki kursowej Łotwy i zmniejszy się napływ kapitału na Łotwę.

Wykres 2. REER (realny efektywny kurs walutowy)



Źródło: Latvijas Banka

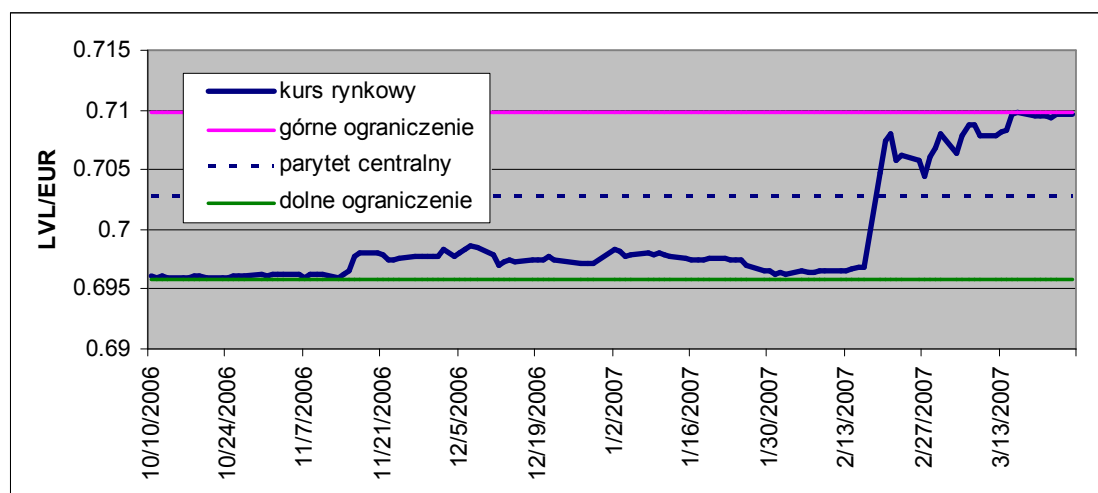
Cokolwiek będzie się działo w kolejnych latach, Łotwa będzie z pewnością studiowana przez historyków myśli ekonomicznej jako przypadek szybkiego, udanego przejścia od komunistycznego reżimu do gospodarki wolnorynkowej.

II. Łotwa w pułapce sztywnego kursu walutowego

Kraje bałtyckie przez wiele lat były symbolem udanej polityki gospodarczej, prowadzącej do dynamicznego wzrostu. Instrumentami tej polityki w Estonii i na Litwie był system izby walutowej (wprowadzone odpowiednio w roku 1992 i 1997), a na Łotwie system sztywnego kursu walutowego, najpierw w odniesieniu do SDR a od roku 2005 do euro. Kurs Łata do euro ustalony został na LVL/EUR 0,702804 (zapis bezpośredni) 1 stycznia 2005. Dzień później Łotwa przystąpiła do ERM II. Dopuszczalne pasmo wahań kursu wokół kursu centralnego wynosi w ERM II $\pm 15\%$, ale Łotwa jednostronnie zdecydowała o bronieniu dużo węższego pasma wahań $\pm 1\%$. Konsekwencją takiego kroku jest determinacja kraju do rzeczywistej obrony wiarygodności systemu i samego kursu w sytuacji gdyby istniała groźba wyjścia kursu poza tak zdefiniowane pasmo, w szczególności poza pasmo w jego górnej części.

Na wiosnę 2007 roku, wcześniej bardzo stabilny, kurs LVL/EUR dotarł w pobliże górnego ograniczenia pasma wynoszącego 0,709832 (Wykres 3). Typową reakcją w obronie kursu walutowego przed dalszym osłabieniem jest podwyższenie stóp procentowych, aby zachęcić inwestorów do dalszego inwestowania na Łotwie, co w konsekwencji wzmoże popyt i wzmocni kurs Łata. W marcu 2007 Latvijas Banka podwyższył stopy o 50 punktów bazowych, do poziomu 5,50%. Problem w tym, że w rzeczywistości to narzędzie prowadzenia polityki monetarnej na Łotwie ma bardzo ograniczoną użyteczność. Sztywny kurs walutowy z natury rzeczy prowadzi do importu stóp procentowych kraju z jakim waluta jest związana poprzez mechanizm niepokrytego parytetu stóp procentowych. Podwyższenie stóp powyżej pewnego poziomu, który odzwierciedla premię za ryzyko inwestowania na Łotwie, uruchomi transakcje arbitrażowe, krótkoterminowe przepływy kapitałowe, które spowodują wyrównanie stóp procentowych. Ponadto proces korzystania ze stóp importowanych ze strefy euro na Łotwie funkcjonuje już od dawna na poziomie kredytów konsumenckich i korporacyjnych. 75% wszystkich udzielanych na Łotwie kredytów to kredyty denominowane w euro.

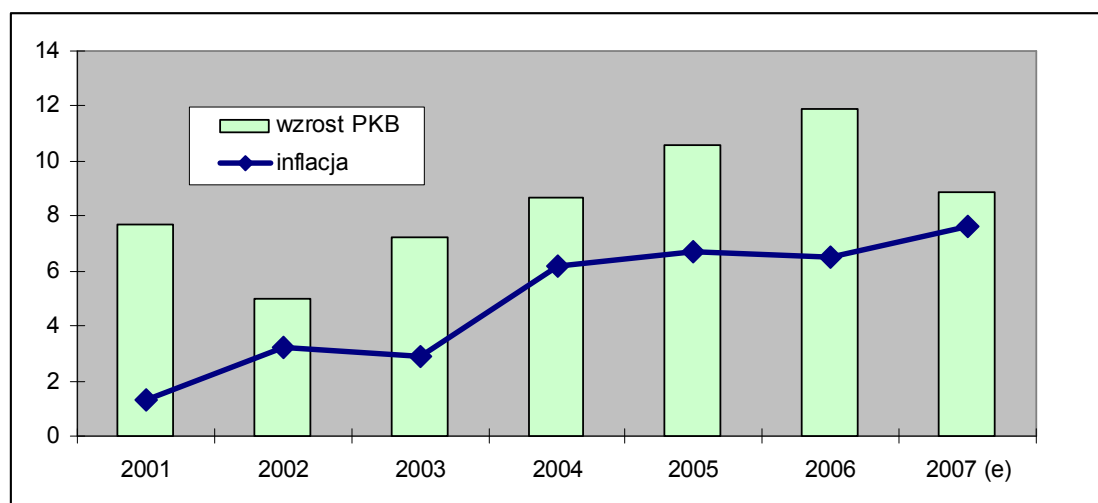
Wykres 3: Zmienność kursu LVL/EUR w granicach pasma $\pm 1\%$ wokół parytetu



Źródło: http://www.titudorancea.org/z/euro_to_lvl_exchange_rates_latvian_lats.htm

Co więcej, na Łotwie sztywny kurs odbierano jako zlikwidowanie ryzyka kursowego, a powszechnie dostępne kredyty denominowane w euro uruchomiły duży popyt na nieruchomości. Według raportu IMF (IMF 2006) na tym rynku powstała już bańka spekulacyjna. Występujące ostatnio symptomy przegrzania gospodarki, razem z emigracją zarobkową, spadkiem bezrobocia powodują wzrost oczekiwań płacowych. Dynamika tak wykreowanej inflacji (Wykres 4) jest wyższa niż impet wzrostu PKB, tym bardziej, że ten ostatni w roku 2007 może być niższy niż rok wcześniej.

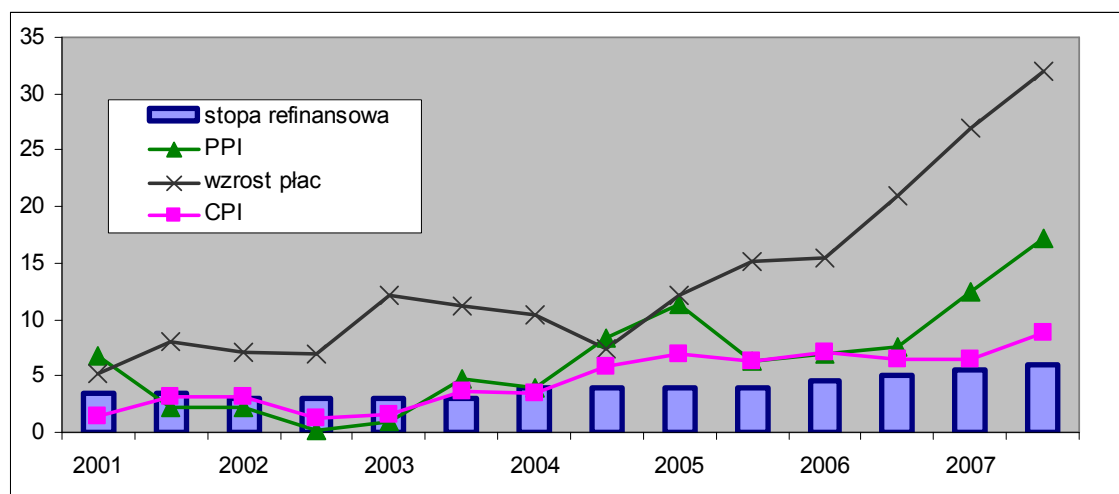
Wykres 4: Wzrost PKB i inflacja na Łotwie



Źródło: The EU Economy Review, http://ec.europa.eu/economy_finance/publications

Pora porównać stopę inflacji z poziomem stóp procentowych na Łotwie. W świetle wcześniejszego komentarza obraz przedstawiony na Wykresie 5 nie jest zaskakujący. Realna stopa procentowa na Łotwie jest ostatnio ujemna. Porównanie stopy inflacji ze stopami RIGIBOR wygląda podobnie, choć mniej spektakularnie. Przykładowo, 1 sierpnia 2007 stopy 3M i 6M wynosiły odpowiednio 6,38% i 7,36%. W takiej sytuacji powstaje, podobne jak w Estonii i na Litwie (Sławiński 2007), sprzężenie zwrotne pomiędzy spadkiem realnego poziomu stóp procentowych, a szybkim wzrostem akcji kredytowej banków. Wzrost inflacji napędzany jest m.in. rosnącym popytem na kredyty denominowane w euro, a przybierająca akcja kredytowa banków powoduje coraz szybszy wzrost m.in. cen nieruchomości. Upowszechnia się myślenie: „kup teraz – zapłać później”. Zjawisko to znajduje odbicie w rosnącej stopie zadłużenia i spadającej stopie oszczędności gospodarstw domowych (European Economy 2006). Ponadto, przegrzany rynek pracy i dodatkowo wysokie oczekiwania inflacyjne sprawiają, że inflacja mierzona jako wzrost płac (Wykres 5) jest nieporównywalnie wyższa od bazowej lub mierzonej CPI. Niestety, z dużym prawdopodobieństwem należy przypuszczać, że wynik ten z kilkumiesięcznym opóźnieniem przełoży się na wzrost cen (Vanags 2007: 8).

Wykres 5: Inflacja a stopy procentowe na Łotwie w latach 2001 – 7



Źródło: Vanags 2007

W wielu krajach pojawiły się sugestie, że łąt jest pod presją i może zostać zdewaluowany. Analitycy Danske Bank zaczęli rekomendować klientom osłanianie transakcji walutowych realizowanych w tej walucie, nawet pomimo faktu, że kurs jest sztywny³.

³ Przykładowo, taką opinię wyraził 15 marca 2007 Lars Christensen, Senior Analyst Danske Bank, www.danskebank.dk (data odczytu: 15.05.2007)

Dyskusje o makroekonomii szybko przeniosły się na łamy prasy codziennej. W lutym 2007 Morten Hansen, jeden z profesorów Stockholm School of Economics in Riga, publicznie zasugerował potrzebę dewaluacji łata. Spotkało się to ze zdecydowaną reakcją władz Latvijas Banka (Rimsevics 2007). Prezes banku odrzucił możliwość dewaluacji łata kategorycznie stwierdzając, że w czasie jego kadencji to nie nastąpi. Zaznaczył, że właśnie stały kurs będzie stabilizatorem inflacji; stwierdził, że rezerwy walutowe kraju wynoszą (31 stycznia 2007) równowartość 2,4 miliarda łatów, czyli więcej niż wartość pieniądza w obrocie. Wskazał jednocześnie na opłakane prawdopodobne skutki decyzji o dewaluacji; dla większości rodzin na Łotwie dramatycznie wzrosłby ciężar obsługi długu. Zapowiedziano natychmiastowe wprowadzenie całego zestawu działań na rzecz stłumienia inflacji.

Po dwóch miesiącach (w maju 2007) kurs wrócił w pobliże dolnego ograniczenia pasma wahań (Wykres 6). Najwidoczniej rynek zinterpretował determinację Latvijas Banka w działaniu na rzecz stabilizacji kursu jako wiarygodną zapowiedź efektywnych działań. Latvijas Banka już w maju 2007 podniósł prewencyjnie stopy do poziomu 6%. Jakie jeszcze działania podjęto w czasie tych kluczowych dwóch miesięcy, aby uniknąć pułapki sztywnego kursu?

III. Rekomendacje IMF i rzeczywiste działania podjęte przez Latvijas Banka

Już w roku 2006 tzw. przegrzanie gospodarki łotewskiej było powszechnie widoczne; wysoki popyt wewnętrzny, spadające stopy procentowe, rosnące płace doprowadziły do wzrostu inflacji. W systemie sztywnego kursu walutowego remedium na taką sytuację nie jest łatwe do znalezienia – typowe instrumenty polityki monetarnej są mało efektywne. Dewaluacja łata byłaby z kolei dla gospodarki raczej trucizną (Rimsevics 2007) niż lekarstwem.

Nie przewidywano, że presja na rozwój gospodarki zmaleje; popyt wewnętrzny będzie nadal rósł, podobnie jak akcja kredytowa banków, oraz napływ środków z Unii Europejskiej i transfery spowodowane coraz powszechniejszą emigracją. Przewidywano jednak dwa scenariusze (IMF 2006). W pierwszym zakładano, że rosnące zadłużenie gospodarstw, wysokie ceny nieruchomości i malejąca konkurencyjność gospodarki ułatwią spadek popytu i stopniowe schłodzenie gospodarki. W drugim obawiano się, że negatywne realne stopy

procentowe i znaczące wydatki finansowane funduszami Unii Europejskiej pogłębią deficyt na rachunku bieżącym i nierównowagę między popytem i podażą. Członkowie Misji IMF (IMF 2006) podkreślali, że koszty ignorowania sytuacji mogą być wysokie. Sugerowano zmianę polityki gospodarczej w kierunku bardziej stabilnego wzrostu i wdrożenie następujących zmian dotyczących polityki monetarnej, fiskalnej, bankowości i rynku pracy.

1 Tradycyjna polityka monetarna w systemie sztywnego kursu walutowego jest mało efektywna. Należy natomiast użyć całej gamy narzędzi w celu ograniczenia wzrostu kredytów: podnieść stopę rezerw obowiązkowych, ograniczyć ekspansję kredytów hipotecznych poprzez wprowadzenie podatku od zysków kapitałowych realizowanych na rynku nieruchomości.

2 Należy wstrzymać plan stopniowego obniżania podatku PIT z 25 do 15% (początek planowany był na rok 2007) do momentu zatrzymania presji inflacyjnej. Plan wydatków publicznych powinien zostać zamrożony na poziomie lat poprzednich. Należy realizować tylko wysoko-priorytetowe projekty finansowane z funduszy unijnych, inne odkładać w czasie.

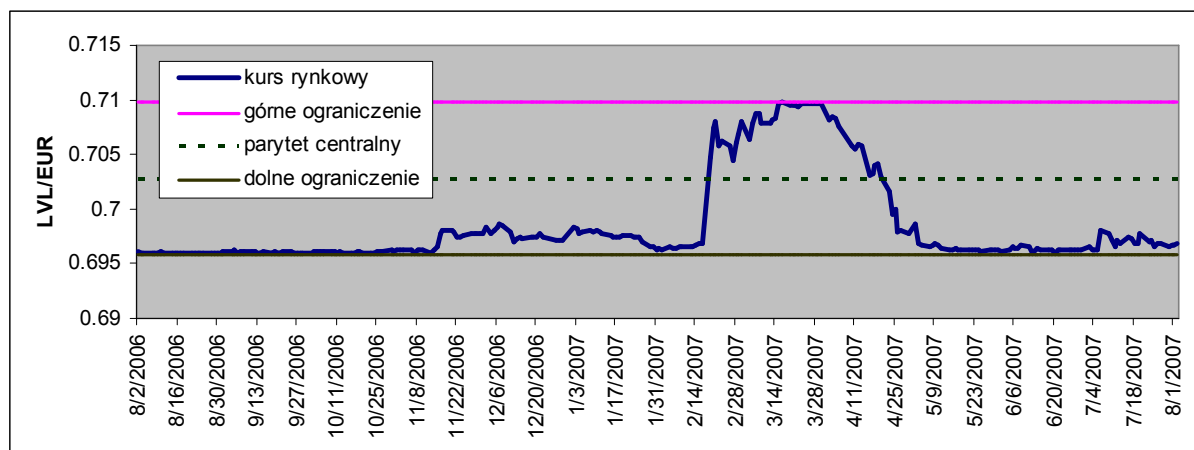
3 Należy poczynić wysiłki, aby ograniczyć ryzyko sektora finansowego poprzez działania regulacyjne i nadzór. Banki powinny traktować ekspozycje na ryzyko kursowe kredytów w euro tak samo jak w każdym innym walutach obcych. Nadzór bankowy, używając reguł Basel Accord II, powinien ocenić modele ryzyka kredytowego stosowane przez banki i upewnić się, że banki utrzymują dostateczny poziom funduszy własnych dla pokrycia ryzyka zawartego w portfelach kredytów. Banki powinny skrupulatnie monitorować strumienie płatności dokonywane przez dłużników. Banki mają przeprowadzać tzw. *stress-tests*, w których symuluje się scenariusze przy założeniu niekorzystnych czynników makroekonomicznych, poziomu kapitału własnego banku, wypłacalności dłużników. Należy także lepiej edukować pożyczkobiorców w kwestii ryzyka zaciągania kredytu.

4 Na rynku pracy zauważalne są braki pracowników wynikające z rosnącej emigracji, braku absolwentów kierunków technicznych. Należy zwiększać produktywność, poluzować regulacje dotyczące imigracji zarobkowej, wyrugować dominujące obecnie w wielu branżach indeksowanie płac do inflacji, zredukować rozmiar szarej strefy, ograniczyć biurokrację, poprawić infrastrukturę w rejonach poza stolicą.

W lutym 2007 sytuacja na Łotwie była dramatyczna, dotyczyło to głównie kursu LVL/EUR i inflacji. 6 marca Rada Ministrów zatwierdziła plan działań (autorem planu był

Oskars Spurdzins – minister finansów), mających za zadanie zmniejszenie inflacji⁴. Plan ukierunkowany był na kwestie twarde: politykę fiskalną, podatkową, kredytową, oraz miękkie: zmiany na rynku pracy, energii, i dotyczące konkurencyjności gospodarki. W polityce fiskalnej planowano ścisłą dyscyplinę budżetową, ograniczanie wydatków budżetowych o 1-3% w latach przyszłych, ograniczenie wzrostu płac i zamrożenie stanu zatrudnienia w sektorze publicznym. W sferze podatków, miał zostać wstrzymany plan obniżki podatków osobistych i korporacyjnych (aktualnie są to podatki liniowe na poziomie PIT 25% i CIT 15%), wprowadzony podatek od sprzedaży nieruchomości posiadanej krócej niż 3 lata, wprowadzone różnicowanie opłat przy rejestracji nieruchomości w działach ksiąg wieczystych zależnie od ilości i wartości posiadanych nieruchomości, wprowadzony podatek od samochodu zależny od pojemności silnika. Banki zostały zobowiązane przy udzielaniu kredytów do sprawdzania legalności źródła pochodzenia środków za jakie nabywano nieruchomość. Źródła dochodów w przypadku transakcji przekraczających 50-krotność płacy minimalnej muszą być obowiązkowo dokumentowane. Zalecono sporządzanie rejestrów dłużników wyszczególniających wysokość zadłużenia każdej z osób lub instytucji.. Kredyty hipoteczne mogą być udzielane tylko w określonej maksymalnie relacji do wartości nieruchomości, a pierwsza rata przy spłacie kredytu nie może być niższa niż 10-15% wartości kredytu.

Wykres 6: Zmienność kursu LVL/EUR w granicach pasma $\pm 1\%$ wokół parytetu



Źródło: http://www.titudorancea.org/z/euro_to_lvl_exchange_rates_latvian_lats.htm

⁴ The Plan to Combat Inflation Backed by the Cabinet, <http://www.fm.gov.lv/page.php?id=3316> (data odczytu: 4 sierpnia 2007)

Ponadto w ramach interwencji na rynku walutowym w ostatnich dwóch tygodniach marca Bank Centralny dokonał sprzedaży odpowiednio 195,5 i 71,6 milionów euro, aby zredukować nadmierną podaż łąta. Była to pierwsza od lat interwencja na rynku walutowym. Latvijas Banka 18 maja 2007 podniósł jeszcze stopę refinansową do poziomu 6%. Stopę rezerw obowiązkowych pozostawiono na wcześniejszym poziomie (została podniesiona w roku 2005 z 6 do 8%).

W lipcu, w 3 miesiące po wdrożeniu reform antyinflacyjnych w raporcie Banku Centralnego podjęto próbę oceny sytuacji⁵⁶. Uznano, że pojawiają się pierwsze oznaki stabilizacji na rynku nieruchomości i symptomy osłabienia tempa zadłużania się obywateli i firm. Dynamika wzrostu wartości udzielanych kredytów hipotecznych spada; w maju przyrost wyniósł 56,6% – co jest najniższym wynikiem od sierpnia 2005, a w czerwcu 56,2%. Wzrost PKB od lipca 2006 do czerwca 2007 wyniósł 11,2%, a inflacja w samym czerwcu wyniosła 0,9%.

Podsumowanie

Czy należy obwiniać sztywny kurs względem euro za nagłe przyspieszenie inflacji? Wydaje się, że na Łotwie dla większości firm i gospodarstw domowych decyzja o ustaleniu stałego kursu wymiany łąta na euro została błędnie odczytana jako zielone światło (IMF 2006) dla zaciągania kredytów w euro bez potrzeby martwienia się o ryzyko kursowe. Prawie równolegle przecież opublikowano „Latvia’s National Euro Changeover Plan” – droga do strefy euro wydawała się prosta i krótka. Brak ryzyka kursowego spowodował jednak radykalny wzrost akcji kredytowej banków, nieskuteczność narzędzi polityki monetarnej sprawiła, że inflacja zaczęła rosnać niemal bezkarnie, pojawienie się ujemnej realnej stopy procentowej uruchomiło w końcu niebezpieczny mechanizm sprzężenia zwrotnego pomiędzy stopniem wzrostu gospodarczego a wysokością inflacji..

Łotwa nie czekała na samoczynne wygaśnięcie mechanizmów inflacyjogennych. Pomimo wątpliwości instrumentów jakie do dyspozycji ma Bank Centralny wdrożono radykalne reformy antyinflacyjne, które po kilku miesiącach przyniosły pierwsze owoce, przynajmniej w odniesieniu do zagrożeń dotyczących kursu walutowego. Czy to co na Wykresie 6

⁵ On Resolutions Passed by the Bank of Latvia's Council, www.bank.lv (data odczytu: 30.06.2007)

wyglądało jak kapelusz, w rzeczywistości było słoniem połkniętym przez boa dusiciela? Niekoniecznie.

Rządowy plan rozwiązania problemu sprowadza się w zasadzie do użycia jednego narzędzia: polityki fiskalnej. Instrument ten będzie musiał być użyty w bardzo radykalny sposób, aby sprowadzić inflację do poziomu umożliwiającego w perspektywie kilku lat spełnienie warunków konwergencji. Wysoka inflacja w warunkach sztywnego kursu walutowego prowadzi do utraty konkurencyjności gospodarki. Odwrócenie tego procesu wymaga przejścia przez okres, kiedy inflacja jest niższa w porównaniu z innymi krajami – partnerami handlowymi (Vanags 2007). Konsekwencje w postaci długotrwałej deflacji mogą być w rezultacie dotkliwsze niż dewaluacja łąta.

Bibliografia

Capiński M., Patena W., *Predicting PLN/EUR Exchange Rate via a Futures Market*, „European Vector of Economic Development”, 2007, No 1.

Convergence Report December 2006, ECB, Brussels, 2006.

IMF. *Republic of Latvia – 2006 Article IV Consultation Mission Preliminary Conclusions*, June 6, 2006, <http://imf.org> (data odczytu: 10.07.2007)

Kocenda E., Kutan A., Yigit T., *Pilgrims to the Eurozone. How far? How fast?*, “Working Paper”, 2005, www.ssrn.com (data odczytu: 21.12.2006).

Małecki W., *Warianty polityki walutowej w Polsce w najbliższych latach*, „Ekonomista”, 2002, nr 5.

Patena W., *Microstructural Approach to Determining PLN/EUR Central Rate for ERM II*, „Nowy Sącz Academic Review”, 2006, nr 2.

Repse E., *Latvia: Focus on Country Development*, “Finance and Development”, 2000, Vol.37, No 3.

Recent Economic Developments and Banking in Latvia, Notes, Bank of Latvia, June 2007, www.bank.lv (data odczytu: 05.07.2007)

Rimsevics I., *Standing Firm Against Manipulations with Lats' Exchange Rate*, „Diena”, 16.02.2007.

Schadler S., *Charting a Course Toward Successful Euro Adoption*, „Finance and Development”, June 2004.

Sławiński A., *Konsekwencje konieczności przejścia złotego przez test stabilności w ERM-2*, „Studia Finansowe IF WSUiB”, 2004, nr 68.

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

Vanags A., M. Hansen, *Inflation in Latvia: causes, prospects and consequences*, BICEPS, “Working paper 2”, 2007, www.biceps.org (data odczytu: 10.08.2007).

Wójcik C., *Polityka kursowa a wejście Polski do EMK2*, w: „Gospodarka Polski przed wejściem do Unii Europejskiej”. Pr. zbior. pod red. J. Lipińskiego i A. Sławińskiego, Warszawa, PTE, 2003.

Summary

Latvia trapped in an exchange rate peg

CEEC-10, after the effort made to join the European Union, are now facing another challenge: replacing their national currencies with the euro. Each of them will have to take the entry test – the EU Maastricht convergence criteria. Recently, Baltic countries after a decade of spectacular economic growth experience inflation motivated problems. For countries having a currency board or fixed exchange rates high inflation may trigger a dangerous feedback between higher and higher growth and negative real interest rates. In 2007 Latvia was trapped in such a scenario. Latvian lat got very close to the weak end of the narrow fluctuation band for LVL/EUR. Latvijas Banka, however, immediately, took a set of measures that weakened the pressure on lat and were also aimed at lowering inflation and stabilizing the economic growth. So far the instruments used have been effective. Still, the threat persists.