

*Andrzej Sławiński**

STREFA EURO: SCENARIUSZ ALTERNATYWNY

WSTĘP

Jeszcze w 2008 r. Europejczycy zakładali, że utworzenie strefy euro skończyło się sukcesem¹. Sądzono tak pomimo ostrzeżeń części ekonomistów, że odzyskanie konkurencyjności utraconej przez gospodarki południowej części strefy euro w stosunku do gospodarki niemieckiej będzie musiało nastąpić kosztem wieloletniej stagnacji, która będzie potrzebna, by płace i koszty w tych gospodarkach zaczęły rosnać wolniej niż w Niemczech². Dzisiaj wiemy, że kraje południowej części strefy euro stoją nie tylko przed koniecznością przejścia przez stosunkowo długi okres powolnego wzrostu gospodarczego. Będą musiały poradzić sobie także ze znacznie zwiększonym ciężarem długu publicznego, który powstał w decydującej mierze (z wyjątkiem Grecji) w wyniku kryzysu bankowego, spowodowanej nim recesji i znacznego zwiększenia się deficytów budżetowych.

Celem niniejszego opracowania jest wskazanie, że jedną z ważnych przyczyn kryzysu w strefie euro było przedwczesne wprowadzenie wspólnej europejskiej waluty. Gdyby pozwolono na znacznie dłuższe funkcjonowanie Europejskiego Systemu Walutowego (ESW) – w jego kształcie, jaki przybrał w 1993r. – a więc po rozszerzeniu pasma wahań kursowych z +/-2,25% do +/-15% i umożliwiono krajom ESW wykorzystanie tej zmiany do zwiększenia autonomii ich polityki pieniężnej, to uwolniłoby to w znacznej mierze strefę euro (zakładamy, że powstałaby ona znacznie później) od problemów, jakie wywołało rosnące różnicowanie się konkurencyjności krajów członkowskich i długotrwałe utrzymywanie się w części krajów euro niestabilnych boomów kredytowych, których załamanie spowodowała recesję, spadek wpływów podatkowych i kryzys fiskalny w strefie euro.

Zdaję sobie, oczywiście, sprawę, że scenariusz tego rodzaju nie był możliwy. Zbyt silne było dominujące w teorii ekonomii przekonanie, że utworzenie

* Prof. zw. dr hab., Katedra Skarbowości, Szkoła Główna Handlowa

¹ A. Weber (2008). "The Eurosystem and its Prospects – History in the Making" <http://www.bundesbank.de/download/presse/reden/2008/20080530.weber.php>

² P. De Grauwe (2007). *The Challenge of Enlargement of the Eurozone*, SUERF, www.suerf.org

unii walutowej będzie samoistnym czynnikiem przyspieszającym proces integracji europejskiej i powstania jednej wspólnej gospodarki europejskiej³. Zbyt silne było dominujące wśród (nie tylko europejskich) ekonomistów przekonanie, że wyrzeczenie się autonomii polityki pieniężnej przyniesie w ogólnym bilansie korzyści, a nie koszty. Zbyt silny był wynikający stąd optymizm polityków, że utworzenie strefy euro zakończy się sukcesem, będąc ukoronowaniem całych dekad wysiłków integracyjnych. Wreszcie, zbyt silne było przekonanie, że wprowadzenie wspólnej waluty jest najlepszą ochroną przed powtórzeniem się zmasowanych ataków spekulacyjnych, które w latach 1992–1993 r. wymusiły dewaluację wszystkich walut ESW (z wyjątkiem holenderskiego guldena) w stosunku do marki niemieckiej.

W rzeczywistości jednak wszystkie te założenia i oczekiwania podważył późniejszy bieg zdarzeń w strefie euro. Utworzenie strefy euro nie przyspieszyło procesu realnej konwergencji i zlania się gospodarek strefy euro w jedną, równie wydajną i równie konkurencyjną całość. Przeciwnie, przedwczesne utworzenie strefy euro pogłębiło zróżnicowanie wydajności i konkurencyjności tworzących ją gospodarek, ponieważ kraje członkowskie – nie mając możliwości prowadzenia autonomicznej polityki pieniężnej – nie mogły zapobiec wejściu swych gospodarek na ścieżkę silnie niezrównoważonego wzrostu. Wbrew oczekiwaniom, koszty rezygnacji z autonomii polityki pieniężnej okazały się duże. Było tak zwłaszcza w przypadku gospodarek południowej części strefy euro, które nie mogły podnieść stóp procentowych, by powstrzymać narastających w ich gospodarkach niestabilnych boomów kredytowych. Ich długotrwałe utrzymywanie się prowadziło do rosnącej nierównowagi w gospodarkach krajów strefy euro⁴. Wprawdzie wprowadzenie wspólnej waluty rzeczywiście uwolniło Europę od groźby ataków spekulacyjnych przeciwko walutom krajów ESW, ale gdy w 2010 r. pojawił się problem powtarzających się ataków spekulacyjnych przeciwko obligacjom skarbowym części krajów strefy euro, nie zdecydowano się (przynajmniej do czasu napisania tego tekstu) na emisję wspólnych europejskich obligacji, która byłaby skutecznym sposobem uchronienia się przed takimi atakami.

Dzisiaj widać, że obecny kryzys w strefie euro był w zasadzie nieunikniony, biorąc pod uwagę panujące w czasie jej powstawania przekonania i oczekiwania. Nie piszę zatem w tym tekście, co należałoby w tamtym czasie zrobić, ponieważ zdaję sobie sprawę, że byłoby to tylko coś w rodzaju *political science fiction*. Tym niemniej, uważam, że sformułowana poniżej teza, iż dzisiejsze kłopoty strefy euro byłyby dużo mniejsze, gdyby stosowano dłużej ustanowione w 1993 r. 15% pasmo wahań kursowych i wykorzystywano je dla prowadzenia autono-

³ J. A. Frankel, A. K. Rose (1998). „*The Endogeneity of the Optimum Currency Area Criteria*”, *The Economic Journal* No. 108.

⁴ T. Chmielewski, A. Sławiński, „Stabilność finansowa strefy euro. Implikacje dla Polski”, *Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu*, nr. 170/2011, s. 28–46. A. Sławiński, *Wysokie koszty rezygnacji z polityki pieniężnej* „Rzeczpospolita”, 7 grudnia 2011, s. B9.

micznej polityki pieniężnej, pomaga uwypuklić czynniki, które doprowadziły do dzisiejszego kryzysu w strefie euro. Był on bowiem nie tylko efektem niekorzystnego dla Europy zbiegu okoliczności – między innymi w postaci globalnego kryzysu bankowego – ale w dużej mierze był on właśnie także skutkiem przedwczesnego wprowadzenia wspólnej europejskiej waluty.

1. STREFA EURO A ZAŁOŻENIA TEORII OPTYMALNYCH OBSZARÓW WALUTOWYCH

W literaturze stopniowo pojawia się konsensus, że wprowadzenie wspólnej waluty było bardziej efektem optymizmu i doświadczeń historii Europy niż chłodnej i obiektywnej analizy spełniania przez gospodarki europejskie kryteriów formułowanych przez teorię optymalnych obszarów walutowych⁵.

Przedstawiając rzecz w największym skrócie, teoria optymalnych obszarów walutowych⁶ mówi, że jeśli określona grupa krajów chce stworzyć unię walutową i musi zrezygnować wskutek tego z autonomii polityki pieniężnej, to gospodarki tych krajów musi charakteryzować odpowiednio duża elastyczność cen i mobilność siły roboczej, by mogły samoczynnie powracać do stanu równowagi bez pomocy ze strony polityki pieniężnej i dostosowań kursowych⁷. Musiałby zostać także utworzony budżet federalny, by transfery fiskalne pomagały między innymi łagodzić szoki asymetryczne⁸.

Potrzebę istnienia budżetu federalnego przedstawmy na prostym przykładzie. Załóżmy, że rzecz dotyczy regionu, którego gospodarka opiera się w dużej mierze na rolnictwie, przemyśle spożywczym i turystyce. W Polsce takim regionem są Warmia i Mazury, które mają – z natury rzeczy – ujemny bilans handlowy w stosunku do reszty gospodarki. Jest tak dlatego, że rząd w Warszawie, podobnie jak rząd w innym dowolnym kraju, ma obowiązek starać się, by w regionach mniej zamożnych poziom konsumpcji zbiorowej (ochrona zdrowia, edukacja, etc) był przynajmniej zbliżony do istniejącego w regionach lepiej rozwiniętych. Ważną konstatacją jest to, że ujemne saldo handlowe Warmii i Mazur (w stosunku do reszty polskiej gospodarki) powinno być finansowane głównie transferami z budżetu centralnego, ponieważ gdyby Warmia i Mazury musiały pożyczać, by sfinansować wydatki na cele społeczne, to stanęłyby szybko (jak Grecja) w obliczu bankructwa.

⁵ J. Aizenman (2012), "The Euro and the global financial crisis: finding the balance between short term stabilization and forward looking reform". USCS and the NBER, May. L. Jonung, E. Drea (2009) "The euro: It can't happen. It's a bad idea. It won't last. US economists on the EMU, 1989–2002, *European Economy. Economic Paper* no. 395. European Commission

⁶ R. Mundell, R. (1961). "The Theory of Optimal Currency Areas", *American Economic Review*, No. 51.

⁷ P. Arestis, Malcolm Sawyer, "The Design Faults of the Economic and Monetary Union", *Journal of Contemporary European Studies*, vol. 19, No. 1, p. 21–32, March 2011.

⁸ J. Tobin (2001), „Currency Unions, Europe vs. The United States”, Policy Options, May.

Podobnie naturalne byłyby transfery z budżetu centralnego, gdyby Warmię i Mazury dotknął znacznie bardziej niż inne wzrost bezrobocia, a więc gdyby – używając języka makroekonomii – Warmię i Mazury dotknął silny szok asymetryczny. Zadziałałyby w takiej sytuacji nie tylko automatyczne stabilizatory koniunktury, między innymi w postaci wzrostu świadczeń dla bezrobotnych. Rząd w Warszawie mógłby zdecydować, by zwiększyć popyt w regionie zwiększając na przykład wielkość inwestycji publicznych, co pomogłoby gospodarce regionu powrócić na ścieżkę zrównoważonego wzrostu; w części, w jakiej nie sprzyjałoby temu przemieszczanie się mieszkańców Warmii i Mazur do regionów oferujących więcej szans na zatrudnienie.

Postulat dotyczący konieczności wykorzystywania transferów fiskalnych, jako instrumentu łagodzącego szoki asymetryczne, został sformułowany także w literaturze dotyczącej optymalnych obszarów walutowych⁹. Przed utworzeniem strefy euro nie osiągnięto jednak takiego poziomu integracji politycznej, by było możliwe utworzenie odpowiednio dużego budżetu federalnego i wykorzystywanie transferów fiskalnych jako czynnika pomagającego przewyciężyć szoki asymetryczne lub finansować straty banków w razie wybuchu kryzysu bankowego. Ostatnia propozycja utworzenia takiego budżetu została odrzucona w 1993r¹⁰.

2. OPTYMISTYCZNE OCZEKIWANIA

Dlaczego kryteria z Maastricht, nie nawiązują do kryteriów pojawiających się w literaturze dotyczącej optymalnych obszarów walutowych, a więc nie dotyczą one ani stopnia elastyczności płac ani mobilności siły roboczej? Dlaczego zdecydowano się utworzyć strefę euro bez utworzenia budżetu federalnego, którego transfery pomagałyby stabilizować gospodarki krajów członkowskich? Dlaczego zamiast tego wszystkiego kryteria z Maastricht dotyczyły głównie stabilizowania inflacji i salda budżetu?

Przyczyną było między innymi dominujące w teorii głównego nurtu przekonanie, że stabilizowanie cen wystarczy dla ustabilizowania gospodarki¹¹,

⁹ P. B. Kenen (1969) „The Theory of Optimum Currency Areas: An Eclectic View” [w:] R. Mundel, A. Swoboda [eds] *Monetary Problems of the World Economy*. Chicago: University of Chicago Press.

¹⁰ Commission of the European Communities (1993), “Stable Money – Sound Finances: Community Public Finance in the Perspective of EMU”. *European Economy*, no. 53.

¹¹ A. F. Alesina, O. J. Blanchard, J. Gali, F. Giavazzi, H. Uhlig (2001). *Defining a Macroeconomic Framework for the Euro Area*. “Monitoring the European Central Bank” No. 3, September. O. J. Blanchard (2006) „Monetary Policy: Science or Art.?” Paper presented at “Monetary Policy: A Journey from Theory to Practice”, An ECB colloquium held in honor of Otmar Issing, March.

a deficyt budżetowy jest jedynym czynnikiem mogącym destabilizować gospodarkę rynkową, ponieważ zadłużenie sektora prywatnego nie stanowi – jak wierzono pomimo doświadczeń licznych kryzysów bankowych w Ameryce Łacińskiej i Azji – zagrożenia dla równowagi gospodarczej¹².

Dzisiaj wiemy, że podstawowym problemem strefy euro stało się rosnące zróżnicowanie konkurencyjności gospodarek krajów członkowskich, a – mówiąc dokładniej – znaczna utrata konkurencyjności gospodarek państw południowej części strefy euro w stosunku do gospodarki niemieckiej. Zapytajmy zatem, dlaczego strefa euro powstała bez mechanizmów, które chroniłyby ją przed różnicowaniem się konkurencyjności tworzących ją gospodarek?

Było tak dlatego, że spodziewano się zupełnie innego biegu zdarzeń niż ten, który miał faktycznie miejsce. Liczono, że znaczne obniżenie się wysokości stóp procentowych w krajach południowej części Europy, jakie nastąpi po ich wejściu do strefy euro, spowoduje – w połączeniu z ułatwionym dostępem do zagranicznych oszczędności – duży wzrost inwestycji w przemyśle, w tym zwłaszcza w sektorach eksportowych poszczególnych gospodarek. Liczono, że przyniesie to proces szybkiej realnej konwergencji w strefie euro, a więc szybkie zlanie się tworzących ją gospodarek w jedną wspólną, równie wydajną gospodarkę europejską. Liczono, że szybkie powstanie takiej gospodarki znacznie zwiększy presję konkurencyjną na wspólnym rynku europejskim, a to przyniesie naturalną koordynację polityk gospodarczych w krajach członkowskich¹³. Czynnikiem, który stwarzał nadzieje, że utworzenie strefy euro samoczynnie przyspieszy proces integrowania się gospodarek strefy euro w jedną wspólną gospodarkę, były dominujące wówczas oczekiwania, że wprowadzenia wspólnej waluty spowoduje szybki i znaczny wzrost handlu pomiędzy państwami członkowskimi¹⁴.

Jeszcze w początkowych latach funkcjonowania strefy euro wierzono, że tak właśnie będzie. Zakładano na przykład, że deficyty w obrotach handlowych Portugalii i Grecji były efektem procesu gospodarczego doganiania przez oba kraje gospodarek pozostałych krajów strefy euro. Zakładano zatem, że ich deficyty handlowe będą zmniejszać się w miarę postępu procesu realnej konwergencji, który przyniesie w obu krajach wzrost wydajności i konkurencyjności ich gospodarek¹⁵.

¹² Ch. Goodhart (2011). "Europe after the crisis", Institute for New Economic Thinking, 20 October.

¹³ EMU@10: Successes and challenges after 10 years of Economic and Monetary Union (2008). *European Economy*, No. 2.

¹⁴ A. K. Rose (2000). „One Money, One Market: Estimating of Common Currencies on Trade”, *Economic Policy* no. 30, p. 7–46.

¹⁵ O. Blanchard, F. Giavazzi (2002). „Current Account Deficits in the Euro Area: The End of the Feldstein-Horrioka Puzzle?”, *Brooking Papers on Economic Activity* no. p. 147–210.

Szybkie zrośnięcie się gospodarek strefy euro w jedną wspólną, równie rozwiniętą i równie wydajną gospodarkę miało także wyeliminować potrzebę dokonywania dużych transferów fiskalnych. Nie brano pod uwagę obaw Charlesa Goodharta, postulującego stworzenia budżetu federalnego między innymi po to, by Europa miała środki na pokrycie strat banków, które w okresach kryzysowych są – jak mówią doświadczenia historyczne – relatywnie duże w stosunku do wielkości PKB poszczególnych krajów¹⁶. Wierzono, że postęp w metodach pomiaru ryzyka i zarządzania ryzykiem wyeliminuje możliwość kryzysów bankowych w krajach mających wysoko rozwinięte (jak wierzono) systemy finansowe. Wierzono, że stosowana powszechnie przez banki metodologia VaR zapewni stałe dostosowywanie się kapitałów banków do ich potencjalnych strat, co wyeliminuje konieczność pokrywania strat z pieniędzy podatników.

3. RZECZYWISTY BIEG ZDARZEŃ

Cios, który został zadany oczekiwaniom, że utworzenie strefy euro przyniesie szybką konwergencję gospodarek południowej i północnej części strefy euro nadszedł z nieoczekiwanej strony. Przyszedł ze strony wielkich pan-europejskich banków, w których wcześniej pokładano nadzieje, że będą ważnym czynnikiem integracji europejskiej¹⁷. Reorientacja w polityce kredytowej banków w kierunku kredytów hipotecznych i masowe wykorzystywanie krótkoterminowych pożyczek międzybankowych jako źródła ich finansowania przyniosły niestabilne boomy kredytowej w części krajów strefy euro. Dzisiaj nie trzeba już szerzej wyjaśniać, że niskie stopy procentowe i łatwy dostęp do oszczędności zgromadzonych w niemieckich i holenderskich bankach nie przyniosły krajom południowej części strefy euro wzrostu inwestycji w sektorach eksportowych ich gospodarek, lecz długoletnie boomy na rynkach hipotecznych, które spowodowały głębokie niezrównoważenie ich gospodarek. Załamanie się długotrwałych boomów kredytowych spowodowało kryzys bankowy, recesję, a w końcu dotkliwy kryzys fiskalny.

Przedłużanie się kryzysu w strefie euro wynikało w dużej mierze stąd, że Europa nie miała odpowiednio dużego budżetu federalnego, który miałyby środki wystarczające na pokrycie strat banków. Musiałyby być one początkowo pokrywane przez rządy poszczególnych krajów, co przynosiło drastyczne pogorszenie się sytuacji w ich budżetach, powodujące utratę zaufania rynków

¹⁶ Ch. Goodhart (2004), *Financial Management in the Euro Zone*, Esti Pank, September.

¹⁷ G. Tumpel-Gugerell (2005). „Single market for financial services – vision or reality?”. Luxemburg Financial Market Forum 2005, Luxemburg, 14 October. E. Tsingou (2009), „Too Big to Fail?” [in] *The Warwick Commission on International Financial Reform: In Praise of Unlevel Playing Fields*, The Warwick Commission, The University of Warwick.

finansowych do ich wypłacalności, a konsekwencji niemożność zaciągania pożyczek na rynkach finansowych, czego jaskrawym przykładem była Irlandia.

ECB mógł łagodzić kryzys bankowy dostarczając bankom płynność, ale – jako bank centralny – nie mógł dać bankom kapitału na pokrycie strat. W istocie zatem przedłużający się kryzys bankowy wynikał z braku budżetu federalnego, który pomógł by bankom pokryć straty. Substytutem finansowania strat banków z budżetu federalnego stał się dopiero ESM (*European Stability Mechanism*), w przypadku którego oczekuje się między innymi, że wyłoży środki na pokrycie przynajmniej części strat hiszpańskich banków, by nie musiał tego robić rząd Hiszpanii, pogarszając tym i tak trudną sytuację w budżecie. Można zakładać, że mająca powstać w strefie euro unia bankowa także będzie zawierała w sobie rozwiązania instytucjonalne wymagające uruchamiania transferów fiskalnych.

O tym, jakie mechanizmy transferów fiskalnych ostatecznie powstaną i czy doprowadzi to kiedyś do utworzenia w Europie dużo większego niż dzisiaj budżetu federalnego, zadecyduje skala i charakter integracji politycznej, na którą Europa ostatecznie się zdecyduje. Dzisiaj głównym problemem jest sama, nieoczekiwanie duża, skala kryzysu w strefie euro, która sprawia, że powstanie unii politycznej stało się to rzeczą szczególnie trudną.

Niemcy są wprawdzie krajem dużym, ale jednak zbyt małym, by mogły udzielić państw południowej części Europy pomocy w tak dużej skali, jaka byłaby im potrzebna. Niemcy nie są w stanie wziąć na siebie bezwarunkowo kosztów wydobycia strefy euro z kryzysu, w przeciwieństwie do Stanów Zjednoczonych, które po II wojnie światowej pomogły sfinansować odbudowę i modernizację gospodarek Europy¹⁸. Dzisiaj nie ma szans na Plan Marshalla nawet dla samej tylko Grecji¹⁹.

To, że Niemcy są zbyt małe, by skutecznie pomóc południowym krajom strefy euro, stało się jednym z czynników, które stworzyły dość trudną sytuację braku wzajemnego zaufania pomiędzy krajami strefy euro, co utrudnia osiągnięcie szybkiego i konstruktywnego porozumienia. Niemcy nie mają zaufania do krajów południowej części strefy euro, że przeprowadzą reformy, które zmniejszyłyby wielkość pomocy, jaka byłaby dla nich potrzebna. Z kolei, kraje południowej części Europy nie mają zaufania, że Niemcy są gotowe na udzielenie im pomocy w wielkości, która zażegnałaby powracający kryzysu zaufania do trwałości strefy euro. Przykładem jest proponowana emisja wspólnych obligacji, która zażegnałaby w dużym stopniu kryzys zaufania do europejskich obligacji

¹⁸ J. B. DeLong, B. Eichengreen (2012). New preference to Charles Kindleberger, *The World in Depression 1929–1939*, voxeu.org/index. B. Eichengreen (1987). “Hegemonic Stability Theories of the International Monetary System” [w] R. Cooper, B. Eichengreen, G. Holtham, R. Putnam, R. Henning (eds.) *Can Nations Agree? Essays in International Economic Cooperation*, The Brookings Institution, p. 255–298.

¹⁹ B. Eichengreen (2011), “General Marshall on the Aegean”, www.project-syndicate.org

skarbowych. Obawy dotyczące intencji Niemiec uwiarygodnia to, że nie chciały się one zgodzić się na emisję wspólnych europejskich obligacji pomimo, że pociągałaby to za sobą stosunkowo małą skalę redystrybucji dochodów²⁰. Dodatkowym czynnikiem, który utrudnia rozwiązanie kryzysu jest stopniowe słabnięcie gospodarcze Francji, a więc kraju, który przeforsował szybkie utworzenie strefy euro²¹.

4. NIEDOCENIONY SYSTEM ROZSZERZONEGO PASMA WAHAŃ

Zgodnie z tym, co powiedzieliśmy wcześniej, bieg wydarzeń, który doprowadził do obecnego kryzysu w strefie euro, był w bardzo dużym stopniu nieunikniony. Sprzęgły się bowiem z sobą w sposób nieuchronny dwa czynniki. Jednym z nich było dążenie europejskich elit politycznych do szybkiego utworzenia unii monetarnej, wynikające z zaufania do wniosków teorii ekonomii, które mówiły o małych kosztach rezygnacji z autonomii polityki pieniężnej i dużych korzyściach płynących z utworzenia unii walutowej. Drugim czynnikiem była wiara – także mająca swe źródło w teorii ekonomii – że system bankowy charakteryzuje silna zdolność do samoregulacji, co sprawiło, że nie przeciwdziałano trwającym w kilku krajach strefy euro długotrwałym, niestabilnym boomom kredytowym.

Jeśli jednak nawet założymy, że bieg zdarzeń prowadzących do kryzysu w strefie euro był nieunikniony, to nie podważa to sensowności zadania pytania o to, w którym momencie można było powstrzymać bieg zdarzeń prowadzących ostatecznie do obecnego kryzysu w strefie euro. W moim przekonaniu korzystne dla dalszego biegu zdarzeń w strefie euro byłoby znaczne wydłużenie okresu stosowania systemu walutowego, który powstał w 1993 r., gdy po serii ataków spekulacyjnych przeciwko walutom ESW wprowadzono system szerokich 15% pasm wahań kursowych.

Rozszerzenie pasma traktowano jednak jako rzecz przejściową. Świadczy o tym to, że przy ocenie poszczególnych krajów – przed ich wejściem do strefy euro – oceniano kryterium stabilności kursu walutowego na podstawie tego, czy był on stabilizowany wewnątrz pasma $\pm 2,25\%$. Nie zamierzono zatem traktować rozszerzenia pasma jako rozwiązania systemowego, które miałyby umożliwić krajom ESW zwiększenie autonomii polityki pieniężnej. by wykorzystać jego zalety.

²⁰ J. Delpha, J. von Weizsacker (2010). „The Blue Bond Proposal”, *Bruegel Policy Brief* no. 3, May.

²¹ M. E. Sarotte, “Eurozone Crisis as Historical Legacy”, *Foreign Affairs*, 29 September 2010.

Tymczasem, gdyby się na to zdecydowano i potraktowano tę zmianę jako zmianę systemową, mającą – na określony okres – zwiększyć autonomię polityki pieniężnej krajów ESW, to – oceniając to *ex post* – rozwiązanie tego rodzaju przyniosłoby szereg niedocenionych wtedy korzyści.

Po pierwsze, nie doceniono w owym czasie tego, że wahania kursu nie miałyby negatywnego wpływu na wielkość handlu zagranicznego, o czym od dawna mówiły badania empiryczne²², a jednocześnie szerokość pasma byłaby wystarczająca, by Portugalia, Hiszpania i Irlandia mogły wykorzystywać zwiększoną autonomię polityki pieniężnej do stabilizowania inflacji i ograniczania skali trwających już wtedy w ich gospodarkach boomów kredytowych.

Po drugie, nie doceniono dużo większej odporności 15% pasma wahań na ataki spekulacyjne niż wcześniejszego, znacznie węższego pasma 2,25%. Szerokie pasmo daje bankom centralnym swobodę wyboru momentu dokonania zdecydowanej interwencji, która przynosi spekulantom straty i osłabia impet ataku spekulacyjnego. Zalety rozszerzonego pasma byłyby jeszcze większe, gdyby już w ESW obowiązywały kryteria fiskalne z Maastricht, co dałoby dużą wiarygodność kursom paritetowym²³.

Po trzecie, w okresie tworzenia strefy euro przeceniano ryzyko dużych destabilizujących wahań kursowych. Obawiano się, na przykład, że jeśli Wielka Brytania nie wejdzie do strefy euro, to gospodarka brytyjska będzie narażona na koszty wynikające z bardzo dużych oscylacji kursów walutowych²⁴. Rzeczywistość okazała się inna. Wahania kursów walut, które nie weszły do strefy euro i nie interweniowały na rynku walutowym okazały się stosunkowo nieduże. Stabilność kursów korony szwedzkiej i funta szterlinga do euro była wręcz zadziwiająca²⁵.

Po czwarte, zmienność kursów nominalnych sprzyjałaby stabilności realnych efektywnych kursów walutowych, których dywergencja stała się główną przyczyną narastania coraz większych nierównowag w gospodarkach strefy euro.

Wszystkie te argumenty przemawiają za tym, że pozostawienie na dłużej wprowadzonego w 1993 r. systemu szerokiego pasma wahań kursów walutowych i wykorzystanie go do zwiększenia autonomii polityki pieniężnej krajów

²² Exchange Rate Volatility and World Trade: A Study by the Research Department of the IMF”, *IMF Occasional Paper*, No. 28, IMF Washington, July 1984. Wei Shang-jin, „Currency Hedging and Goods Trade”, *European Economic Review*, vol. 43, 1999, pp. 1371–1394.

²³ P. Krugman, M. Miller ((1993). „Why have a target zone”, Carnegie Rochester Conference Series on Public Policy, vo. 38, June. P. Krugman (1991). “Target Zones and Exchange Rate Dynamics”, *Quarterly Journal of Economics*, no. 106, p. 669–682. P. Volcker (2012), “Is Global Financial Reform Possible?”, *Project Syndicate*, 4 June, www.project-syndicate.org

²⁴ R. Layard, W. Buitter, Ch. Huhne, W. Hutton, P. Kenen, A. Turner, *Why Britain should join the euro*. Britain in Europe Campaign Ltd, London 2002.

²⁵ S. Holden (2009), “EMU at ten. Should Denmark, Sweden and the UK join?” [w] *SNS Economic Policy Group Report*, INSEAD.

członkowskich mogłoby przynieść dłuższy, ale mniej burzliwy proces tworzenia unii walutowej w Europie.

Warto w tym miejscu przypomnieć, że boomy kredytowe w części krajów strefy euro nie zostały wywołane ich wejściem do unii walutowej. Zaczęły się wcześniej. Wejście do strefy euro jedynie je spotęgowało w wyniku spadku wysokości stóp procentowych. Należy zatem zakładać, że efekty zewnętrzne boomów kredytowych, w postaci presji inflacyjnej i presji na spadek kursów walutowych, zmusiłyby banki centralne krajów południowej części strefy euro do podniesienia stóp procentowych.

Gdyby zaostrzenie polityki pieniężnej nie okazało się wystarczające do opanowania niestabilnych boomów kredytowych na rynkach hipotecznych, to być może stałoby się to czynnikiem, który wzbudziłby wcześniej niż stało się to w rzeczywistości świadomość konieczności wykorzystywania polityki makro-stabilnościowej jako drugiego – obok polityki pieniężnej – instrumentu prowadzenia przez banki centralne polityki antycyklicznej²⁶. Za scenariuszem tego rodzaju przemawia to, że Bank Hiszpanii zobowiązał banki do utrzymywania większych rezerw, potrzebnych na pokrycie przyszłych strat już w 2000 r.²⁷. Wprawdzie obowiązujące wówczas międzynarodowe standardy rachunkowości sprawiły, że system ten (*dynamic provisioning*) przybrał znacznie łagodniejszą formę niż wcześniej zamierzał Bank Hiszpanii, ale i tak późniejsze kłopoty hiszpańskich banków (po wybuchu globalnego kryzysu bankowego) były relatywnie mniejsze niż miało to miejsce w Irlandii, gdzie – podobnie jak w wielu innych krajach – nie próbowano nawet wykorzystywać instrumentów nadzorczych do powstrzymywania szybko rosnącej akcji kredytowej banków²⁸.

PODSUMOWANIE

Przedstawiony powyżej tok rozumowania zmierza do wniosku, że gdyby odłożono w czasie (przynajmniej o jedną dekadę) wprowadzenie wspólnej waluty, to wszystkie dzisiejsze przewartościowania poglądów na temat strefy euro i polityki gospodarczej jej krajów członkowskich²⁹ dokonałyby się o wiele mniejszym kosztem.

²⁶ M. Brunnermeier, A. Crockett, Ch. Goodhart, A. Persaud, H. Shin (2009) *The Fundamental Principles of Financial Regulation*, Geneva Reports on the World Economy, ICMB, London, No. 11.

²⁷ E. Estrada, J. F. Jimeno, J. L. Malo de Molina (2009), "The Spanish Economy in EMU: The First Ten Years", *Documentos Ocasionales* No. 0901, Banco de España.

²⁸ P. Honohan (2009). "Resolving Ireland's Banking Crisis", Paper prepared for the UCD-Dublin Economic Workshop Conference: "Responding to the Crisis", Dublin.

²⁹ European Commission (2010), *Surveillance of Intra-Euro-Area Competitiveness and Imbalances*, European Economy, No. 1. European Commission (2011), *Scoreboard for Surveillance of Macroeconomic Imbalances: Suggestions for the Choice of Indicators and Indicative Thresholds*, 23 March 2011.

Tworzeniu unii walutowej bez odpowiednich rozwiązań instytucjonalnych towarzyszyła nadzieja, że ewentualne problemy zmuszą Europejczyków do podjęcia działań w kierunku zacieśnienia unii politycznej³⁰. Okazało się to jednak ryzykownym pomysłem. Koszty kryzysu strefy euro (związane głównie z kryzysem bankowym) okazały się tak wysokie, że zaczęło to dzielić, a nie tylko jednoczyć Europejczyków wokół konieczności przezwyciężenia kryzysu. Niemcy usztywnili swoje stanowisko do tego stopnia, że blokowali bardzo racjonalną koncepcję emisji wspólnych europejskich obligacji używając dość demagogicznego argumentu, że prowokowałoby to rządy krajów strefy euro do prowadzenia nierozważnej polityki fiskalnej. Argumentacja ta jest mało wiarygodna w świetle doświadczeń ostatniej dekady, gdy tylko rząd Grecji prowadził nierozważną politykę fiskalną. Ilustracją tego jest to, że Grecja była jedynym krajem strefy euro, w którym rosła wielkość długu publicznego w relacji do PKB.

Z dzisiejszej perspektywy można żałować, że Europejczycy zbyt pośpieszyli się z wprowadzeniem wspólnej waluty, jednakże – jak podkreślaliśmy wcześniej – prawdopodobieństwo, że zrealizowałyby się zarysowany powyżej alternatywny scenariusz było stosunkowo małe. Koncepcja utworzenia wspólnej gospodarki europejskiej nigdy nie zakładała, że warto – choćby przejściowo – wprowadzić system zmiennych kursów walutowych, a rozszerzenie pasma wahań kursowych, dokonane w 1993 r., traktowano raczej jako sposób na zmniejszenie ryzyka powtarzania się ataków spekulacyjnych przeciwko walutom ESW niż jako metodę zwiększenia zakresu autonomii polityki pieniężnej krajów członkowskich. W oficjalnych dokumentach instytucji europejskich zawsze przedstawiano stałość kursów walutowych jako niezbędnym warunkiem sprzyjający rozwojowi handlu zagranicznego pomimo, że badania empiryczne od dawna tego nie potwierdzały³¹. Można jednak hipotetycznie założyć, że gdyby w 1993 r. zdecydowano o dłuższym stosowaniu szerokiego pasma wahań, to podjęcie decyzji tego rodzaju nie zahamowałoby procesów integracji europejskiej. Strefa euro, gdyby powstała znacznie później, uniknęłaby wielu problemów wynikających stąd, że tworzące ją gospodarki nie stanowiły optymalnego obszaru walutowego.

O tym, że nie zamierzano (niestety) wykorzystać dokonanego w 1993 r. rozszerzenia pasma wahań kursowych do przejściowego zwiększenia autonomii polityki pieniężnej krajów ESW świadczy choćby to, że decyzja o utworzeniu strefy euro od stycznia 1999 r. zapadła już w grudniu 1995 r. na posiedzeniu Rady Europejskiej, w kilka miesięcy po opublikowaniu dokumentu dotyczącego sekwencji procesu wdrożenia wspólnej waluty³². Europa nigdy zresztą nie

³⁰ Ch. Goodhart (2004), *op. cit.*

³¹ R. E. Baldwin (2006). In or out. Does it make a difference: An evidence based analysis of the trade effects of the euro. CEPR.

³² *On the practical arrangements for the introduction of the single currency* (1995), Commission of the European Communities, Brussels, May

postrzegała swego wyboru w sposób, który jest przedmiotem rozważań w teorii optymalnych obszarów walutowych; a więc jako wyboru pomiędzy stosowaniem systemu płynnych kursów walutowych i wprowadzeniem wspólnej waluty. Dla Europy był to zawsze wybór pomiędzy stosowaniem systemu kursów stałych i wspólnej waluty³³. Efektem sytuacji, w której nie brano pod uwagę możliwości przedłużenia okresu stosowania 15% pasma wahań walut ESW było przedwcześnie, jak dzisiaj wiemy, utworzenie strefy euro. Obrona jej trwałości może pociągnąć za sobą koszty, które trudno jest dzisiaj ocenić. Trudno wykluczyć, że losy strefy euro okażą się podobne jak operacji Market Garden zobrazonej z filmie Richarda Attenborough „O jeden most za daleko”.

Andrzej Sławiński

EURO ZONE: THE ALTERNATIVE SCENARIO

The process of European monetary integration would have been longer but much less costly, had euro zone been created at least a decade later. Had Europeans decided to extend the period of functioning of the ERM mechanism with the 15% band (introduced in 1993), central banks might have been able to use the extended autonomy of monetary policy to cope with the unsustainable lending booms before the creation of the monetary union. This might have saved Europe from paying a very high cost of the twin bank and fiscal crises. Had the tightening of monetary policy turned out to be insufficient to cope with the unsustainable lending booms in several European countries, central banks could have earlier employed macroprudential policies as a second weapon of their stabilization policy. Had the euro zone been created at least a decade later, the experiences with the unsustainable lending booms would have forced Europeans to create monetary union with a better institutional setup.

³³ P. B. Kenen (1998). “EMU and transatlantic economic relations”, Institut für Wirtschaftsforschung *Discussion Paper* no.60. Hamburg Paper no. 395, December. L. Jonung, E. Drea (2009) “The euro: It can’t happen”, *op. cit.*