Adam Koronowski
Uniwersytet Kardynała Stefana Wyszyńskiego w Warszawie

Dywergencje koniunkturalne; doświadczenie krajów strefy euro i ryzyko dla Polski w unii monetarnej

Streszczenie

Przedmiotem opracowania jest empiryczna analiza kosztów wynikających z przyjęcia wspólnej waluty. Koszty te to jest przede wszystkim utrata możliwości oddziaływania na krajową koniunkturę poprzez politykę pieniężną oraz utrata mechanizmu kursowego pozwalającego na poprawę konkurencyjności utraconej w wyniku zewnętrznego wstrząsu lub właśnie koniunkturalnych dywergencji. Wobec słabości teoretycznych podstaw integracji monetarnej dla określenia rzeczywistej wagi tego kosztu przedstawiona w tym opracowaniu analiza odnosi się do dotychczasowego doświadczenia krajów strefy euro. Wynik przeprowadzonej analizy stanowi przesłankę dokonania oceny zasadności przyjęcia przez Polskę euro, co stanowi cel opracowania.

Słowa kluczowe: strefa euro, integracja monetarna, polityka pieniężna.

Kody JEL: E63, E65, F33, F45

Wstęp

Istotne koszty wynikające z przyjęcia wspólnej waluty związane są z utratą możliwości oddziaływania na krajową koniunkturę poprzez politykę pieniężną oraz z utratą mechanizmu kursowego pozwalającego na poprawę konkurencyjności utraconej w wyniku zewnętrznego wstrząsu lub właśnie koniunkturalnych dywergencji. Wobec słabości teoretycznych podstaw integracji monetarnej dla określenia rzeczywistej wagi tego kosztu wielkie znaczenie ma analiza doświadczenia strefy euro.

Analiza taka jest przedmiotem tego opracowania, a jego celem jest sformułowanie wynikających z niej wniosków dotyczących kosztów, jakie Polska mogłaby ponosić w strefie euro.

Pierwsza część opracowania wskazuje brak teoretycznych podstaw integracji monetarnej i podjęcie jej wbrew wiedzy ekonomicznej, która jeszcze przed utworzeniem strefy euro dostarczała wyraźnych wskazówek przemawiających przeciwko wspólnej walucie. W szczególności zlekceważono niebezpieczeństwo dywergencji koniunkturalnych w unii monetarnej, nieadekwatności polityki pieniężnej EBC do potrzeb części krajów członkowskich oraz braku mechanizmów pozwalających rozładować napięcia i nierównowagi. Dywergencje stały się przyczyną swoistego cyklu, znanego wcześniej z przypadków stosowania kursów sztywnych. W unii monetarnej prowadzi on do uporczywej recesji oraz kryzysu sektora

finansowego i kryzysu finansów publicznych – typowych, choć przyjmujących różne natężenie bolączek krajów PIIGS.

Druga część przedstawia rzeczywiste procesy dywergencji, jakie następowały w strefie euro. Szczególnie wyraziście i w sposób wolny od silnego wpływu czynników ubocznych stosowne zmiany nastąpiły w okresie poprzedzającym kryzys finansowy, który wszakże istotnie nasilił trudności.

Trzecia część opracowania przedstawia wnioski, jakie z przeprowadzonej analizy doświadczenia strefy euro w zakresie przyczyn narastania, przebiegu i konsekwencji dywergencji koniunkturalnych wynikają dla oceny ewentualnych kosztów, jakie Polska mogłaby ponieść po przystąpieniu do unii monetarnej.

Istota dywergencji koniunkturalnych

W unii monetarnej wspólna polityka pieniężna nie może korygować rozbieżności koniunkturalnych pomiędzy krajami strefy euro – przeciwnie, staje się ich źródłem.

Różnice koniunkturalne wyrażające się w odmiennej dynamice zmian cen i płac znajdują odzwierciedlenie w ewolucji pozycji konkurencyjnej poszczególnych krajów; kraje o wyższej inflacji tracą konkurencyjność. Wobec braku kursowego mechanizmu korekty takich zmian oraz bardzo powolnego, prowadzącego do głębokiej recesji oraz wysokich kosztów społecznych i politycznych działania „wewnętrznej dewaluacji" utrata konkurencyjności prowadzi do uporczywych, wysokich deficytów handlowych, nieuniknionego spadku wydatków krajowych, spadku produkcji i zatrudnienia i długotrwałej stagnacji. Mechanizm tego zjawiska nie jest właściwy wyłącznie unii monetarnej; znacznie wcześniej został rozpoznany i opisany w odniesieniu do systemu kursu sztywnego. Różnica pomiędzy oboma przypadkami polega jedynie na tym, że w przypadku kursu sztywnego, w przeciwieństwie do unii monetarnej, mechanizm korekty kursowej nie jest trwale zablokowany i narosłe nierównowagi są eliminowane poprzez dewaluację, zazwyczaj w drodze kryzysu walutowego. Również w Unii Europejskiej mechanizm taki zadziałał i znany jest jako kryzys ERM z 1992 r. Najbardziej wyrazistym jego przejawem był słynny kryzys funta brytyjskiego; lekcja ta zapewne sprawiła, że Brytyjczycy lepiej rozumieli znaczenie zmiennego kursu i możliwości prowadzenia autonomicznej polityki pieniężnej dla zdolności zachowania wewnętrznej równowagi gospodarczej i nie zdecydowali się na udział w strefie euro. Nadmieńmy także, że takie same skutki, do jakich prowadzi utrata konkurencyjności w wyniku rozbieżności cyklicznych, mogą wynikać z zewnętrznego wstrząsu asymetrycznego.

Z tego krótkiego przedstawienia podstawowych zależności jasno wynika, że dla trwałego, wolnego od poważnych napięć istnienia unii monetarnej podstawowe znacznie ma zachowanie jednolitego w skali unii przebiegu fluktuacji makroekonomicznych oraz znikome ryzyko asymetrycznego wstrząsu. Sformułowanie warunków, które miałyby zapewniać

taki stan, jest przedmiotem teorii optymalnego obszaru walutowego. Niestety, teoria ta jest niespójna, jałowa, a w przypadku niektórych kryteriów wręcz absurdalna. Ostatecznie nie prowadzi do żadnych praktycznie użytecznych wskazówek. Opinia ta jest na tyle ugruntowana w literaturze, że pomijam tu jej ponowne uzasadnienie (Viser 1995; MacDonald 2007; Koronowski 2007; 2013).

Warto jednak zauważyć, że tworzeniu strefy euro towarzyszyła z jednej strony świadomość słabości teorii optymalnego obszaru walutowego, z drugiej zaś strony dostrzegano, że Unia Europejska i tak tych kryteriów w dużym stopniu nie spełnia (Issing 2005; Wyplosz 2006). Ostatecznie zatem nie odwoływano się do tej teorii – ani żadnej innej teorii integracji monetarnej, bo takiej teorii nie ma – w procesie powoływania unii monetarnej. Wyrazem tego są kryteria z Maastricht, sformułowane zgodnie z przekonaniem, że konwergencja przed utworzeniem unii okaże się wystarczająca; kryteria te nie wynikały z teorii optymalnego obszaru walutowego i nie miały żadnej innej teoretycznej podbudowy.

Czy jednak pomimo znacznej konwergencji poprzedzającej utworzenie unii monetarnej możliwa jest rozbieżność sytuacji koniunkturalnej już w jej łonie? Przecząca odpowiedź na to pytanie jest warunkiem potwierdzenia słuszności powołania wspólnej waluty. Biorąc pod uwagę rangę tego zagadnienia, zdumiewające jest, jak mało poświęcano mu uwagi. Jedyną znaną mi ważną, choć spóźnioną i mylną próbą dostarczenia takiej odpowiedzi (przeczącej) była argumentacja przedstawiona przez Issinga (2005). Ponieważ wykazałem fałszywość tej argumentacji w innym, wcześniejszym opracowaniu (Koronowski 2013, s. 95), teraz nie rozwijam tego zagadnienia. Krótko mówiąc, powoławszy do życia unię monetarną, należało wierzyć, że „dobrze będzie".

Zauważmy też, że wiara ta musiała być równie głęboka co naiwna, nie przewidziano bowiem żadnych procedur i narzędzi, które pozwalałyby na uporanie się z problemem dywergencji, jeśli te wystąpiłyby i prowadziły do negatywnych skutków. Nawet fundusze pomocowe już w czasie ostrego kryzysu zostały utworzone pod presją okoliczności, pierwotnie zresztą niezgodnie z Traktatami. Oczywiście nie stanowią one żadnego sposobu eliminacji przyczyn nierównowag.

Lekceważąc zagrożenia, które wynikają z przyjęcia wspólnej waluty, skupiono się na domniemanych korzyściach; w tej mierze ograniczono się do frazesów niewynikających z żadnej gruntownej analizy ekonomicznej, teoretycznej bądź empirycznej. Na przykład akcentowano korzyści, jakie miałyby wynikać z niższej stopy procentowej dla wzrostu inwestycji i przyspieszenia wzrostu gospodarczego; pomijano jednak to, że obniżka stopy procentowej może wywołać w pewnych krajach boom kredytowy, narastanie baniek spekulacyjnych, przegrzanie gospodarki, utratę konkurencyjności i ostatecznie recesję i stagnację, co ostatecznie nastąpiło w grupie krajów strefy euro (PIIGS). Podobnie podkreślano dodatnie znaczenie eliminacji ryzyka kursowego, zapominając o tym, że zmiana kursu jest mechanizmem korekty nierównowagi płatniczej, a brak takiej korekty powoduje skutki dużo

bardziej dotkliwe od poniesienia kosztu instrumentu ubezpieczenia przed ryzykiem kursowym. Jak mantrę powtarzano sugestię, jakoby zmienność kursu miała jedynie negatywne konsekwencje; nawet obecnie nie nadaje się stosownej rangi wynikom badań empirycznych wskazujących zarówno na trwałość wpływu dewaluacji na równowagę płatniczą (na przykład Edwards, Yeyati 2003), jak też dokumentujących pozytywny wpływ kursu zmiennego (w stabilnych gospodarkach rozwiniętych) jednocześnie na stabilność cen i tempo wzrostu gospodarczego (Reinhart, Rogoff 2004; Rogoff i in. 2003). Ten ostatni wynik badań empirycznych nikogo zresztą nie powinien zaskakiwać; stanowi on odzwierciedlenie znaczenia autonomicznej polityki pieniężnej nieskrępowanej kursem sztywnym, wniosek taki jest zatem ugruntowany teoretycznie.

Powyższe uwagi wskazujące na brak teoretycznego uzasadnienia tworzenia unii monetarnej bynajmniej nie oznaczają, że decyzja była podjęta w warunkach całkowitej nieprzewidywalności skutków; to oczywiście kompromitowałoby taką decyzję. W rzeczywistości było gorzej; chociaż nie istniała spójna teoria integracji monetarnej, to dostępny był zasób wiedzy ekonomicznej, praktycznego doświadczenia i jego ujęcia w postaci wniosków o szerokim zastosowaniu – wiedzę taką po prostu pominięto, choć przemawiała przeciwko utworzeniu unii.

Mam na myśli przede wszystkim doświadczenie związane ze stosowaniem kursu sztywnego, zarówno w krajach takich jak np. Meksyk, Argentyna, Tajlandia, jak i doświadczenie wcześniej wspomnianego kryzysu ERM. Paradoksalnie gwałtownemu odwrotowi od systemu kursu sztywnego dość powszechnie stosowanemu i zalecanemu przez MFW jeszcze w początku lat dziewięćdziesiątych ubiegłego wieku towarzyszyła decyzja o nieodwracalnym wzajemnym powiązaniu walut przyszłej strefy euro.

Ogólnym, stylizowanym wnioskiem z tych doświadczeń była koncepcja cyklu, do którego może prowadzić kurs sztywny. Cykl ten był szeroko opisywany w literaturze przedmiotu jeszcze przed utworzeniem strefy euro (Calvo, Vegh 1994; Kiguel, Liviatan 1992; Khamis 1996; Santaella, Vela 1996). Co prawda można by mieć nadzieję, że cykl taki nie ujawni się w warunkach uprzedniej daleko idącej nominalnej konwergencji przewidzianej kryteriami z Maastricht; nadzieja taka była jednak pozbawiona podstaw, na co już wskazałem.

W istocie w strefie euro cykl taki ujawnił się, co przedstawiam w kolejnej części tego opracowania. Zależności w jego przypadku przebiegały od zbyt niskich stóp procentowych EBC w stosunku do potrzeb niektórych krajów (nieadekwatna polityka pieniężna), poprzez przegrzanie gospodarki (pierwotnie znajdujące wyraz w postaci łudząco dobrej koniunktury) i wyższą inflację niż średnio w strefie euro, utratę konkurencyjności, nierównowagę płatniczą i spadek wydatków krajowych, spowolnienie gospodarcze i pogorszenie sytuacji finansów płatniczych aż po recesję, kryzys sektora finansowego i kryzys finansów publicznych. Cykl taki może być ujęty w ścisłe, modelowe ramy teoretyczne odpowiadające realiom strefy euro (Koronowski 2007, 2008, 2009).

Stawiając kropkę nad i należy dodać, że motywy utworzenia strefy euro miały charakter polityczny, a nie ekonomiczny. Ten aspekt zagadnienia jest szeroko udokumentowany (Bandulet 2011; Bagus 2010). Bandulet pisząc o politycznych przyczynach podjęcia przez Niemcy inicjatywy powołania unii monetarnej, wspomina wyrażony w liście otwartym protest przeciw tej decyzji podpisany przez ponad półtorej setki niemieckich profesorów ekonomii.

Doświadczenie strefy euro – dywergencje koniunkturalne i ich skutki

Zagadnienie dywergencji nominalnych i realnych w strefie euro powinno być dobrze znane wszystkim, którzy podejmują temat integracji monetarnej, jest ono dostatecznie dobrze przedstawione w dotychczasowej literaturze (np. Komisja Europejska 2001; 2005; Wyplosz 2006a; 2006b; Blanchard 2006a; 2006b; Schadler, Murgasova, van Elkan 2005). Dywergencjom, ich przyczynom i skutkom, ja sam poświęciłem wcześniej kilka opracowań (Koronowski 2007; 2008; 2009), więc unikając zbędnych powtórzeń, w tym artykule przywołam jedynie w szkicowym ujęciu najważniejsze spostrzeżenia, które są istotne dla rozważenia znaczenia doświadczenia strefy euro dla oceny skutków ewentualnego uczestnictwa Polski w strefie euro.

Najpierw przypomnę podstawowy schemat dywergencji w strefie euro. Początkowo niskie stopy procentowe EBC prowadzą w pewnych krajach do szybkiego wzrostu akcji kredytowej i wydatków, głównie konsumpcyjnych sektora prywatnego. Wzrost wydatków pociąga wzrost deficytu handlowego zgodnie z ujęciem absorpcyjnym. Wzrost wydatków skierowanych na rynek krajowy prowadzi do wzrostu poziomu cen i płac (kosztów) i osłabia pozycję konkurencyjną kraju, utrwalając niejako deficyt (tym razem zgodnie z elastycznościowym – cenowym – wyjaśnieniem zmian w bilansie). Wobec niemożności nieograniczonego finansowania deficytu napływem kapitału oraz wobec braku efektywnego mechanizmu pozwalającego odzyskać konkurencyjność jedyną możliwością ograniczenia rosnącego deficytu jest spadek wydatków krajowych (ponownie zgodnie z absorpcyjnym mechanizmem kształtowania bilansu). Spadek wydatków krajowych odzwierciedla nie tylko ograniczenie w dalszym napływie kapitału, ale także niemożność utrzymania wysokiego poziomu wydatków finansowanych nieustannym wzrostem długu (kredytu). Spadek wydatków będący korektą w stosunku do nadmiernego ożywienia staje się przyczyną recesji lub stagnacji. Spadek dochodów i zatrudnienia negatywnie wpływa na jakość portfela kredytowego banków. Następuje także pogorszenie sytuacji budżetowej i spada wycena papierów skarbowych, co również negatywnie wpływa na wynik finansowy sektora bankowego. Rozwój takiej sytuacji prowadzi do ujawnienia się negatywnego sprzężenia pomiędzy kryzysem sektora finansowego oraz kryzysem finansów publicznych.

W latach 1999-2006 rzeczywiście nastąpił spadek konkurencyjności kilku krajów strefy euro w wyniku systematycznie wyższej inflacji w porównaniu ze średnią dla strefy euro (Komisja Europejska 2007). Konkurencyjność gospodarki – mierzona zmianą cen eksportu – w tych latach spadła w przypadku Włoch o 27%, Hiszpanii o 12%, Grecji o 10%, a konkurencyjność gospodarki Niemiec wzrosła o 6,5% (Wyplosz 2006b).

W Portugalii także nastąpił wzrost płac i ogólny wzrost poziomu cen, co znalazło wyraz we wzroście „kursu realnego" (zwłaszcza deflowanego jednostkowymi kosztami pracy), lecz jednocześnie nie nastąpił istotny wzrost cen eksportu. Wyplosz (2006b) tłumaczy to spadkiem marży zysku w sektorze eksportowym, co oczywiście oznacza jego niższą konkurencyjność. W Irlandii wyższemu poziomowi inflacji towarzyszył wzrost wydajności w sektorach eksportowych, a zatem w kraju tym miał miejsce efekt Balassy-Samuelsona. Irlandia nie utraciła konkurencyjności międzynarodowej, jej problemy po 2007 r. wynikały z błędów popełnionych w sektorze bankowym.

Wzorcowym przykładem omawianego cyklu jest Portugalia (Blanchard 2006b); Basto 2007). Nominalna konwergencja znalazła wyraz w spadku stóp procentowych z 6% realnie w 1992 r. do 0% w 2001 r. Towarzyszył temu wzrost wydatków konsumpcyjnych i ożywienie gospodarcze; bezrobocie spadło z 7,2% w 1995 r. do 4% w 2001 r., w tym czasie jednocześnie nastąpiła aprecjacja kursu realnego deflowanego jednostkowymi kosztami pracy o 15%. Deficyt obrotów bieżących wzrósł od 0% PKB do 10% PKB w 2000 r. W późniejszych latach deficyt utrzymał się na niebezpiecznie wysokim poziomie (w 2006 r. powyżej 9% PKB), pomimo poważnego spowolnienia w gospodarce i wzrostu stopy bezrobocia ponownie do poziomu powyżej 7%. Wybuch kryzysu finansowego w 2007 r. sprawił, że sytuacja gospodarcza Portugalii uległa dalszemu pogorszeniu, czego wyrazem była utrata płynności finansowej przez rząd tego kraju.

W tym miejscu chciałbym podkreślić, że załamanie się sytuacji finansów publicznych nie jest przyczyną, lecz skutkiem ogólnego kryzysu gospodarczego w takich krajach jak Portugalia, Hiszpania czy Włochy. Hiszpania w 2006 r. miała nadwyżkę budżetową i jeden z najniższych w Unii Europejskiej wskaźników długu publicznego do PKB; po załamaniu się przegrzanej gospodarki pod wpływem międzynarodowego kryzysu finansowego władze hiszpańskie znalazły się na progu niewypłacalności; gdyby banki hiszpańskie nie uzyskały pomocy międzynarodowej, granica zostałaby przekroczona i rząd Hiszpanii musiałby sam zwrócić się o zagraniczną pomoc finansową. Pogląd jakoby trudności krajów strefy euro najsilniej dotkniętych kryzysem wynikały z braku dyscypliny budżetowej, jest – poza przypadkiem Grecji – fałszywym mitem wynikającym z niewiedzy lub manipulacji. Odpowiednio do tego wszelkie nowe regulacje w tej mierze, jakkolwiek ich pozytywnej oceny nie wykluczam, nie odnoszą się do rzeczywistych źródeł trudności i w tym znaczeniu nie eliminują narastania nowych napięć w przyszłości (De Grauve 2010).

Kryzys finansów publicznych (oraz kryzys sektora bankowego) jest jednak najbardziej widoczny. Jego korzenie nie ściągają tyle uwagi choćby dlatego, że ich dostrzeżenie i zrozumienie wymaga pewnej wiedzy ekonomicznej. Uważna analiza wskazuje jednak, że nawet w przypadkach napięć budżetowych czynnikiem przesądzającym o ich ocenie jest sytuacja płatnicza (Koronowski 2011a; 2011b; 2011c) – np. Wielka Brytania miała istotnie gorszą sytuację finansów publicznych niż Hiszpania, ale nie była wymieniana razem z Hiszpanią wśród krajów, którym grozi niewypłacalność. Wielka Brytania miała jednak istotnie lepszą sytuację płatniczą (w szczególności uzyskaną dzięki osłabieniu płynnego kursu funta). Można wręcz postawić tezę, że kryzys Hiszpanii, Portugalii, w mniejszym stopniu Włoch jest przede wszystkim kryzysem płatniczym, a nie budżetowym; wynika to z opisanego mechanizmu, w którym utrata konkurencyjności jest czynnikiem wyzwalającym dalszą dynamikę zmian gospodarczych, ale także z faktu, że zła sytuacja budżetowa jest lepiej tolerowana przez rynki, gdy nie towarzyszą jej wysokie deficyty handlowe.

To ostatnie spostrzeżenie wymaga wyjaśnienia, zależność nie jest oczywista. Jeśli jednak weźmiemy pod uwagę, że to spadek konkurencyjności i nierównowaga płatnicza są istotną przyczyną recesji/stagnacji i pogorszenia sytuacji budżetowej, to jednocześnie musimy uznać, że nie ma perspektyw rychłego odwrócenia tej sytuacji, nawet w warunkach poprawy ogólnego, międzynarodowego klimatu gospodarczego. Wobec braku zmiennego kursu walutowego gospodarka nie może sprawnie odzyskać konkurencyjności, zmniejszyć deficytu handlowego (zwiększyć eksportu), doświadczyć wynikającego stąd ożywienia i jego pozytywnych skutków dla budżetu. Poprawa sytuacji budżetowej jest mało prawdopodobna. W warunkach stagnacji/recesji i wysokiego poziomu długu krajowego i zagranicznego także restrykcyjna polityka fiskalna jest w praktyce wykluczona; pogłębiałaby recesję i uszczuplała wpływy podatkowe (równowaga budżetowa jest wówczas uciekającym celem), a ponadto pogłębiałaby trudności z obsługą wysokiego długu, nasilając zjawiska kryzysowe w sektorze finansowym. Krótko mówiąc, sytuacja budżetowa nie może się poprawić ani samoistnie w wyniku wyzwolenia pozytywnej dynamiki gospodarki, ani w wyniku aktywnej polityki oszczędnościowej. Nie powinno zatem ostatecznie dziwić, że mająca takie podłoże zła sytuacja budżetowa jawi się jako trudność szczególnie uporczywa, co wpływa na jej odpowiednio gorszą ocenę. Posiadanie odrębnej waluty zasadniczo zmieniałoby taki stan na korzyść (Koronowski 2014a).

Koszty ewentualnego uczestnictwa Polski w strefie euro

Z gospodarczego punktu widzenia korzyści z tytułu uczestnictwa w strefie euro są złudne, a ich wcześniej przedstawiane uzasadnienia nie wytrzymują konfrontacji z faktami. Niższe stopy procentowe i pogłębiona integracja rynków finansowych, w czym upatrywano ważnego źródła korzyści, mogą być raczej czynnikami wyzwalającymi przedstawiony cykl, który wprawdzie rozpoczyna się nadmiernym ożywieniem gospodarczym, ale kończy upo-

rczywą recesją lub stagnacją. Eliminacja ryzyka kursowego jest w swej istocie eliminacją mechanizmu korekty pozycji konkurencyjnej, w szczególności utraconej w wyniku owego cyklu lub asymetrycznego wstrząsu; jest to wylanie dziecka z kąpielą. Pouczające jest w tej mierze dokonanie porównań międzynarodowych np. sytuacji Słowacji i Polski po 2007 r.; można postawić tezę, że Polska stała się „zieloną wyspą" właśnie dzięki osłabieniu złotego w reakcji na kryzys. Bardziej wyczerpujące porównania również jasno ukazują pozytywne znaczenie kursu zmiennego (Koronowski 2012). Wśród domniemanych korzyści ze wspólnej waluty wymieniano również szybszy rozwój handlu międzynarodowego dodatnio oddziałujący na wzrost gospodarczy. Już pierwsze ogniwo tej rzekomej zależności jeszcze przed kryzysem okazało się nieprawdziwe w świetle danych empirycznych (OECD 2010). Na absurdalne szacunki oczekiwanych korzyści wynikających z intensyfikacji handlu dzięki wspólnej walucie (np. Frankel, Rose 2010) obecnie litościwie opuszcza się zasłonę milczenia. Ogólnikowe argumenty na rzecz wspólnej waluty, jak na przykład wyższa stabilność gospodarcza i wyższa wiarygodność polityki gospodarczej zakrawają dziś na ponury żart. W szczególności należy zwrócić uwagę na upolitycznienie działań Europejskiego Banku Centralnego sprzeniewierzającego się własnym zasadom deklarowanym jeszcze w początkach kryzysu; działania te stają się niekiedy przedmiotem bezsilnego sprzeciwu prezesa Bundesbanku w Radzie Zarządzającej EBC (Koronowski 2013, s. 150 i nast.).

W bilansie skutków przyjęcia wspólnej waluty po stronie gospodarczych korzyści nie sposób wskazać w sposób wiarygodny choćby jednej istotnej pozycji. Często zatem wskazuje się przyjęcie euro jako rzekomy wymóg natury politycznej („twarde jądro" itp.); zazwyczaj towarzyszy temu milczące założenie, że Polska jest jedynie przedmiotem, a nie skutecznym podmiotem polityki europejskiej. W tym artykule uwzględniam jednak tylko kwestie gospodarcze.

Jeśli chodzi o koszty przyjęcia wspólnej waluty, to ich identyfikacja wynika z wcześniejszej części tego artykułu. Doświadczenie grupy krajów strefy euro wskazuje jasno na ryzyko dywergencji koniunkturalnych, które mogą zostać wyzwolone przez przyjęcie euro, nieadekwatną politykę pieniężną, a które ostatecznie prowadzą do recesji, problemów budżetowych i osłabienia systemu finansowego. Oczywiście ten scenariusz nie jest powszechny w strefie euro, kraje takie jak Niemcy cechuje zupełnie inna dynamika gospodarcza. Nie poddając tego przypadku szczegółowej analizie, zauważę tu tylko, że trudno byłoby uznać, że Niemcy są krajem, który ze strefy euro pogrążonej w kryzysie odniósł korzyści.

W przypadku Polski powtórzenie scenariusza opisanego cyklu wydaje się prawdopodobne. Przystąpienie Polski do obszaru ekspansywnej polityki pieniężnej EBC, lepszy dostęp do obfitych źródeł finansowania (pogłębienie integracji rynków finansowych), eliminacja ryzyka kursowego w przypadku kredytów zaciąganych w „krajowej" walucie euro to czynniki sugerujące możliwość zaistnienia boomu kredytowego i w konsekwencji przegrzania gospodarki. Pewne refleksje w tej mierze powinien nasunąć problem nadmiernej ekspansji kredytów walutowych (w tym tak głośna sprawa kredytów frankowych), która nastąpiła

pomimo ryzyka kursowego oraz regulacji ze strony nadzoru tłumiących ten wzrost; takie działania wspólnego, europejskiego nadzoru wobec kredytów udzielanych w „krajowym" euro byłyby niemożliwe. Problem kredytów walutowych w Polsce nie ma jednak ciągle poważnego wymiaru makroekonomicznego; to z pewnością uległoby zmianie w przypadku ogólnego boomu kredytowego.

Zapewne obecnie scenariusz zakładający przegrzanie gospodarki może wydawać się mało prawdopodobny ze względu na ogólnie niskie tempo wzrostu gospodarek europejskich; należy jednak pamiętać, że w unii monetarnej znaczenie mają względne różnice koniunkturalne, Polska obecnie ma stosunkowo wysokie tempo wzrostu, a sytuacja gospodarcza w przyszłości będzie ewoluować.

Nawet przegrzanie gospodarki i presja płacowo-inflacyjna nie muszą oznaczać utraty konkurencyjności w warunkach szybkiego wzrostu wydajności jak w przypadku Irlandii (efekt Balassy-Samuelsona). To oczywiście nie stanowi argumentu na rzecz euro, najwyżej wskazuje na możliwość uniknięcia pewnego kosztu. Zakładanie z góry wysokiego tempa wzrostu wydajności byłoby jednak ryzykowne. Ponadto można przypuszczać, że w Polsce wzrostowi wydajności będzie towarzyszyła także silna presja płacowa; płace w Polsce nie tylko należą do najniższych w Unii Europejskiej, także udział płac w PKB jest bardzo niski. Rynek pracy jest dość płytki, ożywienie pociąga silną presję płacową, co widoczne jest obecnie. Przyjęcie euro mogłoby presję płacową nasilić.

Oznaki ożywienia w gospodarce krajów Unii Europejskiej, a także złagodzenie najostrzejszych symptomów kryzysu w krajach PIIGS leżą u podstaw wyrażanej obecnie nadziei, że kryzys strefy euro został już przezwyciężony. Do pewnego stopnia opinia taka jest uzasadniona, ale jednocześnie trzeba zauważyć, że wciąż istnieją w strefie euro poważne napięcia i nierównowagi, przede wszystkim zaś istotne zróżnicowanie sytuacji poszczególnych gospodarek. Wyrazem tego jest w szczególności ponowny wzrost sald Target2 uznawanych za barometr kryzysu strefy euro (Koronowski 2014b).

Stan taki wpływa na ocenę skutków hipotetycznego uczestnictwa Polski w strefie euro. Przede wszystkim oznacza on, że są znikome szanse, aby wspólna polityka pieniężna EBC była w dostatecznym stopniu adekwatna do potrzeb wszystkich krajów członkowskich – dywergencje, które nastąpiły, pozostawiają wciąż trwałe ślady. Sposób jej prowadzenia musi być zatem mniej lub bardziej kontrowersyjny i budzić spory. Oznacza to, że polityka pieniężna EBC, która już została upolityczniona, będzie przedmiotem rozmaitych nacisków. Trudno nawet byłoby teraz przewidywać jakie argumenty i interesy wezmą górę; powyżej wspomniałem, że stanowisko prezesa Bundesbanku bywało ignorowane, choć upominał się on o respektowanie zasad, które nieco wcześniej EBC wypisywał na swoich sztandarach. Sytuacja taka oczywiście jest wysoce niedogodna dla członków strefy euro – obecnych i hipotetycznych. Nie można na przykład wykluczyć, że polityka pieniężna pozostanie ukierunkowana gównie na zapobieganie rozpadowi strefy euro i stosownie do tego będzie

wysoce ekspansywna i zbyt luźna wobec potrzeb krajów znajdujących się w lepszej sytuacji koniunkturalnej. Gdybyśmy założyli przystąpienie Polski do strefy euro przy stosunkowo dobrej koniunkturze krajowej, to wejście w obszar luźnej polityki pieniężnej EBC zwiększałoby ryzyko przegrzania i wywołania omówionego cyklu. Nie byłby to zresztą jedyny możliwy negatywny scenariusz. Na przykład ponowne załamanie się sytuacji gospodarczej w strefie euro pociągałoby za sobą także tych jej członków, których gospodarki nie miałyby skądinąd żadnych wewnętrznych powodów spowolnienia (zewnętrzny wstrząs asymetryczny). Zakres niepewności jest duży i stosownie do tego wysokie są ryzyka.

Jak wspomniałem, salda Target2 od kilkunastu miesięcy ponownie rosną. Jest to wyrazem fundamentalnych nierównowag w strefie euro. Nie można zatem wykluczyć, że narastające napięcia przerodzą się ponownie w otwarty kryzys. W szczególności wypłacalność Grecji i podmiotów greckich (zwłaszcza instytucji finansowych) jest niepewna. Warto zatem zauważyć, że zobowiązania centralnego banku Grecji wobec EBC z tytułu sald Target2 znacznie przekraczają kapitał EBC (dodajmy do tego greckie papiery skarbowe skupione przez EBC). Oznacza to, że jakakolwiek odmowa bieżącego honorowania swoich zobowiązań przez Grecję oznacza utratę potencjalnie całości kapitału przez EBC, tzn. kapitału wniesionego przez banki centralne krajów strefy euro. Konieczne także byłoby wniesienie nowego kapitału do EBC (gdyby wciąż zamierzano ratować euro). Dodajmy do tego, że nawet w stosunkowo łagodnej wersji kryzysu państwa członkowskie ponosiłyby koszty wspólnego systemu gwarantowania depozytów. Nie zamierzam sporządzać tu lity i szacunków potencjalnych, bezpośrednich, finansowych kosztów, jakie Polska w strefie euro poniosłaby w sytuacji ponownego zaostrzenia kryzysu. „Niewątpliwie byłyby one liczone w miliardach euro. To byłby bezpośredni finansowy koszt przystąpienia do struktury rozchwianej przez zaistniałe dywergencje, wysoce niestabilnej i wciąż grożącej katastrofą.

Bibliografia

Bagus P. (2010), *Tragedia euro*, Instytut Ludwiga von Misesa, Wrocław.

Bandulet B. (2011), *Ostatnie lata euro*, Firma WEKTORY Józef Białek, Bielany Wrocławskie.

Basto R.B. (2007), *The Portuguese Experience with the Euro – Relevance for New EU Member Countries*, „Bank i Kredyt", nr 11-12.

Blanchard O.J. (2006a), *Is There a Viable European Social and Economic Model*, "MIT Department of Economics Working Paper", No. 06-21.

Blanchard O.J. (2006b), *A macroeconomic survey of Europe*, September, https://economics.mit.edu/files/1770 [dostęp: 31.01.2018].

Calvo G.A., Vegh C.A. (1994), *Inflation Stabilization and Nominal Anchors*, (w:) Barth R.C., Wong C.H. (Eds.), *Approaches to Exchange Rate Policy*, IMF, Washington.

De Grauve P. (2010), *Fighting the wrong enemy*, http://www.voxeu.org/index.php?q=node/5062 [dostęp: 31.01.2018].

Edwards S., Yeyati E.L. (2003), *Flexible Exchange Rates as Shock Absorbers*, "NBER Working Paper", No. 9867.

Frankel J., Rose A. (2010), *Estimating the Effect of s of Currency Union on Trade and Output*, "NBER Working Paper", No. 7857.

Issing O. (2005), *One size fits all! A single monetary policy for the euro area*, EBC, https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2005/html/sp050520.en.html [dostęp: 31.01.2018].

Khamis M.Y. (1996), *Credit and Exchange Based Stabilization*, "IMF Working Paper", No. WP/96/51.

Kiguel M., Liviatan N. (1992), *The Business Cycle Associated with Exchange Rate Based Stabilizations*, "The World Bank Economic Review", Vol. 6, No 2.

Komisja Europejska (2001), *Policy adjustment in the euro-area countries: the risk of overheating*, (w:) *The EU Economy: 2001 Review*, Directorate General for Economic and Financial Affairs.

Komisja Europejska (2005), *Growth differences in the euro area*, (w:) *Quarterly Report on the Euro Area*, *II 2005*, Directorate General for Economic and Financial Affairs.

Komisja Europejska (2007), *Annual Report on the Euro Area – 2007*.

Koronowski A. (2007) *Real and nominal divergences in a monetary union – an approach beyond the theory of optimum currency areas*, „Bank i Kredyt", nr 10.

Koronowski A. (2008), *Dywergencje koniunkturalne w unii monetarnej*, „Ekonomista", nr 1.

Koronowski A. (2009), *Divergent business cycles as an effect of a monetary union*, "International Economics and Economic Policy", Vol. 6, No. 2.

Koronowski A. (2011a), *Credibility Crisis in the European Union: Fiscal or Balance of Payments Crisis?*, (w:) Lacina L., Rozmahel P., Rusek A. (red.), *Financial and Economic Crisis: Causes, Consequences and the Future*,, Martin Stříž Publishing, Bučovice.

Koronowski A. (2011b), *Kryzys finansów publicznych czy kryzys płatniczy krajów PIIGS?*, „Gospodarka Narodowa", nr 5-6.

Koronowski A. (2011c), *On a Hidden Aspect of the Credibility Crisis in the European Union*, "Research in World Economy", Vol. 2, No. 1.

Koronowski A. (2012), *Estonian and Hungarian economic policies before and during the crisis; virtue unrewarded and profligacy unpunished*, "Research in World Economy", Vol. 3, No. 1.

Koronowski A. (2013), *Kwadratura euro*, Wydawnictwo Adam Marszałek, Toruń.

Koronowski A. (2014a), *Dual Currency System as a Solution to the Eurozone Crisis*, „Gospodarka Narodowa", nr 2.

Koronowski A. (2014b), *Salda Target2 w Eurosystemie: ich źródła, skutki i perspektywy rozwiązania problemu*, „Zeszyty Naukowe Uczelni Vistula", nr 36.

MacDonald R. (2007), *Exchange Rate Economics, Theories and Evidence,* Routledge, London-New York.

OECD (2010), *OECD Factbook 2010, Economic, Environmental and Social Statistics*.

Reinhart C.M., Rogoff K. (2004), The *Modern History of Exchange Rate Arrangements: a Reinterpretation*, "The Quarterly Journal Of Economics", Vol. CXIX, Iss. 1.

Rogoff K.S., Husain A.M., Mody A., Brooks R., Oomes N. (2003), *Evolution and Performance of Exchange Rate Regimes*, "IMF Working Paper", No. 03(243).

Santaella J.A., Vela A.E. (1996), *The 1987 Mexican Disinflation Program: An Exchange Rate-Based Stabilization?,* "IMF Working Paper", No. WP/96/24.

Schadler S., Murgasova Z., van Elkan R. (2005), *Credit Booms, Demand Booms, and Euro Adoption*, (w:) Breuss F., Hochreiter E. (red.), *Challenges for Central Banks in an Enlarged EMU*, Springer Wien, NewYork.

Wyplosz Ch. (2006a), *European monetary union, the dark side of a major success*, "Economic Policy", Vol. 21, No. 46.

Wyplosz Ch. (2006b), *Diverging tendencies of competitiveness*, Briefing notes to the Committee for Economic and Monetary Affairs of the European Parliament.

Viser H. (1995), *A guide to international monetary economics*, Edward Elgar, Cambridge.

Cyclical Divergences. Experience of the Euro Area Countries and the Risk for Poland in the Monetary Union

Summary

The subject of the paper is an empirical analysis and assessment of the costs that result from substituting a national currency with the euro. These costs take the form of lack of individual monetary policy that can be used to stabilise business fluctuations and of the exchange rate that could help regain competitiveness lost as a result of exogenous, asymmetric shocks or divergent business cycle and inflation. Due to poor theoretical foundations of monetary integration the analysis refers to the experience of the member countries of the euro zone. The conclusions give premises for an assessment whether it is advisable for Poland to join the euro zone.

Key words: euro area, monetary integration, monetary policy.

JEL codes: E63, E65, F33, F45

Artykuł zaakceptowany do druku we wrześniu 2018 r.

Afiliacja:
dr hab. Adam Koronowski
Uniwersytet Kardynała Stefana Wyszyńskiego
Wydział Nauk Historycznych i Społecznych
ul. Kazimierza Wóycickiego 1/3
01-938 Warszawa
e-mail: a.r.koronowski@gmail.com