

CZY STREFA EURO PRZETRWA SWÓJ PIERWSZY KRYZYS?

Kiedy strefa euro rozpoczynała swoje istnienie w 1999 r. guru konserwatywnej amerykańskiej ekonomii – Milton Friedman – zawyrokował: strefa euro nie przetrwa swojego pierwszego poważnego kryzysu. Opinia o wspólnej walucie panująca w Europie była zgoła odmienna. Gdy dwa lata temu Komisja Europejska wydawała publikację „EMU@10” poświęconą dziesięcioleciu wspólnej waluty, komisarz ds. gospodarczych i monetarnych Joaquine Almunia gratulował wszystkim sukcesu. Pisał wówczas: „Nie tylko taka unia monetarna nie ma precedensu w historii, ale możemy także ogłosić jej doniosły sukces. Na przestrzeni dekady euro stało się drugą najważniejszą walutą na świecie niosąc stabilność gospodarczą; promowało gospodarczą i finansową integrację i wspierało handel oraz wzrost wśród członków strefy, a jej ramy prawne określające zdrowe i stabilne finanse publiczne dają gwarancję, że przyszłe pokolenia będą mogły wciąż czerpać korzyści z systemów społecznych, z których słusznie słynie Europa.”¹

Dziś ten cytat można uznać – w zależności od nastroju – za karykaturę, świadectwo zaślepienia, manifest propagandowy lub urzędowy optymizm. Owszem euro stało się drugą rezerwową walutą świata, owszem promowało integrację, ale głównie symboliczną i finansową, owszem stało się amortyzatorem pierwszej fali kryzysu w 2008 r. Jednak ani głębsza integracja gospodarcza, ani wyraźnie większy wzrost wymiany handlowej nie nastąpiły dzięki euro. Co więcej, w ciągu jednego roku okazało się, że wzrost gospodarczy notowany dzięki integracji monetarnej w wypadku wielu krajów był w rzeczywistości wielką dziesięcioletnią bańką.

Jeden z najważniejszych europejskich komentatorów ekonomicznych, Martin Wolf z Financial Timesa, tak podsumował dekadę istnienia euro: „To były bańki, gamoni [It was the bubbles, stupid]: Patrząc wstecz widać, że stworzenie strefy euro pozwoliło nam na jedno takie party na całe życie [once-in-a-generation party]. Jedne kraje miały olbrzymie bańki aktywów, wiele miało szybujące płace. W tym czasie Niemcy i Holandia generowały olbrzymie nadwyżki na rachunku bieżącym. Unia umożliwiła zalanie rosnących gospodarek powodzią kapitału na korzystnych warunkach. Kiedy jednak prywatne wydatki implodowały, deficyty budżetowe eksplodowały.”²

Ocena tuż przed kryzysem

Dziś widzimy, że strefa euro przeżywa gigantyczne trudności. Wszyscy zgadzają się, że obecny kryzys zagraża długoterminowemu powodzeniu tego ambitnego projektu, ale nie ma jednoznacznej opinii co do przyczyn tego stanu rzeczy. Poza tym euro należy się ocena całego okresu jego istnienia, a oceniając dziesięciolecie działania strefy wypada oddać głos jej największej apologetce, czyli samej Komisji Europejskiej. W okolicznościowym raporcie „EMU@10” Komisja za największe sukcesy działania strefy euro uznaje samo relatywnie skuteczne przestrzeganie kryteriów określonych w Pakcie Stabilizacji i Wzrostu (PSW).³

¹ Welcome to EMU@10!: http://ec.europa.eu/economy_finance/emu10/index_en.htm

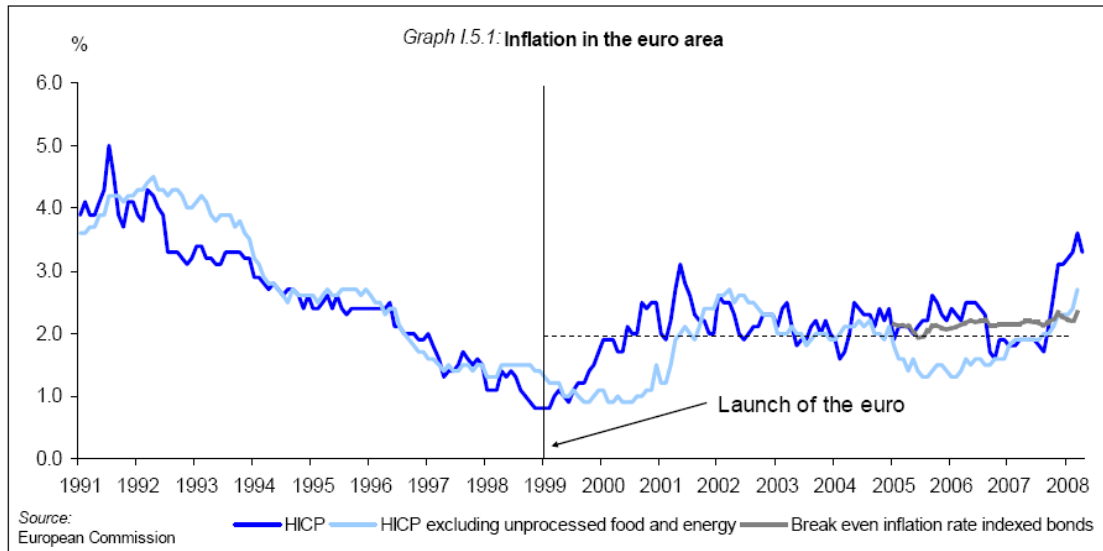
² Wolf, Martin, *Eurozone plays "beggar my neighbor"*, Financial Times, May 18th 2010

³ EMU@10. *Successes and challenges after 10 years of Economic and Monetary Union*, European Economy No. 2, 2008

Przede wszystkim sukcesem jest realizacja polityki celu inflacyjnego w dużej bliskości do założonego celu 2%. Oczywiście sukces ten jest w jakiejś mierze uzależniony od kontekstu globalnego, który był okresem niespotykanej niskiej inflacji (tzw. „great moderation”). Równocześnie niektóre kraje strefy euro w procesie dostosowywania się do kryteriów z Maastricht w latach 90. oraz cała strefa euro w latach 2000. przypląciły osiągnięcie tego celu bardzo niskim wzrostem gospodarczym – średnio 2,2% rocznie!

Wykres 1

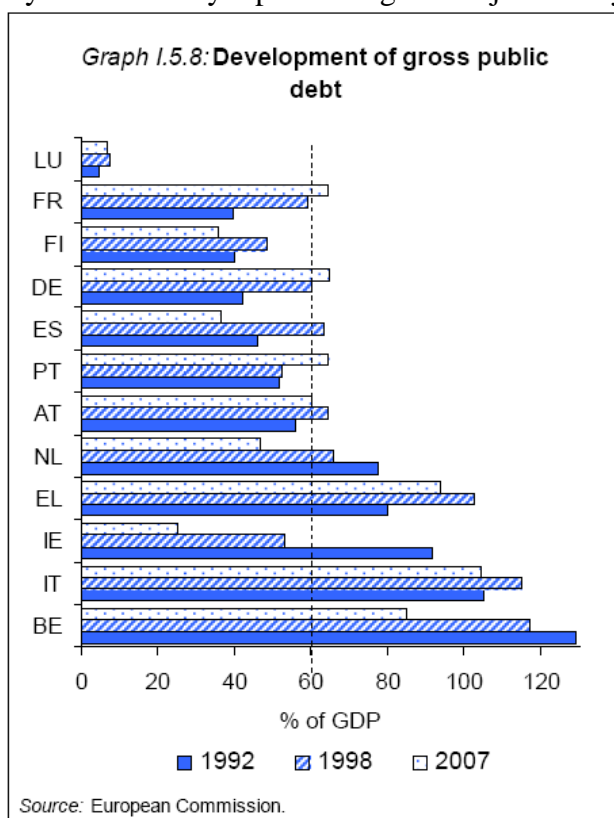
Gaszenie inflacji przed powstaniem strefy euro w latach 90. oraz polityka celu inflacyjnego w latach 2000.



Drugim sukcesem jest wg. Komisji utrzymanie innego wskaźnika PSW, czyli deficytu budżetowego, który w 2007 roku wyniósł jedynie 0,6% PKB strefy. Oznaczało to również stopniową redukcję skumulowanego deficytu sektora publicznego, czyli poprawę realizacji trzeciego kryterium z Maastricht. Faktycznie zagregowany dług publiczny strefy euro spadł z 72% w 1999 r. do 67% w roku 2007. Mimo to było to wciąż o 7% powyżej kryterium maksymalnego długu, wynoszącego 60%. Należy zauważyć, że ten pozytywny obraz, aktualny na rok 2007, już w roku 2008 wyraźnie stracił na aktualności, a w roku 2009 zagregowany dług strefy euro wyniósł już 81%.

Wykres 2.

Dynamika deficytu publicznego w krajach strefy euro w latach 1992-2007



Kolejny sukces strefy euro to pogłębienie integracji rynkowej i gospodarczej. Zanik ryzyka związanego z wymianą i obniżka międzykrajowych kosztów transakcyjnych pomogły rozwinąć Jednolity Rynek i zintegrować rynki produktowe. Wewnątrzstrefowe przepływy handlowe wzrosły w ciągu dziesięciu lat z 25% PKB do 30% PKB i Komisja szacuje, że połowa tego wzrostu to zasługa powstania strefy euro. Wewnątrzstrefowe bezpośrednie inwestycje zagraniczne wynoszą dziś 30% PKB strefy wobec 20% 10 lat temu. Komisja przypisuje powstaniu euro ok. 2/3 tego wzrostu.

Euro stało się też potężnym katalizatorem integracji rynku finansowego. Międzybankowy rynek pieniężny jest w pełni zintegrowany. Konsolidacja międzykrajowa przyspieszyła i w tej chwili 16 największych grup bankowych w strefie posiada ponad 25% swoich aktywów poza krajem swojej siedziby. Powstał duży rynek prywatnych obligacji denominowanych w euro, który rocznie sprzedaje aktywa wielkości ok. €1 biliona, co przerasta już wielkością wolumen pożyczek publicznych w strefie. Wyraźnie rozwinęła się również infrastruktura finansowa i rozwinęły się międzykrajowe hurtowe usługi finansowe.

Komisja twierdzi, że euro wyraźnie pomogło procesowi nadganiań przez gospodarki słabsze. Stabilizacja makroekonomiczna, wraz z funduszami strukturalnymi i spójnościowymi wyraźnie pomogła mniej rozwiniętym krajom strefy. Niestety Komisja nie podała wielkości tego pozytywnego efektu, konstatując jedynie duże zainteresowanie wejściem do strefy ze strony 12 nowych państw członkowskich.

Euro wreszcie stało się drugą światową walutą międzynarodową. Długi międzynarodowe denominowane w euro przerosły te dominowane w dolarach już w 2004 r, a pożyczki bankowe dla krajów spoza strefy euro stanowią dziś 36% ogółu pożyczek strefy, porównaniu z 45% pożyczek denominowanych w dolarach. Również udział ujawnionych rezerw finansowych trzymany w euro wzrósł z 18% w 1999 do 25% w 2007 r.

Strefa ma także mieć zasługę w powstaniu w ciągu tej dekady 16 mln miejsc pracy. Zatrudnienie wzrosło od 1999 r. o 15%, podczas gdy bezrobocie spadło do ok. 7% siły roboczej, poziomu najniższego od 15 lat.

Podstawowym problemem strefy był natomiast wzrost gospodarczy. O ile w latach 1981-1993 średni wzrost w UE wynosił 2,25%, to w latach 1993-2003 spadł on do 2%, a obecnie wynosi ok. 1%

Czy strefa euro jest optymalnym obszarem walutowym?

Jednak mimo pewnych sukcesów, konstrukcja strefy euro w ocenie samej Komisji musiała rodzić pewien niepokój związany z jej nieoptymalnym charakterem. Robert Mundell, który w 1999 r. – tj. roku powstania strefy euro - otrzymał ekonomiczną nagrodę Nobla, jest autorem kanonicznego tekstu opisującego warunki jakie musi spełnić wspólny obszar walutowy, aby można było go uznać za obszar optymalny.⁴

Po pierwsze, musi być to obszar, na którym istnieje mobilność czynników produkcji. Zarówno kapitał, jak i praca powinny swobodnie się przemieszczać. Poza mobilnością oznaczać to może też elastyczność rynku pracy, czyli relatywnie słabą ochronę miejsc pracy, umożliwiającą szybką redukcję zatrudnienia w sytuacji kryzysowej oraz wysoką elastyczność płac, oznaczającą w praktyce brak sztywno wynegocjowanych zbiorowych układów pracy. Po drugie, musi istnieć federalizm fiskalny, tzn. zdolność do amortyzowania lokalnych szoków (podażowych lub popytowych) poprzez transfery budżetowe. Kolejni badacze (tacy jak Ronald McKinnon, czy Paul Krugman) dodawali do tych dwóch kryteriów kolejne, takie jak: integrację rynku produktów, czyli zakres wymiany handlowej, synchronizację cykli gospodarczych poszczególnych obszarów składowych, a także podobieństwo struktur PKB oraz wymiany międzynarodowej.

W wypadku strefy euro możemy mieć poważne wątpliwości co do jej optymalnego charakteru. Pogłębia to zatem tendencje odśrodkowe w strefie, powiększane jeszcze przez defekty instytucjonalne. Wynikiem tego jest stale rosnący koszt funkcjonowania strefy i w strefie.

Po pierwsze bowiem, ramy prawne strefy euro operują kategoriami makroekonomicznymi, gdy teoria ma charakter mikroekonomiczny. Teoria optymalnych obszarów walutowych nie mówi nic na temat kryteriów określonych w Traktacie z Maastricht i Pakcie Stabilizacji i Wzrostu. Kładzie nacisk na elastyczność rynku pracy i mobilność czynników produkcji, czyli kryteria mikroekonomiczne. Tymczasem Traktat i Pakt posługują się takimi kryteriami jak zbieżność celu inflacyjnego, stóp procentowych (mierzonych oprocentowaniem obligacji), wielkością długu publicznego i deficytu budżetowego.⁵

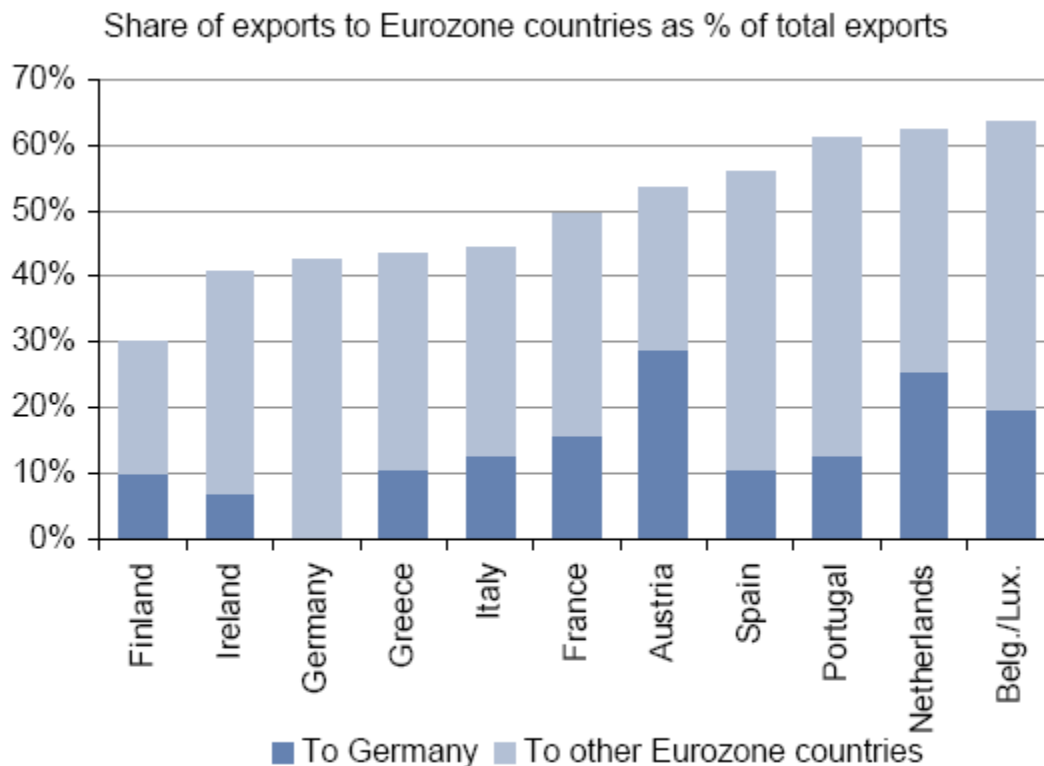
Gdy z uwarunkowań prawnych przeniesiemy uwagę na uwarunkowania ekonomiczne, problem nieoptymalności ukaże się już wyraźnie. Po drugie bowiem, istnieje bardzo różny stopień integracji handlowej, który sprawia, że z wielkim trudem można nazwać strefę euro strefą w pełni zintegrowaną. O ile bowiem przepływ towarów odbywa się w UE właściwie w pełni swobodnie (poza pewnymi sektorami transportu, gdzie wciąż używa się prawnych barier homologacyjnych i certyfikacyjnych), o tyle rynek usług, stanowiący przecież do 70% PKB

⁴ Mundell, Robert, *A Theory of Optimum Currency Areas*, The American Economic Review, Vol. 51, No. 4, Sep., 1961

⁵ Bardziej szczegółowe dane dla poszczególnych kryteriów podaję w swoim tekście pt. „Złoty polski czy euro?” opublikowanym na łamach „Międzynarodowego Przeglądu Politycznego”, nr. 26

poszczególnych krajów, jest w praktyce rynkiem wciąż niezintegrowanym. I nie wynika to tylko z faktu, że wielu usług nie można świadczyć na odległość. Stopień integracji wymiany handlowej obrazuje poniższy wykres.

Wykres 3
Udział krajów strefy euro w całości eksportu krajów strefy



Source: Eurostat, ING calculations

Z wykresu tego można byłoby wyciągnąć również wniosek, że obszar gospodarczo w dużo większym stopniu zoptymalizowany stanowią gospodarki tzw. euromarki – czyli gospodarki Niemiec, Holandii, Belgii i Austrii.

Po trzecie, rynek pracy w wielu gospodarkach pozostaje w wysokim stopniu regulowany, a wiele sektorów pozostaje chronionych przed konkurencją. Jedną z największych zdobyczy europejskiego modelu socjalnego są wszak centralnie negocjowane zbiorowe układy pracy, które w np. Hiszpanii gwarantują wysokie odprawy przy zwolnieniach oraz systematycznie podwyżki płac niezależne od aktualnej koniunktury gospodarczej.

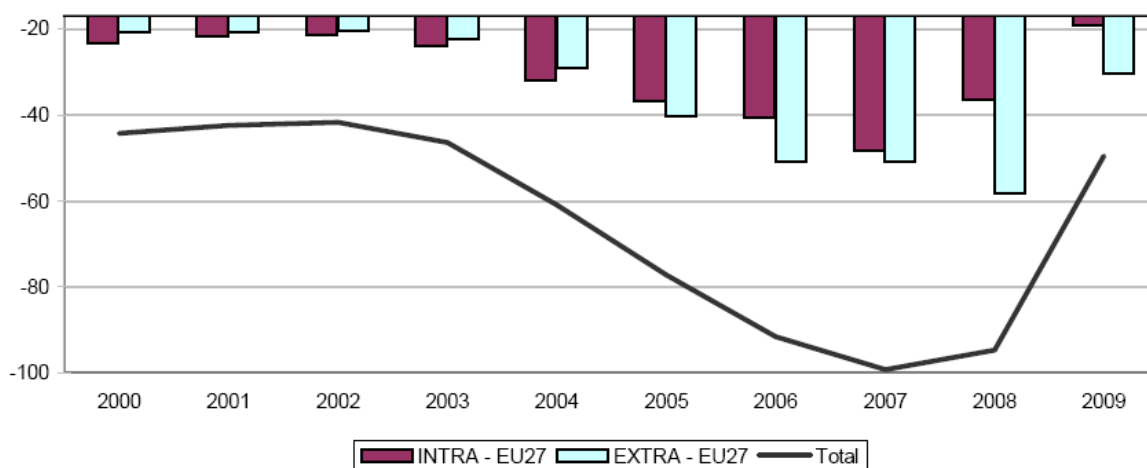
Po czwarte, praktycznie nie istnieje mobilność pracowników pomiędzy poszczególnymi gospodarkami strefy euro. Wynika to z jednej strony z upodobnienia się poziomów życia w EMU (wszak jeszcze w latach 50. i 60. Włosi, Hiszpanie, czy Portugalczycy masowo pracowali w Niemczech). Z drugiej zaś, z fundamentalnej bariery dla prawdziwej mobilności pracowników jaką jest różnorodność kulturowa i językowa Europy.

Co więcej, istnieją poważne problemy czy nawet błędy instytucjonalne, które uniemożliwiają reakcję na rodzące się sytuacje kryzysowe. Po piąte, nie istnieje wszak żadna możliwość przeciwdziałania olbrzymim nierównowagom handlowym pomiędzy poszczególnymi krajami – nie możemy zapobiegać ich powstawaniu, ani reagować, gdy już powstaną.

Nie mamy tu zatem do czynienia z asymetrycznymi szokami – ich koszt jest stały w czasie i raczej nie doprowadziłyby ostatecznie do upadku strefy – ale raczej z asymetrycznymi trendami.⁶ W ciągu ostatniej dekady kraje strefy euro cicho, ale uparcie „rozjeżdżały się” (lub w żargonie - dekonwergowały) gdy idzie o poziom inflacji, wzrostu, dyscypliny fiskalnej i konkurencyjności. Jedne miały średnio ok. 2% inflacji, inne 4%. Jedne zbudowały nadwyżki handlowe, inne coraz bardziej zadłużały się wobec reszty świata. Jedne utrzymywały równowagę budżetową, inne pozwalały zadłużeniu rosnąć – uciekając się nawet do oszustw (Grecja). Te rozbieżności biorą się z różnych wyborów polityk, innych instytucji i innych kultur. Co więcej, wspólna waluta, wbrew oczekiwaniom tych, którzy myśleli, że sztywny gorset przymusi kraje do powolnego realnego „zbiegania się” gospodarek, zmusiła je do czegoś przeciwnego.

Szczególnie jaskrawym przypadkiem tego stanu jest wymiana handlowa między Niemcami a Hiszpanią. Oba kraje stanowią biegunowo przeciwne przykłady reakcji na funkcjonowanie w strefie euro. Po akcesji do strefy euro Hiszpania notowała przyzwoity wzrost gospodarczy, który niestety nie był podtrzymywalny (*sustainable*) w dłuższej perspektywie. Był on głównie napędzany boorem w sektorze budowlanym – a ponieważ budownictwo nie jest dobrem podlegającym handlowej wymianie międzynarodowej (*tradable*) rezultatem tej bańki był olbrzymi deficyt handlowy, sięgający 9% PKB. W kolejnych latach nierównowaga handlowa między nimi rosła. Hiszpania kupowała coraz więcej produktów wytwarzanych zagranicą (zwłaszcza w Niemczech).

Wykres 4
Dynamika bilansu handlowego Hiszpanii od 2000 r.

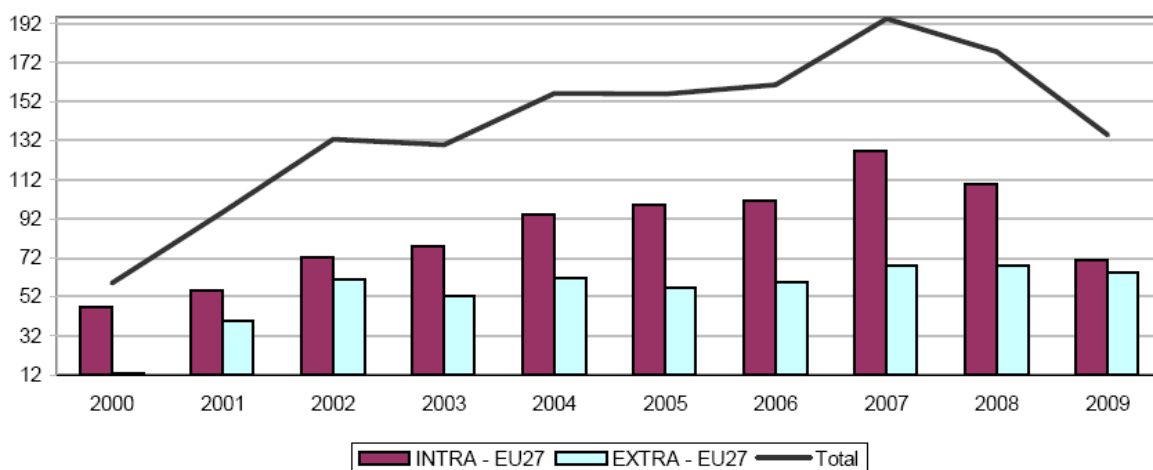


⁶ Saint-Paul, Gilles, *Is the euro a failure?*, voxEU.org, May 5th 2010

Niemcy zaś w coraz większym stopniu budowały siłę swojej gospodarki na eksporcie (wzrost o niemal 400%!), ale w szczególności na wymianie z krajami strefy euro.

Wykres 5.

Dynamika bilansu handlowego Niemiec od 2000 r.



Ponieważ boom rozgrzewający gospodarkę hiszpańską zmniejszył radykalnie bezrobocie – które przy zrównoważonym wzroście jest tam stosunkowo wysokie – Hiszpania notowała stale większą inflację, niż średnia w strefie euro. Z kolei inflacja stale pogarszała konkurencyjność hiszpańskiej gospodarki, co powodowało dalszy wzrost deficytu handlowego, a jednocześnie dziś – po upadku sektora budowlanego - utrudnia realokację zasobów do sektora dóbr eksportowalnych.

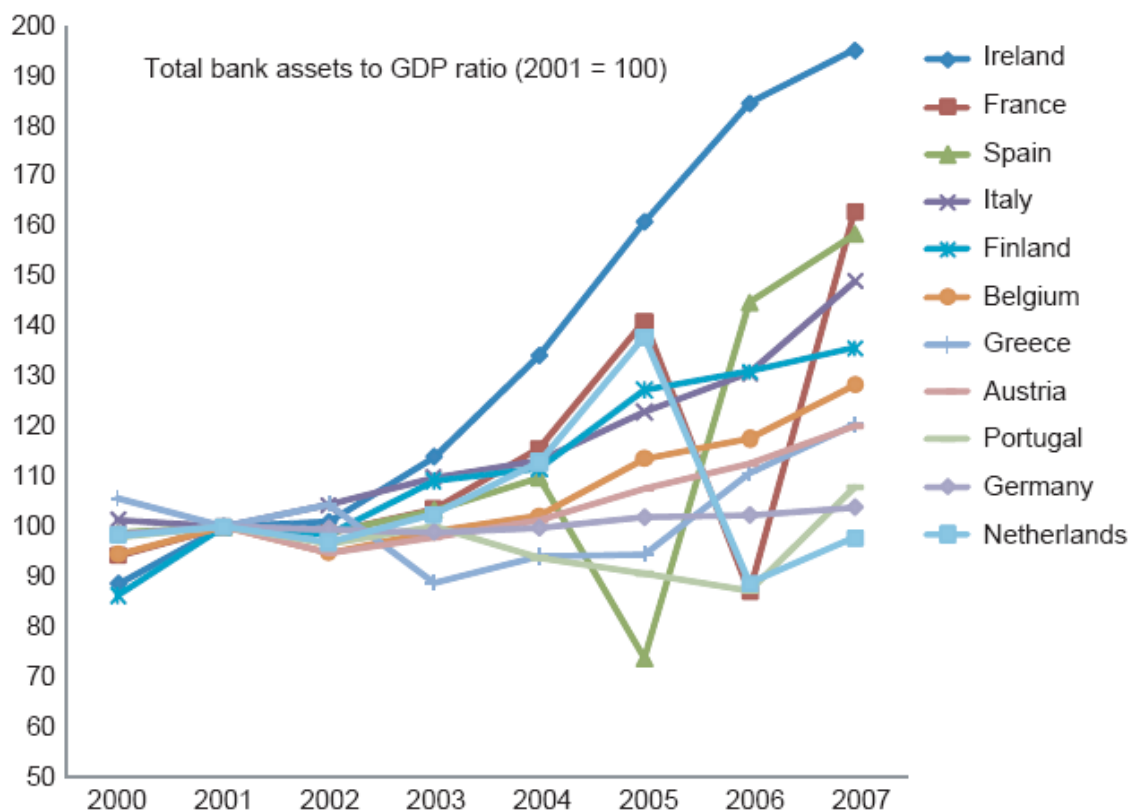
Gdyby natomiast Hiszpania nie była członkiem strefy euro, jej bank centralny martwiąc się zapewne o poziom inflacji, podniósłby stopy procentowe, co ochłodziłoby koniunkturę i ograniczyło popyt na kredyty hipoteczne (zarówno z banków hiszpańskich, ale w jeszcze większym stopniu z banków zagranicznych). Również inwestorzy zagraniczni mogliby w swojej ocenie wartości waluty wziąć pod uwagę krytyczny stan rachunku handlowego, co skończyłoby się deprecjacją pesety. To jednak poprawiłoby hiszpańską konkurencyjność i pomogło przesunąć aktywność ekonomiczną z budowlanki do sektorów eksportowych. (Przykład spekulatywnych ataków w 1992 r. pokazuje szybkość z jaką taki mechanizm korekcyjny działa – a zaatakowane waluty były wówczas przewartościowane zaledwie ok. 5%)

Wejście do strefy euro sprawiło, że nie tylko tego rodzaju automatyczny mechanizm stabilizujący został zlikwidowany, ale złe trendy zostały jeszcze bardziej pogłębione. Ponieważ rząd hiszpański mógł pożyczać we wspólnej walucie, Hiszpania miała takie same nominalne stopy procentowe, jak w całej strefie euro. Stąd im większa była inflacja, tym mniejsze były realne stopy procentowe i tym większy efekt stymulujący wzrost. Doszło do sytuacji, w której realne stopy procentowe były ujemne! Wspólna waluta była dla Hiszpanii czynnikiem destabilizującym. Co więcej pogłębiona została zła alokacja aktywności gospodarczej, ponieważ istnieją sektory wrażliwe na realny koszt kapitału (takie jak budownictwo).

Problem nierównowag handlowych wzmacniany był też przez inny systemowy błąd strefy euro. Po szóste bowiem, nie wypracowano żadnego sposobu reakcji na zdecydowanie nadmierną konsumpcję kredytu w sektorze prywatnym, wywołaną kombinacją tego, co Keynes nazywał „duchami zwierzęcymi” (*animal spirits*) i dostępnością kredytu bankowego.⁷ Banki irlandzkie, francuskie, hiszpańskie i włoskie agresywnie zwiększały portfel kredytów. Aktywa banków irlandzkich liczone jako procent PKB zwiększyły się z 360% w 2001 r. do 705% w roku 2007. Analogiczne były wzrosty we Francji – z 229% do 373%, Włoszech – ze 148% do 220% i Hiszpanii ze 177% do 280%.

Wykres 6

Dynamika wzrostu aktywów banków w krajach strefy euro w odniesieniu do PKB



Source: European Banking Federation and Eurostat.

Bowiem mimo spadku zadłużenia państw w pierwszych 7 latach istnienia strefy euro, dług gospodarstw domowych i instytucji finansowych systematycznie i bardzo szybko rósł (w tempie ok. 10% rocznie!).

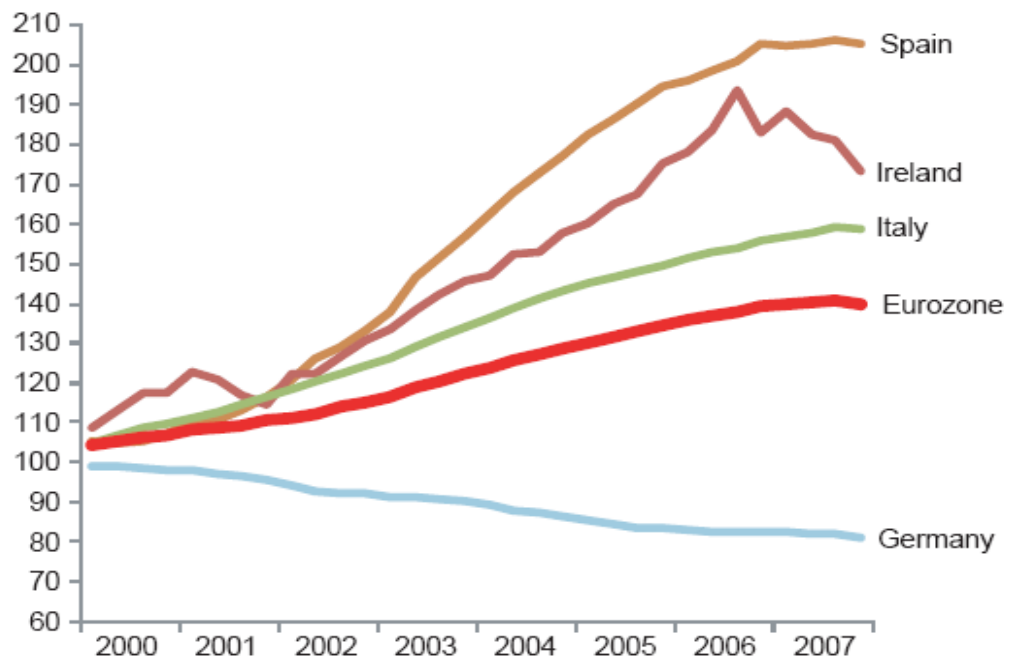
⁷ Grauwe, Paul De, *Why Tougher Stability and Growth Pact is Bad Idea*, voxEU.org, October 4th 2010

Wykres 7
Dynamika udzielanych kredytów w strefie euro



Fenomen ten był szczególnie widoczny w Irlandii i Hiszpanii, gdzie powstały gigantyczne bańki na rynku nieruchomości.

Wykres 8
Dynamika cen nieruchomości w wybranych krajach strefy euro w latach 2000-2008



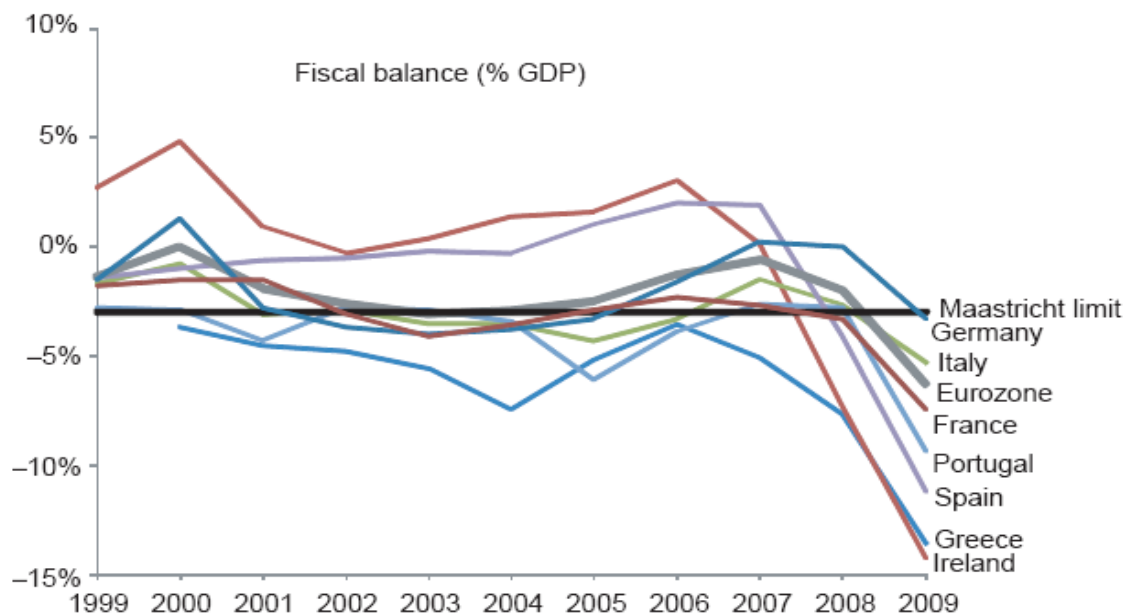
Source: OECD online database.

Po załamaniu się tempa udzielanych kredytów w momencie wybuchu kryzysu w USA, rządy najpierw musiały ratować przed upadkiem nadmiernie wylewarowane instytucje finansowe, a następnie próbowały amortyzować załamanie konsumpcji prywatnej fiskalną polityką stymulacyjną, co skończyło się kryzysem nadmiernego zadłużenia państw, który dziś obserwujemy.

Wynika stąd rzadko wypowiedzana konstatacja, że za kryzys w strefie euro nie tylko odpowiadają państwa, ale także władze monetarne, które nie kontrolowały przyrostu kredytu w strefie – czyli Europejski Bank Centralny. I ta odpowiedzialność jest co najmniej tak samo duża, jak odpowiedzialność rządów. Uznać można, że przyczyną tego stanu jest wada systemowa - jedynym celem ECB jest troska o stabilność cen (tzn. realizacja celu inflacyjnego). W tym celu, ECB używa narzędzia jakim jest wyłączone prawo ustalania stóp procentowych. Tymczasem Europejski Bank Centralny ma teoretycznie także możliwość operowania instrumentami hamującymi nadmierne zadłużanie się w sektorze kredytów konsumpcyjnych. Mógł on ustanowić wyższe wymogi minimalnych rezerw na poczet ryzyka kredytowego. Co więcej, mógł łagodzić zbyt szybki wzrost portfeli kredytowych (np. w Hiszpanii i Irlandii) poprzez zróżnicowanie minimalnych poziomów rezerw w poszczególnych krajach. Detaliczny segment sektora bankowego w Europie jest wciąż mocno znacjonalizowany, co zwiększa skuteczność tego rodzaju polityki. EBC jednak z niej nie korzysta.

Jednak obok przypadków wzrostu zadłużenia publicznego w wyniku załamania się rynku kredytu prywatnego, mamy do czynienia z sytuacjami, gdzie to rząd sam złą polityką akcelerował kryzys. Po siódme bowiem, ustalenia Paktu Stabilizacji i Wzrostu nie były najzwyczajniej przestrzegane, ponieważ mechanizm kar został zepsuty już w pierwszych latach istnienia strefy.

Wykres 9
Deficyty fiskalne krajów strefy euro w latach 1999-2009

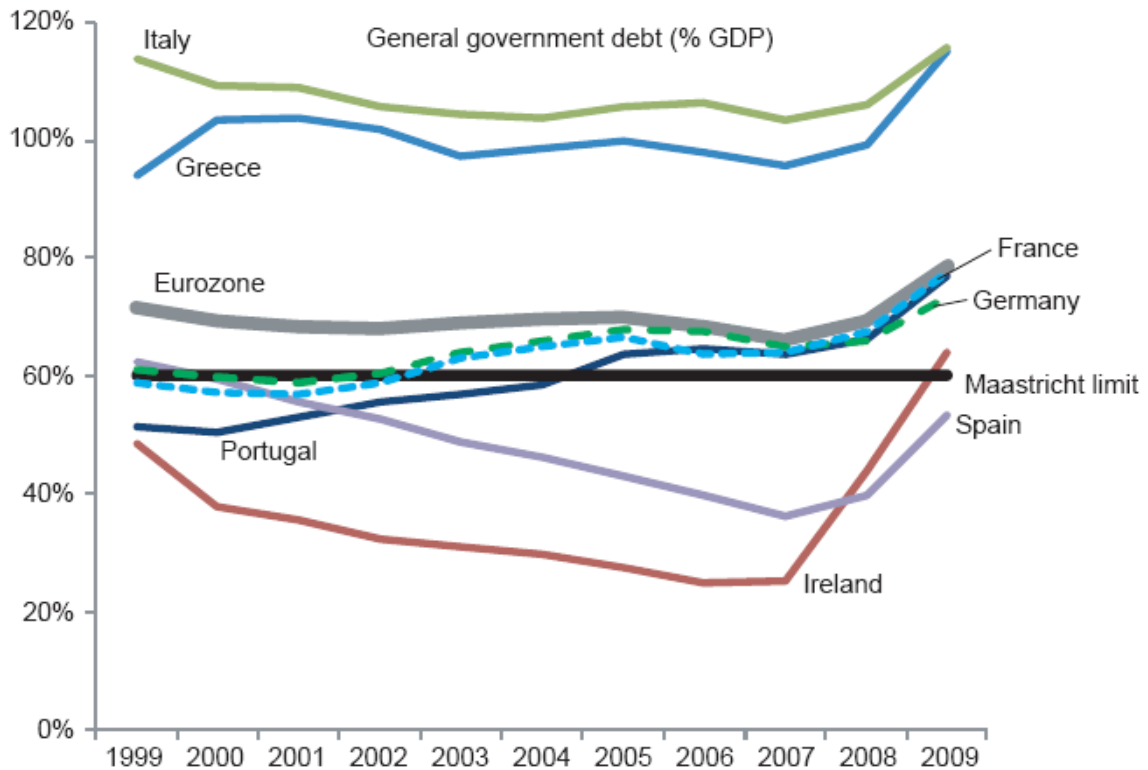


Source: Eurostat. General government deficit (-) and surplus (+).

W rezultacie w czasie istnienia strefy euro reguła 3% deficytu została złamana przez Austrię (1 raz), Holandię (1 raz) Francję (3 razy), Niemcy (4 razy), Portugalię (4 razy), Włochy (5 razy) i Grecję (8 razy!).⁸ Innym słowy mamy do czynienia z problemem największego niewojennego zadłużenia państwowego w historii w gospodarek rozwiniętych.

Wykres 10

Dynamika długu publicznego krajów strefy euro w latach 1999-2009



Source: Eurostat. General government gross debt; Eurozone includes 16 members.

Kryzys ten przeniósł się również na mocno zeuroizowane wschodzące gospodarki środkowoeuropejskie – kraje będące poza strefą euro, ale będące terenem ekspansji pożyczek denominowanych w euro, a niekiedy także (jak w przypadku krajów bałtyckich) utrzymujące sztywny kurs własnej waluty wobec euro.

Kryzys w sferze fiskalnej ma cztery przyczyny, które w większości prowadzą się do błędów w polityce fiskalnej lub regulacyjnej państwa.⁹ Pierwszą jest silnie pro-cykliczna polityka budżetowa w czasie koniunktury, pomiędzy pęknięciem giełdowej bańki na rynku „dot-com” w 2000 r., a finansowym kryzysem w krajach północnego Atlantyku. Drugą są bezpośrednie finansowe koszty reanimacji systemu finansowego, poczynając od upadku Northern Rock we wrześniu 2007 r, przez renacjonalizację funduszy gwarancyjnych Fannie

⁸ *Completing the Eurozone Rescue: What More Needs to Be Done?*, Ed. Richard Baldwin, Daniel Gros, Luc Laeven, voxEU.org Publication, 2010, s. 15

⁹ Buiter, Willem and Ebrahim Rahbari, *Greece and the fiscal crisis in the Eurozone*, CEPR Policy Insight No. 51, October 2010

and Freddie 7. września 2008 r., niewypłacalność Lehman Brothers 16. sierpnia 2008 r. oraz decyzji o upaństwowieniu ubezpieczalni AIG. Wynikła z tego recesja jest trzecią przyczyną. Osłabiła ona dochody podatkowe i zwiększyła wydatki na tzw. cykliczne i automatyczne stabilizatory (takie jak zasiłek dla bezrobotnych). Czwartą przyczyną jest pęknięcie baniek na rynkach nieruchomości oraz normalizacja wynagrodzeń w sektorze finansowym (tzw. bonusy), które w krajach o znacznym udziale sektora budowlanego i finansowego w PKB spowodują redukcję dochodów państwa i co za tym idzie powiększą strukturalny pierwotny (tzn. przed uwzględnieniem kosztów obsługi długu) deficyt finansów publicznych.

W normalnych okolicznościach równowaga fiskalna w Grecji lub innych państwach mogłaby zostać osiągnięta poprzez ból fiskalny (podwyżki podatków lub obniżki wydatków), poprzez „podatek inflacyjny” zmniejszający ciężar długu publicznego, poprzez wzrost gospodarczy oraz przez bankructwo państwa lub wykup (*bail-out*). Jednak w warunkach strefy euro rachunek zysków i strat płynących z powyższych opcji – który może różnić się w zależności od miejsca i okoliczności - zasadniczo ograniczają prawne zobowiązania i instytucjonalne powiązania w strefie.

Po ósme wreszcie, nie istniał dotąd żaden mechanizm kryzysowy, wbudowany w traktaty europejskie lub nawet w scenariusze zarządzania Unią. Wysoka inercja polityki unijnej sprawia, że często unia sama intensyfikuje warunki, w których rozprzestrzenia się kryzys, którego chce uniknąć. Unia generalnie nie posiada scenariuszy kryzysowych, co sprawia, że decyzje podejmuje się z opóźnieniem, w ostatniej chwili i w atmosferze paniki. Tak, jak to miało miejsce 9. maja 2010 r, gdy Rada Europejska podejmowała decyzję o utworzeniu wartego 750 mld euro Europejskiego Mechanizmu Finansowej Stabilizacji.

Wszystkie te problemy byłyby prawdopodobnie możliwe do załagodzenia, gdyby istniał wysoki poziom politycznej integracji, która historycznie za integracją monetarną postępowała (patrz: USA, Niemcy, Włochy), a tam gdzie nie występowała integracja monetarna szybko się kończyła (patrz: Monetarna Unia Skandynawska). Innymi słowy, strefa euro domaga się swojego uzupełnienia w postaci unii fiskalnej lub transferowej, lecz taka - jak dotąd - nie istnieje. Takie uzupełnienie było pierwotnie elementem projektu federalnego, który legł u podstaw powstania strefy euro. Wszak motywacja powstania strefy była/jest ściśle polityczna. Dlatego olbrzymią część dzisiejszych problemów strefy można zrozumieć, gdy zrozumie się jej genezę i proces powstawania.

Polityczna geneza UGW¹⁰

Euro jako waluta jest wszak efektem wieloletniej ewolucji systemu monetarnego w Europie Zachodniej - od ukształtowanego u schyłku II. wojny światowej systemu z Bretton Woods, poprzez tzw. „Wąż” lat 70 (kosztowny i nieudany) oraz do pewnego momentu stosunkowo skuteczny Europejski System Monetarny (ESM) w latach 80.

Jest to także wynik długiej ewolucji i intensyfikacji integracji europejskiej – procesu w równej mierze gospodarczego, co politycznego. Szczególnym punktem przyspieszenia była

¹⁰ Barry Eichengreen, *The European Economy since 1945. Coordinated Capitalism and Beyond*, Princeton: Princeton University Press, 2007, ss. 335-378, Kathleen McNamara, *The Currency of Ideas. Monetary Politics in the European Union*, Ithaca: Cornell University Press, 1998, Mary Elise Sarotte, *Eurozone Crisis as Historical Legacy: The Enduring Impact of German Unification, Twenty Years On* [in:] *Crisis in the Eurozone. Transatlantic Perspective*, Council on Foreign Relations, New York: 2010

druga połowa lat 80. kiedy to w trzech kluczowych krajach – Niemczech, Francji i Wielkiej Brytanii – czołowi politycy wsparli silnie wysiłki Komisji Europejskiej kierowanej przez Jacquesa Delorsa w podkreśleniu fundamentalnych swobód europejskich, poprzez przyjęcie Jednolitego Aktu Europejskiego. Każdy z krajów zrobił to z właściwych sobie powodów. Niemcy aby zliberalizować sektor telekomunikacyjny, Francuzi by lepiej „uwięzić” Niemcy w Europie a Anglicy w duchu kontynuacji swoich krajowych reform deregulacyjnych.

Skutkiem potwierdzonych uprawnień deregulacyjnych, Komisja Europejska doprowadziła do wydania dyrektywy liberalizującej przepływy finansowe na terenie Wspólnot Europejskich od 1 lipca 1990. Oznaczało to kres trwającej w Europie od ponad czterech dekad polityki kierowanego kredytu, używanej przez rządy do realizacji agend przemysłowych. Poważniejszym skutkiem było praktyczne odejście od możliwości uzgadniania kursów walutowych w ramach EMS. Uruchomiło to kłopotliwą spiralę dewaluacyjną we Francji, Włoszech, Danii, Belgii i Irlandii, w której zawsze punktem odniesienia była marka niemiecka.

Głębsza integracja była postrzegana we Francji jako narzędzie ponownego osiągnięcia przez rząd francuski pola manewru w polityce gospodarczej poprzez wymuszanie uwzględnienia we wspólnej polityce jego interesów przemysłowo-monetarnych. Z kolei dla Niemiec, których punktem odniesienia nie były waluty europejskie, lecz dolar amerykański, wspólna monetarna polityka europejska była postrzegana jako poszerzenie pola oddziaływania i wagi niemieckiej polityki monetarnej. Oczywiście pozycja niemiecka była uprzywilejowana, bowiem to Niemcy funkcjonowały w relatywnie korzystnej dla siebie sytuacji.

Ostatecznie kluczowy kompromis francusko-niemiecki został zawarty na gruncie europeizacji. Osobiste przekonania kanclerza Kohla i ministra Genschera o politycznej wartości integracji europejskiej skłaniały ich do poparcia głębszej integracji monetarnej. Długo jednak wskazywali, że powinna ona dokonać się w późniejszych dekadach. Kluczowym wydarzeniem okazał się rozpad bloku sowieckiego i możliwość dokonania reunifikacji Niemiec. Kohl rozumiał, że wyborcy zachodniemieccy, którzy zdecydowanie popierali integrację europejską, martwili się o losy samodzielnego scalania z NRD. Przede wszystkim jednak w rękach Francji jako „mocarstwa zwycięskiego” leżała decyzja o pozwoleniu na zjednoczeniu Niemiec. W zamian Mitterrand poprosił Niemców o zgodę na szybkie stworzenie jednej waluty – bardzo chciał ogłosić tę decyzję w momencie francuskiej prezydencji w UE. W efekcie Niemcy otrzymały zgodę na zjednoczenie, Francja – wspólną walutę europejską.

Popierając francuskie postulaty integracyjne, niemieccy politycy musieli jednak obłaskawić niechętny wspólnej walucie niemiecki bank centralny. Wykorzystując dominującą pozycję w Europie, Bundesbank doprowadził w ten sposób do narzucenia reszcie krajów w Unii Europejskiej swojego modelu zarządzania i polityki monetarnej – politycznej niezależności, stabilności cen jako głównego celu działania, ostrych ograniczeń w możliwości finansowania deficytów budżetowych rządów oraz federalnej struktury. W tamtym czasie istniał konflikt między niemieckimi politykami i bankierami, co do potrzeby równoległej do przyjęcia wspólnej waluty budowy nowych instytucji europejskich. Szef Bundesbanku Karl Otto Pohl docinał na łamach „Financial Timesa” kanclerzowi Kohlowi, że kompletnie nie ma on pojęcia o ekonomii – co zresztą było prawdą. Co ciekawe sojusznikiem Bundesbanku

okazał się Mitterrand, który również nie znał się na ekonomii, ale był niechętny tworzeniu nowych instytucji europejskich, choć zgadzał się z niemieckimi politykami, że wspólna waluta wymaga silnego mechanizmu zarządzania gospodarczego.

Aby zagwarantować sobie duży wpływ na podejmowanie decyzji w nowym systemie monetarnym, kraje mające pierwotnie stworzyć strefę euro – tj. kraje strefy marki (Niemcy, Benelux) oraz Francja - określiły w Traktacie z Maastricht bardzo ostre makroekonomiczne warunki konwergencji, tak aby do trzeciego etapu unii nie kwalifikowała się nadmierna ilość krajów. Jednak w wyniku doświadczeń ataków spekulacyjnych na pierwszych dwóch etapach unii dwa kraje (Wielka Brytania i Dania) wyłączyły się z mechanizmu ERM (widełki 2,5%) a po poszerzeniu mechanizmu ERM II (widełki 15%) do trzeciego etapu unii od 1999 r. - po jego stopniowym politycznym nadinterpretowaniu - ostatecznie zakwalifikowało się 11 krajów (Niemcy, Francja, Holandia, Belgia, Luxemburg, Włochy, Hiszpania, Austria, Portugalia, Irlandia, Finlandia) a rok później Grecja.

Euro jest również wynikiem zmian poglądów ekonomicznych wśród zachodnich elit gospodarczych i politycznych – od dominacji keynesizmu, przez jego kryzys w latach 70. po dominację stanowiska monetarystycznego. Przejście to nastąpiło w sytuacji niemożności pogodzenia dalszego wzrostu gospodarczych transakcji międzynarodowych z szerszym społecznym kontekstem celów wykraczających poza ekonomiczną wydajność, takich jak niskie bezrobocie. Obecną sytuację globalnego kryzysu możemy interpretować jako częściowy kryzys filozofii monetarystycznej, ujawnił on bowiem ograniczenia, czy też „niepełność” tej filozofii ekonomicznej.

Historia powstania EMU mówi nam dużo o jej naturze i należy pamiętać, że obok aspektów ekonomicznych wstępowania do strefy euro istotne pozostają również aspekty polityczno-decyzyjno-regulacyjne.

W szerszym planie historycznym musimy pamiętać, że integracja walutowa, to:

1. Wynik zmiany konsensusu elit zachodnich co do właściwego doboru polityk publicznych – przejście od Keynesizmu (*embedded liberalism*) do monetaryzmu
2. Wynik postępującego i bardzo dynamicznego wzrostu mobilności kapitału i rozwoju sektora finansowego – budowa wielkich konglomeratów finansowych.
3. Wynik pogłębiania integracji politycznej, której kamieniem milowym było przejście od Wspólnot Europejskich do jednolitej Unii Europejskiej.
4. Wynik dokonującego się stopniowo procesu realnej konwergencji gospodarek państw rdzenia (Niemcy, Francja, Holandia, Belgia, Luxemburg) i częściowo również północnych Włoch i Katalonii.
5. Wynik budowania rywalizujących ze sobą globalnych bloków walut – w latach 90. dolara i euro i jena.

W węższym planie historycznym musimy z kolei pamiętać, że integracja walutowa:

1. Została podzielona przez raport J. Delore’a i Traktat z Maastricht na 3 etapy i że nie wszystkie państwa UE uznały za wskazane przejść przez wszystkie te etapy (np. Szwecja, planowo nie spełniająca jednego z kryteriów z Maastricht) oraz, że niektóre zawniczasu wyłączyły się z nich (Dania, Wielka Brytania).
2. Zdefiniowana w dokumentach i prawie europejskim polityka monetarna EBC – bardzo konserwatywna polityka celu inflacyjnego jako jedyne zadanie instytucji - została w

dużej mierze wymuszona na innych krajach przez Niemcy jako kontynuacja polityki monetarnej Bundesbanku, w zamian za zgodę na stworzenie UGW.

3. W strefie euro od początku znalazły się kraje, które żadną miarą nie spełniały kryteriów określonych w Pakcie Stabilizacji i Rozwoju, takie jak Portugalia i Włochy i decyzja o włączeniu ich do strefy miała charakter polityczny, a nie gospodarczy. Faktem jest, że skutkiem takiej decyzji kraje te zasadniczo poprawiły stan swoich finansów publicznych, ale z drugiej strony nie jest przypadkiem, że są to jednocześnie kraje, które rozwijają się w strefie euro najwolniej.

Historia strefy euro dostarcza co najmniej kilku wyjaśnień, dlaczego kryteria przyjęte w traktacie z Maastricht okazały się zawodne jako narzędzia zarządzania gospodarczego w kryzysie.

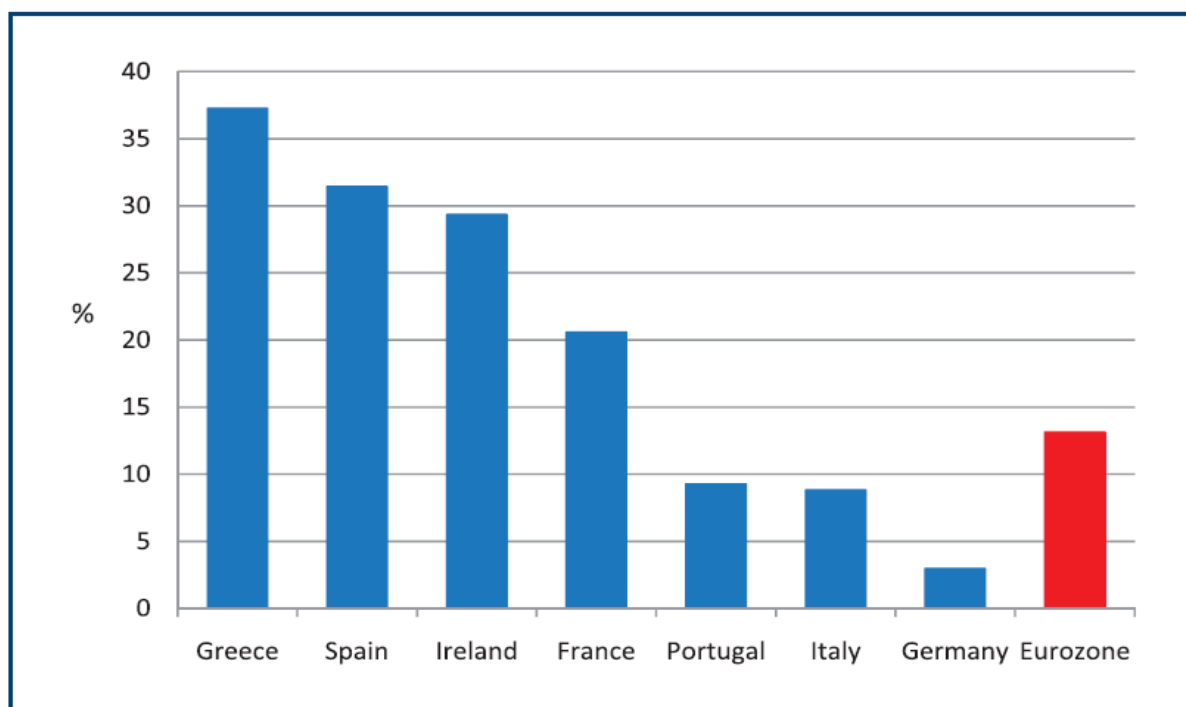
Po pierwsze, nadzwyczajnie ważną rolę przypisane rosącej liczbie członków strefy walutowej. Politycy pragnąc sukcesu nowej waluty, zaczęli używać liczny członków i krajów aplikujących jako zbyt uproszczonej miary sukcesu, co pozwoliło prześliznąć się słabszym gospodarkom. Ta niekonsekwencja pozwoliła wejść do strefy nie tylko krajom wyraźnie nadmiernie zadłużonym (Belgia i Włochy), ale krajom, które zwyczajnie oszukiwały (Grecja). Co więcej, europejscy politycy w dużej mierze zdawali sobie sprawę z tych nieprawidłowości, ale traktowali akcesję w kategoriach politycznych, a nie ekonomicznych. Pascal Lamy, swego czasu szef gabinetu Jacquesa Delorsa, stwierdził niedawno: „Greckie statystyki nie były chyba całkiem wiarygodne, wcześniej były też wątpliwości co do włoskich. Ale to chodziło o politykę, a nie o statystyki. Chodziło o przełamanie kompleksu Klubu Med i podważenie stereotypu, że ci ludzie z południa i krajów śródziemnomorskich tak naprawdę nie są poważni.”¹¹

Po drugie, raz już przyjęte do klubu, słabsze gospodarki mogły korzystać z dobrodziejstw tańszego kredytu, ponieważ Europejski Bank Centralny – wbrew teorii ekonomicznej - traktował wszystkie długi państw jako niemal równe w ryzyku długowi niemieckiemu. To ułatwiało dostęp do taniego kredytu w oczywisty sposób i spowodowało nadmierne wydatki w państwach o niskiej dyscyplinie, takich jak Grecja. Wraz z mechanizmem ustanawiania jednego poziomu stóp procentowych dla całego obszaru typu „one-size-fit-all” umożliwiało to transmisję łatwego kredytu zarówno do sektora publicznego, jak i prywatnego krajów peryferyjnych, stymulując popyt.

¹¹ Barber, Tony, *Saving the euro: Tall ambitions, flawed foundations*, Financial Times, October 11th 2010

Wykres 11

Wzrost popytu krajowego 1999-2009



Source: European Central Bank; Economist Intelligence Unit

Po trzecie, większa ilość krajów w strefie oznaczała większą ilość miejsc przy stole i głosów koniecznych do osiągnięcia decyzji, co skutecznie utrudniało egzekwowanie kryteriów traktatowych. Po czwarte, w ostatnich latach niemiecki stosunek do integracji europejskiej dość wyraźnie się zmienił. Po wybuchu kryzysu w USA, Berlin wyraźnie sygnalizował, że każdy kraj będzie musiał samodzielnie dbać o swoje banki. Zjednoczenie Niemiec dokonało się już dawno i obecnie praktycznie nic nie było w stanie zmusić Angeli Merkel do reperowania „europejskiego dachu” wbrew woli niechętnych niemieckich wyborców.

Bardzo skromne zapisy traktatu z Maasticht szczególnie przeszkodziły w dobrej reakcji na kryzys. Z jednej strony zakaz wykupu długu krajów okazał się niewystarczający w obliczu braku zapisanego mechanizmu kryzysowego. Wskutek braku uprzednio przewidzianego scenariusza postępowania, liderzy europejscy w atmosferze paniki odbyli w 2010 r. serię spotkań, na których podjęli decyzję o mechanizmie pomocowego dla Grecji, który praktycznie nie ma oparcia w literze traktatów.

Co więcej, słabość zarządzania gospodarczego ujawniła się stosunkowo szybko i została pogłębiona przez tych, którzy dziś surowo domagają się ich przestrzegania – tj. przez samych Niemców. Koszty renowacji NRD i politycznie motywowana wymiana waluty 1 do 1 oraz wyraźnie niższa wydajność pracy na wschodzie przy tej samej ochronie pracowniczej, sprawiły, że zjednoczone Niemcy szybko popadły w gospodarczą zadyszkę, której efektem był rosnący dług publiczny oraz spadająca konkurencyjność.

Już w 2002 roku Komisja Europejska wysłała rządowi w Berlinie i Lizbonie tzw. „wczesne ostrzeżenie”, które zostało zignorowane. Jednak w październiku 2002 r. ówczesny szef KE Romano Prodi stwierdził, że Pakt Stabilizacji i Wzrostu jest „głupi”, bo nakłada kary finansowe na kraje, które i tak mają problemy finansowe. Mimo to w 2003 r. Komisja spróbowała ponownie, wysyłając do Berlina i Paryża wezwanie do ograniczenia deficytu budżetowego. Jednak ministrowie finansów na szybko zwołanym spotkaniu Ecofinu zawiesili procedurę nadmiernego deficytu wobec Niemiec i Francji. Kraje te poparły wówczas Włochy

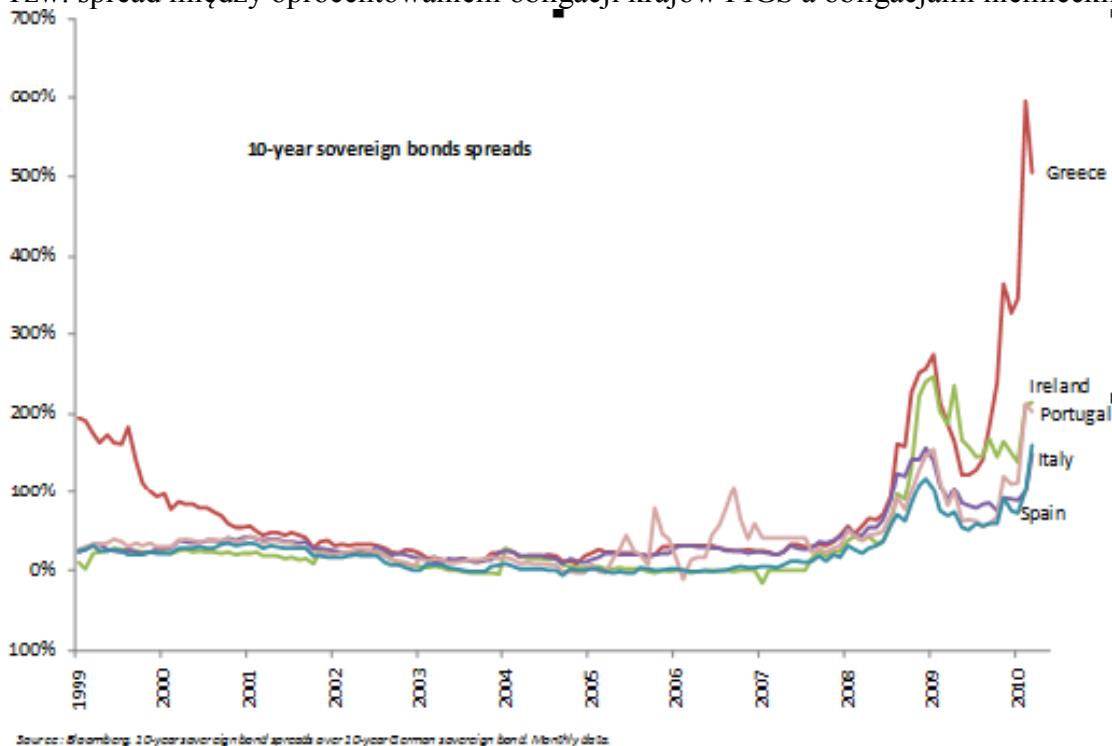
i Wielka Brytania, podczas gdy po stronie Komisji stały w większości kraje małe. W marcu 2005 r. poluzowano reguły Paktu Stabilizacji i Wzrostu, co uczyniło ewentualne kary jeszcze mniej prawdopodobnymi. Reakcja rynków była względnie pozytywna.

W ten sposób Niemcy same skompromitowały wymagania Paktu Stabilizacji i Wzrostu skutecznie domagając się łagodnego jego stosowania wobec samych siebie, choć wcześniej popierały surowe kary za nadmierne zadłużenie dla Belgii. Również mająca kłopoty fiskalne Francja poszła drogą Niemiec, jeszcze bardziej osłabiając polityczne wsparcie dla konsekwentnego egzekwowania reguł i kar za ich łamanie. Zniszczono w ten sposób *jedyny* instrument wiarygodności.

Co jednak zastanawiające, przez długi czas temu złudzeniu wiarygodności ulegały także tzw. rynki. Uznając za właściwą politykę EBC braku różnicowania dostępu do kredytu między krajami oraz nie reagując negatywnie na brak sankcji dla nadmiernych dłużników, rynki nie wypełniły roli sygnalizatora, którą przewidywały dla nich regulacje strefy. „Winą” rynków było kupienie mitu zintegrowanej euro-strefy. Jeszcze rok po wybuchu kryzysu finansowego w USA rynki wciąż oceniały wiarygodność kredytową poszczególnych krajów niemal w ten sam sposób. Nie miało to żadnego ekonomicznego uzasadnienia, ale odzwierciedlało to przekonanie inwestorów, że kraj strefy euro nie może zbankrutować.

Wykres 12

Tzw. spread między oprocentowaniem obligacji krajów PIGS a obligacjami niemieckimi



Było to tym dziwniejsze, że strefa euro została zbudowana na fundamencie zasady, że każdy sam odpowiada za swój dług (zakaz wykupu długu innych krajów strefy). Co więcej, „rynki” nadal posługiwały się rozróżnieniem na rynek krajowy i zewnętrzny, uznając, że mimo istnienia wspólnej monety pojęcia takie, jak bilans rachunku bieżącego i pozycje inwestycyjne są istotne. Innymi słowy, mimo uznawania poszczególnych krajów za odrębne obszary gospodarcze, rynki traktowały ich dług jako niepodzielny, udzielając Grecji pożyczek na niemal tych samych warunkach, co Niemcom.

Do momentu, aż te same „rynki” uznały, że czas sprawdzić, że czy to jednak nie jest euro-bluff i kraje strefy mogą jednak upadać.

Biegun nadwyżek - Niemcy po zjednoczeniu

Zanim przejdziemy do analizy natury obecnego kryzysu strefy euro, koniecznym jest bliższe przyjrzenie się centralnej jej gospodarce – Niemcom. Zrozumienie bowiem uwarunkowań, w których funkcjonuje ten kraj, pozwoli nam na lepsze sformułowanie dylematów, przed którymi stoimy.

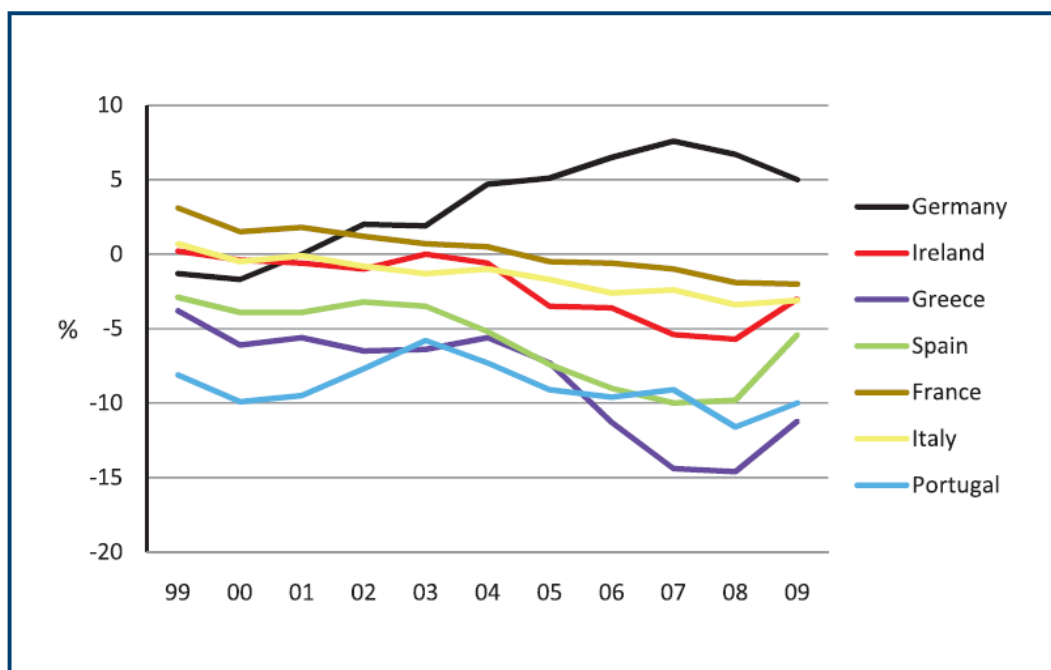
Do 2000 r. Niemcy zajęte były konsumowaniem zjednoczenia RFN i NRD. Reunifikacja przyniosła boom popytowy, który bardziej niż flagowe sektory eksportowe stymulował raczej sektory usługowe. Transfery z zachodu sięgające 1 bln DM, które miały wyrównać standardy życia, podniosły popyt w latach 1990-1992 aż o 7% PKB. To napędziło sektor usługowy, który średnio w latach 1990-1995 rósł o 7%, w porównaniu z 3% w latach 1996-2008. Z kolei eksport w stosunku do PKB w latach 1991-1993 zmalał.

Jednak w sytuacji, gdy płace zostały niemal zrównane i ochrona pracownicza rozciągnięta na pracowników, którzy pozostali w zrestrukturyzowanych przedsiębiorstwach ale wydajność ich pracy wciąż pozostawała dwa razy niższa, niż ich zachodnich współobywateli, musiała na tym ucierpieć konkurencyjność niemieckiej gospodarki. Wzrosło też bezrobocie – z 4,2% w 1991 r. do 8,2% w 1994. Spadek zatrudnienia szczególnie mocno dotknął sektorów eksportowych.

Na te problemy Niemcy odpowiedziały strukturalnymi reformami – ograniczaniem pensji i restrukturyzacją przemysłu. Wydatki na zatrudnionych w sferze publicznej spadły o 1% PKB w latach 1993-2000 a sektor prywatny wkrótce również podążył tą ścieżką. Rosnące bezrobocie oraz możliwość przeniesienia miejsc pracy do tańszych krajów, skłoniły niemieckie związki do złagodzenia żądań w sporach zbiorowych. W rezultacie koszty pracy w przemyśle – który stanowi ok. 40% niemieckiej gospodarki - spadły o 3,4% w latach 1995-2000, a w sektorze usług utrzymywały się mniej więcej na tym samym poziomie, rosnąc jedynie o 1,8%.

W wyniku tych zmian, Niemcy poprawiły swoją konkurencyjność i wyniki eksportu. Od 1993 do 2000 r. udział eksportu w PKB wzrósł o ponad 10%, z 22% do 33%. Mimo utraty 3,5% udziału w światowym eksporcie w latach 90., Niemcy zdecydowanie wyprzedziły rozwinięte gospodarki, których całościowy udział w tym czasie spadł o 6,3%. Po przyjęciu euro w 1999 r., Niemcy ponownie zwiększyły swój udział w światowym eksporcie o 0,5% w latach 2000-2009, co jest szczególnym osiągnięciem gdy porównamy to z 11,6% spadkiem udziału gospodarek rozwiniętych. Tym samym eksport zdobył kolejne 14% udziału w niemieckim PKB, co w całości w latach 1993-2008 dało imponujący wynik 25% wzrostu! Tak więc w czasie, gdy gospodarki peryferyjne strefy euro systematycznie pogarszały swoje pozycje, Niemcy stawały się największym eksporterem świata.

Wykres 13
Bilans rachunku bieżącego (proc. PKB)



Source: Economist Intelligence Unit

Pomimo korzyści z przyjęcia euro, które pozwoliło Niemcom sprzedawać produkty wysoko przetworzone o wysokiej wartości dodanej na jeszcze większym obszarze (np. zlikwidowało możliwość dewaluacji poprawiających konkurencyjność sąsiednich gospodarek), wzrost płac w Niemczech pozostał bardzo umiarkowany. Niemcy jako jedyny bodaj kraj w UE zdobyły się na wysiłek ograniczenia wzrostu płac, co pozwoliło im systematycznie poprawiać swoją pozycję wobec innych krajów europejskich. I tak w latach 2000-2009 koszty pracy w Niemczech wzrosły zaledwie o 7%, podczas gdy w krajach PIGS (tj. Portugalia, Irlandia, Włochy, Grecja, Hiszpania) wzrosły o 31%. Ta poprawa konkurencyjności nastąpiła przede wszystkim przez ograniczenie płac, niż wzrosty w produktywności. Poprawa kosztów płacowych nastąpiła także poprzez przeniesienie pracochłonnych procesów do nowootwieranych fabryk w Europie Środkowej.

W strefie euro jest jeszcze tylko kilka gospodarek o podobnej strukturze jak gospodarka niemiecka, co czyni je politycznymi sojusznikami w kwestiach zarządzania strefą euro i kryzysem. Są to przede wszystkim dwa kraje strefy euro-marki – Holandia i Austria. Trzecim krajem - słabo jednak zintegrowanym handlowo ze strefą euro - jest Finlandia. W politycznej koalicji z Niemcami są także trzy nowe euro-gospodarki z Europy Środkowo-Wschodniej, czyli Słowenia, Słowacja oraz Estonia. Ostatnia europejska gospodarka generująca nadwyżki w bilansie handlowym to Szwecja, która jednak znajduje się poza strefą euro. Pozostałe kraje europejskie mają ujemne bilanse handlowe. Coraz bardziej dotyczy to drugiej gospodarki europejskiej - Francji, a już patologiczne rozmiary osiąga w Wielkiej Brytanii, której ujemny bilans handlowy z resztą UE- tylko częściowo rekompensowany napływem inwestycji do olbrzymiego sektora finansowego – ma wielkość bliską tegoż ujemnego bilansu USA!

Wykres 14

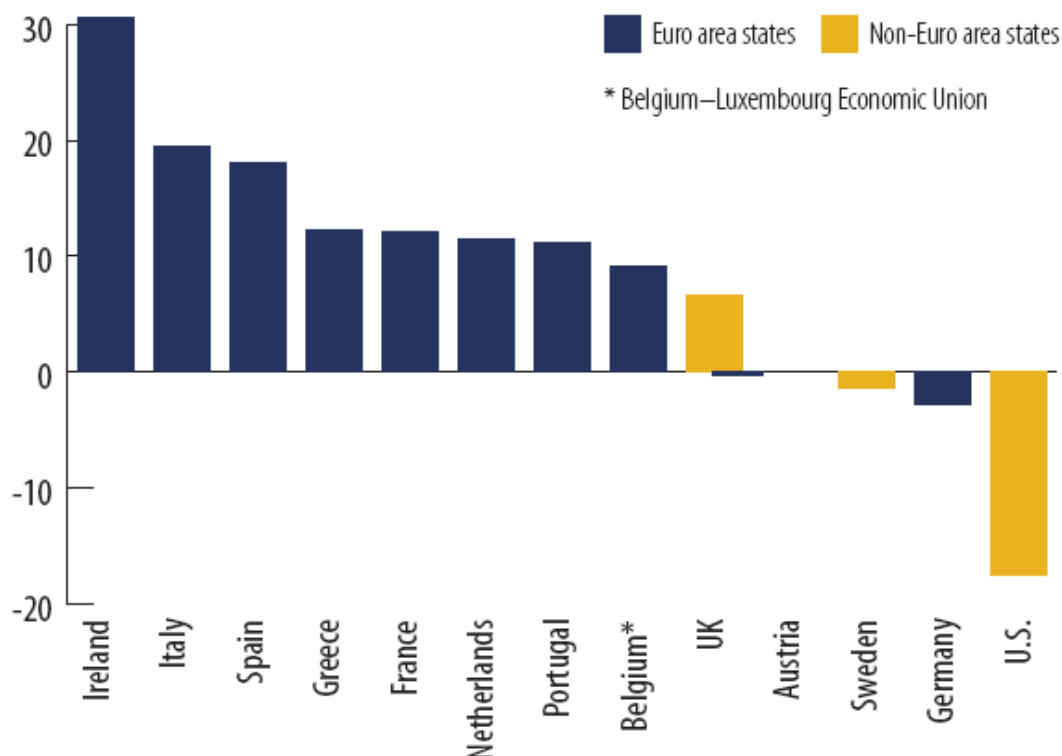
Zmiana w realnym kursie wymiany (bazującym na nominalnym koszcie pracy)

Change in Real Effective Exchange Rate

Based on nominal unit labor cost, relative to the EU and other major industrialized economies

Source: European Commission

Percent change, 2000–2007



Ścieżka gospodarki niemieckiej była odwrotna do ścieżki krajów południowych. Wspólne stopy procentowe były zbyt wysokie jak na potrzeby niemieckiej konsumpcji. W wyniku tego przez całą dekadę lat 2000. utrzymywał się w Niemczech bardzo słaby popyt wewnętrzny i słaby wzrost PKB, na średnim poziomie 1,4%, co stanowiło jedynie połowę średniego wzrostu krajów PIGS. W tym samym czasie popyt krajowy w Niemczech spadł o prawie 6%, gdy w krajach PIGS rósł o 0,6%! Oprócz wysokiego bezrobocia, hamowanego wzrostu płac oraz wysokich kosztów pracy i systemu opieki społecznej (mimo tzw. reformy Hartz IV) do ograniczenia wzrostu PKB w Niemczech przyczyniła się wysoka stopa oszczędności, które starzejące się niemieckie społeczeństwo kumuluje. W tej sytuacji kapitał przesuwał się do sektorów eksportowych i eksport stał się jedynym – ale za to potężnym – stymulatorem wzrostu, kompensującym „ubytki” w krajowym popycie. Innymi słowy, Niemcy w wyniku przyjęcia euro stały się krajem strukturalnie uzależnionym od eksportu.

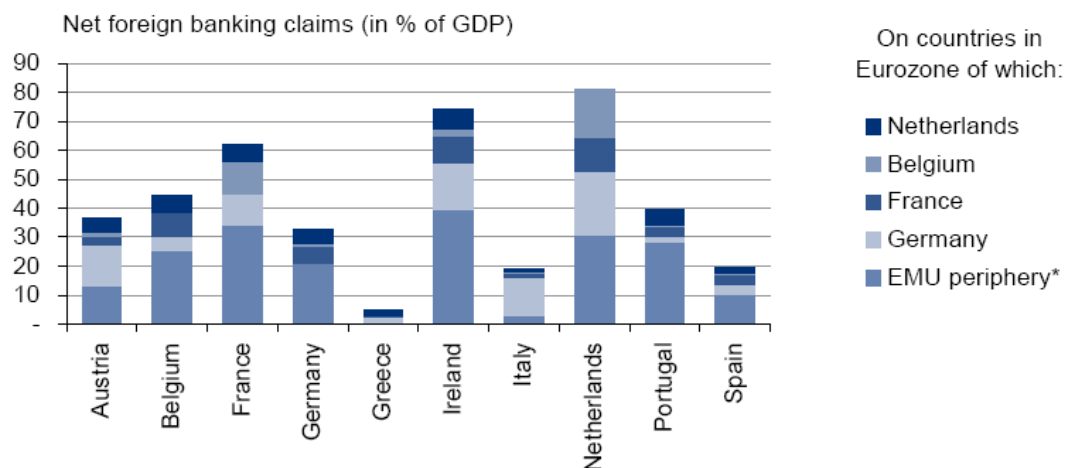
Problem Niemiec dzisiaj polega nie tylko na tym, że euro zadusiło popyt wewnętrzny, ale także na tym, że zbyt duża część niemieckich oszczędności wygenerowanych dzięki wielkiemu eksportowi została zainwestowana w krajach południowych strefy euro. Niemieckie zagraniczne inwestycje portfelowe wzrosły z \$800 mld w 2001 r. do \$2150 mld w

2008.¹² Duża część tych inwestycji została skierowana do Grecji, Hiszpanii i Portugalii, zachowując trend wzrostowy – z \$64 mld (8,2% całości) w 2001 do \$290 mld (13,5%) w 2008. Kapitał niemiecki był istotnym źródłem finansowania zadłużenia tych krajów, stanowiąc ok. 25% łącznego finansowania zagranicznego.¹³ Podobny problem dotyczy także Holandii (\$100 mld) i Francji (€235 mld) oraz... Irlandii. Ogólnie, wierzyciele europejscy Grecji, Hiszpanii i Portugalii posiadają obecnie ich papiery dłużne wartości €2 bln.¹⁴

Wykres 15

Zaangażowanie zagraniczne banków strefy euro – jądro vs. peryferia

Fig 8 Banks' Eurozone exposure: core vs periphery



*Greece, Italy, Spain, Portugal, Ireland

Source: BIS, ING calculations

Biegun deficytu – kraje PIGS

Rzućmy teraz jeszcze szybko okiem na los gospodarek peryferyjnych, dla których wejście do strefy euro okazało się – jak dotąd – bardzo kosztowną przygodą.

Dzięki wejściu do strefy euro, zaufanie i wiara w perspektywę wzrostu i stabilności Portugalii, Włoch, Irlandii Grecji i Hiszpanii wzrosły, czego wynikiem był spadek oprocentowania ich papierów dłużnych do poziomu najbardziej stabilnych gospodarek strefy. Poprawa nastrojów oraz niższe (od optymalnych) stopy procentowe napędziły wzrost krajowego popytu, sprawiając, że inwestorzy i konsumenci zwiększyli wydatki, korzystając z taniego kredytu zaciąganego w dużych ilościach w instytucjach zagranicznych.

Wzrost gospodarczy doprowadził do wzrostu cen dóbr i usług krajowych oraz szybkiego wzrostu pensji, który wyraźnie wyprzedził wzrost produktywności pracy, podkopując konkurencyjność. Szczególnie istotnym czynnikiem był tu bardzo sztywny w krajach południowych rynek pracy, gdzie obowiązuje kultura scentralizowanych negocjacji

¹² Za: IMF CPIS website, www.imf.org/external/np/sta/pi/datarsl

¹³ Giavazzi, Francesco, *Germany's trade sur plus and investment in southern Europe*, voxEU.org, April 21th 2010

¹⁴ *The €2 trillion debt exposure to Greece, Spain and Portugal*, RBS European Economics Insights, May 25th 2010

placowych. Problemy krajów PIGS powiększyła deprecjacja dolara i szybki wzrost produktywności gospodarki USA oraz podążająca sztywno za dolarem deprecjacja chińskiego juana.

Tabela 16

Łączny bilans rachunku bieżącego, handlowy oraz dochodowy krajów PIGS

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
	(% of combined GDP)						
Current account balance	-3.8	-5.0	-7.2	-8.8	-10.0	-10.2	-6.5
Goods and services balance	-1.2	-2.4	-3.7	-4.9	-5.2	-5.0	-1.3
Income balance	-3.1	-3.2	-3.6	-3.8	-4.5	-4.8	-4.9

Source: Eurostat

Niższe koszty kredytu i ekspansja popytu krajowego zwiększyły dochody podatkowe krajów PIGS. Jednak rządy tych państw uznały, że nie są to dochody tymczasowe, ale permanentne i systematycznie zwiększały przez całą dekadę wydatki publiczne. W wypadku takich krajów jak Irlandia i Hiszpania zarzut ten jest o tyle niesprawiedliwy, że ich polityka fiskalna była raczej antycykliczna (tzn. ich budżety generowały nadwyżki, a dług publiczny utrzymywał się na relatywnie niskim poziomie poniżej 50% PKB). Generalnie jednak w krajach takich jak Grecja, Portugalia i Włochy wzrost wydatków publicznych dokonywał się w tempie wyższym od wzrostu gospodarczego.

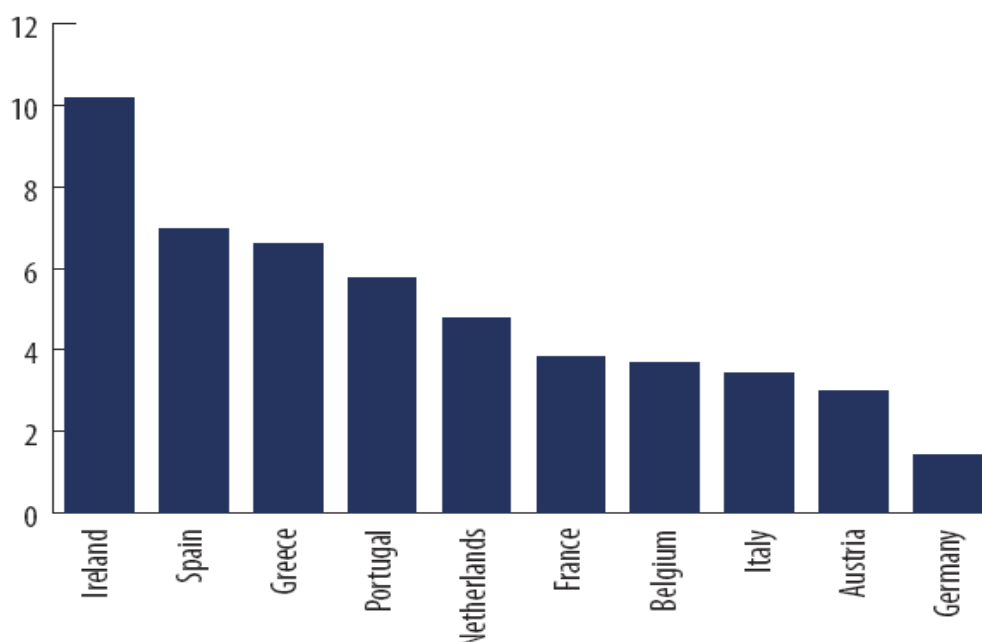
Wykres 17

Średni roczny wzrost wydatków publicznych w wybranych krajach w latach 1997-2007

Annual Growth of Government Expenditure

Percent average, 1997–2007

Source: Eurostat



Kryzys finansowy roku 2008 sfalsyfikował dotychczasowy model wzrostu krajów PIGS. Kiedy weszły w recesję i dochody podatkowe spadły, wydatki budżetowe okazały się niemożliwe do utrzymania a spadek ich konkurencyjności podkopał wiarę w powrót popytu zagranicznego jako dźwignię wzrostu. Kraje PIGS zostały z wysokimi publicznymi i prywatnymi długami i słabymi perspektywami długoterminowego wzrostu. Chyba, że zdecydują się na niesłychanie bolesne reformy budżetowe i rynku pracy, ponieważ dostosowanie nie może się już dokonywać za pomocą operacji kursowych.

Jednak skala wyzwań wydaje się absurdalnie duża. Długoterminowa równowaga finansów publicznych wymaga, by deficyt pierwotny (tj. przed doliczeniem kosztu obsługi długu) był wystarczająco duży, aby zrównoważyć tzw. „efekt kuli śnieżnej”. Chodzi tu o różnicę między stopą oprocentowania długu, a stopą wzrostu. A tu sytuacja w trakcie kryzysu zmieniła się diametralnie. W czasie boomu, czyli do 2007 r. stopa wzrostu nominalnego PKB w Grecji wynosiła 7,4%, czyli ponad 3% powyżej kosztów emisji długu publicznego (ok. 4,1%). Rząd grecki mógł zatem utrzymywać deficyt pierwotny na poziomie 3-4% i wciąż pozostawać na tym samym poziomie długu publicznego.

Jednak po globalnym załamaniu, perspektywy wzrostu są dużo gorsze a koszty długu dużo wyższe. Grecja płaci obecnie ponad 7% dyskonta od obligacji rządowych, czyli ok. 5% więcej, niż wynosi nominalny wzrost jej PKB, tj. 1,5%. Oznacza to, że dzisiaj Grecja musi notować nadwyżkę pierwotną rzędu 6% PKB tylko po to, by zachować obecny poziom relacji długu publicznego do PKB. Innymi słowy, prawdziwym wyzwaniem nie są już wymagania Paktu Stabilności i Wzrostu, ale „zwykła” podtrzymałość greckiego długu.¹⁵

Tabela 18

Dostosowanie bilansu pierwotnego (tj. bez kosztów długu) wymagane do zrównoważenia „efektu kuli śnieżnej”

	Dług/PKB (2009)	Efekt kuli śnieżnej		Różnica między boom a bust Dostosowanie bilansu pierwotnego wymagane do zrównoważenia „efektu kuli śnieżnej” (% PKB)
		Boom: 2003-07	Bust: 2009-11	
Grecja	1.2	3.9	-6.0	9.9
Irlandia	0.6	2.2	-5.3	7.4
Portugalia	0.75	-0.2	-3.3	3.1
Hiszpania	0.5	1.7	-2.3	4.0
Włochy	1.13	-0.7	-3.6	2.9

Powyższa tabela pokazuje, że kluczem do zrozumienia problemów krajów PIGS jest nie dług publiczny, ale raczej zewnętrzne zadłużenie. Portugalia, Irlandia i Hiszpania mając wyraźnie niższy poziom długu, mają podobną dynamikę zadłużenia zewnętrznego. Nawet jeśli uwzględnimy, że ich zagraniczne zadłużenie netto (tj. zbilansowane zobowiązania i wierzytelności) różni się wyraźnie od zadłużenia brutto (np. dług zagraniczny netto Hiszpanii i Portugalii jest o 100% PKB mniejszy od długu brutto), to *ich zadłużenie netto jest wciąż o*

¹⁵ Alcidi, Cinzia & Daniel Gros, *Is Greece different? Adjustment difficulties in southern Europe*, voxEU.org, April 22nd 2010

30% wyższe od średniego długu brutto notowanego w czasie kryzysów zadłużenia na rynkach wschodzących w ostatnich dekadach.¹⁶ Do tej pory chronił je szczególny stosunek rynków do wiarygodności dłużnej krajów strefy euro, ale dziś rynek zaczął działać już zgodnie z teorią.

Problemy poszczególnych krajów PIGS są oczywiście przy bliższym oglądzie zróżnicowane. Grecja ma olbrzymie deficyty budżetowe i olbrzymi dług publiczny, który jest niemal w całości w posiadaniu inwestorów zagranicznych. Portugalia ma problem z zadłużonym za granicą sektorem bankowym i bardzo niską konkurencyjnością gospodarki. Oba kraje mają problem z bardzo niskimi stopami oszczędności, co sprawia, że są całkowicie zależne od zewnętrznego finansowania ich konsumpcji.

Z kolei Irlandia i Hiszpania mają zasadniczo wyższe stopy oszczędności, ale są zależne od rynków finansowych, ponieważ ich boomy budowlane wiązały się z wielkim wzrostem zagranicznej aktywności finansowej. Problemy fiskalne Irlandii wynikają z tego, że po załamaniu się przegrzanego rynku nieruchomości i po kryzysie w USA rząd Irlandzki objął gwarancją wszystkie zobowiązania irlandzkich banków, które kilkakrotnie przekraczają irlandzkie PKB, przesuwając na barki wszystkich podatników ciężar spłaty złych długów. Podobny problem dotyczy Hiszpanii, której nadmiernie rozdęty sektor budowlany załamał się po kryzysie w USA, co rozdziło bezrobocie z powrotem do 20%, obarczając ciężarem złych długów bilanse regionalnych banków (*casas*), które akcję kredytową finansowały z tanich obligacji denominowanych w euro i sprzedawanych zagranicznym inwestorom.

Innymi słowy, problemem Grecji i Portugalii jest niewypłacalność, natomiast Irlandii i Hiszpanii brak płynności. Wreszcie zasadniczo odmienny jest problem Włoch, które mają bodaj najzdrowszy sektor bankowy w Europie (choć o dużej ekspozycji na Europę Środkową), jeszcze wyższy poziom oszczędności, niż Hiszpanie i wyraźnie mniejszą nierównowagę handlową. Włosi do tego roku mieli natomiast jeden z najmniejszych wzrostów gospodarczych w Europie i najwyższy dług publiczny - choć będący w posiadaniu głównie krajowych instytucji. Do tego dochodzą tragiczne perspektywy demograficzne.

Załamanie i spór o naturę kryzysu

Kumulacja problemów nastąpiła z początkiem roku 2010. W wyniku problemów fiskalnych sama Hiszpania stanęła wobec potrzeb pożyczkowych rządu €448 mld. Grecja potrzebowała €158 mld, Portugalia €70 mld a Irlandia €69 mld. Od początku roku rynki finansowe rozpoczęły testowanie odporności nerwów polityków europejskich, atakując obligacje najmniej konkurencyjnych gospodarek UE, a jednocześnie krajów z największymi deficytami. Na pierwszy ogień poszła Grecja. Oprocentowanie jej papierów dłużnych wzrosło od początku roku 2010 o ok. 4%. Był to poziom dotąd w strefie euro nienotowany. Mimo to główna rozgrywająca polityki europejskiej – Angela Merkel – długo odwoływała się do „tradycyjnej” niemieckiej żelaznej konsekwencji w przestrzeganiu zasad Paktu Stabilności i Wzrostu. Było to zrozumiałe o tyle, niemieckie społeczeństwo bardzo niechętnie odnosi się do idei ratowania zadłużonych krajów za niemieckie pieniądze, a kanclerz przygotowywała się do kluczowych majowych wyborów lokalnych w Nadrenii-Westfalii. Co więcej, w kwietniu trzech ekonomistów i jeden profesor prawa ogłosiło, że zgłoszą każdy przypadek wykupu długu do niemieckiego trybunału konstytucyjnego w Karlsruhe.

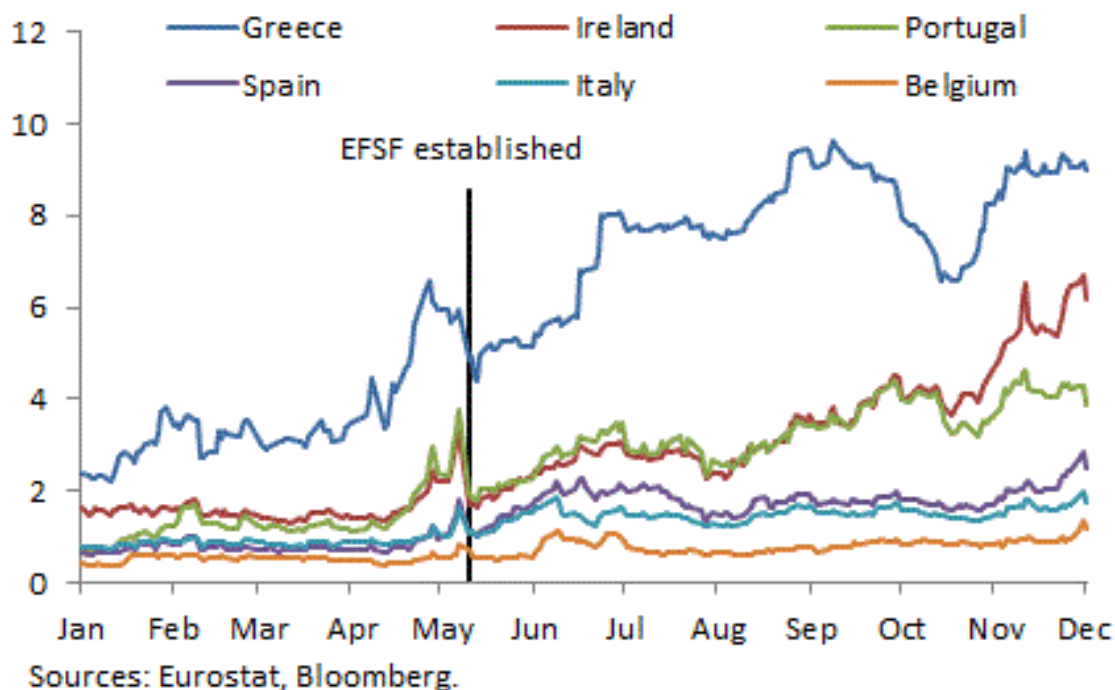
¹⁶ Cabral, Ricardo, *The PIGS' external debt problem*, voxEU.org, May 8th 2010

Wykres 19

Dynamika tzw. spreadu najbardziej zagrożonych krajów strefy euro w 2010 r

Government Bond Spreads

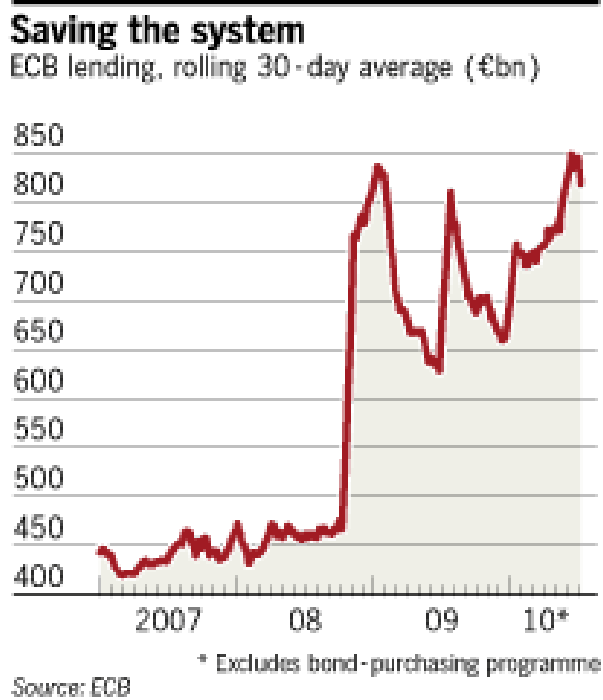
Relative to the German bund, 10-year bonds, percent



Jednak pod koniec kwietnia politycy europejscy wpadli w panikę, organizując zbiórkę na wykup długu greckiego w wysokości ok. €110 mld a w sytuacji, gdy i to okazało się niewystarczające na zwołanym 9 maja 2010 szczycie Rady Europejskiej zdecydowali o powołaniu do życia Europejskiego Funduszu Stabilności Finansowej (EFSF powstał 12 czerwca). Powołany do życia na okres trzech lat (w imię poszanowania narodowych wymagań konstytucyjnych) „Wehikuł Specjalnego Celu” ma niebywałą wielkość €440 mld i składa się z funduszy, które wnoszą poszczególne państwa członkowskie UE. Oprócz tego utrzymano €60-miliardowy fundusz stabilizujący rachunki bieżące państw UE. Dodatkowo Międzynarodowy Fundusz Walutowy zadeklarował €220 mld swojego wkładu w ramach swoich standardowych mechanizmów stabilizacyjnych. Wszystko to składa się na zawrotną sumę ok. €750 mld. Na koniec zaś Rada przygotowywała prawdziwy – choć jednozdaniowy – hit: „Europejski Bank Centralny kupi rządowe obligacje na rynku wtórnym”.

Rada w swoich konkluzjach powołała się na artykuł 122. Traktatu o funkcjonowaniu Unii Europejskiej i międzyrządowe porozumienie krajów członkowskich unii monetarnej. Jest to o tyle interesująca sytuacja, że Traktat literalnie zabrania wykupu długów poszczególnych krajów. Dlatego Rada powołała się na artykuł przewidujący finansowe wsparcie dla kraju członkowskiego w obliczu „nadzwyczajnych okoliczności będących poza kontrolą państwa członkowskiego”. Okazało się zatem, że w tym przypadku zadłużenie państw europejskich jest nadzwyczajną okolicznością będącą poza ich kontrolą (sic!).

Wszystkie te postanowienia stanowią jawne zaprzeczenie dotychczasowej filozofii funkcjonowania strefy euro: (1.) każdy kraj sam odpowiada za swoje zobowiązania, (2.) EBC nie może być instrumentem polityki fiskalnej państw. Warto przy tym nadmienić, że już od wybuchu kryzysu EBC na niespotykaną dotąd skalę stymulował płynność europejskiego sektora bankowego poprzez wydłużone do 30 dni operacje repo, co obrazuje poniższy wykres.



Co charakterystyczne, mimo trudnej sytuacji, rozmowy na szczycie przeciągały się z powodu istotnych rozbieżności. Europejscy liderzy są dziś wyjątkowo słabi, próżno wśród nich szukać Kohlów, Mitterandów, czy Delors'ów. Angela Merkel kilka dni po szczycie przegrała wybory regionalne w największym landzie i straciła większość w Bundesracie. Popularność Nicolasa Sarkozy'ego, który również z hukiem przegrał wybory regionalne, jest na najniższym poziomie w historii. Rząd Holandii upadł w konsekwencji konfliktów wokół misji w Afganistanie. Belgia od wielu miesięcy w ogóle nie ma rządu. W Hiszpanii socjaliści mają mniejszościowy gabinet, będący parlamentarnym zakładnikiem baskijskich i katalońskich nacjonalistów. Spory na szczycie pomógł przezwyciężyć dopiero telefon do Angeli Merkel, zaniepokojonego rozlewająca się z Grecji na USA niepewnością rynków, prezydenta Obamy. Jak trafnie ujął to „Financial Times”: „Mimo, że liderzy UE w życiu tego nie przyznają, wygląda na to, że Europa wciąż potrzebuje Waszyngtonu, by zebrać się do kupy.”

Znamienne są dwa cytaty z wypowiedzi podsumowujących majowy szczyt. Spojrzenie francuskie, ministra ds. europejskich Claude Lellouche'a: „To jest olbrzymia zmiana. Co jakoś wyjaśnia niechęć/rezerwę. Jest to wszak wyraźnie zabronione przez słynną klauzulę zakazu wykupu długu (*no bail-out*). De facto, zmieniliśmy traktat.” Oraz spojrzenie niemieckie, Karla Otto Pöhla, byłego szefa Bundesbanku: „Fundament strefy euro został

zasadniczo zmieniony w rezultacie decyzji rządów strefy euro o transformacji w unię transferową. To jest złamanie każdej reguły. W traktacie o funkcjonowaniu Unii Europejskiej wyraźnie stoi, że żaden kraj nie jest odpowiedzialny za dług drugiego. Co więcej, wbrew wszystkim swoim obietnicom i wbrew wyraźnym zakazom w swoim własnym statucie, Europejski Bank Centralny został uwikłany w finansowanie państw. A wszystko po to, by bronić niemieckich banków, ale szczególnie francuskich, przed koniecznością odpisów na poczet złych długów. W dzień, w którym pakiet ratunkowy został uchwalony, akcje francuskich banków wzrosły o 24%”. Wspomniani wyżej czterej niemieccy eurosceptycy twierdzą, że pakiet dla Grecji gwałci zarówno klauzulę zakazu wykupu długu, jak i werdykt niemieckiego sądu konstytucyjnego, który uwarunkowuje udział Niemiec w strefie euro utrzymaniem stabilności w strefie. Co więcej, chcą oni wstrzymania pożyczki dla Grecji na czas rozpatrywania sprawy przez sąd w Karlsruhe.

Jednak powstanie tak wielkiego funduszu stabilizacyjnego bynajmniej nie ustabilizowało sytuacji. Wręcz przeciwnie, jak pokazuje wykres 19. spready obligacji państw peryferyjnych po maju wzniosły się na jeszcze wyższe poziomy. Kolejne kraje były wymieniane jako zagrożone – oprócz Irlandii, Portugalii i Hiszpanii, pojawiły się także spekulacje co do stabilności Belgii, Włoch a nawet Francji. Wreszcie 28 listopada wspólna misja Komisji Europejskiej, MFW i EBC uzgodniła warunki udzielenia Irlandii pomocy w wysokości 85 mld - w tym pomocy w ramach EFSF i pomocy bilateralnej Szwecji, Danii i Wielkiej Brytanii. Pomoc ta oczywiście nie jest bezwarunkowa – Irlandia będzie musiała zrealizować rozpisany na kilka kwartałów program dostosowawczy. Program oparty jest na trzech filarach: konsolidacji fiskalnej (m.in. €1,5 mld dochodów i €2 mld oszczędności), przebudowie sektora finansowego (dofinansowanie banków, zdelewarowanie ich bilansów do poziomu określonego w standardach Basel III i reorganizacja sektora bankowego) oraz reformach strukturalnych (m. in. rynku pracy i finansów publicznych).

Jednocześnie na szczycie Ecofin 28 listopada podjęto decyzję o przekształceniu w 2013 r. tymczasowego Funduszu Stabilności Finansowej w permanentny Europejski Mechanizm Stabilności. Mechanizm ma pomagać członkom strefy euro znajdującym się w problemach finansowych, łącząc pomoc z ostrym programem gospodarczego i fiskalnego dostosowania. Decyzja o udziale sektora prywatnego w takiej pomocy ma zapadać w zależności od okoliczności. Również forma udziału prywatnych kredytodawców zależeć będzie od specyficznej natury problemu, ale będzie w pełni zgodna z praktykami Międzynarodowego Funduszu Walutowego. Aby taki fundusz mógł funkcjonować trzeba było dokonać poprawki w art. 136. Traktatu o Unii Europejskiej.¹⁷

Równolegle w trzech turach Komisja Europejska przedstawiła propozycje wzmocnienia Paktu Stabilności i Wzrostu.¹⁸ Mają one zrealizować trzy cele: poprawić funkcjonowanie istniejących mechanizmów paktu, skupić się na wysokim deficycie i

¹⁷ “The Member States whose currency is the euro may establish a stability mechanism to be activated if indispensable to safeguard the stability of the euro area as a whole. The granting of any required financial assistance under the mechanism will be made subject to strict conditionality”

¹⁸ European Commission (2010a), “[Commission communication of 12 May 2010 on Reinforcing economic policy coordination](#)”, 12 May.; European Commission, “[Commission communication of 30 June 2010 on Enhancing economic policy coordination for stability, growth and jobs – Tools for stronger EU economic governance](#)”, 30 June.; European Commission; “[A new EU economic governance - a comprehensive Commission package of proposals](#)”, 29 September.

długoterminowej równowadze fiskalnej, stworzyć lepsze zachęty i sankcje dla przestrzegania reguł paktu. Oparte są one o dwa filary – zarządzanie fiskalne i zarządzanie makroekonomiczne. W każdym z filarów propozycje można podzielić na część obserwacyjną i część wdrożeniową.

Tabela 20

Propozycje Komisji Europejskiej ramach reformy Paktu Stabilizacji i Wzrostu

Zarządzanie fiskalne:	Zarządzanie makroekonomiczne:
<p>Obserwacja</p> <ul style="list-style-type: none"> – Ramię prewencyjne PSW: zasady roztropnej polityki fiskalnej (poprawka do Regulacji (EC) 1466/97) – Korekcyjne ramie PSW: benchmark wystarczająco malejącego długu (poprawka do Regulacji (EC) 1467/97) – Minimalne wymagania narodowych ram fiskalnych (nowa dyrektywa) 	<p>Obserwacja</p> <p>Nowe procedury monitoringu, prewencji i korekcji nierównowag makroekonomicznych (nowa regulacja)</p>
<p>Wdrożenie</p> <p>Nowe bodźce negatywne/sankcje na wypadek nieprzestrzegania zasad w ramach prewencyjnego i korekcyjnego ramienia PSW (nowa regulacja)</p>	<p>Wdrożenie</p> <p>Nowe bodźce negatywne/sankcje na wypadek nieprzestrzegania nowej procedury makroobserwacyjnej (nowa regulacja)</p>

Źródło: Buti, Marco & Martin Larch, The Commission proposals for stronger EU economic governance: A comprehensive response to the lessons of the Great Recession, voxEU.org, October 14th 2010

Propozycje komisji europejskiej wynikają oczywiście z obowiązujących ram prawnych. Ale też są odzwierciedleniem interpretacji wydarzeń w dominujących ośrodkach narodowych, a przede wszystkim w Niemczech i Francji. Francuska koncepcja strefy euro wynika z przekonania, że cierpi ona na błąd projektowy, tj. brak zarządzania gospodarczego. Francuska koncepcja koordynacji polityk podatkowych i przemysłowych ściera się z niemiecką koncepcją dyscypliny – nie tylko na poziomie europejskim, ale także narodowym. Niemcy uchwalili właśnie konstytucyjną poprawkę nakazującą od 2016 r. uchwalanie zrównoważonych budżetów i uważają, że reszta krajów europejskich powinna pójść tą drogą. Nie przeszkadza im, że sąd konstytucyjny – i tak już bardzo potężny – zyska jeszcze większy wpływ na zarządzanie gospodarką. Dla Francuzów polityka gospodarcza uprawiana za pomocą wyroków sądowych jest wizją z koszmarów, bowiem dla nich uznaniowość, swoboda decyzji jest istotą polityki, zarówno na poziomie krajowym, jak i w strefie euro. Liderzy mają być zdolni do przewodzenia, szczególnie w kryzysie. Nie powinni wiązać sobie rąk. Propozycje komisji są kompromisem między tymi dwoma punktami widzenia – kary mają być nakładane w wypadku, gdy nie znajdzie się blokująca większość. Jednocześnie dla Niemców propozycje nadal pozostawiają zbyt dużo miejsca na polityczne wyłączenia, a dla Francuzów wizja KE decydującej o czymś tak politycznym, jak kary wciąż jest trudna do zaakceptowania.

W ciągu tego roku charakterystyczna była powolna ewolucja niemieckiego stanowiska wobec problemów strefy euro. Jest ona wypadkową dwóch nurtów polityki niemieckiej,

„konserwatywnego” (niemiecka Europa) oraz „postępowego” (europejskie Niemcy).¹⁹ Co charakterystyczne, obie strony niemieckiej polityki są ostentacyjnie proeuropejskie (przynajmniej w retoryce), ale różni je zasadniczo stosunek do federalizmu. Stanowisko postępowe, reprezentowane przez SPD jest pro-federalistyczne. Franz-Walter Steinmeier i Peter Steinbrück przedstawili niedawno zręby programu, który ma zamknąć lukę między finansową i polityczną integracją w strefie euro oraz uchronić EBC przed staniem się „złym bankiem”, wypełnionym bezwartościowymi obligacjami krajów, których obligacje skupuje lub pod zastaw których pożyczka pieniądze bankom.²⁰ Program ten zakłada restrukturyzację długu Grecji, Irlandii Portugalii, kosztem podmiotów prywatnych, ogólnoeuropejską gwarancję dla pozostałych krajów euro-strefy oraz zwiększenie funduszy EFSF. W średnim terminie, po wprowadzeniu dużo ściślejszej koordynacji politycznej i fiskalnej, strefa euro powinna móc emitować obligacje. Z kolei Angela Merkel, za którą stoi niemiecki sektor finansowy i przemysłowy, deklaruje, że „euro jest naszym wspólnym losem” poprzedza listą warunków – wymaganiem jednomyślnej zgody krajów na udzielenie pomocy państwu w kryzysie zadłużenia, udzielanie jej tylko w wypadku zagrożenia stabilności całej strefy, obligatoryjny współudział w restrukturyzacji prywatnych kredytodawców, współudział MFW w pomocy oraz brak jakichkolwiek nowych kompetencji dla instytucji w Brukseli.²¹

Niemiecka finansjera, która reprezentuje raczej stanowisko konserwatywne, dobrze rozumie korzyści płynące z integracji europejskiej, bo na polu finansowym jest ona najbardziej zaawansowana. Jednak z drugiej strony Niemcy przywiązani są do swoich instytucji, które uważają za pewne i stabilne. Poza tym po stronie konserwatywnej wciąż silna jest frakcja nazywana czasem „reakcjonistami”, ludzi sceptycznych wobec wizji federacji europejskiej, która pożyczka pieniądze, nakłada podatki i dystrybuuje je. Najważniejsi z nich to były sędzia sądu konstytucyjnego Paul Kirchhof oraz Otmar Issing, były szef Bundesbanku i były członek rady wykonawczej EBC.

Obecny rok otwierał tekst Otmara Issinga na łamach FT, w którym argumentował on, że najlepszą kuracją dla strefy jest twarde przestrzeganie Paktu Stabilizacji i Wzrostu²². W świetle późniejszych wydarzeń momentami brzmi on proroczo: „Obecny kryzys nie wynikiem zewnętrznego szoku, takiego jak trzęsienie ziemi, ale rezultatem wielu lat złej polityki [...] Ratowanie Grecji byłoby nagrodą za takie zachowanie. Jedną konkluzją wydaje się oczywista: Pomoc finansowa dla krajów, które złamały warunki uczestnictwa w EMU byłaby ciosem w wiarygodność całej struktury. EMU nie jest „beztransferową” wspólnotą suwerennych państw. EMU jest klubem państw połączonych twardymi regułami, zaakceptowanymi przez członków. Nie można zmieniać tych reguł ex post. [...] Wśród zwykłych ludzi, podkopałoby to bardzo potrzebne poczucie identyfikacji z wielkim projektem integracji europejskiej. To jest moment zwrotny dla EMU i dla przyszłości Europy”. Innymi słowy, Issing uważa obecny kryzys za kryzys zadłużenia krajów członkowskich strefy euro. Pod koniec roku ten sam autor twarde żądał uczestnictwa prywatnych kredytodawców w restrukturyzacji owych długów poprzez europejski fundusz stabilizacyjny – najlepiej na warunkach, które każdego będą zniechęcać do korzystania z tego funduszu i zmuszać do samodyscypliny.²³

W maju, tuż po szczycie Thomas Mayer, główny ekonomista Deutsche Banku, krytykował „nieortodoksyjne” decyzje Rady Europejskiej. Szczególnie trafna wydaje się jego

¹⁹ Guerot, Urlike, *Germany in Europe: Germany's euro learning curve*, European Council on Foreign Relations, http://ecfr.eu/blog/germany_in_europe_germanys_euro_learning_curve

²⁰ Steinmeier, Frank-Walter & Peter Steinbrück, *Germany must lead fightback*, Financial Times, December 14th, 2010

²¹ Quentin Peel, *German MPs clash on future of eurozone*, Financial Times, December 15th, 2010

²² Issing, Otmar, *Europe cannot afford to rescue Greece*, Financial Times, February 15th, 2010

²³ Issing, Otmar, *Germany is right: bondholders must pay*, Financial Times, December 1st, 2010

krytyka wykupu obligacji państwowych przez ECB. Twierdzi on, że podobieństwo tych działań do łagodzenia ilościowego (*quantitative easing*) podejmowanego ostatnio regularnie przez FED, czy Bank Anglii jest złudne. Te instytucje bowiem w sposób selektywny dofinansowują prywatnych pożyczkobiorców instytucjonalnych, co jest kosztem tolerowalnym dla podatnika. Natomiast EBC obniża koszty pożyczek rządów krajów strefy euro będących w złej kondycji finansowej kosztem zwiększonych kosztów dla wszystkich pożyczających we wszystkich krajach strefy. Poprzez subsydiowanie niektórych rządów kosztem innych ECB zbliża niebezpiecznie blisko do roli ponadnarodowego podmiotu fiskalnego.²⁴

W sierpniu nie było już mowy o tym, że kryzys „jest wielką szansą na całkowitą adaptację do reżimu stabilnego pieniądza i solidnych finansów publicznych.” Teraz już bano się, że problemem jest „europejski dylemat” – albo nie ma politycznej woli, by skorygować błędy polityki fiskalnej, albo zsynchronizowane dostosowanie fiskalne będzie zabójczo kosztowne dla strefy jako całości. Jurgen Stark odpowiadał, że dylemat europejski jest iluzją, ponieważ myli się tu ograniczenia fiskalne z reformą fiskalną. O ile te pierwsze przynoszą ograniczenie popytu, o tyle zmiana strategii fiskalnej przynosi w dłuższym czasie więcej dochodów i wzrostu. Stark pisał wówczas, że dostosowania fiskalne aplikowane obecnie w krajach strefy euro mają właśnie taki strukturalny charakter – następuje zmiana systemów podatkowych oraz struktury i poziomu wydatków na bardziej przyjazne wzrostowi. Reforma fiskalna może zwiększyć potencjał wzrostu, zaufanie konsumentów, dające wzrost popytu. Ponownie widać tu przekonanie, że kryzys w strefie euro jest kryzysem zadłużenia. To, co zdaniem Starka jest dziś potrzebne, to realistyczne cele, ścisłe limity czasowe zmian oraz mobilizacja koniecznej woli politycznej w parlamentach narodowych.²⁵

Podsumowując, debata, jaka toczy się dziś w Europie między obozem niemieckim (zdyscyplinowanym, północnym, eksportowym) i obozem francuskim (południowym, zadłużonym, mało konkurencyjnym) jest debatą, której stawką jest definicja kryzysu. Wydawałoby się, że to sprawa dość akademicka, ale w zależności od przyjętej definicji w grę wchodzi odmienny model integracji europejskiej. Jedni argumentują, że jest to kryzys państw strefy euro, drudzy, że jest to kryzys samej strefy. Jedni chcą zachować obecną równowagę instytucjonalną, drudzy chcą budować struktury quasi-federalne (np. Europejski Mechanizm Stabilizacyjny jako mini-strukturę fiskalną). Jedni wzywają do naśladowania dyscypliny silniejszych na poziomie krajowym, drudzy do poświęceń i objęcia słabszych europejskim parasolem wiarygodności silniejszych. Jedni chcą, by parlamenty narodowe Hiszpanii, czy Włoch naśladowały publiczne wybory Bundestagu. Drudzy, chcą by Bundestag zagłosował za unią podatkową i transferową. Problem polega jednak na tym, że ani jedna, ani druga opcja nie da się zrealizować.

²⁴ Mayer, Thomas, *What more do European governments need to do to save the Eurozone in the medium run?*, voxEU.org, July 17th 2010

²⁵ Stark, Jurgen, *The idea of Euro-paralysis is an illusion*, Financial Times, August 15th, 2010

Bibliografia (wybrane pozycje):

1. Alcidi, Cinzia & Daniel Gros, *Is Greece different? Adjustment difficulties in southern Europe*, voxEU.org, April 22nd 2010
2. Atkins, Ralph, *Eurozone: State of the union*, Financial Times May 31st 2010
3. Barber, Tony, *Europe: Danger zone*, Financial Times, May 16th 2010
4. Barber, Tony, *Saving the euro: Dinner on the edge of the abyss*, Financial Times, October 10th 2010
5. Barber, Tony, *Saving the euro: Tall ambitions, flawed foundations*, Financial Times, October 11th 2010
6. Barber, Tony, *Saving the euro: Bound towards a tense future*, Financial Times, October 12th 2010
7. Barysch, Katinka - *Germany, the euro and the politics of the bail-out*, Centre for European Reform Essays, June 2010
8. Barysch, Katinka, *Divisions remain over euro reform*, Centre for European Reform <http://centreforeuropeanreform.blogspot.com/2010/10/divisions-remain-over-euro-reform.html>
9. Bofinger, Peter & Henrik Enderlein, Tommaso Padoa-Schioppa and André Sapir, *Eurozone needs a permanent bail-out fund*, Financial Times, 27th September, 2010
10. Buiter, Willem and Ebrahim Rahbari, *Greece and the fiscal crisis in the Eurozone*, CEPR Policy Insight No. 51, October 2010
11. Buti, Marco & Martin Larch, *The Commission proposals for stronger EU economic governance: A comprehensive response to the lessons of the Great Recession*, voxEU.org, October 14th 2010
12. Cabral, Ricard, *The PIGS' external debt problem*, voxEU.org, May 8th 2010
13. COM (2010) 250 - *Reinforcing economic policy coordination*, European Commission, May 15th 2010
14. COM(2010) 367 - *Enhancing economic policy coordination for stability, growth and jobs – Tools for stronger EU economic governance*, European Commission, June 2010
15. *Completing the Eurozone Rescue: What More Needs to Be Done?*, Ed. Richard Baldwin, Daniel Gros, Luc Laeven, voxEU.org Publication, 2010
16. *Crisis in the Eurozone. Transatlantic Perspectives*, New York: Council on Foreign Relations, 2010
17. Dadush, Uri et al., *Paradigm Lost: Euro in Crisis*, Washington: Carnegie Endowment for International Peace, 2010
18. Dadush, Uri et al., *The Choice for Europe*, Carnegie Endowment for International Peace, <http://carnegieendowment.org/publications/index.cfm?fa=view&id=42065>
19. Eichengreen, Barry, *Is Europe an Optimum Currency Area?*, National Bureau of Economic Research, Working Paper No. 3579
20. Eichengreen, Barry, *The Breakup of the Euro Area*, National Bureau of Economic Research Working Paper No. 13393
21. Eichengreen, Barry, *The Euro: Love it or leave it*, voxEU.org, May 4th 2010
22. Eichengreen, Barry, *The European Economy since 1945. Coordinated Capitalism and Beyond*, Princeton: Princeton University Press, 2007, ss. 335-378,
23. Frankel, Jeffrey A. & Andrew K. Rose, *The Endogeneity of the Optimum Currency Area Criteria*, National Bureau of Economic Research, Working Paper No. 5700

24. *EMU@10. Successes and challenges after 10 years of Economic and Monetary Union*, European Economy No. 2, 2008
25. Grant, Charles, *Europe dances to Germany's tune*, Centre for European Reform, <http://centreforeuropeanreform.blogspot.com/2010/11/europe-dances-to-germanys-tune.html>
26. Grauwe, Paul De, *Why Tougher Stability and Growth Pact is Bad Idea*, voxEU.org, October 4th 2010
27. Guerot, Ulrike, *Germany in Europe: Germany's euro learning curve*, European Council on Foreign Relations, http://ecfr.eu/blog/germany_in_europe_germanys_euro_learning_curve
28. Issing, Otmar, *Europe cannot afford to rescue Greece*, Financial Times, February 15th, 2010
29. Issing, Otmar, *Germany is right: bondholders must pay*, Financial Times, December 1st, 2010
30. Krugman, Paul & Maurice Obstfeld, *Ekonomia międzynarodowa. Teoria i polityka*, t. 2, Warszawa, PWN: 2007, ss. 383-416
31. Krugman, Paul, *Euro Trap*, The New York Times, April 30th 2010
32. Krugman, Paul, *The Making of a Euromess*, The New York Times, February 15th 2010
33. Majone, Giandomenico, *'One Market, One Law, One Money' Unintended Consequences of EMU, Enlargement, and Eurocentricity*, LSE Law, Society and Economy Working Papers, 1/2007
34. Mayer, Thomas, *What more do European governments need to do to save the Eurozone in the medium run?*, voxEU.org, July 17th 2010
35. McKinnon, Roland, *Optimum Currency Areas*, The American Economic Review, Vol. 53, No. 4, 1963
36. McNamara, Kathleen, *The Currency of Ideas. Monetary Politics in the European Union*, Ithaca: Cornell University Press, 1998
37. Mundell, Robert, *A Theory of Optimum Currency Areas*, The American Economic Review, Vol. 51, No. 4, Sep., 1961
38. Mundell, Robert, *The Monetary Dynamics of International Adjustment under Fixed and Flexible Exchange Rates*, The Quarterly Journal of Economics, Vol. 74, No. 2, May, 1960
39. *Notable & Quotable – Karl-Otto Pohl for Spiegel Online*, Wall Street Journal, May 25th 2010
40. Saint-Paul, Gilles, *Is the euro a failure?*, voxEU.org, May 5th 2010
41. Stark, Jurgen, *The idea of Euro-paralysis is an illusion*, Financial Times, August 15th, 2010
42. Steimeier, Frank-Walter & Peter Steinbrück, *Germany must lead fightback*, Financial Times, December 14th, 2010
43. *The €2 trillion debt exposure to Greece, Spain and Portugal*, RBS European Economics Insights, May 25th 2010
44. Tilford, Simon, *Eurozone policy-makers are playing with fire*, Centre for European Reform <http://centreforeuropeanreform.blogspot.com/2010/11/eurozone-policy-makers-are-playing-with.html>
45. Tilford, Simon, *How to save the euro*, Centre for European Reform Essays, London: 2010

46. Tilford, Simon, *What currency wars mean for the eurozone*, Centre for European Reform, <http://centreforeuropeanreform.blogspot.com/2010/10/what-currency-wars-mean-for-eurozone.html>
47. Wolf, Martin, *Eurozone plays "beggar my neighbor"*, Financial Times, May 18th 2010