

**Tomasz Chmielewski, Andrzej Sławiński**

Szkoła Główna Handlowa w Warszawie

---

## STABILNOŚĆ FINANSOWA STREFY EURO. IMPLIKACJE DLA POLSKI

---

**Streszczenie:** Struktura instytucjonalna strefy euro była pomyślana jako zabezpieczenie przed nieodpowiedzialną polityką fiskalną rządów. W rzeczywistości, z wyjątkiem Grecji, to nie rządy lecz banki komercyjne podejmowały nieodpowiedzialne decyzje, które zachwiały stabilnością finansową strefy euro. Kryzys bankowy i recesja spowodowały gwałtowny wzrost zadłużenia rządów. Wcześniejsze boomy kredytowe przyspieszyły natomiast proces różnicowania się konkurencyjności gospodarek wewnątrz strefy euro. W efekcie kraje strefy euro podzieliły się na nadwyżkowe, których gospodarki charakteryzuje chroniczna słabość konsumpcji, prowadząca do nadmiaru oszczędności krajowych i dużych nadwyżek handlowych, oraz deficytowe, w których wysokie tempo wzrostu akcji kredytowej i konsumpcji były przyczyną malejącej stopy oszczędności i utrzymywania się dużych deficytów w obrotach handlowych.

**Słowa kluczowe:** strefa euro, dywergencja, stabilność finansowa.

### 1. Wstęp

Choć utworzenie strefy euro nie przyniosło, wbrew wcześniejszym oczekiwaniom, ani istotnego przyspieszenia wzrostu gospodarczego, ani szybkiego wzrostu skali handlu pomiędzy krajami członkowskimi, to jednak pierwsza dekada funkcjonowania strefy euro wydawała się sukcesem. Tempo wzrostu gospodarczego było wystarczające, by przynieść wzrost zatrudnienia, a Europejski Bank Centralny skutecznie stabilizował inflację. Co więcej, kilka krajów strefy euro podjęło ze sporym powodzeniem reformy strukturalne, które zwiększały elastyczność ich gospodarek. Od początku jednak, pod powierzchnią stabilnego wzrostu i niskiej inflacji, zachodził proces, który przyniósł dzisiejsze kłopoty strefy euro. Było nim szybkie różnicowanie się konkurencyjności krajów strefy euro, które przyczyniało się do powstania dużych nierównowag w ich bilansach płatniczych.

Główną przyczyną różnicowania się konkurencyjności gospodarek wewnątrz strefy euro było wyraźnie niższe tempo wzrostu jednostkowych kosztów pracy w Niemczech niż w pozostałych krajach strefy euro. W części było to efektem relatywnie wysokiego tempa wzrostu wydajności w gospodarce niemieckiej. W głównej

jednak mierze było rezultatem długoletniej stagnacji wysokości płac realnych w Niemczech [Horn, Logeay, Rietzler 2008]. W takiej sytuacji jedynym sposobem uniknięcia szybkiego tracenia konkurencyjności kosztowej przez inne gospodarki strefy euro w stosunku do gospodarki niemieckiej byłoby długookresowe utrzymywanie w ich gospodarkach bardzo niskiego tempa wzrostu płac. To udało się tylko krajom silnie zintegrowanym gospodarczo z Niemcami, w których przedsiębiorstwa od dawna nie mogą sobie pozwolić na utratę konkurencyjności kosztowej w stosunku do firm niemieckich, jak ma to miejsce w przypadku Austrii, Holandii i Francji. Szybkie pogarszanie się konkurencyjności kosztowej – w stosunku do gospodarki niemieckiej – dotyczyło gospodarek mniej zintegrowanych z Niemcami, jak Grecji i Portugalii, oraz gospodarek, w których wystąpiły niestabilne boomy kredytowe, powodujące szybki wzrost popytu krajowego i relatywnie wysokie, jak na kraje wysoko rozwinięte, tempo wzrostu płac, co miało miejsce najpierw w Portugalii, a później w Irlandii i Hiszpanii.

Globalny kryzys bankowy przyniósł recesję i kryzys fiskalny w krajach strefy euro. Gwałtownie zwiększyły się deficyty budżetowe w krajach strefy euro w wyniku spowodowanej kryzysem bankowym recesji oraz konieczności pokrycia strat banków przez rządy. W 2010 r. wystąpiły kilkakrotnie poważne zaburzenia na europejskim rynku obligacji wywołane obawami o wypłacalność części rządów krajów strefy euro. Problem polegał na tym, że źródłem obaw inwestorów o wypłacalność poszczególnych rządów nie była sama wielkość ich zadłużenia. Wystąpił wyraźnie syndrom Argentyny. Inwestorzy obawiali się, że gospodarki krajów, które najbardziej utraciły konkurencyjność wobec gospodarki niemieckiej, nie będą w stanie wrócić na ścieżkę wzrostu na tyle szybkiego, by rosnące wpływy podatkowe pozwoliły rządowi uniknąć restrukturyzacji długu publicznego, nazywanej w mediach mawiając o „bankructwie kraju”. W 2010 r. obawy te dotyczyły głównie Grecji i Portugalii.

Niniejsza praca jest próbą odpowiedzi na pytanie, dlaczego rezygnacja z autonomii polityki pieniężnej była ważnym czynnikiem procesu szybkiego różnicowania się konkurencyjności gospodarek w strefie euro. Przeanalizujemy także zgłaszane w 2010 r. propozycje rozwiązań instytucjonalnych mających zapobiec powtarzaniu się kryzysów fiskalnych w strefie euro. Postaramy się również ocenić, czy zapowiadane zmiany w systemie nadzoru bankowego wystarczą, by uniknąć w przyszłości powtórzenia się niestabilnych boomów kredytowych. Wspomnimy także pokrótce o implikacjach, jakie problematyka ta ma dla Polski.

## **2. Ewolucja poglądów na bilans kosztów i korzyści rezygnacji z prowadzenia autonomicznej polityki pieniężnej**

Koncepcja R. Mundella, by analizować kryteria, jakie powinny spełniać gospodarki, które miałyby utworzyć unię walutową, była efektem jego rozważań na temat korzyści i kosztów wynikających ze stosowania stałych albo zmiennych kursów waluto-

wych. Mundell zaczął rozważać ten problem w latach pięćdziesiątych ubiegłego wieku. Dlatego, zgodnie z dominującą wtedy teorią keynesowską, nie zakładał, że występuje doskonała elastyczność cen, która umożliwiłaby gospodarce szybki i samoczynny powrót do stanu równowagi, co czyniłoby niepotrzebnym prowadzenie polityki pieniężnej. Wychodził więc z założenia, że optymalny obszar walutowy musiałby się charakteryzować dużą mobilnością czynników produkcji, zwłaszcza siły roboczej, by brak możliwości prowadzenia autonomicznej polityki pieniężnej nie powodował większych kosztów niż korzyści osiąganych z posiadania wspólnej waluty [Mundell 1961, s. 657-65].

R. Mundell długo był dość sceptycznie nastawiony do możliwości urzeczywistnienia stworzonej przez siebie koncepcji optymalnego obszaru walutowego, ponieważ uważał, że czynnikiem skutecznie rekompensującym brak doskonałej elastyczności cen i płac jest zmienność kursu walutowego. Wynikało to z rozpowszechnionego wtedy wśród ekonomistów przekonania, wyrażonego w słynnym artykule M. Friedmana, że zmienny kurs walutowy działa jak samoczynny stabilizator gospodarki, przywracający równowagę w bilansie handlowym i utraconą wcześniej konkurencyjność cenową [Friedman 1953]. Początkowym planom tworzenia unii walutowej w Europie towarzyszyło również przekonanie, że skoro nie można liczyć na silną zdolność gospodarek do samoregulacji, to będzie to wymagało utworzenia budżetu na szczeblu europejskim, z którego transfery umożliwiłyby łagodzenie szoków, jakie dotykałyby poszczególne gospodarki planowanej unii [EU Commission... 1977].

Lata siedemdziesiąte przyniosły zjawiska, które spowodowały zmianę poglądów ekonomistów na rolę kursu walutowego i polityki pieniężnej w polityce gospodarczej.

Po rozpadzie systemu kursów stałych z Bretton Woods i rozpowszechnieniu się płynnych kursów walutowych okazało się, że ich zmienność jest dużo większa, niż wcześniej zakładano. Co więcej, rosnąca skala przepływów kapitałowych, w tym zwłaszcza przepływów krótkoterminowych, spowodowała, że dominujący wpływ na kształtowanie się kursów walutowych miała nie spekulacja o charakterze stabilizującym, jak zakładał Friedman, lecz spekulacja o charakterze destabilizującym. To powodowało, że zmienność kursów nie zawsze sprzyjała powrotowi określonej gospodarki do stanu równowagi. Co więcej, okresowo stawała się czynnikiem wręcz ją zaburzającym. Nieoczekiwanie duża zmienność kursów walutowych i destabilizujący często charakter fluktuacji kursowych początku lat siedemdziesiątych ubiegłego wieku spowodowały zmianę stanowiska R. Mundella wobec własnej teorii optymalnego obszaru walutowego. Od tamtej pory Mundell zaczął uważać, że korzyścią płynącą z utworzenia unii walutowej mogłoby być uwolnienie się tworzących ją gospodarek od destabilizującego wpływu fluktuacji kursowych [Mundell 1973].

Na zmianę poglądów dotyczących bilansu kosztów i korzyści wynikających z utworzenia unii walutowej wpłynęła także wysoka inflacja lat siedemdziesiątych, która potwierdziła wcześniejsze obawy Friedmana, że wykorzystywanie aktywnej

polityki pieniężnej w celu podtrzymania wzrostu gospodarczego może przynieść tylko przejściowy spadek bezrobocia kosztem trwałego wzrostu inflacji. Wysoka inflacja lat siedemdziesiątych i poglądy monetarystów zrodziły powszechne przekonanie, że polityka pieniężna nie nadaje się do podtrzymywania tempa wzrostu gospodarczego i należy wykorzystywać ją tylko do stabilizowania inflacji, nawet jeśli w okresie krótkim istnieje wybór między wzrostem i inflacją [Friedman 1968]. Okazało się, że koszty rezygnacji z autonomii polityki pieniężnej są znacznie mniejsze, niż wcześniej zakładano. Dlatego pojawianie się monetaryzmu przyniosło zasadniczą zmianę postrzegania bilansu korzyści i kosztów uczestnictwa w unii walutowej. Zaczęto uważać, że utworzenie unii walutowej przyniesie relatywnie więcej korzyści niż kosztów, jeśli nawet sam M. Friedman był zawsze bardzo sceptyczny wobec perspektyw utworzenia europejskiej unii walutowej, obawiając się, że kraje Unii Europejskiej są zbyt mało ze sobą zintegrowane, by utworzyć optymalny obszar walutowy [Martino 2008, s. 263-273].

Sformułowanie przez R. Lucasa hipotezy racjonalnych oczekiwań [Lucas 1972] doprowadziło do sformułowania przez F. Kydlanda i E. Prescottta hipotezy niespójności polityki pieniężnej w czasie [Kydland, Prescott 1977, s. 473-92], która wysunęła na pierwszy plan problematykę wiarygodności banku centralnego jako głównego wręcz warunku skuteczności oddziaływania banku centralnego na inflację. Patrząc z tej perspektywy, zaczęto uważać, że rezygnacja z możliwości prowadzenia polityki pieniężnej przyniesie wręcz korzyści, ponieważ zakładano, że w krajach, w których banki centralne nie były w przeszłości skuteczne w stabilizowaniu inflacji, skokowo zwiększy się wiarygodność ich polityki pieniężnej, skoro zostanie scedowana na wspólny europejski bank centralny, który miał kontynuować politykę pieniężną Bundesbanku.

Tak więc nieoczekiwanie duża zmienność kursów walutowych, po rozpadzie międzynarodowego systemu kursów stałych w Bretton Woods, oraz stagflacja po szokach naftowych, która wykazała nieskuteczność wykorzystywania polityki pieniężnej do podtrzymywania wzrostu gospodarczego, spowodowały w latach siedemdziesiątych ubiegłego wieku ewolucję w poglądach teorii ekonomii, która wpłynęła na zmianę postrzegania bilansu kosztów i korzyści wynikających z utworzenia unii walutowej. Zmienność kursów walutowych zaczęto postrzegać jako potencjalne źródło destabilizacji, a nie automatyczny stabilizator gospodarki, a koszty rezygnacji z polityki pieniężnej zaczęto uważać za niskie.

Prawdopodobnie czynnikiem, który przesądził o tym, że utworzono ostatecznie strefę euro, były negatywne doświadczenia Francji z lat siedemdziesiątych ubiegłego wieku, gdy próby podtrzymywania wzrostu gospodarczego ekspansją monetarną przyniosły tylko wzrost inflacji i konieczność dokonywania kolejnych dewaluacji franka. Dlatego francuscy politycy postanowili, że Francja powinna naśladować Niemcy, a więc podtrzymywać konkurencyjność swej gospodarki, dbając o niską inflację [Dullingham 1995].

Czynnikiem, który przyspieszył utworzenie strefy euro, była seria ataków spekulacyjnych przeciwko niemal wszystkim walutom Europejskiego Systemu Walutowego w latach 1992-1993, gdy z jednej strony uwidoczniła się łatwość skutecznego atakowania poszczególnych walut narodowych w warunkach globalizacji rynków finansowych, a z drugiej okazało się, że obrona kursów stałych niesie z sobą ryzyko wzrostu inflacji, ponieważ atak spekulacyjny wymaga stosowania od obrony kursów stałych zmasowanych interwencji, powodujących presję inflacyjną w wyniku wzrostu podaży pieniądza w kraju głównej waluty systemu [Kenen 1995, s. 160-164]. Doświadczenia ataków spekulacyjnych lat 1992-1993 przeciwko walutom ESW mówiły, że warto wprowadzić wspólną walutę, której już nie można byłoby tak łatwo atakować jak walut narodowych.

Wszystko zatem zdawało się przemawiać za tym, że warto rezygnować z walut narodowych, ponieważ uwalnia to gospodarkę od destabilizujących ją fluktuacji kursowych [Layard i in. 2002]. Warto też zrezygnować z możliwości prowadzenia autonomicznej polityki pieniężnej, ponieważ rezygnacja z tej możliwości na rzecz wspólnego banku centralnego ułatwi wielu krajom szybkie obniżenie oczekiwań inflacyjnych i samej inflacji, skoro polityka pieniężna będzie prowadzona przez bank centralny, który nie będzie miał bagażu niepowodzeń w walce z inflacją, jak część banków centralnych krajów, które miały utworzyć unię walutową.

Pozornie już tylko w dalekim tle pozostawała tzw. krytyka Waltersa [Walters 1994], a więc obawy, że jeśli inflacja będzie się różniła w poszczególnych krajach strefy euro, to może to spowodować zróżnicowanie realnej wysokości stóp procentowych wewnątrz strefy euro, co będzie oddziaływało procyklicznie, prowadząc do narastania nierównowag w gospodarkach krajów członkowskich. „Krytyka Waltersa” pozostawała w tle, ponieważ dominowało przekonanie, że harmonizacja cykli koniunkturalnych oraz konkurencja cenowa na wspólnym rynku europejskim nie dopuszczą do powstania trwałych różnic w wysokości inflacji, a tym samym nie pojawi się znaczące i trwałe zróżnicowanie wysokości realnych stóp procentowych [EMU@10: *Successes and challenges...* 2008]. Przede wszystkim jednak liczone na to, że utworzenie strefy euro przyniesie szybki wzrost obrotów handlowych, który przyspieszy proces integracji gospodarczej, w wyniku czego zróżnicowanie sytuacji w gospodarkach poszczególnych krajów będzie miało coraz mniejsze znaczenie [Frankel, Rose 1998].

### 3. Nieoczekiwana dywergencja gospodarek strefy euro

Rzeczywistość okazała się inna. Największym zaskoczeniem w funkcjonowaniu strefy euro było stosunkowo szybkie pojawienie się różnic w konkurencyjności gospodarek krajów członkowskich oraz to, że zróżnicowanie to rosło nieustannie w czasie. Utrzymujący się stan nierównowagi odzwierciedlał się w narastającej nierównowadze w bilansach handlowych.

Strefa euro podzieliła się w dużej mierze na dwa obszary. Z jednej strony, występowały takie kraje, jak Niemcy i Holandia, w których utrzymywała się chroniczna

słabość popytu krajowego, prowadząca do kumulowania się dużych oszczędności krajowych i dużych nadwyżek handlowych. Z drugiej strony, były takie kraje, jak Irlandia, Portugalia i Hiszpania, w których popyt krajowy rósł dynamicznie w wyniku trwających latami boomów budowlanych, powodujących szybki wzrost konsumpcji krajowej i utrzymywanie się dużych deficytów w obrotach handlowych, jak w Portugalii i Hiszpanii, albo ich szybkie pogarszanie się, jak miało to miejsce w Irlandii.

Braku zdolności gospodarek strefy euro do szybkiego powracania do równowagi nie tłumaczono brakiem możliwości prowadzenia przez nie autonomicznej polityki pieniężnej, która umożliwiałaby okiełznanie boomów na rynkach hipotecznych. Tłumaczono go niedostateczną liberalizacją rynków pracy oraz rynków towarów i usług, co – jak się często tłumaczy – prowadzi do niedostatecznej elastyczności płac i cen, a tym samym do niedostatecznej zdolności gospodarek poszczególnych państw do powracania do stanu równowagi. Lekarstwem na nadmiar popytu krajowego miała być restrykcyjna polityka fiskalna. Ta jednak, wobec wyjątkowo dużej skali boomów kredytowych w poszczególnych krajach, nie mogła być w tej roli skuteczna. Skończyło się na tym, że kraje strefy euro – nie mogąc prowadzić autonomicznej polityki pieniężnej – nie miały możliwości kontrolowania popytu krajowego.

Co więcej, za boomami kredytowymi, które prowadziły do dywergencji w strefie euro, stały czynniki behawioralne. Zdaniem P. De Grauwe [2010] i O. Blancharda [2007], obywatele Hiszpanii i Irlandii, po sukcesach gospodarczych ich krajów w okresie poprzedzającym utworzenie strefy euro, oczekiwali kontynuacji szybkiego wzrostu gospodarczego i poziomu życia. Optymizm oczekiwań zrodził silny popyt na kredyty konsumpcyjne i hipoteczne. Pojawiło się groźne dla gospodarki sprzężenie zwrotne między wzrostem cen domów i zwiększaniem się akcji kredytowej. To zaś było wzmacniane przez sprzężenie zwrotne między boorem kredytowym i spadkiem realnego poziomu stóp procentowych w sytuacji, gdy EBC nie podnosił stóp procentowych po to, by hamować boomy kredytowe w Hiszpanii i Irlandii.

W krajach, w których wystąpiły boomy kredytowe, wysokie tempo wzrostu konsumpcji stwarzało pozory szybkiej realnej konwergencji, skoro wielkość PKB *per capita* wyraźnie zbliżała się do średniej strefy euro. Problem polegał jednak na tym, że tempo wzrostu PKB było w tych krajach szybsze niż tempo wzrostu wydajności (*demand led convergence*), co z przyczyn oczywistych powodowało „zsuwanie się” gospodarek Portugalii, Hiszpanii i Irlandii ze ścieżki zrównoważonego wzrostu [Landmann 2009]. Czynnikiem obniżającym tempo wzrostu wydajności było to, że w wyniku boomu na rynkach hipotecznych coraz większa część zasobów poszczególnych gospodarek trafiała do budownictwa, a więc do tego sektora gospodarki, który należy do najmniej wydajnych.

Ważnym czynnikiem, który leżał u podłoża tych procesów, była trwająca od lat osiemdziesiątych reorientacja banków komercyjnych w kierunku ich coraz większego zaangażowania na rynkach kredytów hipotecznych [Green, Wachter 2007]. Było to przyczyną narastania ryzyka w systemie bankowym, ponieważ w przeciwieństwie



do banków hipotecznych banki komercyjne nawet do udzielania kredytów o kilkudziesięcioletnich terminach zapadalności wykorzystują krótkoterminowe źródła finansowania. Masowe wykorzystywanie przez banki komercyjne „hurtowego” finansowania w postaci krótkoterminowych pożyczek zaciąganych w innych bankach było możliwe w wyniku globalizacji rynków międzybankowych i wynikającej stąd swobody zaciągania krótkoterminowych pożyczek na globalnym rynku pieniężnym.

Ekonomiści zastanawiali się, jak odwrócić proces dywergencji w strefie euro. Ogólny konsensus był taki, że potrzebne będzie szereg lat niskiego wzrostu gospodarczego i niskiego tempa wzrostu płac w krajach, które straciły konkurencyjność wobec innych krajów strefy euro [De Grauwe 2007]. Wskazywano, że proces taki się zaczął, jakkolwiek nie przynosił poprawy konkurencyjności w Portugalii i we Włoszech, ponieważ oba kraje od wielu już lat tkwiły w swoistej stagnacji gospodarczej. Hiszpanię i Irlandię zepchnęły na tę ścieżkę załamanie boomów kredytowych, kryzys bankowy i wywołana nim recesja.

Doświadczenia pierwszej dekady funkcjonowania strefy euro wykazały, że jej tworzeniu towarzyszyło optymistyczne i doktrynalne jednocześnie założenie, że gospodarki strefy euro są dostatecznie zintegrowane i dostatecznie elastyczne, by polityka pieniężna nie była potrzebna jako czynnik ułatwiający powrót gospodarki do równowagi. Nadzieje te nie zmaterializowały się w stopniu, w jakim tego wcześniej oczekiwano. Co gorsza, główną konsekwencją niemożności prowadzenia autonomicznej polityki pieniężnej była procykliczność zmian wysokości stóp procentowych w różnych krajach członkowskich, co przyspieszyło proces różnicowania się konkurencyjności poszczególnych gospodarek w strefie euro. Utrata konkurencyjności odebrała części gospodarek zdolność do generowania wzrostu, co pogłębiło wywołane kryzysem bankowym kryzysy fiskalne.

Ważną okolicznością, która nie przyciąga na razie jeszcze wiele uwagi, jest to, że nie potwierdziły się wcześniejsze obawy, iż pozostanie poza strefą euro będzie oznaczało narażenie gospodarki jakiegoś kraju na bardzo duże, destabilizujące ją fluktuacje kursowe [Layard i in. 2002]. I w tym przypadku rzeczywistość okazała się inna od wcześniejszych oczekiwań. Kursy funta szterlinga i korony szwedzkiej do euro były zadziwiająco wręcz stabilne, a w czasie globalnego kryzysu bankowego zadziałały jak „automatyczne stabilizatory”, pomagając gospodarkom obu krajów łatwiej przejść przez recesję wywołaną globalnym kryzysem bankowym. Na razie nie ma jeszcze publikacji, które by wyjaśniały to dostatecznie przekonująco, ale nie ulega chyba wątpliwości, że przyczyną nieoczekiwanej wcześniej stabilności kursów szwedzkiej korony i funta szterlinga do euro jest silna integracja gospodarek Szwecji i Wielkiej Brytanii z gospodarką strefy euro.

Co więcej, mechanizm zmiennego kursu walutowego w Szwecji i Wielkiej Brytanii umożliwił w obu krajach prowadzenie autonomicznej polityki pieniężnej, co banki centralne obu krajów wykorzystwały – jako jedne z nielicznych – by stosować

strategie „opierania się wiatrowi”, a więc wykorzystywania podwyżek stóp procentowych nie tylko do stabilizowania inflacji, ale także do hamowania tempa wzrostu cen na rynkach budowlanych [Wadhvani 2008].

#### 4. Mechanizm ochrony strefy euro przed kryzysami

W okresie gdy powstawała strefa euro, dominowało wywiedzione z założeń głównego nurtu ekonomii przekonanie, że tylko rządy mogą zachowywać się nieracjonalnie i nieodpowiedzialnie, spychając swymi decyzjami gospodarkę ze ścieżki zrównoważonego wzrostu. Pogląd ten został odzwierciedlony w instytucjonalnej strukturze strefy euro, w której głównym i jedynym mechanizmem zabezpieczającym przed kryzysami miał być Pakt Stabilności i Rozwoju, zobowiązujący rządy krajów strefy euro do prowadzenia wystarczająco restrykcyjnej polityki fiskalnej, by deficyt budżetowy nie przekraczał 3% nawet w okresach gorszej koniunktury.

W rzeczywistości jednak to nie rządy (poza rządem Grecji), lecz banki i gospodarstwa domowe okazały się „nieodpowiedzialne”. Do wybuchu globalnego kryzysu bankowego zadłużenie rządów rosło w strefie bardzo wolno, natomiast bardzo szybko rosło zadłużenie sektora prywatnego – głównie gospodarstw domowych – w bankach. Dopiero wybuch kryzysu bankowego przyniósł szybki wzrost deficytów budżetowych i swoistą eksplozję długu publicznego, ponieważ w wyniku recesji spadły radykalnie wpływy podatkowe, a rządy musiały pokryć nieraz bardzo duże (jak w Irlandii) straty banków.

Skokowy wzrost deficytów budżetowych i wielkości długu publicznego wywołały wśród inwestorów obawy o wypłacalność rządów części krajów strefy euro. Obawy te wynikały nie tylko z samej wielkości deficytów budżetowych. Problem leżał w obawach inwestorów, czy wzrost gospodarczy w krajach, których gospodarki straciły konkurencyjność, będzie wystarczająco wysoki, by wpływy podatkowe wystarczyły na obsługę zadłużenia zagranicznego. Kumulacja obaw inwestorów doprowadziła w maju 2010 r. do gwałtownego spadku cen obligacji skarbowych Grecji, Portugalii, Irlandii, Hiszpanii i Włoch. Powstał problem ochrony strefy euro przed tego rodzaju zaburzeniami na rynkach obligacji skarbowych.

Jedną z propozycji w tym względzie była emisja obligacji wspólnych dla całej strefy euro [De Grauwe, Moesen 2009]. Przyczyny stojące za propozycją emitowania obligacji wspólnych dla strefy euro były teraz podobne jak wtedy, gdy skuteczność ataków spekulacyjnych przeciwko walutom krajów strefy euro w latach 1992-1993 doprowadziła do wniosku, że należy przyspieszyć wprowadzenie wspólnej waluty, której – praktycznie rzecz biorąc – nie da się skutecznie atakować.

Można by powiedzieć, że w maju 2010 r. silny spadek cen obligacji Grecji, Irlandii i Portugalii był efektem nie „ataku spekulacyjnego”, lecz tylko ucieczki inwestorów w obawie przed ryzykiem niewypłacalności wymienionych krajów. Rzecz jednak w tym, że spadek cen obligacji był pogłębiany przez spekulacyjne zakupy



CDS-ów i IRS-ów<sup>1</sup>. Propozycja emisji wspólnych obligacji strefy euro była rozsądna, ponieważ spekulacja na spadek ich ceny rzeczywiście byłaby bardzo mało prawdopodobna.

Inną konstruktywną propozycją, sformułowaną przez T. Mayera, było utworzenie Europejskiego Systemu Walutowego, który udzielałby pożyczek krajom strefy euro pod warunkiem podjęcia przez nie uzgodnionych z ESW zmian w polityce gospodarczej. T. Mayer wskazywał, że byłby to mechanizm narzucający dyscyplinę polityki fiskalnej w stopniu dostosowanym do sytuacji w danym kraju. Wskazywał również, podobnie jak P. De Grauwe, że przyczyną boomów kredytowych w strefie euro był czynnik, którego nie brano pod uwagę przy tworzeniu struktury instytucjonalnej strefy euro, a mianowicie keynesowskie „zwierzęce instynkty” (w tym przypadku nadmiernie optymistyczne oczekiwania dotyczące przyszłego tempa wzrostu gospodarczego) [Mayer 2009, s. 138-141].

W 2010 r. obie propozycje nie zostały wdrożone głównie ze względu na sprzeciw Niemiec [Kösters 2009, s. 135-138]. Zamiast tego utworzono fundusz mający ratować rządy strefy euro przed raptownym spadkiem emitowanych przez nie obligacji (European Financial Stability Facility, EFSF). Jest przy tym bardzo znamienne, że EFSF nie powstał przy Komisji Europejskiej w Brukseli, lecz w Luksemburgu i nadano mu status spółki celowej utworzonej na okres przejściowy (Special Purpose Vehicle, SPV), a korzystanie z pożyczek EFSF dokonuje się w ramach dwustronnych umów pomiędzy krajami zaciągającymi pożyczki i tymi, które ich udzielają. Sytuacja ta wynikała stąd, że Niemcy nie chcą, by zobowiązania finansowe na rzecz innych krajów były podejmowane przez instytucje europejskie, a nie bezpośrednio przez nie same [Proissl 2010]. Brzmi to pozornie rozsądnie, ale bardzo pesymistycznie z punktu widzenia perspektyw integracji politycznej strefy euro.

Co zatem proponują Niemcy i inne kraje nadwyżkowe strefy euro? Przede wszystkim chcą stworzyć zabezpieczenia, by nie powtórzyły się kryzysy fiskalne w krajach strefy euro [Kösters 2010, s. 340-343]. Wszystko wskazuje na to, że Niemcy nie wierzą, iż umowy międzypaństwowe będą wystarczające, by kraje członkowskie przestrzegały ściśle dyscypliny fiskalnej, o czym Niemcy same się przekonały, skoro w 2005 r. wspólnie z Francją nie dopuściły, by oba kraje zostały ukarane za niedotrzymanie fiskalnego kryterium z Maastricht. Dlatego Niemcy wyraźnie chcą, by polityka fiskalna poszczególnych krajów była monitorowana także przez rynki finansowe. Stąd bierze się forsowana przez Niemcy koncepcja, by określić warunki, w których następowalaby automatyczna redukcja zobowiązań określonego rządu, co oznaczałoby poniesienie strat bilansowych przez inwestorów mających jego obligacje w swych portfelach [Gros 2010, s. 346-350].

---

<sup>1</sup> Podobna sytuacja, jakkolwiek na dużo mniejszą skalę, wystąpiła jesienią 2003 r. w Polsce, gdy nierozważne dramatyzowanie na temat sytuacji w budżecie wywołało spadek cen polskich obligacji, który został pogłębiony w wyniku spekulacyjnych zakupów IRS-ów na międzynarodowym rynku międzybankowym.

Klauzula tego rodzaju (Collective Action Clause, CAC) byłaby stosowana przy emisji obligacji skarbowych krajów strefy euro [Reuters... 2011]. Gdyby ta propozycja weszła w życie, zróżnicowanie wysokości oprocentowania obligacji skarbowych krajów w strefie euro stałoby się zjawiskiem już nie przejściowym, związanym z kryzysem, lecz względnie trwałym. Pomysł Niemiec, by nad drodze włączenia klauzuli CAC zmusić rynki finansowe do uważnego analizowania polityki fiskalnej rządów państw strefy euro, wydaje się przesadzony, ponieważ trudno sobie wyobrazić, by analitycy rynkowi mieli nie robić takich analiz po zaburzeniach na rynku obligacji skarbowych strefy euro w 2010 r. De Grauwe obawia się nawet, że stosowanie klauzuli CAC może wręcz prowokować ataki spekulacyjne zmierzające do przyspieszenia i pogłębienia spadków cen obligacji poszczególnych krajów [De Grauwe 2010, s. 343-346].

Wyraźnie zatem w 2010 r. rysowała się sytuacja, w której niemiecki rząd gotów był pomóc rządów peryferyjnych krajów strefy euro, ale chciał w zamian, by kraje te upodobniły swą politykę gospodarczą do polityki niemieckiej [Whyte 2010], którą Niemcy uważają za bardzo dobry wzór do naśladowania [Bundesbank... 2008, s. 43]. Na ile jednak możliwe i pożądane jest upodobnienie polityki gospodarczej pozostałych krajów strefy euro do polityki gospodarczej Niemiec? Czy próby takiego upodobnienia mogą zapobiec zjawisku różnicowania się wzajemnej konkurencyjności gospodarek krajów strefy euro?

Proces różnicowania się konkurencyjności gospodarek strefy euro wynikał, jak stwierdziliśmy wcześniej, głównie stąd, że tempo wzrostu płac w Niemczech było wyraźnie niższe niż w większości krajów strefy euro, co przy relatywnie wysokim tempie wzrostu wydajności – jakkolwiek niższym niż w Holandii, Belgii i Francji [Whyte 2010] – dawało wyjątkowo niskie tempo wzrostu jednostkowych kosztów pracy. Rzecz jednak w tym, że tempo wzrostu płac realnych w Niemczech było bardzo niskie ze względu m.in. na wyjątkowo dużą skalę outsourcingu, a więc przeniesienia pracochłonnych faz produkcji z Niemiec za granicę, w tym w dużej mierze do krajów Europy Środkowej [Sinn 2005]. Z oczywistych powodów ten sposób obniżania kosztów pracy – a w każdym razie na tak dużą skalę jak w Niemczech – nie leży w możliwościach Grecji lub Portugalii.

Warto także przypomnieć, że wyjątkowo niskie od wielu już lat tempo wzrostu płac w Niemczech było przyczyną chronicznej słabości konsumpcji i sytuacji, w której głównym motorem wzrostu w tak dużej gospodarce jak niemiecka musiał być eksport. Obecnie trudno sobie wyobrazić, by gospodarki peryferyjnych krajów strefy euro szybko stały się gospodarkami proeksportowymi (poza Irlandią, która jest taką gospodarką), a wzrost eksportu był wystarczający, by przeważać nad chroniczną słabością popytu krajowego, która byłaby efektem dostosowania tempa wzrostu płac w peryferyjnych krajach strefy euro do wyjątkowo niskiego tempa wzrostu płac w Niemczech.

Wprawdzie strefa euro ma wspólną walutę, ale rosnące różnicowanie się konkurencyjności jej gospodarek i brak gotowości Niemiec do zmiany polityki gospodar-

czej nasuwa myśl, że strefa euro może mieć problem analogiczny do tego, który doprowadził do rozpadu systemu kursów stałych z Breton Woods, a mianowicie asymetryczny mechanizm dostosowań w krajach nadwyżkowych i deficytowych.

## 5. Zmiany w polityce nadzorczej po kryzysie bankowym

Obecna sytuacja w strefie euro czyni bardzo aktualnym pytanie, czy istnieją inne, potencjalnie skuteczne, narzędzia zapobieganiu powstawania nierównowag, poza polityką pieniężną (która nie może być autonomicznie prowadzona na poziomie poszczególnych gospodarek) oraz polityką fiskalną (która nie może reagować m.in. z uwagi na duże obciążenia budżetów kosztami ratowania banków). Skoro w wielu gospodarkach jednym ze źródeł obecnych problemów był nadmierny wzrost konsumpcji finansowanej kredytem (co przybierało często formę boomów na rynku nieruchomości), to naturalne wydaje się rozważenie stosowania narzędzi pozwalających oddziaływać bezpośrednio na banki.

Doświadczenia obecnego kryzysu przypomniały o istotności zapewnienia stabilności finansowej. Zaburzenia w sektorze bankowym odbiły się mocno na funkcjonowaniu realnej sfery gospodarki, dodatkowo pogłębiając problemy, o których była już mowa wcześniej. Z tego względu podjęto szereg działań, których celem było poprawienie funkcjonowania regulacji i nadzoru bankowego. Obok innych licznych zmian, odnoszących się do różnych aspektów definiowania i pomiaru ryzyka czy też definicji kapitału, pakiet propozycji zmian regulacyjnych określany jako „Bazylea III” odnosi się szeroko do aspektów makroostrożnościowych. Jest to o tyle istotna zmiana, że wcześniejsze prace Komitetu Bazylejskiego koncentrowały się na regulacjach dotyczących poszczególnych banków. Dodanie wymiaru makroostrożnościowego oznacza przyznanie, że stabilność funkcjonowania poszczególnych banków ocenianych indywidualnie nie gwarantuje jeszcze bezpieczeństwa całego sektora bankowego. Sztandarowym przykładem tego nowego nurtu w myśleniu regulacyjnym jest propozycja wprowadzenia tzw. bufora antycyklicznego. Bufor ten byłby dodatkowym wymogiem kapitałowym nakładanym w wyniku oceny zagrożeń dla całego sektora bankowego, a nie danej instytucji.

Instrumenty makroostrożnościowe (jak np. możliwość oddziaływania na wielkość wymogu kapitałowego, maksymalne wskaźniki LtV itd.) mogłyby być stosowane obecnie (i było to możliwe przed kryzysem) nawet bez wprowadzania znacznych zmian w prawie. Co więcej, mogłyby one służyć do przeciwdziałania narastaniu nierównowag, np. w przypadku występowania wspomnianego wcześniej wzrostu PKB, za którym nie następował wzrost wydajności w gospodarce. Problemem jest jednak to, że mimo doświadczeń obecnego kryzysu prace organizacji zrzeszających instytucje nadzorcze idą w kierunku prowadzenia polityki makroostrożnościowej, a nie makrostabilizacyjnej.

Rozróżnienie między polityką makroostrożnościową a polityką makrostabilizacyjną widzimy następująco. Celem polityki makroostrożnościowej jest przeciwdzia-

łanie narastaniu nadmiernego ryzyka w systemie finansowym. Chodzi zatem o zapewnienie, by instytucje finansowe zawsze dysponowały wystarczającymi zasobami (przede wszystkim kapitału i płynności), by nadal móc funkcjonować bez znacznych zakłóceń nawet po wystąpieniu negatywnych zdarzeń (szoków) o znacznej skali. Natomiast politykę makrostabilizacyjną rozumiemy jako działania, których celem jest przeciwdziałanie narastaniu nierównowag w gospodarce, takich jak np. narastanie baniek cenowych na rynkach aktywów (szczególnie na rynku nieruchomości) w wyniku zbyt liberalnej polityki kredytowej banków, powodującej nadmierną podaż kredytu w gospodarce.

Oczywiście, działania makroostrożnościowe mogą się przyczyniać do osiągnięcia celów makrostabilizacyjnych, ale ze względu na węższą definicję celu prowadzenia polityki makroostrożnościowej ten korzystny efekt jest jedynie „produktem ubocznym”, co przyznaje sam Komitet Bazylejski, odnosząc się do celów wprowadzenia nowego instrumentu, jakim jest antycykliczny bufor kapitałowy [BIS... 2010].

W naturalny sposób władze nadzorcze koncentrują się raczej na rozszerzaniu swych zadań i ewentualnych instrumentów w kierunku polityki makroostrożnościowej, gdyż ten kierunek jest zdecydowanie bliższy ich dotychczasowym doświadczeniom oraz kompetencjom niż obszar działań makrostabilizacyjnych. Te ostatnie z kolei można traktować jako naturalne rozszerzenie celów prowadzenia polityki pieniężnej oraz prowadzonych przez banki centralne prac analitycznych w zakresie stabilności finansowej.

Biorąc pod uwagę powyższe rozważania, można się pokusić o następującą sugestię dla krajów, które stoją w obliczu ryzyka pojawienia się niestabilnego wzrostu gospodarczego w wyniku ograniczenia efektywności krajowej polityki pieniężnej i fiskalnej. Dotychczas bankom centralnym w coraz szerszym stopniu przypisywano zadania odnoszące się do zapewnienia stabilności finansowej, jednak bez dostarczenia im odpowiednich do tego instrumentów (poza kontrolą zwykle krótkoterminowych stóp procentowych jako standardowego instrumentu prowadzenia polityki pieniężnej). Może zatem warto zasugerować wprowadzenie ram instytucjonalnych dla prowadzenia polityki makrostabilizacyjnej za pomocą m.in. instrumentów makroostrożnościowych. Pozwoliłoby to dodatkowo wpływać na poszczególne gospodarki np. w ramach unii walutowej (ale nie tylko).

W takiej propozycji bardzo istotne wydaje się, by decyzje o stosowaniu narzędzi makroostrożnościowych (do celów makrostabilizacyjnych) były podejmowane bezpośrednio przez bank centralny (lub przy jego znacznym i aktywnym udziale), a następnie kontrola ich przestrzegania przez instytucje finansowe byłaby w rękach instytucji nadzorczej<sup>2</sup>. Pozwoliłoby to wykorzystać naturalną „przewagę komparatywną” banków centralnych, wynikającą ze zrozumienia funkcjonowania całości

---

<sup>2</sup> Widać zatem, że realizacja tej propozycji nie wymaga włączenia nadzoru bankowego do struktur banku centralnego, a jedynie umocowanego w prawie obowiązku instytucji nadzorczej do egzekwowania na poziomie poszczególnych instytucji finansowych decyzji podejmowanych w ramach polityki makrostabilizacyjnej.

gospodarki (jako wyniku analiz dokonywanych na potrzeby prowadzenia polityki pieniężnej) wraz z ich dotychczasowymi doświadczeniami związanymi z pracami w zakresie stabilności finansowej. Wymagałoby to jednak od banków centralnych (lub od każdej innej instytucji, której przypisano by takie zadanie) wypracowania dodatkowych kompetencji, gdyż działania banków centralnych w zakresie stabilności finansowej ograniczały się w znacznym stopniu do prac analitycznych skutkujących np. publikacją raportów o stabilności. W nowych warunkach potrzebne byłoby również wsparcie analityczne w zakresie decyzji co do zmian parametrów instrumentów makroostrożnościowych.

Czy takie rozwiązanie byłoby interesujące dla krajów naszego regionu, szczególnie tych pozostających wciąż poza strefą euro? Z pewnością tak [Chmielewski, Sławiński 2011], projektując jednak takie rozwiązanie, należy wziąć pod uwagę dodatkowe uwarunkowania wynikające z bieżących tendencji w zakresie regulacji nadzorczych, szczególnie opracowywanych na poziomie UE.

Dla krajów naszego regionu typowe jest, że znaczna część banków kontrolowana jest przez zagraniczne bankowe grupy kapitałowe. Dodatkowo, przynajmniej w teorii, grupy te mają możliwość prowadzenia działalności transgranicznej na podstawie „jednolitego paszportu” (licencji wydanej przez nadzorcę w kraju macierzystym), bez tworzenia lokalnie osobnych podmiotów. Jednocześnie obecne tendencje co do zmian w dyrektywach unijnych wskazują na chęć wzmacniania roli nadzorców konsolidujących (nadzorców z krajów pochodzenia inwestorów) oraz kolegów nadzorczych, w których również silna jest pozycja nadzorca konsolidującego. Tendencje te mają bardzo istotne konsekwencje dla ewentualnej próby prowadzenia polityki makrostabilizacyjnej. Oznaczają bowiem, że zdolność oddziaływania nadzorców goszczących, a co za tym idzie również możliwość stosowania instrumentów makroostrożnościowych czy makrostabilnościowych wobec lokalnie działających banków zależnych od zagranicznych grup kapitałowych, ulegnie ograniczeniu. W takiej sytuacji wystąpi efekt analogiczny do utraty autonomii w prowadzeniu polityki pieniężnej po wejściu do unii monetarnej, i to jeszcze przed wejściem do strefy wspólnej waluty. Oznacza to, że mimo istnienia interesującej alternatywy, jest też ryzyko ograniczenia skuteczności polityki makrostabilizacyjnej w zakresie wpływu na krajowy popyt, inflację i ewentualną zdolność do przeciwdziałania narastaniu równowag w gospodarce.

## 6. Implikacje dla Polski

Dotychczasowe doświadczenia związane z funkcjonowaniem strefy euro każą z ostrożnością patrzeć na wybór daty wejścia Polski do tej strefy [Sławiński 2010, s. 125-138]. Powodem pośpiechu nie powinny być korzyści ze wzrostu skali handlu zagranicznego, ponieważ badania empiryczne wykazały, że efekt ten występuje w niepomiernie mniejszej skali, niż wcześniej sądzono [Baldwin 2006].



Jako korzyść z wejścia do strefy euro przedstawia się często niski poziom stóp procentowych, który ma zwiększać skalę inwestycji krajowych. Jest to jednak podejście dość doktrynalne, nie uwzględnia ono tego, że w rzeczywistym świecie wysokość stóp procentowych nie ma tak dużego wpływu na wielkość inwestycji jak w świecie modeli równowagi ogólnej. W świecie rzeczywistym o wielkości inwestycji decyduje oczekiwana stopa zwrotu, która musi być o wiele wyższa od wysokości stóp procentowych, by przedsiębiorstwa zdecydowały się na podjęcie ryzyka związanego z podejmowaniem inwestycji w kapitał trwały [Baddeley 2003, s. 115].

Co więcej, doświadczenia Irlandii i Hiszpanii pokazują, że zbyt niski poziom stóp procentowych nie stanowi źródła korzyści, lecz jest źródłem zagrożenia dla stabilności gospodarki. Może się bowiem przyczynić do powstania destabilizującego sprzężenia zwrotnego między szybkim wzrostem akcji kredytowej i spadkiem realnej stopy procentowej, zwłaszcza gdy – w wyniku globalizacji rynków finansowych – banki mogą łatwo finansować wzrost akcji kredytowej, zaciągając pożyczki na globalnym międzybankowym rynku pieniężnym. Ryzyko powstania takiego sprzężenia z pewnością istnieje w przypadku Polski [Brzoza-Brzezina 2005; Brzoza-Brzezina, Chmielewski, Niedźwiedzińska 2007; Eichengreen, Steiner 2008], zwłaszcza że wysokość naturalnej stopy procentowej w Polsce jest wyraźnie wyższa od wysokości naturalnej stopy procentowej w przypadku rozwiniętych gospodarek strefy euro [Brzoza-Brzezina 2003].

Jak przypomnieliśmy w początkowej części opracowania, problemem strefy euro była silna aprecjacja realnych efektywnych kursów walutowych (deflowanych jednostkowymi kosztami pracy) części krajów strefy euro w stosunku do Niemiec. Jedną z przyczyn tego zjawiska były niestabilne boomy kredytowe, które spowodowały zwiększenie się popytu krajowego, przyspieszenie wzrostu płac i szybszy wzrost jednostkowych kosztów pracy. Podobna sytuacja miała miejsce w krajach bałtyckich, co spowodowało, że Estonia weszła do strefy euro z wyraźnie przeszacowanym poziomem realnego efektywnego kursu walutowego [IMF... 2010].

W Polsce wysokość realnego efektywnego kursu złotego (deflowanego jednostkowymi kosztami pracy) jest od lat względnie stabilna, co oznacza, że nie następuje pogorszenie się konkurencyjności polskiej gospodarki. Jakim czynnikiem można to przypisać? Niewątpliwie jednym z czynników była możliwość prowadzenia autonomicznej polityki pieniężnej i zmienność kursu złotego, którego nominalna aprecjacja przez długie okresy łagodziła naturalny konflikt, jaki się pojawia między konwergencją realną i nominalną [Dobrinisky 2006].

Bardzo często argumentowano i argumentuje się nadal, że wejście do strefy euro uwolni polską gospodarkę od długookresowej tendencji do umacniania się złotego. Tendencja taka rzeczywiście występuje, ale jest naturalna w gospodarce przechodzącej okres realnej konwergencji, w której krańcowa wydajność kapitału i tempo wzrostu PKB są wyższe niż w gospodarkach rozwiniętych [Rubaszek 2009, s. 7-23; Bęza-Bojanowska 2009, s. 35-55].



Na razie jednak stosunkowo mało zwracano uwagę na to, że latach 2005-2007 złoty wprawdzie umacniał się w stosunku do euro, ale była to aprecjacja w tendencji zgodna z tempem umacniania się kursu równowagi złotego, co sprawiało, że umacnianie się polskiej waluty pomagało stabilizować inflację, nie pogarszając konkurencyjności polskiego eksportu. Ponadto w czasie globalnego kryzysu bankowego silny spadek kursu złotego zadziałał jak automatyczny stabilizator koniunktury, który pomógł polskiej gospodarce uniknąć recesji. Jedyne problem, jaki spowodowała po upadku konglomeratu finansowego Lehman Brothers silna deprecjacja złotego, stanowiło to, że w przypadku kilku banków, które lekkomyślnie nastawiły się na masową „sprzedaż” kredytów walutowych, wzrost złotej wartości aktywów zagroził (jakkolwiek tylko przejściowo) tym, że nie będą one w stanie spełnić wymogu kapitałowego.

Nie ma jeszcze publikacji, które wyjaśniałyby dobrze zjawisko nieoczekiwanej wcześniej stabilności kursów korony szwedzkiej i funta szterlinga, a okresowo także czeskiej korony i złotego (po uwzględnieniu aprecjacji kursu równowagi) w stosunku do euro. Zjawisko to skłania jednak do zastanowienia się, czy mimo zwiększania się zmienności kursów walutowych – w wyniku przemożnego wpływu, jakie na współczesnych rynkach finansowych wywierają na nie przepływy kapitałów krótkoterminowych – zmienne kursy walutowe nie pełnią jednak, mimo wszystko, nadal funkcji „automatycznych stabilizatorów”, pomagając przywracać równowagę zewnętrzną (w bilansie płatniczym) i wewnętrzną (stabilność inflacji), nawet jeśli dzieje się to na znacznie mniejszą skalę, niż myślano w okresie przed globalizacją rynków finansowych. To także skłania do zastanowienia się nad wyborem właściwego momentu wejścia Polski do strefy euro.

W ostatnich latach wiele się mówi na temat zmian w nadzorach bankowych. Rosną nadzieje związane z możliwością wykorzystywania instrumentów nadzorczych do ochrony gospodarki przed niestabilnymi boomami kredytowymi. Zmiany takie niewątpliwie byłyby pożyteczne, ale wymagałyby przeniesienia uprawnień do podejmowania takich decyzji do banków centralnych, ponieważ są to decyzje jeszcze bardziej niepopularne niż podnoszenie stóp procentowych i ich podejmowanie wymaga wykorzystania niezależności banków centralnych, której instytucje nadzorcze nie mają [Jordan 2010; Chmielewski, Sławiński 2010].

Rzecz nie jest jednak tak łatwa i oczywista, jak się może wydawać. Przemożny wpływ lobbingu banków na regulacje nadzorcze od lat uniemożliwiał wyposażenie instytucji nadzorczych w instrumenty dające im dostatecznie duży wpływ na działalność banków [Johnson, Kwak 2010; Lall 2009; Griffith-Jones, Persaud 2003]. Charakter zmian proponowanych w ramach tzw. Bazylei III rodzi obawy, że zmiany te być może będą chroniły stabilność banków, ale są daleko niewystarczające do ochrony gospodarek poszczególnych krajów przed boomami kredytowymi. Dla Polski i innych krajów naszego regionu potencjalnym zagrożeniem jest to, że międzynarodowe grupy kapitałowe dążą do centralizacji zarządzania kapitałem i płynnością,

powołując się na swobodę przepływów kapitałowych wewnątrz Unii Europejskiej [UniCredit... 2009]. Zmaterializowanie się takiego zagrożenia oznaczałoby niemożność skutecznego powstrzymania niestabilnych boomów kredytowych przez nadzory krajowe w sytuacji, gdy przyczyny takich boomów są najczęściej *par excellence* krajowe, takie jak czynniki demograficzne lub związane z procesem powstawania w jakimś kraju coraz liczniejszej i coraz bardziej zamożnej klasy średniej.

Jakie implikacje dla Polski wynikają ze sposobu, w jaki starano się chronić strefę euro przed zaburzeniami, które wystąpiły na jej rynkach finansowych w wyniku kryzysu w finansach publicznych kilku krajów i obaw związanych z nieustabilizowaną sytuacją w bankach strefy euro? Dążenie Niemiec do narzucenia większej dyscypliny w finansach publicznych krajów członkowskich oraz deklaracje o potrzebie koordynacji polityki gospodarczej rodzą (także w Polsce) obawy o tworzenie się „Europy dwóch prędkości” i obawy, że pozostaniemy w jej „gorszej” części. Czym jednak będzie nadal strefa euro – pomimo deklaracji o potrzebie większej koordynacji polityki gospodarczej – jeśli nadal nie zostanie osiągnięty postęp w dziedzinie integracji politycznej, która umożliwiłaby powstanie centralnego budżetu strefy euro z dużo większą niż dotąd skalą redystrybucji dochodów pomiędzy krajami członkowskimi? [Tilford 2010]. Bez centralnego budżetu i dużo większej niż dotąd redystrybucji dochodów pomiędzy krajami członkowskimi strefa euro pozostanie – mówiąc z przesadą pomagającą jednak uwypuklić problem – strefą wolnego handlu ze wspólną walutą. Często podkreśla się, że substytutem centralnej redystrybucji dochodów jest mobilność siły roboczej. Teoretycznie rzeczywiście tak jest, ale jasne jest również, że czym innym są migracje wewnątrz jednego kraju, a czym innym migracje pomiędzy różnymi krajami.

Z powyższych rozważań płynie ogólny wniosek, że zbyt szybkie wejście do strefy euro rodziłoby ryzyko wytracania konkurencyjności polskiej gospodarki w wyniku aprecjacji realnego kursu złotego, co mogłoby ulec przyspieszeniu – jak to się stało w Irlandii, Hiszpanii i krajach bałtyckich – w wyniku niemożności władz monetarnych co do skutecznego przeciwstawienia się niestabilnym boomom kredytowym. Przykład Portugalii świadczy o tym, że nie można też traktować wejścia do strefy euro jako gwarancji napływu inwestycji bezpośrednich, umożliwiających ponadto unowocześnienie gospodarki. Czynnikiem, który przyspieszyłby moment wejścia do strefy euro, byłoby natomiast dokonanie zasadniczej zmiany w naszej polityce gospodarczej i wzięcie przykładu z krajów, które odnoszą sukcesy gospodarcze dzięki temu, że inwestują w kapitał ludzki, wydając proporcjonalnie więcej niż inne kraje na szkolnictwo i naukę [EEAG... 2007]. To przyspieszyłoby proces realnej konwergencji w naszej gospodarce i zmniejszyłoby różne rodzaje ryzyka związane z wejściem do strefy euro.

## Literatura

- Baddeley M.C., *Investment Theories and Analysis*, Palgrave Macmillan, New York 2003.
- Baldwin R.E., *In or out: Does it Make a Difference?, An Evidence-based Analysis of the Trade Effects of the Euro*, Centre for Economic Policy Research, London 2006.
- Beza-Bojanowska J., *Behavioral and permanent zloty/euro equilibrium rate*, „Central European Journal of Economic Modelling and Econometrics”, 2009, vol. 1.
- BIS, *Guidance for national authorities operating the countercyclical capital buffer*, Basel Committee on Banking Supervision, December 2010.
- Blanchard O., *Adjustment within the euro. The difficult case of Portugal*, „Portuguese Economic Journal” 2007, vol. 6, no. 1.
- Brzoza-Brzezina M., Chmielewski T., Niedźwiedzińska J., *Substitution between domestic and foreign currency loans in Central Europe. Do central banks matter*, Paper for the conference *Monetary Policy Challenges Resulting from the Rapid Credit Growth in Converging Economies*, National Bank of Poland, Warsaw 2007.
- Brzoza-Brzezina M., *Lending booms in the new EU member states – will euro adoption matter?* “Working Paper Series”, ECB, 2005, no. 543.
- Brzoza-Brzezina M., *Rola naturalnej stopy procentowej w polityce pieniężnej*, „Ekonomista” 2003, nr 5.
- Bundesbank, *Monthly Report*, December 2008.
- Chmielewski T., Sławiński A., *Przesłanki i możliwości wykorzystywania instrumentów nadzorczych do przeciwdziałania niestabilnym boomom kredytowym*, Referat na seminarium z cyklu *Dobre rządy*, Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie (w druku).
- De Grauwe P., *A mechanism of self-destruction of the eurozone*, „Intereconomics” 2010, no. 6
- De Grauwe P., *What kind of governance for the eurozone?*, CEPS Policy Brief 2010, no. 214.
- De Grauwe P., *The challenge of enlargement of the eurozone*, SUEF 2007, www.suerf.org.
- De Grauwe P., Moesen W., *Gains for all. A proposal for a common eurobond*, CEPS Commentary 2009, no. 3.
- Dobrinsky R., *Catch-up inflation and nominal convergence*, „Economic Systems” 2006, no. 30.
- Dullingham J., *The evolution of France's european monetary diplomacy*, Paper prepared for the Fourth Biennial International Conference European Community Studies Association Charleston, South Carolina USA 1995, <http://aei.pitt.edu>.
- EEAG, *Scandinavia Today: An Economic Miracle?*, [w:] The EEAG Report on the European Economy 2007.
- Eichengreen B., Steiner K., *Is Poland at risk of a boom-and-bust cycle in the run-up to euro adoption?* Paper for the conference *Common Currency and Its Future: Lessons for the New Member States*, NBP, Warsaw 2008.
- EMU@10: Successes and challenges after 10 years of Economic and Monetary Union*, „European Economy” 2008, no. 2.
- EU Commission, *Report of the Study Group on the Role of Public Finance in European Integration*, Brussels 1977.
- Frankel J.A., Rose A.K., *The endogeneity of the optimum currency area criteria*, The „Economic Journal” 1998, no. 108.
- Friedman M., *The Case for Flexible Exchange Rates*, [w:] *Essays in Positive Economics*, Chicago University Press 1953.
- Friedman M., *The role of monetary policy*, „American Economic Review” 1968, no. 58.
- Griffith-Jones S., Persaud P., *The Political Economy of Basle II and Implications for Emerging Economies*, Seminar on Management of Volatility, Financial Liberalization and Growth in Emerging Economies, ECLAC, Santiago de Chile 2003.
- Green R.K., Wachter S.M., *The housing finance revolution*, Prepared for the 31th Economic Policy Symposium: *Housing, Housing Finance and Monetary Policy*, Jackson Hole, Wyoming 2007.

- Gros D., *The euro sovereign crisis: The difficult transition to private sector involvement*, „Intereconomics” 2010, no. 6.
- Horn G., Logeay C., Rietzler K., *Much ado about nothing? Recent labour market reforms in Germany – a preliminary assessment*, „Management Revue” 2008, vol. 19.
- IMF, *Estonia – 2010 Article IV Consultation* 2010.
- Johnson S., Kwak J., *13 Bankers. Wall Street Takeover and the Next Financial Meltdown*, Pantheon, 2010.
- Jordan T., *Macroprudential instruments and balance sheet risks*, „BIS Review” 2010, no. 16.
- Kenen P., *Economic and Monetary Union in Europe. Moving beyond Maastricht*, Cambridge University Press 1995.
- Kösters W., *Credible rules, not discretion, will make the Euro sustainable*, „Intereconomics” 2010, no. 6.
- Kösters W., *Common euro bonds – no appropriate instrument*, „Intereconomics”, May/June 2009.
- Kydland F.E., Prescott E.C., *Rules rather than discretion: The inconsistency of optimal plans*, „Journal of Political Economy” vol. 85, June 1977, s. 473-492.
- Lall R., *Why Basel II failed and why any Basel III is doomed*, GEG Working Paper 2009, no. 52.
- Landmann O., *EMU@10: Coping with Rotating Slumps*, University of Freiburg, Department of International Economic Policy, Discussion Paper 2009, no. 9.
- Layard R., Buiter W., Huhne CH., Hutton W., Kenen P., Turner A., *Why Britain Should Join the Euro?*, Britain in Europe Campaign Ltd, London 2002.
- Lucas R.E., *Expectations and the neutrality of money*, „Journal of Economic Theory” 1972, no. 4.
- Martino A., *Milton Friedman and the Euro*, „Cato Journal” 2008, vol. 28, no. 2.
- Mayer T., *The case for a European Monetary Fund*, „Intereconomics” May/June 2009.
- Mundell R., *The theory of optimal currency areas*, „American Economic Review” 1961, no. 51.
- Mundell R., *Uncommon Arguments for Common Currencies*, [w:] H. Johnson, A. Swoboda (ed.) *The Economics of Common Currencies*, Allen & Unwin, London 1973.
- Proissl W., *Why Germany Fell Out of Love with Europe*, Bruegel Essay and Lecture Series, Brussels 2010.
- Reuters, *Berlin wants investor clause on bonds from 2011*, 2 February 2011.
- Rubaszek M., *Economic convergence and the fundamental equilibrium exchange rate in Poland*, „Bank i Kredyt” 2009, nr 40.
- Schelkle W., Mabbett D., *The Van Roupuy reforms: Type 1 and type 2 errors and one small bright spot*, „Intereconomics” 2010, vol. 45, no. 6.
- Sinn H.W., *The pathological export boom and the bazaar effect. How to solve the German puzzle?*, CESifo Working Paper 2005, no. 1708.
- Sławiński A., *Joining the euro zone: From the perspective of emerging Europe countries*, „Folia Oeconomica” 2010, no. 239.
- Tilford S., *How to save the euro?* Centre for European Reform, London 2010, [www.cer.org.uk](http://www.cer.org.uk).
- UniCredit, *Cross-border banking in Europe: what regulation and supervision*, Discussion Paper 2009, no. 1.
- Wadhvani S., *Should monetary policy respond to asset price bubbles? Revisiting the debate*, Keynote speech at the SUERF Colloquium, Munich, June 12, 2008.
- Walters A., *Walters Critique*, [w:] K. Matthews (ed.), *The Economics and Politics of Money: The Selected Essays of Alan Walters*, U.K. Elgar, London 1994.
- Whyte P., *Why Germany is not a model for the eurozone*, Centre For European Reform Essays, London 2010.

## **FINANCIAL STABILITY OF EURO ZONE. IMPLICATIONS FOR POLAND**

**Summary:** The euro zone institutional structure was designed as a protection against government irresponsible fiscal policies. However, with the exception of Greece, it was not government but commercial banks irresponsible behaviour that endangered financial stability of the euro zone. It was only the banking crisis and the recession that caused the sharp rise in public debt in the euro zone countries. The crisis was preceded by unstable lending booms that accelerated differentiation of competitiveness among euro zone economies. This process produced a split within the euro zone into a group of surplus countries characterized by chronic weakness of the domestic demand resulting in excessive domestic savings and large trade surpluses and the group of deficit countries characterized by demand-led growth leading to low domestic savings and large trade deficits.