



Marcin Gruszczyński

Uniwersytet Warszawski
Wydział Nauk Ekonomicznych
Katedra Makroekonomii
i Teorii Handlu Zagranicznego
mgruszcz@wne.uw.edu.pl

Katarzyna Dąbrowska-Gruszczyńska

Uniwersytet Warszawski
Wydział Nauk Ekonomicznych
Katedra Bankowości,
Finansów i Rachunkowości
dabrowska@wne.uw.edu.pl

KURS EUR/ITL W KONTEKŚCIE PRESJI SPEKULACYJNEJ NA WŁOSKIEGO LIRA. PERSPEKTYWY OPUSZCZENIA PRZEZ WŁOCHY STREFY EURO

Streszczenie: Wraz z narastaniem zadłużenia publicznego we Włoszech podnoszone są kwestie możliwego rozpadu strefy euro, wprowadzenia dwóch walut dla północy i południa czy przywrócenia lira włoskiego. Celem pracy było oszacowanie kursu cienia lira włoskiego względem euro w okresie członkostwa Włoch w strefie wspólnego pieniądza. Postawiona została następująca hipoteza badawcza: kurs cień poprawnie odwzorowuje potencjalny kurs rynkowy, który powinien być kwotowany po ponownym wprowadzeniu lira we Włoszech. W pracy zastosowano metodologię kursu cienia połączoną z koncepcją indeksu presji spekulacyjnej.

Słowa kluczowe: integracja europejska, rynki walutowe, przepływy kapitałowe, kryzysy finansowe.

JEL Classification: F21, F31, F37, F38, G15.

Wprowadzenie

Dyskusje nad możliwością przeprowadzenia postępowania dyscyplinarnego Komisji Europejskiej wobec Włoch z powodu nadmiernego deficytu, przywróciły spekulacje na temat możliwości opuszczenia strefy euro przez Włochy. Jednocześnie pojawiają się propozycje utworzenia dwóch odrębnych walut dla północy oraz południa strefy euro, a także przywrócenia lira jako waluty narodowej. Jednym z interesujących aspektów potencjalnego Italexitu byłaby kwestia pojawienia się nowej waluty, a także jej kursu względem dotychczasowego parytetu.

Celem analizy zaprezentowanej w niniejszej pracy było oszacowanie tzw. kursu cienia dla kursu EUR/ITL w okresie przebywania Włoch w strefie wspólnej waluty w latach 1999-2019. Postawiono hipotezę, że kurs cień, wyznaczany za pomocą klasycznych parametrów monetarnych, powinien właściwie odzwierciedlać sytuację rynkową, tak by poprawnie wskazywać kurs, do którego dążyłaby waluta kraju opuszczającego strefę euro.

W pierwszej części artykułu przedstawiono problem niestabilności politycznej we Włoszech w kontekście wyjścia ich ze strefy euro. Drugą część poświęcono dyskusji na temat wprowadzenia euro południowego i północnego oraz przywrócenia waluty narodowej. W części trzeciej zaprezentowano oszacowanie kursu cienia EUR/ITL, korzystając z indeksu presji spekulacyjnej dla okresu sprzed wprowadzenia oraz w okresie korzystania ze wspólnej waluty.

Metoda analizy opiera się na teorii kursu cienia [Flood i Marion, 1998], kursu, który obowiązywałby na rynku, gdyby kurs rzeczywisty nie był kontrolowany, połączonej z indeksem presji spekulacyjnej [Eichengreen, Rose i Wyplosz, 1994], identyfikującym presję na walutę w okresie kontroli. Oryginalność pracy polega na tym, że o ile kurs cień i indeks presji spekulacyjnej są powszechnie wykorzystywane w analizach makroekonomicznych, o tyle połączenie tych koncepcji i praktyczne zastosowanie nie jest spotykane. W badaniu wykorzystano dane pochodzące z serwisu internetowego Międzynarodowego Funduszu Walutowego data.imf.org.

1. Niestabilność polityczna we Włoszech a Italexit

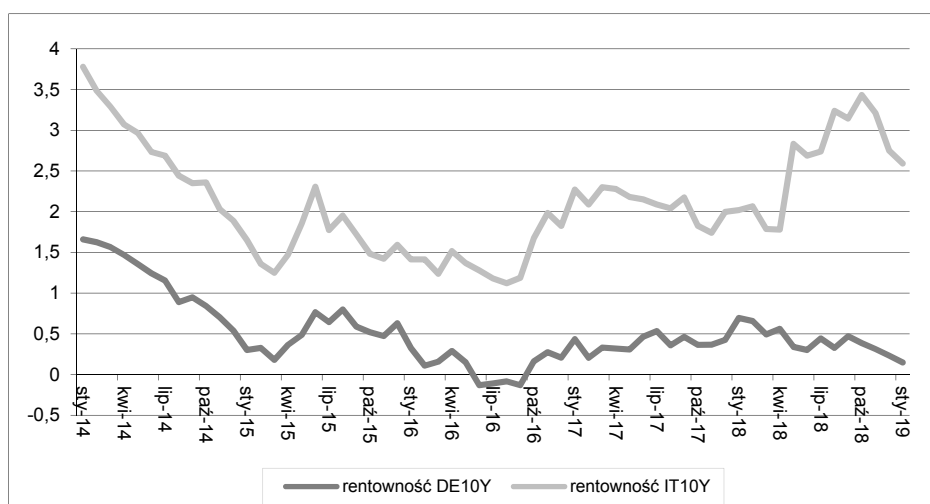
Wydarzenia we Włoszech stale przykuwają uwagę inwestorów, polityków, uczestników rynku oraz osób interesujących się finansami. Włochy są jednym z najstarszych członków Unii Europejskiej, państwem uprzemysłowionym, a jednocześnie jednym z najbardziej zadłużonych członków strefy euro. Kwestia zadłużenia budzi powszechny niepokój ze względu na możliwe reperkusje potencjalnej niewypłacalności państwa, zaburzeń w funkcjonowaniu osłabionych kapitałowo banków, co niosłoby za sobą poważne konsekwencje dla Unii Europejskiej – polityczne i finansowe (np. wzrost premii za ryzyko dla europejskich papierów wartościowych). Przeszkodą w rozwiązaniu problemu nadmiernego zadłużenia wydaje się niestabilność polityczna oraz nieefektywność systemu organizacji państwa włoskiego.

Można wyodrębnić dwa okresy, kiedy kwestia Italexitu (czy Italeave lub Quitaly) była najsilniej dyskutowana. Po raz pierwszy – podczas kampanii przed Referendum Konstytucyjnym 4 grudnia 2016 r., po raz drugi – podczas kampanii przed wyborami parlamentarnymi w 2018 r. i po nich. Warto zaznaczyć, że w

Włoszech nie rozważa się wystąpienia z Unii Europejskiej, a Italexit oznacza raczej „tylko” opuszczenie strefy euro. Italexit jako wyjście z UE rozważany jest raczej jako przymusowy, po kryzysie finansowym (zadłużeniowym i bankowym), a nie jako dobrowolna i pożądana decyzja polityczna.

W 2016 r. rząd premiera Mattea Renziego dokonał próby zmian ustrojowych we Włoszech. Miały one na celu usprawnienie procesu legislacyjnego oraz poprawę efektywności zarządzania państwem. Do najważniejszych propozycji należało zniesienie równorzędnej dwuizbowości (redukcja politycznych kompetencji Senatu, większość ustaw uchwalaby tylko Izba Deputowanych) oraz nowy podział kompetencji między państwem a regionami (likwidacja prowincji jako jednostki podziału administracyjnego, przywrócenie władzom centralnym kompetencji dotyczących energii, infrastruktury i Obrony Cywilnej). Po przyjęciu w referendum tych zmian premier Renzi planował przeprowadzić głębokie reformy gospodarcze. W przeciwnym przypadku miał się podać do dymisji.

Obawy co do wyniku referendum spowodowały wzrost premii za ryzyko z 1,06% w sierpniu do 2,1% w listopadzie 2016 r. Niepewność przeniosła się także na rynki obligacji innych krajów strefy euro, np. rentowność obligacji niemieckich w tym samym okresie podskoczyła z -0,12% do 0,38%. Europejski Bank Centralny wprowadził zapowiedział, że byłby gotów zwiększyć skup włoskich obligacji, jeśli koszty obsługi długu drastycznie by wzrosły, zagrażając finansowej stabilności Włoch, ale operacja ta miałaby trwać najwyżej kilka dni i byłaby ograniczona do 80 mld EUR [www 1].



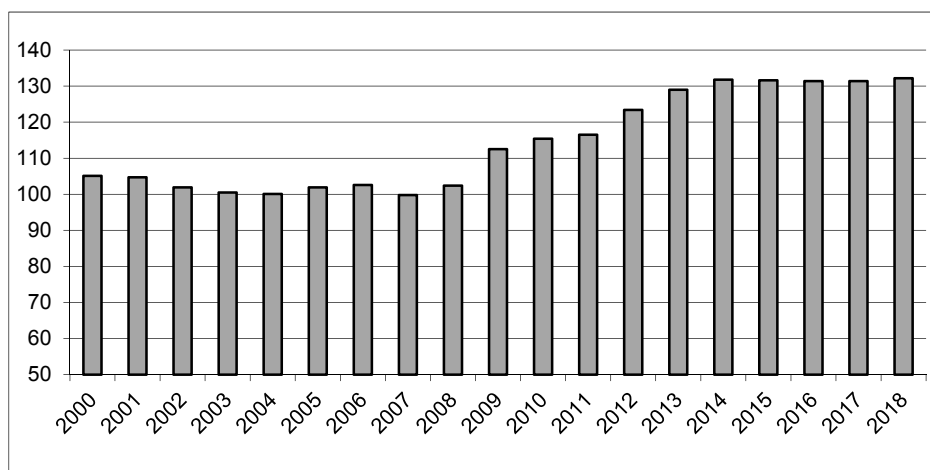
Rys. 1. Rentowności 10-letnich obligacji włoskich (IT) i niemieckich (DE) – styczeń 2014 – styczeń 2019 (w %)

Źródło: [www 2].

Obawiano się także, że po możliwej dymisji premiera Renziego wybory mógłby wygrać Ruch Pięciu Gwiazd (zapowiadający wyjście ze strefy euro i Unii Europejskiej), który wstrzymałby pomoc publiczną dla włoskich banków (zagrożone było osiem banków, m.in. UniCredit oraz Monte dei Paschi di Siena). Premier Renzi postrzegany był jako gwarant tej pomocy, któremu udało się ominąć przepisy unijne w tej kwestii.

Warto zauważyć, że kontestujący projekt Renziego były premier Silvio Berlusconi w tym samym czasie opowiedział się za systemem dwuwalutowym we Włoszech. Stwierdził, że „[...] euro było źle pomyślanym projektem i nie przyniosło dobrych rezultatów Włochom ani Europie” [www 3]. Zaproponował system dwóch walut, który „[...] częściowo odzwierciedla naszą suwerenność nad walutą bez wychodzenia z kręgu euro” [www 3]. Koncepcja ta korespondowała w pewien sposób z pomysłem (zaproponowanym już w 2010 r.) wprowadzenia euro północnego i południowego.

Po raz drugi kontrowersje związane z opuszczeniem Unii oraz Strefy Euro pojawiły się pod koniec 2018 i w pierwszej połowie 2019 r. W porównaniu z 2016 r. w polityce włoskiej nastąpiła poważna zmiana. Władzę przejęła prawicowa Liga Mattea Salvini i lewicowy Ruch Pięciu Gwiazd Luigi Di Maio. Poważne zaniepokojenie rynków wywołał projekt budżetu na 2019 r. przewidujący zwiększenie wydatków budżetowych oraz cięcia podatków. Oznaczało to, że dług publiczny Włoch nadal miały rosnąć. Pojawiły się także doniesienia o tym, że wśród punktów programowych porozumienia obu partii znajdowało się żądanie anulowania długu Włoch wobec EBC wynoszącego 250 mld EUR oraz wystąpienie ze strefy euro. Pogłoskę o tym drugim postulatcie szybko zdemontowano.



Rys. 2. Dług publiczny Włoch w relacji do PKB (w %)

Źródło: [www 4].

W czerwcu 2019 r. Komisja Europejska zaproponowała objęcie Włoch procedurą nadmiernego deficytu ze względu na wysoki dług publiczny. Procedura ta ma dyscyplinować rządy, które nie prowadzą odpowiedniej polityki fiskalnej (ich deficyt budżetowy przekracza 3% PKB lub dług publiczny jest wyższy niż 60% PKB). Objęte procedurą państwo powinno stosować się do zaleceń Rady UE, w przeciwnym wypadku możliwe są kary, np. konieczność wpłaty na nieoprocentowany depozyt kwoty odpowiadającej 0,2% PKB (w przypadku Włoch byłoby to ok. 3 mld EUR)¹. Perspektywa tak wysokiej kary podsyłała rozważania na temat możliwości czy też konieczności, Italexitu.

2. Euro północne i południowe czy waluty narodowe

Wraz ze wzrostem niepewności we Włoszech, a także i innych krajach wysoko zadłużonych, pojawiają się propozycje mające na celu przewrócenie, czy też zwiększenie konkurencyjności tych gospodarek (często nawet wysoko uprzemysłowionych), aby mogły funkcjonować efektywnie i przyczynić się do zrównowżenia budżetów państwowych oraz zmniejszyć zadłużenie krajów. Szybką poprawę mogłaby zapewnić głęboka dewaluacja, która jednak nie jest możliwa w systemie wspólnej waluty. Dlatego pojawiła się propozycja stworzenia w strefie euro systemu dwuwalutowego składającego się z euro północnego oraz euro południowego. Euro północne miałyby obowiązywać w stabilnych krajach „północy” o zrównoważonych budżetach, słabsze „południowe” euro w krajach wymagających poprawy konkurencyjności tak niekonwencjonalną metodą.

Zwolennicy tego planu spodziewali się, że kraje południowego euro będą mogły zwiększyć swoją międzynarodową konkurencyjność, a tym samym eksport, poprzez dewaluację. Z kolei droższy import wpłynąłby na zrównoważenie salda handlowego (różnica między eksportem a importem). Dla krajów północy (głównie Niemiec), sytuacja ta nie byłaby niekorzystna, gdyż Niemcy i tak mają kolosalną nadwyżkę eksportową [Meyer, 2012a]. Co więcej, płatności transferowe w ramach unii walutowej na rzecz krajów południowych w tej sytuacji nie byłyby już konieczne [www 5]. Oczywiście zachowano by istniejące obowiązki w ramach Europejskiego Instrumentu Stabilności Finansowej (EFSF) i Europejskiego Mechanizmu Stabilności (EMS). W perspektywie skorzystałyby na tym obie unie walutowe (byłyby bardziej spójne i jednorodne), a banki centralne zy-

¹ Włochy już wcześniej były objęte procedurą nadmiernego deficytu, ale dzięki konsolidacji fiskalnej w latach 2010-2013 została ona zamknięta.

skąłyby na znaczeniu [Alesina i Giavazzi (Eds.), 2010]. Podobne rozwiązanie zaproponował Kerber (www 6). Polegałoby ono na wprowadzeniu „Guldenmark” jako waluty równoległej do euro (dla Niemiec, Holandii, Finlandii, Austrii i Luksemburga). Dotychczasowe euro miałyby funkcjonować nadal. Aprecjacja „Guldenmarki” mogłaby pomóc zrównoważyć konkurencyjność między krajami Północy i Południa.

Pojawiły się oczywiście także i uwagi krytyczne. Po pierwsze, nie było pewne, czy konkurencyjność krajów z południowym euro rzeczywiście poprawiłyby się dzięki dewaluacji (por. np. warunek Marshalla–Lernera). Po drugie, kredytodawcy, spodziewając się wyższej inflacji, oczekiwaliby także wyższych stóp procentowych. Równocześnie deprecjacja waluty oraz wyższa inflacja mogłyby wywołać presję na podwyżki płac oraz wzrost cen. Należałoby liczyć się także z tym, że deprecjacja i wzrost stóp procentowych pociągnęłyby za sobą radykalny wzrost kosztów obsługi zadłużenia osób fizycznych, przedsiębiorstw oraz budżetów publicznych [Alesina i Giavazzi (Eds.), 2010].

Obawiano się także kryzysu finansowego, spowodowanego realokacją kapitału przez osoby fizyczne i prawne (między krajami i instytucjami finansowymi) czy przewalutowywaniem aktywów przed podziałem (być może instytucje finansowe stworzyłyby swego rodzaju dwusystemowość). Upadłości banków (zapewne z krajów południowego euro), a także problemy z refinansowaniem długu przez rządy południa zakończyłyby się załamaniem gospodarczym (nawet o 10%) i bezrobociem [Bofinger i in., 2012].

Zwracano uwagę na to, że zadłużenie krajów południa wobec Niemiec wynosiło w 2012 r. ok. 2,8 bln EUR plus 530 mld EUR wobec Bundesbanku. W przypadku kryzysu część tych roszczeń byłaby nieściągalna, zatem rozwiązanie unii walutowej mogłoby przynieść znaczne straty niemieckim inwestorom. Według szacunków, aprecjacja północnego euro o np. 20% spowodowałaby straty szacowane na 160 mld EUR [Caro i Gregosz, 2011]. Obawiano się także, że podział waluty euro może również doprowadzić do podziału i osłabienia politycznego Europy, końca Unii Europejskiej i integracji europejskiej.

Z drugiej strony Eichengreen [2010, s. 23-26] uważa, że operacja ta mogłaby zostać przeprowadzona pomyślnie, gdyż w historii gospodarczej były już takie przypadki, w których wprowadzenie wielu walut w jednym systemie zakończyło się sukcesem – w ZSRR, Czechosłowacji, Jugosławii.

Wydaje się jednak, że przy obecnej liberalizacji obrotów kapitałowych w Unii Europejskiej i rozwoju systemu finansowego jest to porównanie nietrafne.

Koncepcja wprowadzenia dwóch walut doczekała się szacunków kosztów finansowych tego przedsięwzięcia dla Niemiec [www 7]. Meyer [2011] porównał koszty wprowadzenia północnego euro z pozostaniem w strefie jednej waluty. Koszt wprowadzenia nowej waluty oszacowano na około 20 miliardów EUR (ok. 1% PKB Niemiec), co odpowiada kosztom poniesionym przy wprowadzeniu euro. Aprecjację północnego euro szacuje na 25% do 30% (z taką stratą należy się liczyć w przypadku niemieckich inwestycji i aktywów, np. banków i towarzystw ubezpieczeniowych, w strefie południowego euro). Niemiecki eksport stałby się droższy, a import tańszy. Do kosztów należałoby dodać pomoc udzieloną w ramach Europejskiego Banku Centralnego. Ogólne koszty ekonomiczne dla Niemiec Meyer [2011] oszacował na 250-340 mld EUR (ok. 10-15% PKB). Z kolei koszty dla Niemiec, gdyby pozostały w strefie euro, wyniosłyby od 65 do 115 mld EUR, ale rocznie. Zatem na dłuższą metę rozpad strefy euro nie musiałby być dla Niemiec niekorzystny.

Zauważa się jednak niebezpieczeństwo szoku deflacyjnego. Hüther szacuje, że może on zlikwidować nawet połowę miejsc pracy w niemieckich branżach eksportowych, co w krótkim okresie oznaczałoby od 2,5 do 3 milionów dodatkowych bezrobotnych [www 8]. Meltzer podkreśla jednak znaczenie polityczne tego projektu. Być może dzięki niemu udałoby się szybciej i mniej boleśnie przeprowadzić niezbędne reformy na południu. Po przywróceniu równowagi dzięki dwóm walutom można by łatwiej z powrotem wprowadzić euro [www 9].

O krok dalej idzie propozycja Müllera, która zakłada wprowadzenie tylko północnego euro. Kraje południa natomiast powinny przywrócić swoje poprzednie waluty. Docelowym modelem byłoby utworzenie Stanów Zjednoczonych Europy z jedną walutą i wspólną polityką budżetową dla całej unii [www 10]. Z kolei Kerber sugeruje, aby kraje niestabilne (np. Grecja) wprowadziły waluty równoległe oprócz euro (byłaby to w tym przypadku Nowa Drachma lub geuro). Tu pojawiają się wątpliwości co do perspektyw dwuwalutowości w jednym kraju i jej zakresu [Meyer, 2012b].

3. Kurs cież EUR/ITL w kontekście presji spekulacyjnej

Z przedstawionych powyżej publikacji wynika, że istnieje powszechne przekonanie o tym, że południowe (czy włoskie) euro byłoby walutą słabszą, zarówno od euro północnego, jak i obecnego. Deprecjacja euro południowego po rozwiązaniu unii walutowej miałyby być na tyle duża, aby z jednej strony zwiększać konkurencyjność krajów południa, z drugiej grożąc poważnymi reperku-

sjami na rynku finansowym (a w perspektywie kryzysem bankowym i zadłużeniowym). Pojawia się zatem pytanie o kurs nowej, włoskiej waluty, po hipotetycznym wyjściu ze strefy wspólnej waluty. Czy rzeczywiście byłaby ona dużo słabsza niż dotychczas?

W celu oszacowania nowego kursu EUR/ITL (który od czasu wejścia Włoch do unii walutowej wynosi 1936,47 lirów za euro) wykorzystano koncepcję kursu cienia, połączoną z metodologią indeksu presji spekulacyjnej.

Kurs cień jest szeroko wykorzystywany w literaturze ekonomicznej w kontekście handlu międzynarodowego [Balassa, 1974; Tsakok, 1990] oraz finansów [Pier-santi, 2012]. W tym drugim przypadku kurs cień pomaga oszacować rzeczywistą siłę nabywczą lub wyznaczyć kurs walutowy, który obowiązywałby na rynku, gdyby nie było istniejących ograniczeń obrotów kapitałowych lub kontroli kursu walutowego.

Flood i Garber (1984) definiują kurs cień jako płynny kurs walutowy po załamaniu się systemu stałego kursu walutowego i jego upłynnieniu. Kurs ten wystąpi, gdy uczestnicy rynku wykupią wszystkie rezerwy walutowe przeznaczone do obrony parytetu, a bank centralny powstrzyma się od dalszych interwencji. W modelu Krugmana (1979) kurs cień równoważy rynek pieniężny po wyczerpaniu wszystkich rezerw walutowych. Flood i Marion (1998) określają kurs cień jako kurs, który równoważy rynek pieniężny po ataku, w którym wyczerpują się rezerwy walutowe.

Koncepcja indeksu presji spekulacyjnej [Eichengreen, Rose i Wyplosz, 1994], pojawiła się po kryzysie systemu ERM w latach 1992-1994. Twórcy tego indeksu zauważyli, że władze krajowe, w celu utrzymania pożądanego poziomu kursu, mogą stosować interwencje walutowe za pomocą rezerw oraz podwyższać stopy procentowe. Zatem w przypadku zaburzeń na rynku walutowym uwagę należy zwracać nie tylko na kurs (który może być kontrolowany lub usztywniony), ale także i na wahania rezerw oraz różnicy stóp procentowych (premię za ryzyko). Autorzy indeksu wykorzystali zmodyfikowany model monetarystyczny kursu walutowego (zastępując bazę monetarną sumą kredytu krajowego D oraz rezerw walutowych R):

$$e + (i - i^*) - (r - r^*) = (d - d^*) - \beta (y - y^*) + (1 + \alpha) (i - i^*), \quad (1)$$

gdzie:

e – nominalny kurs walutowy,

i – stopy procentowe,

r – rezerwy walutowe,

d – kredyt krajowy,

y – PKB,

* oznacza zagranicę,

$\beta(\alpha)$ to elastyczność popytu na pieniądź (względem dochodu/stóp procentowych).

Lewa strona powyższego równania jest indeksem presji spekulacyjnej, który definiuje wzrost presji jako deprecjację kursu walutowego, spadek poziomu rezerw, wzrost różnicy stóp procentowych.

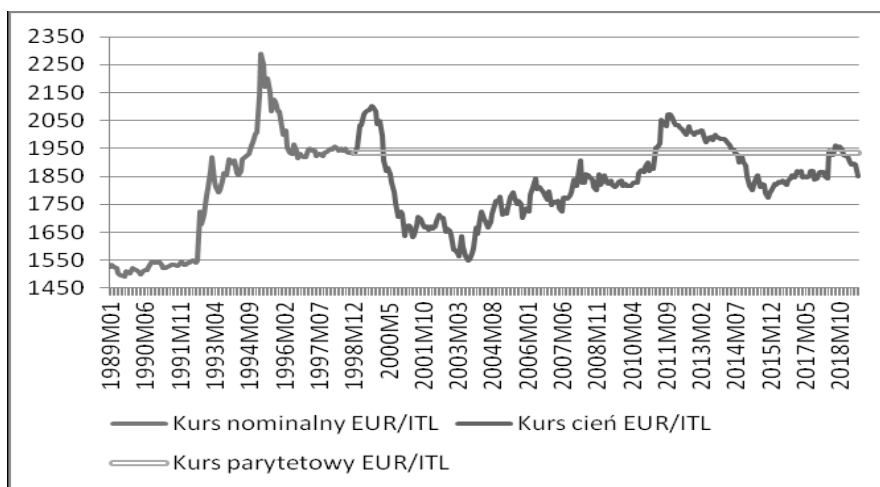
W celu oszacowania kursu cienia w okresie przebywania Włoch w unii walutowej wykorzystano powyższy indeks, dokonując jego dekompozycji ze względu na kurs walutowy i wykorzystując oszacowania parametrów sprzed okresu kontroli. W pierwszym etapie badania oszacowano indeks presji spekulacyjnej dla okresu, w którym we Włoszech obowiązywała waluta narodowa, lir włoski (ITL) oraz dla okresu, w którym lir został zastąpiony po stałym kursie przez euro. W drugim etapie wyliczono kurs cień z rzeczywistą presją spekulacyjną uzyskaną z indeksu w drugim okresie, jednakże z oszacowaniami parametrów presji sprzed okresu uczestnictwa w unii walutowej (zakładając dla kursu cienia, że rzeczywista presja w okresie wspólnej waluty rozkładałaby się w sposób podobny, jak w okresie posiadania waluty narodowej). Dane statystyczne pochodzą ze strony serwisu statystycznego Międzynarodowego Funduszu Walutowego (data.imf.org).

Formuły indeksu presji spekulacyjnej dla okresów sprzed wprowadzenia euro oraz w czasie przebywania w strefie wspólnej waluty są następujące:

$$\begin{aligned} & \text{styczeń 1989 – grudzień 1998 (okres lira)} \\ \text{IPS1} &= 0,018464 (\Delta e_t) + 0,098584 (\Delta (i-i^*)_t) - 0,090512 (\Delta rez_t) \end{aligned} \quad (2)$$

$$\begin{aligned} & \text{styczeń 1999 – czerwiec 2019 (okres euro)} \\ \text{IPS2} &= 0,16865 (\Delta (i-i^*)_t) - 0,04040 (\Delta rez_t) \end{aligned} \quad (3)$$

Na rys. 3 przedstawiono kurs nominalny EUR/ITL w okresie 1989-1998 oraz kurs cień EUR/ITL w okresie styczeń 1999 – czerwiec 2019 (kurs nominalny w tym okresie wynosił EUR/ITL 1936,27). Można zauważyć, że przed wprowadzeniem euro kurs lira był bardzo niestabilny. Po okresie uczestnictwa w ERM I, w latach 1992-1994 waluta włoska podlegała bardzo ostrej spekulacji, a uspokojenie na rynku przyszło dopiero trzy lata po poszerzeniu pasma wahań dla lira z +/- 6% do +/- 15%. Jak widać wprowadzenie euro we Włoszech ustabilizowało sytuację na rynku walutowym i umożliwiło długookresowe planowanie działalności gospodarczej.



Rys. 3. Kurs nominalny EUR/ITL (styczeń 1989 – grudzień 1998), kurs cień EUR/ITL oraz kurs parytetowy (styczeń 1999 – czerwiec 2019)

Źródło: Obliczenia własne.

Analizując zachowanie kursu cienia EUR/ITL można zauważyć, że kurs cień słabł jedynie w pierwszym roku po wprowadzeniu euro (a także podczas kryzysu w 2011 r. oraz w mniejszym stopniu w drugiej połowie 2018 r.) przez cały okres uczestnictwa w strefie euro, zachowując się względnie stabilnie. Oznaczałoby to, że zła przeszłość lira (jako słabszej waluty) została szybko przez rynki zapomniana, a Włochy najwyraźniej bardzo skorzystały z dobrej reputacji marki niemieckiej jako komponentu euro. Istotną korzyścią było skorelowanie (istniejące nadal) włoskich stóp procentowych (rentowności obligacji rządowych) z niemieckimi. Co najważniejsze, okres pobytu lira w strefie euro został dobrze wykorzystany przez włoskie władze monetarne. W tym okresie udało się im zgromadzić znaczące rezerwy walutowe (zwiększyć je z 19 mld USD w styczniu 1999 r. do 41 mld USD w czerwcu 2019 r.). To, co jednak decydowałoby o stabilności i sile „nowego lira”, to posiadane przez Włochy olbrzymie (2451 ton) rezerwy złota o wartości 85,7 mld USD, co stawia je na trzecim miejscu na świecie (za Stanami Zjednoczonymi i Niemcami). Wydaje się, że z punktu widzenia równowagi monetarnej i walutowej Włochy byłyby dobrze przygotowane do ewentualnego opuszczenia unii walutowej. Krok ten nie miałby jednak znaczącego wpływu na zmianę konkurencyjności włoskiej gospodarki. Zgodnie z koncepcją kursu cienia „nowy lir” miałby podobny kurs (1891 ITL/EUR), co kurs parytetowy uczestnictwa lira we wspólnej walucie (1936,27 ITL/EUR)².

² Nie oznacza to oczywiście, że południowe euro nie byłoby słabsze, jeśli obejmowałyby inne kraje (np. Grecję).

Podsumowanie

Obawy co do równowagi fiskalnej i politycznej we Włoszech budzą zrozumiałe zaniepokojenie inwestorów, polityków oraz uczestników rynku. Potencjalny kryzys zadłużeniowy oraz bankowy mógłby nieść za sobą poważne następstwa, także i dla strefy euro oraz całej Unii Europejskiej. Dlatego pojawiają się propozycje przywrócenia równowagi handlowej i konkurencyjności międzynarodowej Włoch za pomocą wprowadzenia dwóch walut dla północy i południa lub wprowadzenia waluty specyficznej, tylko dla Włoch.

Przedstawione w artykule badanie zdaje się sugerować, że w przypadku opuszczenia strefy euro przez Włochy, korzyści z deprecjacji byłyby znikome, co więcej, dzięki racjonalnej polityce włoskich władz monetarnych „nowy lir” mógłby się cieszyć pewną wiarygodnością. Potencjalne problemy ze stabilnością lira mogłyby jednak wynikać z niewłaściwej polityki fiskalnej, prowadzącej do nadmiernego zadłużenia, a to spowodowane jest, raczej błędami ustrojowymi Włoch, które próbowano usunąć w 2016 r.

Wydaje się także, że metodologia szacowania kursu cienia z wykorzystaniem indeksu presji spekulacyjnej jest poprawna i może służyć do wyznaczania oczekiwanego poziomu kursu walutowego w przypadku zmiany systemowej polegającej na opuszczeniu unii walutowej i wprowadzeniu nowego pieniądza.

Literatura

- Alesina A., Giavazzi F., Eds. (2010), *Europe and the Euro*, University of Chicago Press and NBER, Chicago.
- Balassa B. (1974), *Estimating Price of Foreign Exchange in Project Appraisal*, "Oxford Economic Papers", Vol. 26, s. 147-168.
- Bofinger P., Buch C.M., Feld L.P., Franz W., Schmidt Ch.M. (2012), *Nach dem EU-Gipfel: Zeit für langfristige Lösungen nutzen*, Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, Wiesbaden.
- Caro C.-A., Gregosz D. (2011), *Warum brauchen wir den Euro?* "Analysen & Argumente", vol. 95, Konrad-Adenauer-Stiftung, Berlin.
- Eichengreen B. (2010), *The Breakup of the Euro Area* [w:] A. Alesina, F. Giavazzi (Eds.), *Europe and the Euro*, University of Chicago Press and NBER, Chicago, s. 11-51.
- Eichengreen B., Rose A., Wyplosz C. (1994), *Speculative Attacks on Pegged Exchange Rates: An Empirical Exploration with Special Reference to the European Monetary System*, Working Paper, No. 4898, NBER, Cambridge, MA.

- Flood R., Garber P. (1984), *Collapsing Exchange-Rate Regimes. Some Linear Examples*, "Journal of International Economics", Vol. 17, s. 1-13.
- Flood R., Marion P. (1998), *Perspectives on the Recent Currency Crisis Literature*, Working Paper, No. 98, International Monetary Fund, Washington, DC.
- Krugman P. (1979), *A Model of Balance-of-Payments Crises*, "Journal of Money, Credit and Banking", Vol. 11(3), s. 311-325.
- Meyer D. (2011), *Stabilität durch Nord-Süd-Teilung der Währungsunion*, "Orientierungen zur Wirtschafts- und Gesellschaftspolitik", vol. 130(4), s. 19-21.
- Meyer D. (2012a), *Das Konzept nationaler Parallelwährungen für die Eurozone*, "ifo Schnelldienst", vol. 65(16), s. 19-28.
- Meyer T. (2012b), *Der Geuro: Eine Parallelwährung für Griechenland?* Research Briefing, Deutsche Bank AG DB Research, Frankfurt am Main.
- Piersanti G. (2012), *The Macroeconomic Theory of Exchange Rate Crises*, Oxford University Press, Oxford.
- Tsakok I. (1990), *Agricultural Price Policy: A Practitioner's Guide to Partial-Equilibrium Analysis*, Cornell University Press, Ithaca, NJ.
- [www 1] <https://www.money.pl/gospodarka/wiadomosci/artykul/wstepne-wyniki-referendum-we-wloszech-dolar,98,0,2212450.html> (dostęp: 20.09.2019).
- [www 2] stoq.pl (dostęp: 20.09.2019).
- [www 3] <https://www.welt.de/politik/ausland/article159887127/Berlusconi-fordert-eine-zweite-Waehrung-fuer-Italien.html> (dostęp: 20.09.2019).
- [www 4] <https://ec.europa.eu/eurostat/data/database> (dostęp: 20.09.2019).
- [www 5] www.spiegel.de/wirtschaft/unternehmen/drohender-euro-austritt-tui-sichert-sich-gegen-comeback-der-drachme-ab-a-796083.html (dostęp: 20.09.2019).
- [www 6] <https://www.welt.de/finanzen/article108601820/Finanzexperte-empfehl-Deutschland-die-Guldenmark.html> (dostęp: 20.09.2019).
- [www 7] https://www.focus.de/finanzen/doenchkolumne/soll-deutschland-raus-aus-der-waehrungsunion-stopp-schuss-fuer-die-euro-erpresser_aid_703227.html (dostęp: 20.09.2019).
- [www 8] <http://archive.md/20130429070329/http://www.iwkoeln.de/de/presse/interviews/beitrag/64975> (dostęp: 20.09.2019).
- [www 9] <https://www.welt.de/wirtschaft/article134293921/Top-Oekonom-will-Euro-Zone-in-zwei-Teile-spalten.html> (dostęp: 20.09.2019).
- [www 10] <https://www.merkur.de/wirtschaft/interview-dirk-mueller-meta-1463422.html> (dostęp: 20.09.2019).

**EXCHANGE RATE EUR/ITL IN THE CONTEXT OF THE SPECULATIVE
PRESSURE ON THE ITALIAN LIRA. PROSPECTS FOR LEAVING
THE EURO AREA BY ITALY**

Summary: Problems with rising of public debt and fiscal stability in Italy facilitated discussions about the disintegration of the euro zone, introduction two currencies for the north and south, or restoration of Italian lira. The aim of the study is to estimate the shadow exchange rate of Italian lira against the euro during Italy's membership in the euro zone. The research hypothesis is that shadow exchange rate correctly estimates market rate during the era of controlled currency, suggesting new equilibrium rate after the introduction of Italian lira. The shadow exchange rate methodology combined with the concept of an index of speculative pressure was applied in this research.

Keywords: European integration, FX markets, capital flows, financial crises.