

LESZEK BALCEROWICZ

## PROBLEMY STREFY EURO\*

Przypomnę, że strefa euro to grupa krajów, które mają wspólną walutę – euro. Powstanie takiej waluty wymagało – w warunkach pieniądza papierowego – stworzenie banku centralnego, który byłby wspólny dla wszystkich krajów; ten bank nazywa się – jak wiadomo – Europejskim Bankiem Centralnym. Pozostały banki centralne w poszczególnych krajach, ale one nie zajmują się wyznaczeniem odrębnych oficjalnych stóp procentowych, gdyż jest to zadanie dla Europejskiego Banku Centralnego. Banki centralne krajów strefy euro działają na rynkach finansowych, wykonując decyzje podjęte przez ten wspólny bank, mają także różne funkcje logistyczne.

W momencie podejmowania decyzji o utworzeniu euro zdawano sobie sprawę z tego, że aby euro dobrze działało, to kraje członkowskie muszą spełniać określone warunki. Jakie? Przed wszystkim dyscyplina budżetowa. Wiadomo było, że brak dyscypliny budżetowej może wywołać zaburzenia w jednym kraju, których konsekwencje mogą się przenosić w jakimś stopniu na inne. Dlatego zawarto Pakt Stabilności i Rozwoju, który był traktatem międzynarodowym, a więc kraje, podpisując go, zobowiązały się do jego przestrzegania. Główne zobowiązania były proste – deficyt finansów publicznych nie powinien przekraczać 3% PKB, i to w najgorszym przypadku, jako że budżet powinien być w zasadzie zrównoważony, a dług publiczny nie powinien przekraczać 60% PKB. Problem zaczął się (choć jego skutki były niewidoczne przez wiele lat) w momencie samego powstania strefy euro, gdyż przyjęto kraje, które wyraźnie nie spełniały tych warunków. Grecja, Włochy i Belgia miały dług publiczny sięgający 100%. Przeważały jednak względy polityczne.

W toku funkcjonowania strefy euro okazało się, że wyraźnie występują tam kraje, które z grubsza utrzymują dyscyplinę budżetową, a nawet ograniczają relację wydatków publicznych do PKB. Były to takie państwa, jak Austria, Finlandia, Holandia. Niemcy z pewnym opóźnieniem zaczęły uzdrawiać swoje finanse publiczne. W drugiej grupie utrzymano duże deficyty i wysokie relacje długu publicznego do PKB. Do tej grupy krajów zalicza się między innymi Grecję i Portugalię. Włochy nie zwiększały gwałtownie deficytu, ale utrzymywały wysoki pułap długu publicznego w stosunku do PKB w odróżnieniu od Belgii, która zredukowała tę relację.

Okazało się więc, że reguły gry nie są przestrzegane. Nawet ci, którzy – ogólnie rzecz biorąc – okazali się zdyscyplinowani, tolerowali brak dyscypliny

---

\* Oparte na fragmentach wykładu wygłoszonego 24 listopada 2011 r. na Uniwersytecie Ekonomicznym w Poznaniu.

u innych. Takim ważnym momentem był rok 2003, kiedy okazało się, że sami Niemcy, których zwykle kojarzymy – i chyba słusznie – z dyscypliną, naruszyli warunki Paktu Stabilności i Rozwoju, gdyż mieli za duży deficyt. Dotyczyło to także Francji. Jaka była reakcja tych dwóch wielkich krajów? Modyfikacja ustalonych reguł gry, co praktycznie oznaczało, że przestały one obowiązywać.

Mimo wszystko pierwsze 10 lat funkcjonowania wspólnego pieniądza można było traktować jako sukces. Było wiele obaw przed powstaniem euro. Sądono, że ten pieniądz będzie szybko tracił na wartości w stosunku do dolara, a tymczasem zyskał. Obawiano się, że nie uda się utrzymać niskiego poziomu inflacji takiego, jak w Niemczech przed wprowadzeniem euro. Inflacja okazała się niższa niż w Stanach Zjednoczonych.

Problemy zaczęły wyraźnie pojawiać się w 2009 r. w związku z kryzysem finansowym, jaki rozpoczął się w Stanach Zjednoczonych. Przez pewien czas Europejczycy, niektórzy z wielką satysfakcją, niekiedy z *Schadenfreunde*, mówili: nasze trudności pochodzą z zewnątrz. Nie było to prawdą, ponieważ w niektórych krajach strefy euro narastały dwa rodzaje problemów.

Pierwszy problem polegał na wspomnianym już braku dyscypliny budżetowej. Brak dyscypliny budżetowej najczęściej wynika ze wzrostu wydatków. Jeżeli rosną łączne wydatki, to prawie zawsze jest to spowodowane wzrostem tylko niektórych z nich. Czy to są wydatki na kulturę? Nie. A wydatki na obronę? Nie. Jeżeli rosną łączne wydatki budżetowe, niemal zawsze wynika to ze wzrostu dwóch kategorii wydatków: 1) socjalnych: różne zasiłki, emerytury oraz wydatki na edukację i na zdrowie, 2) związanych z administracją publiczną, gdzie z kolei siłą napędową są często silne związki zawodowe. I tak też było w wypadku tych krajów, które najwyraźniej łamały zasady dyscypliny budżetowej – Grecji i Portugalii.

Druga grupa krajów wpadła w tarapaty budżetowe nie dlatego, że grzeszyła (tak bardzo jak Grecja) zwiększaniem wydatków socjalnych i administracyjnych, ale dlatego, że dopuściła do nadmiernego wzrostu kredytu, zwłaszcza mieszkaniowego, czyli wystąpił tam boom kredytowy, który się potem załamał. W strefie euro dotyczy to głównie Hiszpanii oraz Irlandii.

Pod koniec 2009 r. w Grecji wybory wygrała socjalistyczna partia Pasok, która prowadziła kampanię wyborczą pod hasłem „Stać nas na więcej” (wydatków socjalnych). Po wygranej okazało się (nie wiadomo, czy to było dla nich niespodzianką, czy też o tym wiedzieli), że deficyt jest o ponad 100% większy oraz że dług publiczny jest także odpowiednio większy. Od momentu ujawnienia tych faktów upłynęło kilka miesięcy – i w samej Grecji i na szczęblu Unii Europejskiej – do momentu reakcji. Reakcje koncentrowały się na tym, aby zapewnić Grecji tańsze finansowanie niż to, które oferowały rynki. To po angielsku nazywa się *bailout*, a po polsku – kredyty ratunkowe. Rynki wymagają wyższych odsetek, a kraj w tarapatkach często woli płacić niższe. Wtedy na scenie pojawia się albo Międzynarodowy Fundusz Walutowy, albo podobne instytucje regionalne.

Potem okazało się, że w kłopoty wpada też Irlandia, ale nie z powodu nadmiernej ekspansji fiskalnej, a problemów boomu kredytowego, który się załamał. Po pewnym czasie napięcia pojawiły się w Hiszpanii, gdzie premier Zapatero twierdził, że reformy oznaczają krzywdę ludzi, wobec czego on nie

będzie ich wprowadzał. Za to stymulował gospodarkę fiskalnie, prawie do bankructwa kraju. Gdy z kolei ostro zareagowały, rynki finansowe przestał mówić, że reformy krzywdzą ludzi i zaczął wprowadzać je w życie, ale zabrał się za to zbyt późno, aby uratować swoje premierostwo i przegrał z kretesem wybory. W niektórych sytuacjach niereformowanie jest dla polityków bardziej ryzykowne niż reformowanie.

Kryzys finansowy, przypominam, wybucha w bankach i innych instytucjach finansowych. Jest on zwykle wywołany boorem, który się załamuje. Boom prowadzi do recesji, a recesja do wzrostu deficytu budżetu. Tak było w wypadku Irlandii i Hiszpanii, poza strefą euro dotyczy to Wielkiej Brytanii i Stanów Zjednoczonych. Zatem kryzys finansowy prowadzi do kryzysu fiskalnego, ale jest to odwrotna zależność – może być tak, że system finansowy jest zdrowy, a wybucha kryzys fiskalny wskutek nadmiernego wzrostu wydatków socjalnych. Jeżeli kraj zwiększał wydatki kosztem zadłużania się, to oznacza, że musieli być wierzyciele, którzy kupowali jego obligacje. Wśród tych wierzycieli są banki. Jeżeli teraz okazuje się, że greckie obligacje są mało warte, to banki mają wielki problem. Jakie banki mają wielki problem? – w pierwszej kolejności banki greckie, następnie banki w innych krajach.

\*

Tyle, jeżeli chodzi o bardzo krótki opis wydarzeń w strefie euro, a teraz przechodzimy do części bardziej analitycznej. Załóżmy, że w danym kraju narasta problem finansowy, który objawia się bardzo wyraźnym wzrostem żądanych odsetek w sytuacji, kiedy deficyt jest duży, a dług publiczny spory. Jest oczywiste, że trzeba coś z tym zrobić. Co? Wyodrębniają się tu wyraźnie dwa stanowiska i na naszych oczach widać, jak one się ścierają. Jedno stanowisko bardzo mocno artykułowane głosi: grozi nam lawina, zaraza, efekt domina, nie ma więc innego wyjścia, tylko trzeba zastąpić rynki, pożyczając ze źródeł oficjalnych danemu krajowi pieniądze. Skąd? Mamy takie instytucje, jak wspomniany Międzynarodowy Fundusz Walutowy, który sam pożycza pieniądze na rynkach finansowych i płaci niskie odsetki, gdyż zwykle zwraca te pieniądze. Fundusz odpożycza środki po trochę wyższych odsetkach krajom, które są w tarapatach, udziela tych kredytów w transzach, w zależności od tego, czy dany kraj realizuje uzgodniony program, czy też nie. W Unii Europejskiej powołano następną instytucję, najpierw prowizoryczną, która ma się przekształcić w stałą. Przypomina ona trochę Europejski Fundusz Walutowy. (To rodzi zresztą pytanie, jak będą te instytucje współpracować). Ci, którzy uważają, że jedyne czy główne rozwiązanie polega na oficjalnych kredytach ratunkowych, naciskają na to, aby zwiększyć ich rozmiary. Tą drogą dochodzi się jednak do pewnego punktu: ostatecznie gwarantami tych pożyczek udzielanych przez Międzynarodowy Fundusz Walutowy czy też jego europejski odpowiednik są podatnicy w poszczególnych krajach. Może się zdarzyć, że kredyt nie będzie zwrócony. Jeżeli kraje, które miałyby pożyczać innym krajom, same są zadłużone, to owo ryzyko rośnie.

Na tym tle przebija się inny postulat: skoro takie są ograniczenia, jeżeli chodzi o oferowane fundusze ze strony Międzynarodowego Funduszu

Walutowego czy jego europejskiego odpowiednika, to niech Europejski Bank Centralny po prostu dodrukuje pieniądze i zacznie kupować na odpowiednio dużą skalę greckie, włoskie, hiszpańskie czy portugalskie obligacje. Zwolennicy tego stanowiska zdają się sądzić, że to jest niekosztowne rozwiązanie. Nie jest to jednak *free lunch*. Po pierwsze, te pieniądze „wstrzyknięte” do gospodarki, których odpowiednikiem są papiery wartościowe w bilansie banku centralnego, muszą jakoś do niego wrócić. Czy nie pojawi się podwyższona inflacja, jeżeli się na czas nie wycofa owej dodatkowej gotówki?

Drugi problem określa się czasem jako *moral hazard*. Wyobraźmy sobie, że jest premier, który ma duże kłopoty z finansowaniem deficytu budżetu swojego kraju. Stoją przed nim dwie możliwości: albo ograniczy wydatki i wprowadzi inne reformy, albo dostanie pieniądze od Europejskiego Banku Centralnego. Co jest łatwiejsze? Chyba dostać te pieniądze pod obietnicę, że zrobi reformy, ale później. „Wspomaganie” państwa przez EBC grozi więc osłabieniem bodźców do reform.

I wreszcie po trzecie, istnieje też poważny problem konstytucyjny, a mianowicie bank centralny, który drukuje pieniądze po to, żeby kupować obligacje państwowe, staje się ważną władzą polityczną w danym kraju, musi bowiem wywierać naciski typu: „nie dam ci pieniędzy, jeśli nie zrobisz określonych reform”. Tego rodzaju władza polityczna banku centralnego musiałaby wywołać zwrotne reakcje ze strony polityków, czyli groziłaby jego upolitycznieniem.

Drugi kierunek działania polega po prostu na tym, że wciela się w życie kroki, które tak poprawiają sytuację gospodarczą i fiskalną, że rynki finansowe odzyskają zaufanie do danego kraju. I choć odsetki mogą być początkowo bardzo wysokie, to spadną. Nawiasem mówiąc, nie da się zastąpić tego działania. Jeżeli w nieskończenie długo miałyby się utrzymywać wysoki deficyt, to jak długo bank centralny miałby drukować pieniądze? W najlepszym razie operacje ratunkowe mogą pomóc zyskać na czasie, z tymi konsekwencjami, o których wspomniałem, ale w żadnej mierze nie zastąpią reform, dzięki którym deficyt trwale by się obniżył, dług przestałby narastać w relacji do PKB, a gospodarka zaczęłaby się szybciej rozwijać. Nie ma więc substytutu dla reform.

Są kraje, gdzie odsetki żądane przez rynki wzrosły, a potem zaczęły spadać (na przykład Irlandia). Rynki finansowe, choć może są krótkowzroczne, nie są ślepe, jak się niektórym wydaje; one przyglądają się temu, co dane kraje robią, i nie zadowolają się tylko obietnicami „zrobimy”, tylko patrzą na czyny i na prawdopodobieństwo dalszych czynów. Stosownie do tego albo podwyższają odsetki żądane, albo obniżają. To nie jest tak, że jeżeli raz odsetki wzrosną, to zawsze będą wysokie. To zależy od tego, co robi dana władza polityczna.

\*

Mówiąc o strefie euro, warto rozróżnić dwa rodzaje problemów. Pierwszy rodzaj to problemy, które w niej występują, ale nie są związane z samą istotą strefy euro, to znaczy występowałyby w tym samym natężeniu, gdyby euro nie było. Na przykład jest faktem, że wiele europejskich banków ma niskie kapitały w stosunku do aktywów, czyli buforów w bankach są małe, ale wedle mojej wiedzy nie jest to związane z euro, nie jest wywołane przez samo euro. Czyli nie można

obwiniac euro za ten fakt, chociaż samo jego wystąpienie w strefie euro jest czynnikiem komplikującym.

Drugi rodzaj problemów to takie, o których nie twierdzi się, że wynikają z samej istoty strefy euro. Jedno twierdzenie głosi: *one interest rate can not fit all*, to znaczy że jeśli istnieje wspólny bank centralny dla różnych krajów, to on może wyznaczyć w danym czasie tylko jeden poziom oficjalnej stopy procentowej, który nie musi dobrze odpowiadać sytuacji wszystkich krajów. Na przykład założmy, że Irlandia jest w fazie ożywienia koniunkturalnego, a Niemcy w fazie recesji. Jeśli występuje ożywienie, to stopy procentowe powinny być podwyższone, a jeśli recesja – to powinny być obniżone. I co wtedy zrobić? To jest problem wstrząsów asymetrycznych, w praktyce jednak nie jest to wielki problem. Dlaczego? Dlatego, że w strefie euro istnieje duża synchronizacja cykli, koniunktury. Ale istnieje też drugie niepodpasowanie, a mianowicie takie, że dla krajów, które mają niższy poziom dochodu na głowę mieszkańca niż Niemcy, stopy procentowe – dobre dla Niemiec – będą za niskie dla tych krajów przez cały czas lub większą część czasu.

Muszę powiedzieć, że w analizach konsekwencji przystąpienia do strefy euro krajów naszego regionu traktowano niskie stopy procentowe wyłącznie jako korzyść. To dotyczy zarówno opracowań Narodowego Banku Polskiego, jak i raportów Międzynarodowego Funduszu Walutowego. Nie zauważono, że zbyt niskie stopy procentowe mogą wywołać boom kredytowy, który może grozić załamaniem gospodarki. Uważam to za poważniejszy problem niż problem wstrząsów asymetrycznych. Nie sądzę, aby ten pierwszy problem był nierozwiązywalny, ale do tej pory nie zaproponowano ostatecznych rozwiązań.

Wreszcie ci, którzy twierdzą, że same cechy strefy euro są źródłem, przynajmniej w części, obecnych problemów, wskazują też na to, iż dostosowanie makroekonomiczne wymaga dewaluacji, czyli obniżenia wartości krajowej waluty. No, ale jeśli mamy wspólną walutę, to jak ją zdevaluować? Jak Grecja, mając euro, ma osłabić swoje euro w stosunku do niemieckiego euro? Wielu ekonomistów na Zachodzie uważa, że to skazuje strefę euro na upadek. Czy można usunąć nierównowagę makroekonomiczną przejawiającą się między innymi w dużym deficycie obrotów bieżących bez jawnej dewaluacji? To jest pytanie empiryczne, na które jest odpowiedź – można. Tu przejdę do porównania dwóch grup krajów. Jedne kraje nazywają się PIIGS (Portugal, Italy, Ireland, Greece, Spain). To są te kraje, które mają problemy, są w strefie euro i nie mogą zdevaluować euro. Ale jest druga grupa krajów, które też nie mogły zdevaluować swojej waluty w ramach posiadanego systemu walutowego: Bułgaria, Estonia, Litwa, Łotwa, to się układa w piękny skrót BELL. Dlaczego te kraje nie mogą zdevaluować? Dlatego, że one mają tak zwane izby walutowe, czyli ich waluta jest sztywno powiązana z euro. Mogłyby one odstąpić od tego rozwiązania, ale tego nie zrobiły. Kraje BELL wpadły w dużo większą recesję w 2009 r. niż kraje pierwszej grupy i wychodzą z tego dużo szybciej, podczas gdy Grecja brnie w recesję. Irlandia radzi sobie dużo lepiej niż pozostałe PIIGS. Kraje grupy BELL nie zrobiły jawnej dewaluacji. Zrobiły natomiast coś, co się nazywa niekiedy wewnętrzną dewaluacją, to znaczy mocno obniżyły płace, najpierw w sektorze publicznym, potem w sektorze prywatnym. To ma takie same skutki, jak jawna dewaluacja.

Drugi problem, na który się zwraca uwagę jako na problem fundamentalny dla strefy euro, zawiera się w twierdzeniu: strefa euro jest unią monetarną bez unii politycznej. Niekiedy uznaje się wręcz, że takie połączenie nie może być trwałe. Tymczasem obydwie kluczowe terminy „unia monetarna” i „unia polityczna” nie są jasno zdefiniowane.

Weźmy unię monetarną. Jest ona najczęściej traktowana jako sytuacja, w której mamy odrębne jednostki – kraje lub regiony, ale tę samą jednostkę walutową, na przykład euro. Nie jest to jednak jedyna możliwa interpretacja unii monetarnej. Z ekonomicznego punktu widzenia, prawie tym samym jest sytuacja, w której kraje zachowują różne nazwy waluty, ale nie można ich wzajemnie zdewaluować. Takie przypadki znamy z historii – to są izby walutowe, a także system, który istniał z powodzeniem przez 40 lat aż do I wojny światowej – system waluty złoty. Tam też nie można było dewaluować, a mimo wszystko ten system działał.

A teraz unia polityczna. Co to znaczy? Myślę, że dla większości osób, które używają tego określenia, znaczy to: jedno państwo, tak jak Stany Zjednoczone. Jest wielu ekonomistów, którzy twierdzą: w Stanach Zjednoczonych jest dolar, ponieważ jest jedno państwo. Unia Europejska czy strefa euro nie jest jednym państwem, więc albo się przekształci w jedno państwo, albo się rozpadnie. Jak podejść do tego twierdzenia? Przede wszystkim trzeba powiedzieć, co oznacza jedno państwo z punktu widzenia utrzymywania wspólnego pieniądza. Przede wszystkim oznacza to, że poszczególne jednostki tego państwa, czyli regiony, nie mogą robić wolnej amerykanki co do swojego budżetu, gdyż wtedy dorabiają się ogromnego deficytu i rozsadzają krajowy pieniądz. Tak się działo regularnie w Argentynie. Ten przykład pokazuje, że przy braku dyscypliny wewnętrznej można mieć jeden pieniądz, ale będzie on systematycznie niszczone, z czego wynika, iż nie wystarczy mieć jedno państwo – żeby mieć jeden dobry pieniądz, trzeba mieć zdyscyplinowane fiskalnie państwo. Ale czy jest konieczne jedno państwo, aby mieć pieniądz w sensie ekonomicznym? Nie. Wróćmy do przykładu krajów, które nie mogły wzajemnie zdewaluować swoich walut. Jest tu sporo przykładów sukcesów. Zamiast więc oczekiwać – nierealistycznie, moim zdaniem – że Unia Europejska lub strefa euro przekształci się w jedno państwo, lepiej ustalić, jakie warunki trzeba spełnić, aby grupa państw mogła mieć *de facto* jeden pieniądz na wzór waluty złotej (choć niekoniecznie ze złotem).

Pogląd, że jedynym rozwiązaniem jest przekształcenie strefy euro w jedno państwo, jest nierealistyczny i niepotrzebny. Trzeba spojrzeć na to, co powodowało, że grupy krajów faktycznie z jednym pieniądzem odnosiły sukces. Moim zdaniem, głównym rozwiązaniem są takie reformy w poszczególnych krajach, które doprowadzą do tego, że będzie tam mniej silnych boomów fiskalnych oraz kredytowych. Takie boomy wynikają ze złej polityki państwa, czyli państwa trzeba tak ograniczyć, żeby nie mogły szkodzić również w ten sposób.

Dla przykładu, w wielu państwach stosuje się rachunkowość budżetu przypominającą tę, którą stosowano kiedyś w przedsiębiorstwie Enron, czyli wprowadzającą w błąd. I wciąż występują opory przeciwko stosowaniu dobrej rachunkowości budżetu. Dalej, należy wprowadzić prawne ograniczenia wydatków budżetu, deficytu czy długu publicznego – to się nazywa konstytucją

fiskalną. Aby można było to wprowadzić i następnie utrzymać, musi istnieć cały czas dostatecznie duża grupa ludzi w kraju, która będzie tego bronić. Dobra gospodarka nie spada jak manna z nieba tylko dlatego, że ma się demokrację. Stabilną i dynamiczną gospodarkę ma się tylko wtedy, gdy w społeczeństwie obywatelskim działa dostatecznie dużo jej obrońców.

Dlatego od momentu, kiedy moja służba publiczna się skończyła, zajmuję się wzmacnianiem tej antyroszczeniowej, prorozwojowej części społeczeństwa obywatelskiego w Polsce.

*prof. dr hab. Leszek Balcerowicz*  
*Szkoła Główna Handlowa w Warszawie*

## PROBLEMS OF THE EUROZONE

### Summary

The official rescue loans recently granted to a number of the Eurozone states cannot be treated as being in lieu of reforms that must be implemented in those countries in order to improve their economy, which they need so much to regain confidence of financial markets. There are two major structural weaknesses of the single currency (Euro) identified in literature: (i) the uniform monetary policy is incapable of accounting for differences among individual member states and single currency renders devaluation in Eurozone impossible; (ii) the eurozone exists without the 'political union.' The paper contains an analysis of the legitimacy of both theses.

