



BRE BANK SA



Centrum Analiz  
Społeczno-Ekonomicznych

# ⟨Dlaczego nie wolno dopuścić do rozpadu strefy euro⟩

Anders Åslund



  
Centrum Analiz  
Społeczno-Ekonomicznych

Zeszyty BRE Bank – CASE  
Nr 122/2012

Publikacja jest kontynuacją serii wydawniczej Zeszyty PBR-CASE

CASE-Centrum Analiz Społeczno-Ekonomicznych, Fundacja Naukowa

00-010 Warszawa, ul. Sienkiewicza 12

BRE Bank SA

00-950 Warszawa, ul. Senatorska 18

Copyright by: CASE – Centrum Analiz Społeczno-Ekonomicznych – Fundacja Naukowa i BRE Bank SA

Redakcja naukowa

Ewa Balcerowicz

Sekretarz Zeszytów

Krystyna Olechowska

Autor

Anders Åslund

Tłumaczenie

Anna Niewęglowska

DTP

SK STUDIO

ISSN 1233-121X

Wydawca

CASE – Centrum Analiz Społeczno-Ekonomicznych – Fundacja Naukowa, 00-010 Warszawa, ul. Sienkiewicza 12

Nakładca

Fundacja BRE Banku, 00-950 Warszawa, ul. Królewska 14

## SPIS TREŚCI

LISTA UCZESTNIKÓW SEMINARIUM .....	4
WPROWADZENIE .....	5
DLACZEGO NIE WOLNO DOPUŚCIĆ DO ROZPADU STREFY EURO - WNIOSKI Z POPRZEDNICH ROZPADÓW STREF WALUTOWYCH .....	13

## LISTA UCZESTNIKÓW SEMINARIUM

Anders Åslund	Peterson Institute for International Economics, CASE
Luca Barbone	CASE
Wojciech Bąbik	GUS
Piotr Bielski	BZ WBK
Barbara Błaszczuk	CASE
Marek Buczak	Quercus TFI
Daniel Dobrowolski	FOR
Dominika Drzewiecka	BRE Bank
Małgorzata Dusza	BOŚ
Mirosław Dusza	UW
Piotr Dziewulski	PID
Krzysztof Gajewski	NBP
Remigiusz Grudzień	UW
Łukasz Gula	BRE Bank
Andrzej Halesiak	Bank Pekao
Daniel Hall	Ambasada USA
Ireneusz Jabłoński	CAS
Anna Jaros	Ambasada USA
Leszek Jeżdżewski	Liberte
Tomasz Jędrzejczak	Legg Mason
Marek Kałkusiński	NOT Towarzystwo Konsultantów Polskich
Wojciech Kałkusiński	KPH OIG
Kamil Kamiński	Capital Strategy
Paweł Karbownik	MSZ
Stefan Kawalec	Capital Strategy
Małgorzata Koczkodaj	tłumaczka
Ryszard Kowalczyk	Aband Consultants
Jarosław Kowalski	Reuters
Joanna Kulczycka	GUS
Paweł Lipiński	BRE Bank
Piotr Macki	NBP
Witold Michałek	BCC
Waldemar Milewicz	SGH
Killion Munyama	Sejm
Agnieszka Nogajczyk-Simeonow	Allianz
Henryk Okrzeja	Fundacja BRE Banku
Krystyna Olechowska	CASE
Krzysztof Owczarek	KNF
Wojciech Paczyński	CASE
Małgorzata Pawłowska	NBP
Marek Pielach	Obserwator Finansowy
Paweł Pietrowicz	Deloitte Audyt
Grzegorz Poniatowski	CASE
Katarzyna Popowska	NBP
Andrzej Reich	KNF
Wojciech Roman	Equity Partners
Leszek Rydzewski	Kancelaria FKA
John Schutte	Ambasada USA
Małgorzata Stawińska	CASE
Maciej Sobolewski	CASE
Stanisław Sudak	MRR
Ewa Szafarczyk	NBP
Zbigniew Szymczak	KPK
Anna Walicka-Młokosiewicz	tłumaczka
Halina Wasilewska-Trenkner	NBP
Jacek Wojciechowicz	Polska Fundacja Promocji Kadry
Robert Woreta	KNF
Cezary Wójcik	SGH, PAN, CL
Joanna Wójcik	GUS
Jadwiga Zaręba	BPH
Zbigniew Żółkiewski	NBP

# Wprowadzenie

Wszystkie dotychczasowe upadki stref walutowych (upadek imperium austro-węgierskiego po I wojnie światowej, rozpad b. Jugosławii, rozpad strefy rubla) doprowadziły do masowej hiperinflacji. Załamaniem się strefy euro w sytuacji braku bilansowania płatności jest ogromnym ryzykiem. Trzeba więc zrobić wszystko, aby tej sytuacji uniknąć. Jeśli się nie uda, masowy efekt domina (zarażenia kolejnych krajów) stanie się faktem. Jeśli dojdzie do upadku strefy euro, to trzeba zrobić wszystko, by był to proces klarowny i zarządzany, bo niekontrolowany rozpad strefy euro miałby bardzo poważne konsekwencje gospodarcze – twierdzi **Anders Åslund**, gość specjalny 122 seminarium BRE-CASE, które odbyło się w Warszawie, we wrześniu 2012 r.

Nie widzę żadnej analogii między obszarem postsowieckim i wpływem rubla na rozpad Rosji a obecną sytuacją w strefie euro (**Ireneusz Jabłoński, Centrum im. Adama Smitha**). Zresztą podobnie jest w przypadku Jugosławii. Wydaje się, że została pomyłona kolejność. Bo rozpad stref i rubla, i dinara to efekt zmian politycznych a nie przyczyna. Poza tym rubel na długo przed tym jak się rozpadł Związek Radziecki przestał być rzeczywistą walutą, bo obowiązywał system oparty na parytecie USD i na parytecie złota. Gotówka dolarowa w Związku Radzieckim była porównywalna z gotówką, która krążyła w Stanach Zjednoczonych. Państwa strefy rubla i dinara zapłaciły inflacją, ale nie ze względu na wyjście ze strefy jednej waluty, która już wcześniej była walutą obciążoną dużą inflacją, tylko dlatego, że finansowały wcześniej wojny lub nieefektywną gospodarkę. Wojnę afgańską Związek Radziecki rozpoczął w 1979 r., a proces odrywania się republik związkowych od państwa radzieckiego zakończył się w 1991 r. Jugosławia długiem inflacyjnym najpierw finansowała nieefektywne państwo, a potem wojnę bałkańską. A więc nie może być żadnych korelacji ani wniosków wynikających z takich zdarzeń dla oceny przyczyn ewentualnego rozpadu strefy euro.

W Jugosławii przed upadkiem strefy walutowej nie było wojny (A. Åslund). Wojna bałkańska była konsekwencją tego, co działo się ze wspólnym pieniądzem.

Czy rzeczywiście hiperinflację powoduje rozpad unii walutowych? (**Stefan Kawalec, Capital Strategy**). Przyczyną hiperinflacji była I wojna światowa. Niemcy miały olbrzymią hiperinflację, mimo że nie wychodziły z żadnej unii walutowej. Zatem wojna światowa i wydarzenia z nią związane spowodowały olbrzymie problemy, na przykład rozpad państw. Ale inflacja dotknęła w jednakowym stopniu państwa, które się rozpadły, jak i te, które przetrwały.

Euro albo śmierć? Poszukując odpowiedzi na pytanie, zdefiniujmy dzisiejszy kryzys (I. Jabłoński). Niezżyjący już publicysta Stefan Kisielewski mówił: to nie jest kryzys, to jest rezultat. Tak było w socjalizmie realnym i tak jest obecnie. Przecież dzisiejszy kryzys finansowy nie jest kryzysem finansowym rynków, tylko jest kryzysem wynikającym z nieefektywnego, marnotrawnego państwa opiekuńczego, które w dodatku wygenerowało kolejne pokolenie społeczeństwa rentierskiego, a więc niegotowego do poświęceń i ciężkiej pracy, a raczej do konsumowania i utrzymania wysokiego standardu tej konsumpcji na koszt przyszłych pokoleń. Stąd tak gigantyczne zadłużenie państw. Warto zwrócić uwagę, że przez ostatnie 3 lata nawet tak chwalone Niemcy zwiększyły swoje zadłużenie o 1/3 powodując wzrost tego zadłużenia w relacji do PKB z 60 do 80%. I to jest rzeczywista przyczyna dzisiejszego kryzysu. Próba zaradzenia temu kryzysowi strukturalnemu i politycznemu poprzez dodruk papierów (raz zwanych obligacją rządową, raz euro) wydaje się bardziej niż wątpliwy. Bo, gdyby ten zabieg, głównie maszyn drukarskich, był prostym remedium, to nie upadłyby wszystkie wcześniejsze imperia, systemy i organizmy gospodarcze. Zatem, bez rewizji dotychczasowych zasad funkcjonowania państwa nie ma możliwości wybrnięcia z dzisiejszego kryzysu, który jest rezultatem obowiązującego co najmniej od 1,5 pokolenia funkcjonowania państw w Europie Zachodniej.

Strefa euro wśród największych obszarów gospodarczych świata ma zdecydowanie najmniejsze zadłużenie publiczne (A. Åslund). Zadłużenie to w strefie euro stanowi 80%, w Japonii – 220%, w Stanach Zjednoczonych – 105%, w Wielkiej Brytanii – około 95% PKB. Strefa euro wygląda źle, ale nieco lepiej niż konkurencja. Poziom zadłużenia strefy euro jest za duży, ale nie jest powodem kryzysu. Zatem jest to kryzys polityczny, kryzys zaufania.

Dwie fundamentalne kwestie, które trzeba wziąć pod uwagę przy ewentualnym rozpadzie strefy euro. Kwestie, które ujawniły się podczas rozpadu Związku Radzieckiego i Jugosławii, czyli ogromny brak równowagi między płatnościami a systemem płatniczym. Po kryzysie 1998 r. wystarczyły 3 miesiące, aby w Związku Radzieckim nastąpiła ostateczna faza załamania finansowego, a dewaluacja rubla stała się koniecznością. Co prawda, w trakcie ostatniego kryzysu finansowego, w jakiś cudowny sposób, nie rozpadł się żaden system płatniczy. Jednak analizując przypadki z przeszłości nietrudno przewidzieć, że jeśli upadnie strefa euro, upadnie także europejski system płatniczy. Sytuacja stałaby się bardzo poważna.

Oczywiście, niekontrolowany rozpad strefy euro, bez określenia reguł dalszego funkcjonowania systemu walutowego i systemu rozliczeń miałby bardzo poważne konsekwencje dla gospodarki (S. Kawalec). I tego, za wszelką cenę, trzeba uniknąć. Jeśli te reguły zostałyby stworzone, otwiera się przestrzeń do dyskusji o rozwiązaniu strefy euro. Nie można zakładać, że jest to twór wieczny, bo przecież może się okazać, że nie da się jej obronić.

Ostatnie decyzje polityków i EBC sprawiły, że strefa euro się uratowała i żaden kraj jej nie opuści (A. Åslund). Gdyby jednak miało być inaczej, to historia pokazuje, że po pierwsze – im szybciej, tym lepiej, bo w przeciwnym wypadku powstają liczne zagrożenia. Przeciągający się proces niekontrolowanego rozpadu strefy euro to olbrzymie niebezpieczeństwo. Niekontrolowany proces rozpadu strefy euro bardzo się różni od dewaluacji. I Anglosasi popełniają błąd uważając, że to prawie to samo. Unia walutowa to nie jest odwracalny proces, a nierówności w bilansach mogą stać się realnym problemem, lecz dopóki unia trwa nie są groźne. Zadłużenie publiczne Niemiec pozostających w strefie euro nie jest zagrożeniem, ale opuszczenie strefy przez Niemcy oznacza eskalację monetyzacji, a jak wiadomo monetyzacji towarzyszy rosnąca inflacja.

Po drugie – unię walutową opuszczają najpierw bogatsze kraje, zatem prędzej Finlandia, niż Grecja. Co by się stało gdyby Grecja wyszła z euro? Mielibyśmy do czynienia z masowymi bankructwami we Włoszech, Hiszpanii, Portugalii, Irlandii i prawdopodobnie paru innych krajach, jak Słowenia albo Austria. Chodzi o państwa, które mają negatywny bilans Target 2 (system księgowania przelewów transgranicznych w ramach strefy euro). Żeby poskładać ten system potrzeba ogromnych pieniędzy – kilku bilionów euro. Takie pieniądze się oczywiście nie znajdują. To politycznie niemożliwe.

Trzecie niebezpieczeństwo rozpadu strefy euro to zaprzestanie funkcjonowania systemu płatniczego. Kwintesencją bowiem europejskiej strefy walutowej jest to, że mamy scentralizowany system płatniczy. W historii wielokrotnie dochodziło do kryzysów stref walutowych, które nie powodowały problemów. Przykładem kryzys w Czechosłowacji w roku 1993. Natomiast dzisiaj wszystko byłoby bardzo utrudnione. Mamy o wiele więcej pieniądza w obiegu i ten obieg jest szybszy, co powoduje, że operacje muszą być efektywniejsze i szybsze. Kolejny przykład to Irlandia. Kiedy w 1999 r. rezygnowała z funta na rzecz euro też nie miała problemu z saldami. Problem pojawia się w wypadku dużej nierównowagi. Kiedy jeden kraj chce na przykład płacić więcej.

Czy rozpad strefy euro został zażegnany dzięki czerwcowym decyzjom EBC? (**Jadwiga Zareba, BPH**).

EBC przyjął program nieograniczonego skupu obligacji (A. Åslund). Program polega na tym, że Europejski Bank Centralny będzie kupować krótkoterminowe obligacje zadłużonych krajów, po złożeniu przez nie wniosku o pomoc w ramach ESM/EFSF. Warunkiem uzyskania pomocy będzie zobowiąza-

nie się do przeprowadzenia reform, które sprawiają, że kraje te będą w stanie osiągnąć cele fiskalne wyznaczone przez eurogrupę. Zatem EBC zastąpił w Europie MFW. Być może słusznie, ponieważ MFW zdyskredytował się dość mocno w 2010 r. Jego program dla Grecji z maja 2010 r. był chyba najgorszym programem MFW w historii. Zakładał dużo finansowania i bardzo miękkie warunki, w dodatku niewłaściwej natury. To były podwyżki podatków zamiast cięcia wydatków. Tymczasem greckie wydatki publiczne wynosiły 50,5 proc. PKB w 2010 r. i 50,1 proc. w 2011 r., a zatrudnienie urzędników wzrosło o 5 tys. osób tylko od maja 2010 r. do czerwca 2011 r. Część ekonomistów sceptycznie patrzy na nową rolę banku, obawiając się, że EBC stanie się zbyt miękkim zarządcą w polityce monetarnej.

Czy unia bankowa uratuje strefę euro? Unia ureguluje deficyty bilansowe w sposób zgodny z polityką rynkową i logiką rynkową (A. Åslund). Efektem będzie powrót pieniądza do Grecji, do Włoch, Hiszpanii i Portugalii. Kraje te powrócą do systemu monetarnego. W krajach południowej Europy mamy nieco wyższe stopy procentowe. Dzisiaj nikt nie chce handlować z Grecją, bo trudno doprosić się o płatności. Tę sytuację trzeba zażegnać. Z jednej strony kraje te muszą pokazać odpowiednie wyniki, aby odzyskać swoją wiarygodność, ale z drugiej strony musi być zapewniona płynność.

Rozpad strefy euro to nie tylko koszty ekonomiczne (**Jacek Wojciechowicz, Polska Fundacja Promocji Kadr**), ale także bardzo trudne do oszacowania koszty polityczne. Wydaje się, że rozpad strefy euro to koniec Unii Europejskiej. A to groziłoby bardzo trudnymi do przewidzenia konsekwencjami ekonomicznymi, w tym, oczywiście, utratą konkurencyjności w stosunku do gospodarek światowych. Ale pamiętajmy, że kryzysy ekonomiczne pełnią także uzdrowicielską rolę, bo ich efektem są nowe wyższe etapy rozwoju ekonomicznego. Ostatnie europejskie decyzje wskazują, że walka o uratowanie strefy euro została rozpoczęta. Sąd w Karlsruhe (niemiecki Federalny Trybunał Konstytucyjny) orzekł, że Niemcy mogą ratyfikować traktat o europejskim funduszu ratunkowym EMS, jeśli zostanie zagwarantowane, że ich odpowiedzialność finansowa z tego tytułu nie przekroczy uzgodnionych 190 mld euro. Z kolei EBC ogłosił program OMT (*Outright Monetary Transactions*), czyli zapowiedział, że w ramach walki z kryzysem i ratowania wspólnej waluty będzie bez ograniczeń ilościowych skupował krajowe obligacje krótkoterminowe. Czy te decyzje uratują strefę euro? Czy będziemy mieli do czynienia z dokończeniem zarzuconego projektu politycznego? Przecież część analityków twierdzi, że kryzys w strefie euro to w gruncie rzeczy efekt nieskończonego kryzysu politycznego dotyczącego konstrukcji UE. Projekt euro nie został nigdy dokończony, pewne kryteria związane z wchodzeniem do strefy euro nie były spełniane, kryteria ekonomiczne dotyczące uczestnictwa w UE przestały być traktowane poważnie przez najbardziej poważnych członków UE. Czy ten projekt polityczny zostanie dokończony? Czy też będziemy mieli Unię dwóch prędkości? Czy prace naprawcze będą dotyczyły jedynie krajów strefy euro, a kraje spoza strefy euro zostaną pozostawione same sobie? Jak kryzys roku 2008 i obecny w strefie euro wpłyną na geografie polityczną świata? Czy kryzys wymusi głębszą integrację w Europie? (pytanie internauty).



Alternatywą obrony strefy euro jest czarny scenariusz, czyli run na banki, później zamykanie kolejnych banków, a na koniec – masowa dewaluacja (A. Åslund). Rezultatem będzie uruchomienie środków kontroli kapitału, bo będzie się przelewał bardzo szybko, niektóre kraje będą cierpiały z powodu hiperkapitalizacji, a inne – z niedokapitalizowania. Doprowadzi to do wprowadzenia bardzo rygorystycznej kontroli przepływu kapitału. Rozpadnie się jednolity rynek europejski. Jeśli się rozpadnie, to przestanie funkcjonować wspólny rynek pracy, nie będzie także porozumienia z Schengen. Zacznie się masowy *exodus* z krajów UE uwikłanych w kryzys. Spełnienie czarnego scenariusza oznacza olbrzymie napięcia, ogólnie rzecz ujmując, społeczne. Czyli efektem byłyby olbrzymi kryzys polityczny. Z tych to powodów kanclerz A. Merkel naciska na tworzenie Europy federalnej. Czy będzie to Europa dwóch prędkości, czy wspólna Europa? To wielki znak zapytania. H. Schmidt i G. d’Estaing w wywiadzie dla czasopisma „Der Spiegel” jednoznacznie stwierdzili, że kraje strefy euro muszą uciec do przodu, pozostali zaś członkowie UE muszą pozostać poza strefą euro, z wyjątkiem Polski. Konkluzja ta jest bardzo niebezpieczna. Mamy przecież do czynienia z olbrzymią społecznością. Zatem wszystkie kraje UE spoza strefy euro powinny podjąć bardzo poważny wysiłek, aby upewnić się, że projekt europejski zostanie dokończony. Oczywiście, trzeba zaakceptować projekt federalnej Europy. Oznaczałoby to, że KE staje się organem zarządzającym Europą. Rada Europejska stałaby się senatem Europy a nie jej rządem. Więcej uprawnień musiałby mieć Parlament Europejski (PE), a KE – inny kształt, aby mogła bezpośrednio odpowiadać przed PE. Wydaje się, że Europa coraz bardziej działa razem. Zwiększa się prawdopodobieństwo projektu federacyjnego. Efektem będzie nowy trakt europejski, co pewnie stanie się w najbliższym roku.

**Anders Åslund** – jeden z najbardziej uznanych specjalistów postkomunistycznej transformacji gospodarczej, z przeszło trzydziestoletnim dorobkiem badawczym. Przewidział upadek Związku Radzieckiego w swojej publikacji *Gorbachev's Struggle for Economic Reform (Walka Gorbaczowa o reformy ekonomiczne)*. W pracy *How Russia Became a Market Economy (Jak Rosja stała się gospodarką rynkową)* (1995) uzasadniał, że jedyne wyjście, jakie miała Rosja, to przeprowadzenie reform rynkowych. Wśród innych nowszych książek znalazły się: *How Latvia Came through the Financial Crisis (Jak Łotwa wyszła z kryzysu finansowego)* (2011), napisana wspólnie z łotewskim premierem Valdisem Dombrovskisem i *The Last Shall Be the First: The East European Financial Crisis (Pierwsi będą ostatnimi. Wschodnioeuropejski kryzys finansowy)* (2010). Na początku 2006 r. związał się z Instytutem Międzynarodowej Ekonomii Petera G. Petersona w Waszyngtonie. Pracował jako doradca ekonomiczny rosyjskiego rządu (w latach 1991-1994), ukraińskiego rządu i prezydenta Republiki Kirgistanu. Był kierownikiem rosyjskiego i euroazjatyckiego projektu w Carnegie Endowment for International Peace i współkierował projektem Carnegie Moscow Center nt. Postsowieckiej Gospodarki. Jest przewodniczącym Rady Naukowej Centrum Analiz Społeczno-Ekonomicznych (CASE) w Warszawie..

## Podziękowania

*Jestem głęboko zobowiązany za istotne i wnikliwe komentarze: Fredowi Bergstenowi, Peterowi Boone, Williamowi Cline, Josephowi Gagnonowi, Gary'emu Hufbauerowi, Simonowi Johnsonowi, Jacobowi Kirkegaardowi, Juanowi Carlosowi Martinezowi Olivie, Adamowi Posenowi, Howardowi Rosenowi, Arvindowi Subramanianowi, Edwinowi Trumanowi, Angeowil Ubide, Nicolasowi Veronowi i Johnowi Williamsonowi.*

*Wiele zawdzięczam inspirującym dyskusjom w Instytucie Petersona.*

*Jestem bardzo wdzięczny Natalii Aivazowej za wspaniałą pomoc w kwerendzie, a Madonie Devasahayam za wsparcie redaktorskie.*

*Napisałem dwa niewielkie artykuły na temat niniejszego opracowania (Å slund, 2011 i 2012).*

*Odpowiedzialność za wszelkie ewentualne niedociągnięcia, które pozostały w opracowaniu spoczywa jedynie na mnie.*



## Dlaczego nie wolno dopuścić do rozpadu strefy euro – wnioski z poprzednich rozpadów stref walutowych

Jedno z najważniejszych pytań naszych czasów brzmi: czy Unii Gospodarczej i Walutowej (UGW) uda się przetrwać? Zbyt często zdarza się, że badacze opisują potencjalne wyjście jednego lub kilku krajów ze strefy euro jako niewiele więcej niż dewaluację, ale ja twierdzę, że opuszczenie strefy euro przez którykolwiek z krajów byłoby o wiele poważniejszym wydarzeniem, którego skutki mogą okazać się opłakane. Wyjście z UGW nie może być wybiorcze: albo wychodzą wszyscy członkowie, albo żaden.

Rozpad strefy walutowej jest dużo poważniejszy niż dewaluacja. Kiedy strefa walutowa z ogromnymi nieuregulowanymi zobowiązaniami rozpada się, międzynarodowy mechanizm płatności w jej obrębie zostaje zerwany, utrudniając wszelkie kontakty gospodarcze. Tworzenie nowego mechanizmu płatności może zająć wiele lat, jak to się stało w przypadku byłego Związku Radzieckiego. A tymczasem

rozpad może doprowadzić do wielu katastrof. Prawie połowa przypadków hiperinflacji na świecie zaistniała na skutek nieuporządkowanego rozpadu trzech europejskich stref walutowych: monarchii austro-węgierskiej, Jugosławii i Związku Radzieckiego. Łatwiej jest stworzyć strefę walutową niż ją rozwiązać. W tym szkicu ekonomicznym skupiam się na naukach, jakie można wyciągnąć z rozpadu strefy rubla, czego byłem naocznym świadkiem<sup>1</sup>.

Przyświecają mi trzy cele. Po pierwsze, chcę wyjaśnić jak niszczącym wydarzeniem może być potencjalny upadek UGW z jej ogromnymi nierozliczonymi saldami. Zaprzestanie obsługiwanego długu publicznego nie musi automatycznie oznaczać wyjścia (kraju – przyp. tłum.) ze strefy euro. Grecja już przestała obsługiwać swój oficjalny dług, tak by doprowadzić do zredukowania całkowitego długu publicznego do możliwego do utrzymania po-

ziomu, ale nie opuściła strefy euro. Twierdzą, że wyjście Grecji ze strefy euro oznaczałoby nie tylko dewaluację greckiej waluty, ale wywołałoby międzynarodową panikę bankową i zakłóciłoby mechanizm płatności w UGW, co doprowadziłoby do poważnej, być może nawet śmiertelnej, dezintegracji UGW. Wyrządziłoby to ogromne szkody nie tylko Grecji, ale także innym krajom Unii Europejskiej i gospodarce światowej.

Po drugie, kluczowym argumentem dowodzącym możliwości zaistnienia efektu domina jest to, że w UGW już istnieją ogromne nieuregulowane nadwyżki i deficyty międzybankowe, w tak zwanym systemie Target2. Target2 to skrót od „transeuropejskiego zautomatyzowanego błyskawicznego systemu rozrachunku na bazie brutto w czasie rzeczywistym” (ang. *Trans-European Automated Real-Time Gross Settlement Express Transfer System*). Jest to obecnie używana druga wersja tego systemu płatności (Bindseil, Cour-Thimann i König 2012, s. 85)<sup>2</sup>. Opuszczenie strefy euro przez którykolwiek z krajów wywołałoby prawdopodobnie zerwanie scentralizowanego systemu płatności UGW. Te rosnące nierozliczone nadwyżki i deficyty są przedmiotem poważnych obaw, ponieważ nikt nie wie, jak będą one traktowane w przypadku rozpadu UGW. Jakakolwiek próba ograniczenia ich pułapu wiązałyby się z ryzykiem rozbicia UGW. Te nadwyżki i deficyty powinny zostać rozliczone, ale należy to zrobić w sposób, który chroniłby integralność UGW. Jednakże, jak to pokazuję, nie może to zostać osiągnięte przez nic mniejszego niż pełne zabezpieczenie trwałości UGW.

Po trzecie, jeśli stanie się to, co jest niedopuszczalne, czyli dojdzie do rozpadu strefy euro, szkody będą bar-

dzo różne w zależności od zastosowanych (w tym procesie – przyp. tłum.) polityk. Opierając się na wnioskach z rozpadu stref walutowych w przeszłości, sugeruję, że polubowne, szybkie i skoordynowane rozwiązanie UGW zminimalizowałoby szkody.

W pierwszej części tego szkicu zajmuję się przeglądem argumentów na rzecz rozpadu strefy euro. Druga część zawiera analizę rozpadów stref walutowych w przeszłości. Trzecia część przedstawia szacunki potencjalnych kosztów rozpadu UGW, w czwartej części badam zaś problemy związane z systemem Target2. W części piątej opisuję, jak prawdopodobny efekt domina po wyjściu jednego kraju może doprowadzić do upadku UGW jako całości. W części szóstej zastanawiam się, jaki byłby najkorzystniejszy sposób rozwiązania strefy euro, jeśli to, co niepożądane stałoby się koniecznością.

Dyskusja na temat kryzysu w strefie euro jest rozległa i głęboka. W tym szkicu ekonomicznym skupiam się jednak wyłącznie na zagadnieniach określonych wyżej. Odsuwam więc na bok wiele aktualnych pytań o zarządzanie kryzysem, finansowanie i system instytucjonalny (ang. *governance* – przyp. tłum.) Unii Gospodarczej i Walutowej.

## **Przegląd argumentów za rozpadem strefy euro**

Od początku wielu wybitnych anglo-amerykańskich ekonomistów, szczególnie Milton Friedman i Martin Feldstein, było zdania, że strefa euro nie może funkcjonować. Wyjściowe argumenty, dobrze zaprezentowane przez Nouriel Roubiniego (2011), są proste. Po pierwsze, strefa euro nie spełniała pier-

wotnych warunków dla optymalnego obszaru walutowego, sformułowanych przez Roberta Mundella. Istotą teorii Mundella (1961, s. 661) było, że „optymalny obszar walutowy jest regionem zdefiniowanym przez wewnętrzną mobilność czynników produkcji i zewnętrzną niemobilność czynników produkcji”. Rynki pracy w kilku krajach członkowskich UGW są silnie regulowane. Po drugie „wszystkie udane unie walutowe zostały ostatecznie związane z unią polityczną i fiskalną” (Roubini 2011).

Powyższe argumenty są prawdziwe, jednak zwolennicy UGW odpowiedzieli na to, że zarówno warunki dla optymalnego obszaru walutowego, jak i unia polityczna oraz fiskalna – a więc federalizacja Unii Europejskiej – może ewoluować w czasie i dojść do skutku w trakcie obecnego kryzysu. Mijamy nadzieję, że podstawowe problemy systemu instytucjonalnego strefy euro są obecnie rozwiązywane, przez tworzenie ściślejszej unii fiskalnej, unii bankowej oraz wystarczająco dużego funduszu ratunkowego (Bergsten i Kirkegaard, 2012). UGW nie była wiarygodna, jeśli chodzi o dyscyplinę fiskalną i twarde ograniczenia budżetowe, a rynek słusznie założył, że wszystkie państwa-grzesznicy otrzymają pomoc (ang. *bail out* – przyp. tłum.). Obecny kryzys poprawił wiarygodność fiskalną UGW, ale zaszczepił także nowe obawy przed niewypłacalnością państw i ryzykiem walutowym.

Dwa główne problemy, które pojawiły się w kryzysie strefy euro, wywołały nowe głosy wzywające do rozwiązania strefy euro (patrz na przykład: Lachman 2010, Roubini 2011). Jeden to niewypłacalność państwa. Wielu zakładało, że kraj członkowski UGW, który popada w niewypłacalność, musi

opuścić strefę euro, ale nie jest to prawdą. Grecja przestała obsługiwać dług publiczny, jednak pozostała w strefie euro. Jak zauważa Martin Wolf (2011a) „restrukturyzacje długu są bardzo prawdopodobne, jakakolwiek forma rozpadu dużo mniej”. Po Grecji, która ustanowiła precedens (postępowania w strefie euro z krajami niewypłacalnymi – przyp. tłum.), zrozumiałe jest, że można się spodziewać dalszych umorzeń długu. Carmen Reinhard i Kenneth Rogoff (2009) ustalili empirycznie, że jeśli dług publiczny przekracza 90 procent produktu krajowego brutto (PKB), kraj o rozwiniętej gospodarce ledwie może go obsługiwać; dla rynków wschodzących górna granica to 60%. Biorąc pod uwagę, że zadłużenie publiczne Grecji, Włoch, Irlandii i Portugalii przekracza 100% PKB, dalsze oficjalne redukcje długu publicznego wydają się prawdopodobne, ale – tak jak w przypadku Grecji – takie niewypłacalności nie stanowią powodu, by wyjść z UGW.

Inny problem stanowi to, że kraje południowej Europy nie są wystarczająco konkurencyjne, by zrównoważyć swój rachunek obrotów bieżących z członkami UGW z Północy. Roubini (2011) stwierdza, że „istnieje tak naprawdę tylko jeden sposób, żeby przywrócić konkurencyjność i wzrost gospodarczy na peryferiach: trzeba porzucić euro, powrócić do walut lokalnych i osiągnąć maksymalną realną i nominalną deprecjację. W końcu, w przypadku każdego kryzysu finansowego w gospodarkach wschodzących, kryzysu, który przywrócił wzrost gospodarczy, przejście do płynnego kursu walutowego było konieczne – i nie do uniknięcia – oprócz zwiększenia płynności przez bank centralny, cięć w wydatkach publicznych i reform, a w niektórych przypadkach, restrukturyzacji i redukcji długu”.

Przede wszystkim to stwierdzenie jest nieprawdziwe. Dewaluacja – choć w niektórych przypadkach może być korzystna – nie jest bynajmniej konieczna dla pokonania kryzysu. Mniej więcej połowa krajów na świecie ma pełzający (ang. *pegged exchange rate* – przyp. tłum.) kurs walutowy lub kurs stały (ang. *fixed exchange rate* – przyp. tłum.). Podczas wschodnioazjatyckiego kryzysu w 1998 r. w Hong Kongu udało się utrzymać stały kurs walutowy, dzięki bardzo elastycznemu rynkowi pracy. Remedium na południowoeuropejski dylemat znajduje się w Unii Europejskiej. W ciągu ostatnich trzech dekad kilka krajów członkowskich zareagowało na potężne kryzysy ekonomiczne poważną konsolidacją fiskalną i reformą rynku pracy, poprawiając w ten sposób swoją konkurencyjność, w szczególności Dania w 1982 r., Holandia w późnych latach 80., Szwecja i Finlandia we wczesnych latach 90., wszystkie dziesięć krajów postkomunistycznych na początku lat 90. i Niemcy na początku pierwszej dekady XXI w. Trzeba pamiętać, że jeszcze w 1999 r. *Economist* określił Niemcy jako „chorego człowieka strefy euro”<sup>3</sup>. Niedawno, trzy kraje bałtyckie: Estonia, Łotwa i Litwa, a także Bułgaria powtórzyły ten wyczyn (Åslund 2010, Åslund i Dombrovskis 2011). Wśród tych licznych krajów, które zostały dotknięte kryzysem, tylko Szwecja i Finlandia zdevaluowały swoje waluty, co pokazuje, że dewaluacja nie jest wcale konieczną częścią rozwiązania. Peryferyjne kraje Europy cierpią – w różnych proporcjach – z powodu słabej dyscypliny fiskalnej, nadmiernej regulacji rynków (szczególnie rynku pracy), pękniętej bańki spekulacyjnej na rynku bankowym i rynku nieruchomości oraz słabych systemów edukacyjnych. Niedomagania te doprowadziły do spadku konkurencyjności i niskiego wzrostu gospodarcze-

go, ale mogą zostać wyleczone innymi środkami niż dewaluacja.

Po drugie, wybór polityki gospodarczej zawsze musi się opierać na analizie realnych możliwych rozwiązań. UGW została zaprojektowana jako twór nieodwracalny (Issing 2008), dlatego wiąże się z paroma bardzo kosztownymi gorzkimi pigułkami. Według standardów Traktatu z Maastricht, błędem było dopuszczenie Grecji do UGW, ale nie ma to dzisiaj znaczenia, ponieważ ta decyzja jest nieodwracalna. Twierdzę, o czym poniżej, że cena, jaką przyszłoby zapłacić za rozpad strefy euro byłaby straszliwa, podczas gdy rozwiązanie problemu konkurencyjności Europy Południowej jest technicznie dość prozaiczne, a dewaluacja nie jest koniecznym narzędziem do osiągnięcia tego celu.

Zasadniczo, argumenty za rozpadem UGW można sprowadzić do dwóch punktów: jej sposób funkcjonowania nie może być naprawiony, albo że Europa Południowa nie może przeprowadzić reform rynku pracy i cięć płac. Jedyną prawdziwą korzyścią z wyjścia ze strefy euro dla Grecji byłaby możliwość przeprowadzenia dewaluacji nowej waluty, po to by stać się krajem konkurencyjnym.

Jednak, bez podjęcia wewnętrznej dewaluacji w łotewskim stylu, Grecja zrezygnowałaby z wielu pożądanym reform strukturalnych. Po dwóch latach rygorystycznych reform, Łotwie udało się przywrócić wzrost gospodarczy (Åslund i Dombrovskis 2011). Niezależna polityka monetarna nie byłaby na pewno korzystna dla Grecji, jeśli miałoby się to skończyć cyklem dewaluacja-inflacja, a tego właśnie można by się spodziewać. Negatywne konsekwencje byłyby, z drugiej strony, olbrzymie zarówno dla Gre-



cji, jak i innych krajów, ponieważ wyjście jednego kraju może prawdopodobnie doprowadzić do rozpadu UGW, czyli wydarzenia zupełnie innego kalibru. Jak pisze Wolfgang Münchau (2012) „Rozpad [UGW] stanowiłby największy wstrząs gospodarczy naszych czasów”. W tym szkicu ekonomicznym wyjaśniam, dlaczego by tak było.

Istnieje jednak jeden przypadek, w którym UGW byłaby nie do ocalenia i – co za tym idzie – niewarta ratowania. Stałoby się tak, gdyby do skutku doszedł nieprawdopodobny scenariusz: działania Europejskiego Banku Centralnego stałyby się proinflacyjne, jak to się stało w przypadku Centralnego Banku Rosji w 1992 r. Oznaczałoby to, że niezależny bank centralny może być całkowicie nieodpowiedzialny i niewiarygodny oraz przyczyniłoby się do ostatecznej porażki systemu instytucjonalnego UGW. Pomijam jednak ten scenariusz jako zbyt nieprawdopodobny.

## **Rozpady stref walutowych w przeszłości**

Świat i Europa były świadkami wielu upadków wielonarodowych stref walutowych. Niektóre miały dramatyczny przebieg, inne były dość uporządkowane. W ostatnim stuleciu, Europa doświadczyła co najmniej sześciu rozpadów unii monetarnych, ale każdy z nich miał zupełnie inny charakter.

Dość łatwo było rozwiązać system waluty złotej, kiedy kraje zachowały oddzielne banki centralne i systemy płatności. Dwa znaczące przypadki to Łacińska Unia Monetarna i Skandynawska Unia Monetarna. Łacińska Unia Monetarna powstała naj-

pierw pomiędzy Francją, Belgią, Włochami i Szwajcarią, a później dołączyły do niej Hiszpania, Grecja, Rumunia, Bułgaria, Serbia i Wenezuela. Unia trwała od 1865 do 1927 r. Upadła przez niewłaściwe poziomy kursów walut, porzucenie standardu złota i deprecjonowanie pieniądza przez niektóre banki centralne. Podobna, Skandynawska Unia Monetarna istniała między Szwecją, Danią i Norwegią od 1873 do 1914 r. Została w sposób prosty rozwiązana, kiedy Szwecja porzuciła system waluty złotej. Te dwie strefy walutowe nie były w pełni strefami, ponieważ nie było w nich wspólnego banku centralnego i scentralizowanego systemu płatności. Sprowadzały się właściwie tylko do powiązania wartości walut ze złotem. Dlatego nie są one zbyt istotne dla UGW.

Europa ma do przywołania jeden niedawny przykład udanego rozpadu strefy walutowej. Podział Czechosłowacji na dwa kraje został pokojowo uzgodniony w 1992 r., by dojść do skutku 1 stycznia 1993 r. Według pierwotnego zamysłu wprowadzenie dwóch odrębnych systemów walutowych miało nastąpić 1 czerwca 1993 r. Jednak natychmiastowa ucieczka od czechosłowackiej waluty spowodowała oddzielenie koron czeskiej i słowackiej w połowie lutego, a korona słowacka została umiarkowanie zdewaluowana w stosunku do korony czeskiej. Dzięki temu wczesnemu rozdzieleniu walut, stabilność walutowa została utrzymana w obu krajach, choć inflacja nieco wzrosła i wystąpiły nieznaczne zakłócenia w wymianie handlowej (Nutti 1996; Åslund 2002, s. 203). Ta unia walutowa była rzeczywista, ale dzięki ograniczonej głębokości sektora finansowego zaraz po upadku komunizmu, rozpad był znacznie prostszy niż będzie to kiedykolwiek w przyszłości. W szczegól-

ności, nie były wówczas dostępne instrumenty finansowe, które pozwalałyby inwestorom spekulować przeciw słowackiej koronie.

Sytuacja UGW jest zupełnie inna niż w opisanych trzech przypadkach. Nie istnieje żadna norma zewnętrzna, taka jak standard złota i jest to rzeczywista unia walutowa ze wspólnym systemem płatności i bankiem centralnym. System płatności jest scentralizowany w EBC i w przypadku upadku UGW rozpadłby się na kawałki z powodu nagromadzenia ogromnych nieuregulowanych nadwyżek i deficytów. Im więcej krajów należy do unii walutowej, tym prawdopodobnie bardziej nieuporządkowany będzie jej rozpad. UGW, ze swoimi 17 krajami członkowskimi, jest bardzo złożoną unią walutową. Gdy grozi rozpad, zasadniczo ważne stają się, prowadzące politykę gospodarczą instytucje, które powinny mieć jasno zdefiniowany mandat, ale to brak przepisów dotyczących rozpadu UGW leży w samym sercu problemu strefy euro. To musi sprawić, że bałagan będzie jeszcze większy. Wreszcie, dowiedziona niekompetencja i opieśzałość europejskich polityków gospodarczych w rozwiązywaniu kryzysu jeszcze bardziej skomplikuje sytuację.

Pozostałe trzy przypadki rozpadów stref walutowych w ostatnim stuleciu to rozpad imperium Habsburgów, Związku Radzieckiego i Jugosławii. Są one prawdziwie złowieszcze. Wszystkie trzy skończyły się wielkimi katastrofami, w każdym przypadku doszło do hiperinflacji w kilku krajach. W imperium Habsburgów, Austrii i Węgram przyszło się zmierzyć z hiperinflacją. Jugosławia doświadczyła hiperinflacji dwukrotnie. W byłym

Związku Radzieckim hiperinflacja miała miejsce w dziesięciu z piętnastu republik<sup>4</sup>.

Całkowity spadek produkcji był straszliwy, choć słabo udokumentowany z powodu panującego chaosu. Zgodnie z oficjalnymi danymi, średni spadek produkcji w byłym Związku Radzieckim wyniósł 52%, a w krajach bałtyckich 42% (Åslund 2007, s. 60). Według Banku Światowego, w 2010 r. pięć z dwunastu krajów postsowieckich – Ukraina, Mołdowa, Gruzja, Kirgistan i Tadżykistan – wciąż nie osiągnęły poziomu swojego PKB *per capita* z 1990 r. według parytetu siły nabywczej. Analogicznie, spośród siedmiu spadkobierców Jugosławii, przynajmniej Serbia i Czarnogóra, przypuszczalnie Kosowo oraz Bośnia i Hercegowina dwie dekady później nie osiągnęły poziomu swojego PKB *per capita* z 1990 r. według parytetu siły nabywczej (Bank Światowy, 2011). Prawdopodobnie też Austria i Węgry doszły do siebie po hiperinflacji z wczesnych lat 20. XX w. dopiero w połowie lat 50. tego wieku. Tak więc, jest historycznie udokumentowane, że połowa krajów należących do strefy walutowej, która się rozpada doświadcza hiperinflacji i nie jest w stanie osiągnąć swojego dotychczasowego poziomu PKB przez około ćwierć wieku, a to jest dużo więcej niż stracona dekada Ameryki Łacińskiej w latach 80. XX w.

Przyczyny tak znacznych spadków produkcji były liczne: zmiany ustrojowe, konkurujące ze sobą emisje pieniądza prowadzące do hiperinflacji, załamanie się systemu płatności, niewypłacalność, wykluczenie z międzynarodowego kredytowania, zaburzenia w handlu oraz wojny. Takie połączenie nieszczęść jest charakterystyczne dla upadku unii walutowej.

Powszechną reakcją na takie przypadki jest powiedzenie, że to było dawno temu, teraz sprawy się mają już zupełnie inaczej i liczą się inne czynniki. Po pierwsze, to wcale nie było tak dawno temu. Dwie z tych gospodarczych katastrof miały miejsce zaledwie dwie dekady temu. Po drugie, hiperinflacja była prawdopodobnie najbardziej szkodliwym czynnikiem ekonomicznym, a stanowi ona nieodłączną konsekwencję upadku strefy walutowej, niezależnie od czasów, w których ma on miejsce. Blisko połowa przypadków hiperinflacji w historii świata wystąpiła na skutek rozpadu tych trzech wymienionych wyżej stref walutowych. Przyczyną były konkurujące ze sobą emisje kredytów przed rozpadem przez rywalizujące ze sobą banki centralne. Po trzecie, brak dyscypliny monetarnej i wojna są ze sobą ściśle powiązane. Najlepszą ilustracją tej tezy jest porównanie Słowenii z Jugosławią. W pierwszej połowie 1991 r. Narodowy Bank Jugosławii rozpoczął nadmierną emisję pieniądza na korzyść Serbii. 25 czerwca 1991 r. Słowenia zadeklarowała swoją pełną niepodległość, także by bronić swoich finansów. Dwa dni później jugosłowiańskie siły zbrojne zaatakowały Słowenię (Pleskovic i Sachs, 1994, s. 198). Na szczęście ta wojna nie trwała długo i Słowenia mogła wyjść z Jugosławii, odnosząc później sukcesy, zarówno polityczne, jak i ekonomiczne.

Wielu ekonomistów ignoruje doświadczenia byłego Związku Radzieckiego i Jugosławii, ponieważ oba kraje przeszły także zmiany ustrojowe. Aby wykluczyć wpływ zmiany ustrojowej porównuję były Związek Radziecki z Rumunią i Bułgarią, które także miały silnie wypaczoną gospodarkę socjalistyczną i były na podobnym poziomie rozwoju gospodarczego jak Związek Radziecki. PKB Rumunii

spadł, według oficjalnych danych, „zaledwie” o 25%, więc o 27 p.p. mniej niż PKB w byłym Związku Radzieckim. Bułgaria doświadczyła spadku PKB o 33%, czyli o 19 p.p. mniej niż były ZSRR (Åslund, 2002, s. 118). A zatem całkowity spadek produkcji w wyniku powolnego upadku strefy rubla prawdopodobnie plasuje się w przedziale między 20 a 25%<sup>5</sup>.

Powyższe rozpady stref walutowych były rozciągnięte w czasie, a im dłużej trwały, tym gorsze stawały się katastrofy ekonomiczne. Przyczyną upadku były różnice polityczne i starania dotychczasowego centrum unii i większości jej krajów sukcesorów, by utrzymać unię walutową nawet po tym, jak okazało się to niemożliwe. Ostateczny krach nastąpił wtedy, gdy rywalizujące ze sobą banki centralne zaczęły emitować tę samą walutę, wywołując hiperinflację.

Mark Cliffe i in. (2010, s. 6) zauważa, „że przechodzimy od ‘wyobrażania sobie niewyobrażalnego’ do ‘liczenia niepoliczalnego’”. To prawda, że istnieje historia przypadków nieudanych unii monetarnych, które należy analizować. Jednak UGW jest unią nieporównywalną do żadnej z dotychczasowych pod kątem swojej skali i ambicji”. Nie zgadzam się z tym twierdzeniem. Uważam, że spośród trzech dramatów opisywanych powyżej, upadek strefy rubla w 1992 i 1993 r. ma największe znaczenie dla UGW. Wiele właściwości charakteryzujących strefę rubla, może się powtórzyć także w przypadku rozpadu strefy euro. Najważniejszą cechą był scentralizowany system płatności, który najpierw został sparaliżowany przez wielkie nadwyżki i deficyty, które najpierw narastały a potem pękły, zagrażając na długi czas handlowi i płatno-

ściom. Dominującym problemem w Jugosławii były próby Serbii, by rządzić innymi republikami i to Serbia wywołała hiperinflację przez nadmierną emisję pieniądza. Dramat Austro-Węgier miał miejsce w czasie, kiedy instytucje finansowe i międzynarodowe wyglądały zupełnie inaczej.

Powstrzymam się od omawiania scenariuszy ewentualnych działań militarnych, ale byłoby rzeczą nie-mądrą nie odnotować tej możliwości. Cała była Jugosławia i sześć dawnych republik radzieckich stało w obliczu wojny. Hiperinflacje wynikłe z rozpadu monarchii austro-węgierskiej są rutynowo wymieniane jako przyczyny wybuchu II wojny światowej. Unia Europejska uważa pokój za jedno ze swoich największych osiągnięć i jeśli zagrożone zostało by jej trwanie, pokój nie byłby już tak oczywisty. Wojna grecko-turecka o Cypr miała miejsce dawno temu, w 1974 r., a spór o podział Cypru pozostał nierozwiązany, sprawiając, że Nikozja reklamuje się jako ostatnia podzielona stolica na świecie.

Co prawda wiele się zmieniło w ciągu ostatnich dwóch dekad, ale, jak wiadomo, nie wszystkie zmiany muszą być korzystne. Świat globalnych finansów stał się bardziej skomplikowany. Międzynarodowe przepływy finansowe są dużo większe i szybsze niż w przeszłości, co potęguje i przyspiesza wszystkie negatywne efekty. Kiedy miał miejsce udany rozpad wspólnej czeskiej i słowackiej unii walutowej, nie było czym spekulować, ale dzisiaj istnieje aż nadto możliwości. A zatem powtórzenie tego sukcesu nie byłoby już możliwe. Choć postkomunistyczni politycy nie byli zbyt świątymi ekonomistami, działali szybko w porównaniu z powolnym procesem decyzyjnym w Unii Europejskiej. Nie byli oni także obciążeni wieloma róż-

nymi konstytucjami, co więcej – chronionymi przez kapryśne sądy konstytucyjne. Toteż dzisiaj sytuacja może być tylko gorsza.

## Potencjalne koszty rozpadu UGW

Opinie na temat kosztów rozpadu strefy euro są bardzo zróżnicowane. Wielu przeciwników strefy euro po prostu je ignoruje (patrz np.: Feldstein 2010, Lachman 2010, Roubini 2011). Typowe lekceważące stwierdzenie brzmi: „Rozwiązanie (strefy – przyp. tłum.) może być ciężkie do przeprowadzenia, ale może być lepsze niż trwanie w nieudanym małżeństwie” (Das i Roubini 2012).

Przeciwnicy rozpadu, odwrotnie, są tym bardziej zaniepokojeni. Willem Buitter (2011) wyciąga taki wniosek: „Rozpad strefy euro, nawet częściowy, obejmujący wyjście jednego lub więcej krajów charakteryzujących się słabością fiskalną i niską konkurencyjnością, byłby chaotyczny. Pełny lub całkowity rozpad... wywołałby pandemonium. Nie byłoby to zaplanowane, uporządkowane, stopniowe rozwiązywanie istniejących zobowiązań politycznych, gospodarczych i prawnych... Jeśli miałyby wyjść Hiszpania i Włochy, nastąpiłby upadek ważnych systemowo instytucji finansowych w całej UE i Ameryce Północnej oraz lata światowego kryzysu” (podobne opinie można znaleźć w: Eichengreen 2007, Blejer and Levy-Yeyati 2010, Cliffe i in. 2010, Dąbrowski 2012, Normand i Sandilya 2011).

Buitter przewiduje eskalację paniki finansowej z runem na banki, dużymi dewaluacjami, mnożącymi się wyjściami z UGW, zamrożeniem płynno-

ści, niewypłacalnościami (państw – przyp. tłum.) i konfliktami prawnymi, co jest w dużej mierze zgodne z moimi argumentami poniżej. Zakładając całkowity rozpad strefy euro, przewiduje, że „nieuzgodnione zaprzestanie obsługi długów przez państwa i wyjście wszystkich pięciu krajów peryferyjnych ze strefy euro (...) wywoła trwający lata światowy kryzys ze spadkiem PKB o więcej niż 10 procent” (Buitter 2011). John Normand i Arindam Sandilya (2011) zajmują bardzo podobne stanowisko i opisują szczegółowo kolejne etapy, ale nie koszty.

Interesujące jest, że Mario Blejer i Eduardo Levy-Yeyati (2010) – wybitni ekonomiści, którzy odegrali ważną rolę w tworzeniu polityki gospodarczej Argentyny podczas kryzysu w 2002 r. jako odpowiednio: prezes i główny ekonomista Centralnego Banku Argentyny – stanowczo sprzeciwiają się jakimkolwiek wyjściu z UGW. Stosują wiele argumentów Buitera, chociaż liczni autsajderzy używają przypadku Argentyny jako argumentu za wyjściem Grecji z UGW. Rozwiązanie argentyńskiego kryzysu w latach 2001–2002 jest teraz przedstawiane jako sukces, lecz Blejer i Eduardo Levy-Yeyati nie zgadzają się z taką oceną. Podkreślają oni, że pesyfikacja<sup>6</sup> depozytów bankowych i kredytów wywołały poważne niedopasowania walutowe i doprowadziła w rezultacie do dużych konfiskat, które miały ogromny wpływ redystrybucyjny i sprowokowały gwałtowne reakcje społeczne i polityczne. Michael Mussa (2002, s. 51) zauważył, że niewypłacalność (państwa – przyp. tłum.) i dewaluacja zniszczyły doskonale system bankowy Argentyny. Rząd pogorszył sytuację nakazując, by pożyczki dolarowe banków argentyńskich były spłacane w peso, a depozyty w dolarach zostały przewalutowane na peso po niekorzystnym

kursie. Po dekadzie wzrostu gospodarczego następującego po recesji, dziedzictwem kryzysu argentyńskiego jest populizm i kiepska polityka gospodarcza – z pewnością nie jest to wzór godny naśladowania.

Cliffe i in. (2010, s. 9) dostarczyli najbardziej szczegółowej oceny procesu i kosztów rozpadu UGW. Przewidują oni, że przy zupełnym rozpadzie UGW całkowity spadek produkcji w krajach UGW sięgnie od 5 do 9% podczas pierwszego roku, a od 9 do 14% w ciągu trzech lat. Naturalnie, tego typu rozważania są wysoce hipotetyczne, a co za tym idzie – spekulatywne, jednakże warto prześledzić tok rozumowania tych autorów.

W swoim scenariuszu całkowitego rozpadu strefy euro Cliffe i in. (2010, s. 7-8) zakładają, że „rządy zdecydują się na konwersję swoich aktywów i pasywów na nowe waluty narodowe. Tymczasowo wprowadzona zostanie kontrola przepływu kapitału (...) Nowe banknoty i monety zostaną wprowadzone tak szybko, jak będzie to możliwe”. Według autorów scenariusza całkowity rozpad strefy euro gwałtownie uderzy w gospodarkę realną. Po pierwsze, „problemy logistyczne i prawne z przywróceniem walut narodowych, choć przejściowe, będą poważne i przewlekłe”. Po drugie, „ucieczka kapitału i silne napięcia w systemie finansowym zakłócą wymianę handlową i inwestycje”. Po trzecie, „gwałtownemu spadkowi zaufania przedsiębiorców i konsumentów najprawdopodobniej towarzyszyć będzie ponowny spadek cen aktywów w strefie euro i poza nią”. Po czwarte, „wyzwanie, jakim jest utrzymanie wiarygodności fiskalnej i zapewnienie finansowania wydatków państwa, będzie jeszcze większe”. To wymagało-

by jeszcze silniejszego zaciskania fiskalnego (ang. *fiscal tightening* – przyp. tłum.), szczególnie w przypadku słabszych peryferyjnych krajów strefy euro”. Po piąte, kraje spoza strefy euro ucierpiałyby z powodu silnej aprecjacji ich waluty, która „przyczyniłaby się do osłabienia wzrostu ich eksportu”.

W rezultacie, przewidują oni „głęboką recesję w całej strefie euro (...), która pociągnęłaby za sobą światową gospodarkę”. W strefie euro produkcja spadłaby w ciągu pierwszego roku od 4% w Niemczech do 9% w Grecji. „Poza strefą euro wstrząs byłby szczególnie silny w sąsiednich europejskich gospodarkach”, począwszy od spadku o 3% w Wielkiej Brytanii i o 5% w Europie Środkowej i Wschodniej (s. 9). Jednakże, nie poruszają oni tego, co ja uważam za największe zagrożenie – upadku systemu płatności, który omawiam poniżej.

Według zgrubnych obliczeń, opierających się na porównaniu sytuacji byłego Związku Radzieckiego oraz Rumunii i Bułgarii spadek produkcji wyniósłby od 20 do 25%, ale nikt nie może być tego pewien, ponieważ polityczne i gospodarcze reakcje łańcuchowe są niemożliwe do przewidzenia<sup>7</sup>.

## **Sprawny system płatności jest konieczny dla przetrwania UGW**

W istotnych aspektach Unia Gospodarcza i Walutowa przypomina trzy trudne przypadki: Austro-Węgier, Jugosławii i najbardziej – strefy rubla. Brakuje w niej zasad i procedur dotyczących wyjścia z niej i ma ona scentralizowany system płatności,

który jest koniecznym elementem rzeczywistej unii walutowej, ale jest to także prawdziwie gorzka pigułka. Nie ma bowiem powodu przypuszczać, by rozpad został łatwo zaakceptowany przez wszystkie zainteresowane strony. UGW może mieć przewagę nad innymi uniami walutowymi tak długo, jak Europejskiemu Bankowi Centralnemu uda się zachować niewzruszony monopol na emisję pieniądza. Jednak, jeśli walka polityczna doprowadziłaby do upadku EBC, ta przewaga zostałaby utraczona. W taki lub inny sposób istniejące banki narodowe mogą zacząć emitować pieniądź, jak to się stało w przypadku Jugosławii oraz pod koniec trwania Związku Radzieckiego, gdy każda republika utworzyła swój własny bank centralny. W nadzwyczajnych, nieuregulowanych przez prawo sytuacjach nie należy przeceniać znaczenia formalnych barier i nawyków.

Normand i Sandilya (2011) zasugerowali, jak odbyłby się rozpad UGW: „Na współczesnym rynku finansowym, zdominowanym przez elektroniczne płatności i w strefie swobody przepływu kapitału (...) przejście do alternatywnej waluty musiałoby zostać utrzymane w tajemnicy i zajęć niemal natychmiast, by być skuteczne. Najmniejsze podejrzenie zmiany reżimu walutowego wystarczyłoby, by wywołać olbrzymią ucieczkę depozytów (...) Najprawdopodobniej dany kraj z dnia na dzień wprowadziłby rozporządzenie, według którego prawny środek płatniczy zmieniłby się z euro na nową walutę zgodnie z ustalonym kursem, a wszystkie rachunki i umowy uległyby natychmiastowemu przeliczeniu na nową walutę. (...) Wszystkie rynki finansowe i banki zostałyby zamknięte na jakiś czas – prawdopodobnie na kilka dni – żeby umożliwić konwersję”.

Kluczowym zmartwieniem jest system płatności UGW w powiązaniu z dużymi nieuregulowanymi nadwyżkami i deficytami. W 2011 r. profesor Hans-Werner Sinn zapoczątkował ożywioną dyskusję na temat nierozliczonych sald UGW w systemie Target2. Prezes Bundesbanku Jens Weidmann stwierdza (2012): „Target2 jest siatką, przez którą przepływa płynność w strefie euro. Dzięki temu systemowi przekraczające granice państw płatności w walucie banku centralnego są przelewane z jednego narodowego banku centralnego do drugiego w obrębie unii walutowej. Ta płynność powstaje w poszczególnych krajach, głównie przez operacje refinansowania banków komercyjnych przez banki centralne”. Salda Target2 to obciążone odsetkami pożyczki państwowe, które wykorzystuje się do finansowania deficytów na rachunku bieżącym i przepływów kapitału (Sinn, 2011a). Przed nastaniem kryzysu te nadwyżki i deficyty w przybliżeniu się wyrównywały lub były rozliczane na prywatnym rynku międzybankowym<sup>8</sup>.

Od 2011 r. prywatne międzybankowe finansowanie ustało. W rezultacie system rozliczeń płatności w UGW przestał funkcjonować i duże dodatnie salda w Target2 pojawiły się w narodowych bankach centralnych czterech północnych krajów UGW – Niemiec, Holandii, Luksemburga i Finlandii, a w bankach ośmiu innych krajów – Włoch, Hiszpanii, Irlandii, Grecji, Francji, Portugalii, Belgii i Austrii – wystąpiły odpowiednio duże salda ujemne (Sinn i Wollmershäuser, 2012). Przyczyną takich sald są deficyty na rachunku bieżącym krajów południowych, a także transfery depozytów bankowych z Południa na Północ (Davies, 2011). Te skumulowane salda przekroczyły już kwotę 1 biliona euro, a nadwyżka samych tylko Niemiec wy-

nosi tyle, co jedna trzecia niemieckiego PKB. Jednocześnie eurosystem obniżył swoje standardy dotyczące jakości zabezpieczeń, a przeciętny okres zapadalności transakcji raptownie się wydłużył z kilku tygodni do prawie trzech lat (Weidmann, 2012).

Co te salda tak naprawdę oznaczają i co – jeśli w ogóle – powinno się z nimi zrobić? Sinn (2011a) utrzymuje, że „w działaniu systemu płatności w strefie euro kryje się mechanizm ratunkowy, w ramach którego Bundesbank pożyczka pieniądze dotkniętym przez kryzys krajom członkowskim strefy euro poprzez system Target”. Zauważył on, że „te roszczenia prawdopodobnie przepadną, jeśli nastąpi upadek euro” (Sinn, 2011b). „Nikt nie wie, ile te roszczenia będą warte w przypadku rozpadu strefy euro” (Sinn, 2012). On i Weidmann niepokoją się, że te duże salda przestaną już służyć do dostarczania płynności wypłacalnym bankom prywatnym, ale pójdą na dofinansowanie banków, które są niewypłacalne. Nurtują ich potencjalne koszty dla Niemiec, kreacja kredytu i inflacja. Sinn zaproponował alternatywne rozwiązanie: wprowadzenie pułapu sald w Target2, rozliczenie ich w twardych aktywach lub przekształcenie ich w krótkoterminowe euroobligacje.

Karl Whelan (2011) i inni zajmują przeciwne stanowisko niż Sinn. Twierdzą oni, że Bundesbank „ma roszczenia wobec systemu EBC jako całości, a nie wobec indywidualnych narodowych banków centralnych. Należności te są zaś zabezpieczone obligacjami rządowymi [państw Południa]” (Davies, 2011). Whelan zauważa, że stosowanie limitu wysokości sald w Target2 doprowadziłoby do odcięcia kraju od eurosystemu. Podobnie piszą Ulrich

Bindseil, Philip.p.ine Cour-Thimann i Philip.p. König (2012, s. 84): „ograniczenie sald w Target2 postawiłoby pod znakiem zapytania unię walutową. Zwykle rozliczanie ma taki sam efekt jak limitowanie sald i zasadniczo przekształciłoby unię walutową w system stałych kursów walutowych, w którym wypłacalność kraju byłaby ograniczona przez jego zasoby złota i obcych walut”. Euro w takim państwie peryferyjnym nie byłoby już warte tyle, co w kraju z nadwyżką z północnej Europy.

Z prawnego punktu widzenia, interpretacja Whelana jest przypuszczalnie poprawna, ale z pewnością nie jest ona pocieszająca. Ponieważ Traktat Lizboński nie zawiera żadnych postanowień na wypadek rozwiązania UGW, nie jest oczywiste, jakie prawo zostanie zastosowane wobec tych zobowiązań (czyli nieregulowanych sald – przyp. red.) w razie rozpadu strefy euro. Jeśli w wyniku rozpadu UGW miałyby upaść EBC, co jest prawdopodobne, przestałyby istnieć główny wierzyciel. Co więcej, przy takim obrocie spraw kraje Południa najprawdopodobniej nie mogłyby obsługiwać swojego długu, powodując gwałtowny spadek wartości wszelkich zabezpieczeń w postaci obligacji państwowych.

Rozpad strefy rubla może być pouczający. Nagromadzenie ogromnych nieregulowanych zobowiązań wątpliwej natury jest charakterystyczne dla strefy walutowej ogarniętej przez kryzys. Takie nagromadzenia miały miejsce zarówno między dawnymi republikami radzieckimi jak i w każdej republice. Byłe republiki ZSRR uzgodniły, że będą koordynować kreację kredytu, ale nie udało im się wywiązać z tego porozumienia. W rezultacie nastąpiły konkurujące ze sobą kreacje kredytu, które doprowadziły do hiperinflacji.

Wszystkie były republiki radzieckie miały duże deficyty na rachunku bieżącym w obrotach z Rosją. Dopóki nie doszło do rozpadu strefy rubla we wrześniu 1993 r., Rosja finansowała je wszystkie. W 1992 r. suma kredytów udzielonych przez Rosję innym byłym republikom radzieckim wyniosła 9,3% jej PKB. Formalnie korzyści jakie odniosły te kraje były ogromne, mieszcząc się w przedziale od 11% PKB w przypadku Białorusi i Mołdowy do 91% PKB w przypadku Tadżykistanu (IMF, 1994, s. 25). W rzeczywistości jednak żaden kraj nie odniósł korzyści z tego napływu pieniędzy, który przyczynił się do wystąpienia hiperinflacji we wszystkich z nich. Byłe republiki radzieckie były obciążone wielkimi długami w stosunkach bilateralnych z Rosją, które to długi renegocjowały przez wiele lat. Duża ich część została umorzona, jednak to niezamierzone obciążenie długiem było uciążliwe dla zadłużonych krajów (Åslund, 1995).

Odwrotna sytuacja miała miejsce w przypadku Słowenii i Chorwacji, które miały duże nadwyżki na rachunku obrotów bieżących z Serbią. Ta zareagowała na tę sytuację zwiększając znacząco kreację kredytu, co odbyło się kosztem spłaty wierzytelności dokonanej w wartości nominalnej. Kreacja kredytu przez Serbię skłoniła z kolei Słowenię i Chorwację do porzucenia jugosłowiańskiego dinara (Pleskovic i Sachs, 1994).

Postradziecka Rosja miała wewnętrzny system rozliczania wzajemnych płatności, który nie mógł poradzić sobie ze wszystkimi nowymi płatnościami i duże zaległości zostały zgromadzone w tak zwanej *Kartotece II* – systemie płatności, który rejestrował wszystkie zobowiązania według kolejności ich wystąpienia. Powody narastania za-



ległości były dwojakie. Stary, ręczny system płatności nie radził sobie z nawałem płatności, które pojawiły się wraz z powstaniem wielkiej ilości nowych przedsiębiorstw. Drugi powód był taki, że przedsiębiorstwa nie chciały już płacić, skoro mogły tego uniknąć i celowo maksymalnie opóźniały płatności. Reformatory proponowali, by przekształcić te zaległości w krótkookresowe, obciążone odsetkami pożyczki, tak by oczyścić system (Sachs i Lipton, 1993, s. 145), ale dominującym stanowiskiem w Rosji było to, że powinny one zostać sfinansowane przez nową emisję pieniądza, co faktycznie nastąpiło i doprowadziło do wysokiej inflacji (Rostowski, 1994).

Żaden z tych powodów nie ma nic wspólnego z obecnym kryzysem euro. System rozliczania płatności w UGW ma tę przewagę, że włącza narodowe banki centralne, a więc krajowy mechanizm płatności niekoniecznie musiałby ulec zniszczeniu. Jednak, istotne jest to, że nieuregulowane salda płatności sprowokowałyby emisję pieniądza, co może grozić wysoką inflacją.

Bardzo istotnym wkładem Sinna jest zwrócenie uwagi na te ogromne nieuregulowane transgraniczne salda płatności. W ten czy inny sposób mogą one narazić państwa-wierzycieli na wielkie straty. Jeśli doszłoby do rozpadu UGW, prawdopodobnie skończyłoby się to wynegocjonowaniem rozciągnięcia rozliczeń na lata i w rezultacie dużym umorzeniem długów.

Jednakże, Sinn zaproponował jedno bardzo niebezpieczne rozwiązanie – ograniczenie pułapu sald w Target2. Rosyjscy reformatory (Jegor Gajdar i Borys Fiodorow) próbowali zrobić dokładnie to sa-

mo ustalając limity kredytów udzielanych przez Centralny Bank Rosji innym krajom postradzieckim, by ograniczyć straty Rosji, ale ich celem było rozbicie strefy rubla. I rzeczywiście, w rezultacie strefa rubla rozpadła się, ale stało się to powoli, a to jest najgorsza możliwość. W następstwie rozpętało się monetarne pandemonium. Takie limity sald do rozliczenia nie są do utrzymania w obrębie strefy walutowej. Nie do utrzymania jest też ignorowanie tych sald, co zdaje się sugerować Whelan, ponieważ wówczas argumenty Sinna zyskałyby na mocy. Te salda mogą stać się rzeczywiste.

Niestety zarówno argumentacja Sinna, jak i Whelana może przyczynić się do zaburzenia strefy euro. Wywód Sinna to bezpośrednia kopia rosyjskiego rozbicia strefy rubla. Z drugiej strony, Whelan ignorując problem nieuregulowanych sald w systemie Target2 wzmacnia argumenty typu tych używanych przez Sinna. Te salda gwałtownie wzrosną, jeśli nikt się nimi nie zajmie. Niestety żadne aktualne statystyki dotyczące Target2 nie są dostępne dla szerszej publiczności, więc mamy do dyspozycji jedynie okrucy danych z publikacji urzędników w europejskich bankach centralnych.

Najlepszym wyjściem byłoby przyjęcie pełnego amerykańskiego Systemu Rezerwy Federalnej, co jest obszernie dyskutowane<sup>9</sup>. Sinn (2011b) zgadza się z tym: „Jedynie amerykańska alternatywa jest skuteczna”. Krokiem w tym kierunku byłoby stworzenie unii bankowej, to jest utworzenie europejskiego odpowiednika Federalnej Korporacji Ubezpieczeń Depozytów (*US Federal Deposit Insurance Corporation*) z jej ubezpieczeniem depozytów, wprowadzenie europejskiego nadzoru nad bankami i uporządkowanej likwidacji banków

oraz ustanowienie europejskiej instytucji udzielającej bankom warunkowej pomocy.

Takie rozwiązanie zostało przedstawione na szczycie UE, który odbył się w dniach 28–29 czerwca 2012 r., ale podjęte decyzje były jedynie cząstkowe a nie fundamentalne. Pełna unia bankowa powinna osłabić przesłanki dla obecnej trwałej paniki bankowej w południowej Europie. Jednak, by unia bankowa stała się wiarygodna, kraje członkowskie UGW muszą dać solidarną gwarancję, że zrobią wszystko, co jest konieczne do utrzymania UGW. Ryzyko wyjścia jakiegokolwiek kraju z UGW, powinno zostać stanowczo odrzucone (Portes, 2012). Chroniczne deficyty na rachunku obrotów bieżących muszą zostać rozwiązane innymi środkami – poprzez bardziej surową kontrolę fiskalną w krajach południowej Europy i jakieś poluzowanie fiskalne w krajach północnej Europy. Unia Europejska i UGW mają wystarczające możliwości, by zmusić kraj członkowski do prowadzenia rygorystycznej polityki fiskalnej i strukturalnej.

## **Potencjalny efekt domina prowadzący do rozpadu UGW**

Obecna debata skupia się na możliwości wyjścia Grecji ze strefy euro, ale to nie wydaje się zbyt prawdopodobne. Grecka opinia publiczna bardzo silnie opowiada się za euro, bo nikt nie ma tyle do stracenia z powodu wyjścia z UGW co Grecy. Konieczne dodatkowe umorzenie długów wobec wierzycieli publicznych i prywatnych może i powinno mieć miejsce w ramach strefy euro.

Unia Europejska i Międzynarodowy Fundusz

Walutowy są niewiarygodnie łagodne dla greckiego rządu. Zmusiły Grecję do zredukowania wydatków publicznych o zaledwie 0,1 p.p. PKB – z 50,2% PKB w 2010 r. do 50,1% PKB w 2011 r., jak wynika z danych Europejskiego Urzędu Statystycznego, mimo że jej deficyt budżetowy wyniósł 9,1% PKB, a dług publiczny był na niewiarygodnie wysokim poziomie 165% PKB. Różnica w sposobie traktowania Łotwy przez UE/MFW jest szokująca. Łotwa została zmuszona do podjęcia dostosowania fiskalnego wielkości nie mniej niż 9,5% PKB w 2009 r. (Åslund i Dombrovskis 2011, s. 107).

Jeśli Grecja wyszłaby ze strefy euro, musiałaby dokonać drastycznego cięcia wydatków publicznych. Biorąc pod uwagę, że grecki PKB *per capita* przy bieżących kursach walutowych jest wciąż trzy razy większy niż sąsiedniej Bułgarii i Turcji, spadek PKB o dwie trzecie nie wydaje się nieprawdopodobny. Dla kontrastu, pozostając w UGW, Grecja będzie prawdopodobnie musiała znieść dalszy spadek PKB o około 10%, poza tym 15-proc., który już miał miejsce, ale jest to dużo bardziej atrakcyjna opcja [niż opuszczenie UGW]. Oprócz funduszy ratunkowych i kosztów zaburzenia UGW, Grecja traciłaby co roku dodatkowo kilka procent PKB, w związku z utratą środków z unijnych funduszy strukturalnych, dotacji dla rolników i innych subsydiów. Z tych wszystkich powodów żaden grecki rząd nie powinien nawet rozważać porzucenia euro.

Niezależnie od tego czy to Grecja, Finlandia, Holandia czy jakikolwiek inny kraj miałby wystąpić z UGW i czy byłoby to dobrowolne czy nie, prawdopodobnie doszłoby do wystąpienia dziesięciostopniowego efektu domina. Będę używał wyjścia Grecji jako standardowego przykładu.

1. Jeśli jedno państwo (Grecja) opuściłoby UGW lub jeśli doszłoby do wprowadzenia pułapu sald w Target2, obecna powolna panika bankowa na Południu uległaby nagłemu przyspieszeniu. Przynajmniej cztery kraje więcej doświadczyłyby prawdopodobnie *masowej paniki bankowej* (Hiszpania, Irlandia, Włochy, Portugalia i być może Francja). W tych okolicznościach wszyscy staraliby się wycofać gotówkę z banków w krajach Południa, co doprowadziłoby te banki najprawdopodobniej do upadłości. Rządy tych państw nie miałyby innego wyjścia jak zamknąć banki na czas długich wakacji bankowych, a system bankowy przestałby działać. System bankowy – przynajmniej w południowej Europie – zostałby unieruchomiony na drugi dzień po tym, jak którykolwiek kraj zadeklarowałby swój zamiar wyjścia z UGW, a potem prawdopodobnie cały europejski system bankowy zostałby zamknięty.

2. W rezultacie *system płatności UGW przestałby funkcjonować*, ponieważ jest on scentralizowany w EBC. Przywracanie systemu płatności jest skomplikowane, zarówno pod kątem technicznym, jak i politycznym. Jeffrey Sachs i David Lipton (1993) szczegółowo omówili to, co było potrzebne do odtworzenia rosyjskiego systemu płatności po upadku komunizmu, a przywrócenie systemu płatności między postradzieckimi państwami zajęło trzy lata. W wyniku rosyjskiego krachu finansowego w sierpniu 1998 r. wewnętrzny rosyjski system płatności załamał się na trzy miesiące. Większość płatności musiała być dokonywana w gotówce w dolarach.

3. Stając wobec kombinacji masowej paniki w bankach z załamującym się systemem płatności UGW,

wszystkie osoby fizyczne i przedsiębiorstwa wytransferowałyby swoje pieniądze za granicę. Wszystkie słabe rządy UGW nie miałyby innego wyjścia niż wprowadzić rygorystyczną *kontrolę dewizową*, która jest co prawda zabroniona w artyku 63 Traktatu Lizbońskiego UE, ale jest dozwolona w sytuacjach nadzwyczajnych na mocy artykułu 65, a to byłaby prawdziwie nadzwyczajna sytuacja. Wszystkie kraje UE prawdopodobnie wprowadziłyby kontrolę przepływów kapitału, ponieważ połowa państw próbowałaby zatrzymać część dewiz, a druga połowa próbowałaby zablokować nadmierny napływ kapitału, który spowodowałaby szkodliwą aprecjację ich nowych walut. Kontrole przepływów kapitału zablokowałyby większość handlu i transakcji na całe miesiące, a wspólny rynek kapitału uległby załamaniu.

4. Po tych wydarzeniach na europejskim rynku międzybankowym zapanowałby zastój, który najprawdopodobniej doprowadziłby do nowego globalnego *zamrożenia płynności*, gorszego niż to, które uderzyło w rynek po ogłoszeniu bankructwa przez Lehman Brothers i spowodowało zamrożenie płynności na pół roku. Zamrożenie mogłoby doprowadzić do upadku wielu z już osłabionych europejskich banków.

5. Jeśli drachma zostałaby ponownie wprowadzona do obiegu w trakcie potężnego kryzysu finansowego, jej kurs spadłby drastycznie, ponieważ rezerwy greckiej waluty są minimalne. Niekontrolowana dewaluacja mogłaby doprowadzić do *deprecjacji o 50 do 80 procent*. Szacując na podstawie dewaluacji w Indonezji (1997), Rosji (1998) i Argentynie (2001-2002), w przypadku Grecji deprecjacja o 75 do 80% wydaje się bardzo prawdo-

podobna. Inne kraje poszłyby w ślady Grecji. Cliffe i in. (2012, s. 13) zakładają, że w wyniku przywrócenia marki niemieckiej dewaluacja sięgnęłaby 80% w Grecji, 50% w Hiszpanii, Portugalii i Irlandii, 25% we Włoszech i 15% we Francji. To jest potężny argument dla Niemiec, by nigdy nie pozwoliły na rozpad (strefy euro – przyp. tłum.).

6. Wobec otwartości rynku europejskiego, wiele cen ustalanych jest na rynku międzynarodowym, więc doszłoby do błędnego koła deprecjacji-inflacji. Nadmierna deprecjacja doprowadziłaby do *wysokiej inflacji*, być może trzycyfrowej, a nawet *hiperinflacji*. W 2011 r. na Białorusi dewaluacja wyniosła blisko 70%, a inflacja wzrosła do 110%. Trzeba zauważyć, że hiperinflacja w większości państw – następców była standardową konsekwencją rozpadu kompleksowej unii walutowej.

7. Przedsiębiorstwa ucierpiałyby z powodu zamrożenia płynności, a wewnętrzny popyt i globalny handel załamałyby się, tak jak to miało miejsce od września 2008 r. do marca roku 2009. Przedsiębiorstwa z długami denominowanymi w obcej walucie byłyby narażone na znaczące niedopasowania walutowe i wiele z nich zostałoby doprowadzonych do *bankructwa*.

8. *Produkcja spadłaby drastycznie*. Rezultatem kryzysu bankowego, kryzysu na rynku obligacji i spowolnienia handlu byłaby głęboka recesja w Europie i wzrost bezrobocia (które już wynosi 11%). Spadek PKB UE mógłby być znacznie poważniejszy niż ten 5-proc. z 2009 r., jeśli weźmie się pod uwagę, że przyczyna kryzysu znajduje się na obszarze Unii Europejskiej, której wiele zasobów pro wzrostowych zostało już wyczerpanych. W Gre-

cji gwałtownie rosłoby bezrobocie, a płace w euro spadłyby dramatycznie – do ułamka swojej wcześniejszej wielkości.

9. *Następny epizod niemożności obsługi długu przez Grecję* wydaje się być nieunikniony. Jeśli wartość nowej greckiej waluty spadłaby tylko o 50% względem euro, to ten zdenominowany w walutach obcych dług publiczny podwoiłby się i wyniósł 330% PKB, podczas gdy produkcja i przychody z podatków spadłyby drastycznie. Deficyt budżetowy powiększyłby się i wobec braku finansowania zewnętrznego jedynym wyjściem byłyby poważne cięcia w wydatkach publicznych. Przy takim skurczeniu się gospodarki, stan finansów publicznych dramatycznie by się pogorszył. Ponieważ dług publiczny strefy euro już sięga 89% PKB, kilka krajów prawdopodobnie byłoby narażonych na niewypłacalność. Poza bezsprzecznymi kandydatami, czyli państwami, których dług publiczny przekracza 100% PKB (Włochy, Irlandia i Portugalia) kłopoty miałyby także większość pozostałych krajów UGW. Dąbrowski (2012) stwierdza: „Wyjście ze strefy euro oznaczałoby natychmiastowy brak możliwości obsługi wszystkich publicznych i większości prywatnych zobowiązań, ponieważ stare kontrakty pozostałyby przewalutowane na euro. Jakakolwiek próba ich przewalutowania na nową słabszą walutę (...) spotkałaby się z poważnymi zastrzeżeniami prawnymi...”.

10. Te zdarzenia nadszarpnęłyby każdy kraj, ale Grecja jest dodatkowo osłabiona przez znaczną korupcję i niski poziom zaufania do systemu politycznego. Zajmuje ona 80 pozycję w Indeksie Percepcji Korupcji publikowanym przez organizację Transparency International (2011). Jej kruchy *system polityczny i tkanka społeczna mogą łatwo*

*ulec uszkodzeniu.* Zamknięcie banków w całej Europie mogłoby z łatwością wywołać zamieszki w wielu krajach.

Traktat Lizboński nie zawiera żadnych postanowień dotyczących wyjścia z UGW. Nie istnieje także międzynarodowe forum, które mogłoby zapewniać państwom arbitraż kwestii finansowych. Ta prawna próżnia musiałaby zostać wypełniona przez polityczne porozumienia między odchodzącym państwem a innymi krajami członkowskimi UE i strefy euro. Jednak takie negocjacje byłyby długotrwałe – spokojnie można przyjąć, że trwałyby dwa lata, biorąc pod uwagę opieszałość Unii Europejskiej w reagowaniu na kryzys euro w ciągu ostatnich dwóch lat – a tymczasem wszystkie zagadnienia prawne zostałyby zawieszane w próżni. Kontrakty o wartości kilkuset miliardów euro pozostałyby kwestią sporną. Ostatecznie kontrakty mogłyby zostać rozstrzygnięte w sądach, ale to wymagałoby sporo czasu, w trakcie którego niepewność zostałaby zasiana pośród tysięcy firm, którym groziłoby bankructwo.

Czy reszta Unii Europejskiej pozwoliłaby krajowi wychodzącemu z UGW zostać w Unii jako takiej? Wspólny rynek prawdopodobnie rozpadłby się, gdyby państwa broniły się przed importem dóbr po zaniżonych cenach z krajów, które przeżyły potężną deprecjację. Państwa słabe finansowo naturalnie ograniczyłyby utratę rezerw poprzez duże deprecjacje. Niewiele pozostałoby z unii celnej. Wspólny rynek pracy i strefa Schengen prawdopodobnie także rozpadłby się. Co pozostałoby z Unii Europejskiej?

Dwa kluczowe ogniwa w reakcji łańcuchowej lub efekcie domina nakreślonym powyżej to panika ban-

kowa i upadek systemu płatności. Rynki już dowiodły, że nie odróżniają za bardzo Grecji od innych potencjalnie słabych krajów, ponieważ osiem państw (Włochy, Hiszpania, Irlandia, Grecja, Francja, Portugalia, Belgia i Austria) ma duże ujemne salda w systemie Target2. Panika bankowa uderzyłaby w większość z nich. UGW nie dysponuje żadnym narzędziem, żadną solidną zaporą, będąca w stanie zatrzymać run na banki, który – jeśli by nastąpił – byłby niezwykle szybki. Dodatkowo salda w systemie Target2 skoncentrowane są w czterech krajach – Niemczech, Holandii, Luksemburgu i Finlandii – a pięć małych krajów ma salda bliskie zera (Sinn i Wollmershäuser, 2012). Zostałyby one przytłoczone przez napływ kapitału, który wywołałby ogromną aprecjację w przypadku rozpadu UGW.

Na pytanie, ile krajów opuściłoby UGW w przypadku tak poważnej nierównowagi można udzielić tylko dwóch sensownych odpowiedzi: *żaden lub wszystkie*. Jeśli wyszedłby jeden kraj, wystąpiłoby ogromne ryzyko walutowe, a nacisk na wyjście kolejnego kraju byłby ogromny. Przepływy walutowe i zamrożenia płynności sprawiłyby, że rozpad stałby się konieczny, a jego tempo zastraszające. Zatem reszta Unii Europejskiej nie powinna nawet rozważać wyrzucenia Grecji ze strefy euro, czym grozili niektórzy znaczący politycy niemieccy, lub też mierzyć się z greckim wyjściem.

C. Fred Bergsten (publikacja ma się wkrótce ukazać) stwierdził, że „możliwość pozostania Grecji w strefie jest wyraźnie bardziej problematyczna. Wyjście Grecji prawdopodobnie wzmocniłoby strefę”, ponieważ inni członkowie zbudowaliby wystarczającą zaporę, by powstrzymać zarazę a „dramatyczne konsekwencje dla Grecji” skłoniłby in-

nych do podjęcia działań potrzebnych do doprowadzenia własnych gospodarek do porządku. Przede wszystkim grecki rząd zdaje się rozumieć, że wyjście byłoby związane z dużymi kosztami, które zostały opisane powyżej, a Unia Europejska i UGW dysponują wieloma środkami, dzięki którym mogą zmusić Grecję, by przestrzegała koniecznej dyscypliny ekonomicznej.

Po drugie, wyjście Grecji wywołałoby wielkie ryzyko walutowe i kursowe w strefie euro. Już istniejąca choroba, której oczywistym objawem są ogromne ucieczki kapitału z krajów dotkniętych przez kryzys, rozwinęłyby się do straszliwych rozmiarów. Inne państwa członkowskie UGW postąpiłyby rozsądnie, jeśli zbudowałyby zaporę umożliwiającą zatrzymanie Grecji w UGW, w innym przypadku koszty będą ogromne.

Po trzecie, konsekwencje dla reszty Unii Europejskiej mnożyłyby się i dotknęłyby banki, rynki obligacji, handel, finanse publiczne i sferę polityki. Byłyby wyłącznie negatywne i naprawdę potężne. Żaden niemiecki polityk, który dopuściłby, żeby taka katastrofa spadła na Europę, nie miałby szans na reelekcję.

Po czwarte, nawet jeśli dramatyczne konsekwencje (wyjścia ze strefy euro – przyp. tłum.) dla Grecji skłoniłyby kraje-dłużników do dalszych reform i tak zachwiałyby się one pod wpływem natychmiastowej katastrofy, ponieważ reformatorskie kroki nieuchronnie zabierają trochę czasu. Europejscy politycy, którzy doprowadziliby swoje państwa do takiego kataklizmu, straciliby całkowicie wiarygodność, ponieważ byłiby sądzeni za swoje czyny, jak to się zazwyczaj dzieje w przypadku powa-

żnego kryzysu finansowego. Wszystkie pozytywne działania, które mogłyby zostać podjęte po wyjściu Grecji, byłyby bardziej efektywne, jeśli je podjęto przed tym zdarzeniem.

W przypadku upadków trzech unii walutowych, w których doszło do hiperinflacji, to nie słabe kraje wychodziły pierwsze, lecz stosunkowo bogate państwa: Czechosłowacja z imperium Habsburgów; wpierrw Słowenia, a potem Chorwacja z Jugosławii; oraz Estonia, Łotwa i Litwa z byłego Związku Radzieckiego. Te kraje odnosiły także największe sukcesy, zarówno na polu ekonomicznym, jak i politycznym. Kiedy klamka już zapadła, nie ma żadnej korzyści z odwlekania (rozpadu unii – przyp. tłum.) lub w pozostawaniu lojalnym wobec niczego, czy w czekaniu na osiągnięcie ulotnego porozumienia zbiorowego. Państwa, które wyszły wcześniej, działały szybko i zdecydowanie. Szybko ustanowiły swoje własne niezależne banki centralne, przeprowadziły denominację wszystkich rachunków, ostemplowały swoje banknoty lub wyemitowały nowe. Kraje opuszczające jako ostatnie (rozpadające się – przyp. tłum. strefy walutowe zostały zalane przez starą walutę, co wyzwoliło hiperinflację.

Najbardziej oczywiste analogie do tych wcześniejszych uciekinierów z poprzednich rozpadów, stanowią Finlandia i Holandia, które wyróżniają się odpowiedzialną polityką fiskalną i wspieraniem rozwoju gospodarczego. Niektórzy obywatele tych państw pytają, jak długo i jak wiele będą płacić za nieodpowiedzialne fiskalnie kraje UGW. Salda Finlandii w systemie Target2 w relacji do PKB są prawie tak duże, jak salda Niemiec. Podczas, gdy Holandia otoczona jest przez kraje należące

do UGW, Finlandia ma za sąsiadów Szwecję i Norwegię – dwa państwa odnoszące sukcesy gospodarcze, z płynnymi kursami walut, których polityka pieniężna podporządkowana jest celowi inflacyjnemu. Prawdopodobnie (obywatele Finlandii i Holandii – przyp. tłum.) nie biorą pod uwagę, że także oni odnoszą korzyści z niższej rentowności obligacji i większego eksportu, a konsekwencje rozpadu UGW dotkną i ich.

Trudniej jest przekonać obywateli małego kraju północnej Europy do pozostania w UGW. Skorzystaliby oni z obciążenia bezpośredniego finansowania programów ratunkowych dla krajów dotkniętych przez kryzys, ale straciliby dostęp do tego rodzaju funduszy, gdyby sami potrzebowali ich w przyszłości. Cliffe i in. (2010, s. 9) oszacowali, że bezpośrednie koszty, jakie poniosłaby Holandia w przypadku rozpadu UGW, wyniosłyby 12% jej PKB, a straty Finlandii osiągnęłyby prawdopodobnie ten sam rząd wielkości. Zamiast korzystać w dalszym ciągu z otwartego rynku europejskiego, kraje te zetknęłyby się z zakłóconym i znacznie mniej otwartym rynkiem międzynarodowym. Co więcej, wzrosłyby ich kursy walutowe, co uczyniłoby je mniej konkurencyjnymi na światowym rynku.

Globalne recesyjne konsekwencje rozpadu UGW będą olbrzymie i są przyczyną, dla której wszyscy powinni przeciwstawić się takiemu zdarzeniu. Międzynarodowy Fundusz Walutowy obniżył prognozę światowego wzrostu gospodarczego w 2012 r. z powodu kryzysu euro o 1,2 p.p., a to już stanowi 1 bilion dolarów amerykańskich, przy czym jeszcze nie doszło do rozpadu UGW (Truman, 2012a). Podobnie prognoza dla 2013 r. w porównaniu z tą sprzed roku została obniżona o 1,5 p.p., co ozna-

cza spadek światowego PKB o 1,1 biliona USD (Truman, 2012b). Cliffe i in. (2010, s. 9) oszacowali koszty, które poniosłyby Stany Zjednoczone w przypadku rozpadu UGW na 3% amerykańskiego PKB. Racjonalnym założeniem jest, że, jeśli naprawdę doszłoby do rozpadu strefy euro, nastąpiłby spadek światowej produkcji przynajmniej o parę punktów procentowych.

### **Jak najkorzystniej rozwiązać strefę euro?**

Miejmy nadzieję, że UGW przetrwa, a jej system instytucjonalny poprawi się, ponieważ jej rozpad byłby ogromną tragedią dla Europy. Jednak takie ryzyko istnieje, a osoby odpowiedzialne za politykę gospodarczą muszą przemyśleć jak zminimalizować konsekwencje takiej katastrofy ekonomicznej. Dlatego też konieczne jest rozważenie, jaki byłby najkorzystniejszy sposób rozwiązania UGW. Zasadniczo, jeśli stałoby się to nieuniknione, to trzeba to zrobić tak polubownie, czysto, symetrycznie i tak szybko jak to tylko możliwe.

Ogromną różnicę między obecnym czasem a rozpadami stref walutowych w przeszłości stanowi to, że obecnie przepływy pieniężne są dużo szybsze i większe. Wszystko wydarzy się natychmiast. Nie wiele da się zaplanować z góry na wypadek rozpadu, ponieważ ryzyko wycieku informacji jest bardzo duże, a olbrzymie sumy pieniędzy mogą zostać przetransferowane praktycznie w ułamku sekundy. Cały system finansowy musiałby zostać zamknięty, dopóki nie skończyłaby się wymiana walut, co byłoby podobne do tzw. wakacji bankowych wprowadzonych przez Franklina D. Roosevelta od 6 do 13

marca 1933 r. lub zamknięcia rynków walutowych na dwa tygodnie w lutym i marcu 1973 r. zanim wprowadzono płynne kursy walutowe. Czy wprowadzenie wakacji bankowych może być jednak skuteczne dzisiaj wobec wielości i płynności rynków?

Gdyby jakikolwiek kraj wyszedł ze strefy euro, doszłoby prawdopodobnie do całkowitego jej rozpadu, a w takim przypadku szybkie wyjście byłoby korzystne dla wszystkich państw. Najlepiej by było dla wszystkich członków, by wyjść razem i w zgodzie. Jakakolwiek zwłoka spowoduje dodatkowe koszty w postaci niepewności i spekulacji opartej na pogoni za rentą. Idealnym rozwiązaniem unii walutowej był podział Czechosłowacji w 1993 r., który został przeprowadzony w sposób zgodny i uporządkowany. Odbyło się to szybko i prosto, lecz dziś wszyscy musieliby działać dużo szybciej. Jeśli rozwiązanie strefy euro okaże się nie do uniknięcia, wszystkie państwa powinny uzgodnić wspólną wczesną datę wyjścia.

Na szczęście wszystkie kraje euro mają w pełni wyposażone banki centralne, co powinno bardzo ułatwić proces przywracania ich dawnych funkcji, do których należy dystrybucja banknotów, prowadzenie polityki monetarnej, utrzymywanie rezerw walut międzynarodowych, prowadzenie polityki kursowej, wymiana obcych walut i regulowanie procedur płatności.

Wiele dyskusji poświęcono potrzebie wprowadzenia północnego i południowego euro, lecz w trakcie ostatecznego kryzysu euro, jedyną rozsądną opcją byłby całkowity rozpad, po którym każdy kraj powraca do swojej starej narodowej waluty. Wiarygodność jest dla waluty kluczowa, a po porażce samego euro, każde podrzędne euro lub inna no-

wa waluta będą miały duże trudności w uzyskaniu wiarygodności w tak chaotycznej sytuacji. Każda przywrócona (narodowa – przyp. tłum.) waluta, by osiągnąć wiarygodność, potrzebowałaby poważnych cięć w wydatkach publicznych i płynności w dolarach. Waluta jest bezużyteczna, jeśli nie daje swemu właścicielowi poczucia pewności, a ułomne euro nie może cieszyć się zaufaniem po porażce głównego euro.

Tradycyjnie nowe banknoty wprowadza się do obiegu po reformie walutowej. Mogą one mieć trzy postacie: ostemplowanych starych banknotów (rozwiązanie zastosowane w Czechosłowacji po I wojnie światowej i ponownie w Czechach oraz Słowacji w 1993 r.); nowych tymczasowych banknotów (które zostały wprowadzone w większości krajów postradzieckich w 1992 i 1993 r.); lub prawdziwych banknotów, co jest najlepszym i ostatecznym rozwiązaniem<sup>10</sup>. Dziś sytuacja jest gorsza. Kto by się wychylił i poświęcił banknoty euro: ostemplował je jako podrzędną walutę? Biorąc pod uwagę dzisiejsze technologie druku jakikolwiek tymczasowy banknot może zostać natychmiast podrobiony. Z przyczyn technicznych nowe wiarygodne banknoty nie mogą zostać wydrukowane w czasie krótszym niż trzy miesiące, a taki krok nie może zostać podjęty przed wprowadzeniem reformy walutowej, ponieważ doszłoby wówczas do wycieku informacji, co doprowadziłoby do dewastującego odpływu kapitału. A zatem Grecja przez parę miesięcy nie miałaby żadnych banknotów, i w tym samym czasie nie działałby system bankowy i system płatności. Można założyć, że Grecy kurczowo trzymaliby się posiadanego przez siebie euro w gotówce i przemycali euro w gotówce z zagranicy. Przywrócenie jakiegokolwiek wiary-



godności drachmie byłoby niezwykle trudnym zadaniem.

Pytanie, które każdy by zadał brzmi: po co zamieniać euro na niepewną nową lokalną walutę, a nie na znaną jednostkę taką, jak dolar amerykański? „Mimo swojego formalnego statusu środka płatniczego, nowa waluta może nie zostać zaakceptowana przez podmioty ekonomiczne, które będą wołały używać euro lub innej waluty obcej”. Bez „twardej polityki monetarnej i fiskalnej (...) nowa waluta szybko uległaby deprecjacji, co mogłoby doprowadzić do wysokiej inflacji lub hiperinflacji” (Dąbrowski, 2012). Na początku znaczny popyt na dolary byłby nie do uniknięcia, ale na podstawie postkomunistycznych doświadczeń wiemy, że ludzie dosyć szybko akceptują używanie waluty lokalnej, jeśli stopy procentowe w narodowej walucie są konkurencyjne, i pozwala się na aprecjację kursu. Odnowione banki centralne będą musiały odzyskać wiarygodność poprzez prowadzenie odpowiedzialnej polityki monetarnej. Będzie to oznaczało dużo większe cięcia w wydatkach publicznych niż te, których Unia Europejska do tej pory doświadczyła. Trzeba by zacząć od stóp procentowych, które powinny być wyższe niż dla dolara amerykańskiego, by przyciągnąć kapitał, utrzymać inflację na niskim poziomie i dać nowej walucie wiarygodność. Nowe banki centralne potrzebowałyby linii swapowych w dolarach, co stanowiłoby poważny problem dla Systemu Rezerwy Federalnej i Departamentu Skarbu Stanów Zjednoczonych.

Jeśli tylko jeden kraj – Grecja – odszedłby z UGW, prawdopodobną konsekwencją byłaby spontaniczna jednostronna euroizacja, która potem mogłaby

zostać sformalizowana, ale bez członkostwa w UGW, co miało miejsce w Czarnogórze i Kosowie. Jeśli doszłoby do rozpadu UGW jako całości, dolar prawdopodobnie stałby się walutą dominującą. W komunistycznej Europie Wschodniej jedyna obca waluta dominowała na czarnym rynku w każdym kraju: marka niemiecka w Jugosławii, a dolar amerykański prawie wszędzie indziej, ponieważ czarne rynki nie chcą operować wieloma alternatywnymi walutami.

Podstawową kwestią byłoby, jakie aktywa denominować w jakiej walucie. Podstawowa zasada musi być taka, że aktywa w euro na obszarze danego kraju powinny zostać zdenominowane w przywróconej walucie narodowej. Należy uniknąć wszelkich niepotrzebnych niedopasowań walutowych. Na szczęście „prawie 99% długu (publicznego i korporacyjnego) strefy euro zostało zaciągnięte w lokalnej walucie. Te papiery wartościowe będą podlegały lokalnemu prawu, a co za tym idzie będą narażone na ryzyko denominacyjne” (Normand i Sandilya, 2011). Jednakże po restrukturyzacji długu Grecji prawie cały jej dług publiczny podlega prawu międzynarodowemu. Długi zaciągnięte w walutach obcych i kontrakty zawarte w tychże zazwyczaj są regulowane przez prawo zagraniczne. Pozostaje problem wszystkich aktywów i kontraktów w euro oraz euro w gotówce, nieprzyporządkowanych wyraźnie do konkretnego kraju. Prawdopodobnie najlepszym rozwiązaniem byłaby uzgodniona przez państwa członkowskie UGW formuła podziału takich aktywów między poszczególne kraje UGW.

Wraz z wprowadzeniem do obrotu wielu nowych walut o nieznanej i prawdopodobnie zmiennej war-

tości, pojawiłyby się nowe, duże ryzyko walutowe. Powstałyby poważne niedopasowania walutowe pomiędzy wszelkimi rodzajami aktywów, a te niedopasowania spowodowałyby (inne – przyp. tłum.) poważne zakłócenia. Wszystkie podmioty ekonomiczne – rządy, przedsiębiorstwa i osoby fizyczne – musiałyby się zmierzyć z tymi ogromnymi, różnorodnymi i słabo rozpoznanymi ryzykami walutowymi.

Zniszczenie strefy rubla, Jugosławii i imperium Habsburgów zostały spowodowane przez nieskoordynowaną emisję pieniądza przez kilka banków centralnych, co doprowadziło do hiperinflacji. Utrzymanie wyłącznych uprawnień EBC do emisji pieniądza aż do czasu faktycznego rozpadu UGW byłoby więc kwestią najwyższej wagi. Jednak równie istotne jest to, by EBC utracił ten monopol, gdy rozpadnie się strefa euro. Wówczas to narodowe banki centralne w każdym z krajów powinny przejąć od EBC wszystkie kompetencje w dziedzinie polityki pieniężnej. Żadna strefa walutowa nie może utrzymać się bez skoncentrowanej władzy monetarnej.

Czy istnieje alternatywa? Teoretycznie Europa mogłaby cofnąć się do Europejskiej Unii Płatniczej z lat 1950-1958, zanim europejskie waluty stały się wymienialne. Był to bilateralny system rozrachunkowy, ze wspólnym kapitałem obrotowym na kredyty dostarczonym przez Stany Zjednoczone w ramach Planu Marshalla (Hogan, 1987)<sup>11</sup>. System płatności mógłby zostać zamrożony, pełna wymienialność zawieszona, a kapitał rozliczeniowy (ang. *clearing capital* – przyp. tłum.) w wysokości biliona euro mógłby zostać pożyczony przez MFW, Stany Zjednoczone lub grupę G-20. Z nadmiernymi

nadwyżkami i deficytami poradzono by sobie poprzez korektę kursu walutowego lub sankcje handlowe. W rzeczywistości ta opcja wydaje się jednak nieprawdopodobna. Żadna tego typu decyzja nie mogłaby zostać podjęta na tyle szybko, by zapobiec nieuniknionej ucieczce kapitału, a więc ten plan poniósłby porażkę jeszcze zanim spróbowano by go wcielić w życie. Co więcej, raczej nie udało by się zgromadzić koniecznych aktywów, a ktokolwiek by ich dostarczył w konsekwencji uczyniłby Europę swoim protektoratem, co skłoniłoby Unię Europejską do odrzucenia takiej propozycji.

Zatem „jedwabny” rozpad eurolandu nie jest prawdopodobny. Żaden poważny polityk nie będzie propagował rozwiązania strefy euro, jeśli nie będzie do tego zmuszony, bo nikt nie chce przejść do historii jako osoba, która zniszczyła UGW lub Unię Europejską. Odnosi się to przede wszystkim do polityków niemieckich. A zatem, jeśli dojdzie do rozpadu strefy euro, to zapewne odbędzie się on w sposób chaotyczny<sup>12</sup>.

## **Wniosek: utrzymać strefę euro za wszelką cenę**

Unia Gospodarcza i Walutowa musi zostać utrzymana nieomal za każdą cenę. Wszystkie problemy ekonomiczne obecnego kryzysu mogą zostać rozwiązane w ramach UGW. Dewaluacja może stanowić jedynie środek łagodzący lub opóźnić rozwiązanie prawdziwego problemu, jak to często miało miejsce, podczas gdy koszty rozpadu strefy euro mogą być naprawdę ogromne. Wyjście któregośkolwiek pojedynczego kraju z UGW w obecnym momencie, kiedy nagromadzone zostały olbrzymie deficyty i nad-

wyżki, prawdopodobnie doprowadziłyby do paniki bankowej, która spowodowałaby rozpad systemu płatności UGW, i razem z nim – unii walutowej.

Żeby utrzymać strefę euro musi zostać w pełni zachowany system rozrachunkowy obejmujący całość UGW. Gwałtowny wzrost nagromadzonych sald w Target2 jest poważnym zmartwieniem, ponieważ wynikające z nich napięcia w obrębie UGW mogą doprowadzić do jej rozpadu. Nadwyżki i deficyty w Target2 powinny zostać rozliczone poprzez reformy takie jak unia bankowa, konsolidacja fiskalna i gwarancje, tak by UGW została utrzymana. Naturalnym sposobem rozwiązania problemu Target2 byłaby prawdziwa konsolidacja bilansów Europejskiego Systemu Banków Centralnych na podobieństwo systemu amerykańskiego. Jakakolwiek próba ograniczenia pułapu dla nadwyżek i deficytów krajowych podlegających rozliczeniu doprowadziłaby do różnic w wartości euro w poszczególnych krajach, co byłoby niebezpiecznym krokiem w stronę rozpadu strefy euro.

Ostatecznie przyczyny, które doprowadziłyby do upadku strefy euro mogłyby być następujące: system instytucjonalny UGW poniósłby kompletną porażkę; jeden naród zdecydowałby się na wyjście; lub siły spekulacyjne doprowadziłyby do rozłamu, zanim politycy mogliby temu zapobiec. Prawdopodobnie wyjście pojedynczego kraju nie będzie zdarzeniem odosobnionym. Zatem jeśli znacznie się rozpad, lepiej będzie porozumieć się w sprawie pełnego i szybkiego rozwiązania i powrotu do starych walut narodowych, ponieważ ułomne euro wystarczająco szybko nie zyska wiarygodności. A więc, albo nikt nie wyjdzie z UGW, albo wyjdą z niego wszyscy.

## Bibliografia

Åslund, Anders. 1995. *How Russia Became a Market Economy*. Waszyngton: Brookings Institution.

Åslund, Anders. 2002. *Building Capitalism: The Transformation of the Former Soviet Bloc*. Cambridge i Nowy Jork: Cambridge University Press.

Åslund, Anders. 2007. *Building How Capitalism Was Built: The Transformation of Central and Eastern Europe, Russia, and Central Asia*. Cambridge i Nowy Jork: Cambridge University Press.

Åslund, Anders. 2010. *The Last Shall Be the First: The East European Financial Crisis*. Waszyngton: Peterson Institute for International Economics.

Åslund, Anders. 2011. Thinking the Unthinkable: How to Break Up the Euro Area. Real Time Economic Issues Watch, Peterson Institute for International Economics, 5 grudnia.

Åslund, Anders. 2012. Why Greece Must Not Leave the Euro Area. RealTime Economic Issues Watch, Peterson Institute for International Economics, 7 marca.

Åslund, Anders i Valdis Dombrovskis. 2011. *How Latvia Came through the Financial Crisis*. Waszyngton: Peterson Institute for International Economics.

Bank Światowy. 2011. *World Development Indicators*. Waszyngton.

Bergsten, C. Fred i Jacob Funk Kirkegaard. 2012. *The Coming Resolution of the European Crisis: An Update*. Policy Briefs in International Economics 12-18 (czerwiec). Waszyngton: Peterson Institute for International Economics.

Bergsten, C. Fred. (w druku). The Likely Resolution of the Europe Crisis. *Foreign Affairs*

Bindseil, Ulrich, Philip.p.ine Cour-Thimann i Philip.p. König. 2012. Target2 and Cross-Border Interbank Payments during the Financial Crisis. *CESifo Forum 2012*, wydanie specjalne: s. 83–92.

Blejer, Mario i Eduardo Levy-Yeyati. 2010. Leaving the Euro: What's in the Box? *VoxEU*, 21 lipca. Dostępne na stronie: vox.eu.org

Buiter, Willem. 2011. The Terrible Consequences of a Eurozone Collapse. *Financial Times*, 8 grudnia, s. 11.

Cliffe, Mark i in. 2010. *EMU Break-up: Quantifying the Unthinkable*. ING, Global Economics, 7 lipca.

Dąbrowski, Marek. 2012. *The Need for Contingency Planning: Potential Scenarios of Eurozone Disintegration*. E-Brief nr 11/2012 (czerwiec). Warszawa: CASE – Centrum Analiz Społeczno – Ekonomicznych.

Das, Arnab i Nouriel Roubini. 2012. A Blueprint for an Amicable Divorce Settlement. *Financial Times*, 3 kwietnia.

- Davies, Gavyn. 2011. The ECB and Target2 Imbalances. *Financial Times*, 10 czerwca, www.ft.com
- Dornbusch, Rudiger. 1992. Monetary Problems of Post Communism: Lessons from the End of the Austro-Hungarian Empire. *Weltwirtschaftliches Archiv* 128, nr 3: s. 391–424.
- Eichengreen, Barry. 2007. Eurozone Breakup Would Trigger the Mother of All Financial Crises. VoxEU, 17 listopada. Dostępne na stronie: voxeu.org
- Feldstein, Martin. 2010. Let Greece Take a Holiday from the Eurozone. *Financial Times*, 17 lutego.
- Granville, Brigitte. 1995. So Farewell Then Rouble Zone. W: *Russian Economic Reform at Risk*, red. Anders Åslund. Nowy Jork: St. Martin's Press.
- Hogan, Michael J. 1987. *The Marshall Plan: America, Britain, and the Reconstruction of Western Europe, 1947-1952*. Nowy Jork: Cambridge University Press.
- Issing, Otmar. 2008. *The Birth of the Euro*. Nowy Jork: Cambridge University Press.
- Lachman, Desmond. 2010. *Can the Euro Survive?* Londyn: Legatum Institute (grudzień).
- MFW (Międzynarodowy Fundusz Walutowy). 1994. *Economic Review: Financial Relations among Countries of the Former Soviet Union*. Waszyngton.
- Münchau, Wolfgang. 2012. Why We Won't Solve the Eurozone Crisis for 20 Years. *Financial Times*, 9 lipca, s. 9.
- Mundell, Robert A. 1961. A Theory of Optimum Currency Areas. *American Economic Review* 51, nr 4 (wrzesień): s. 657–65.
- Mussa, Michael. 2002. *Argentina and the Fund: From Triumph to Tragedy*. Waszyngton: Institute for International Economics.
- Normand, John i Arindam Sandilya. 2011. Answers to 10 Common Questions on EMU Breakup. JP Morgan, 7 grudnia.
- Nuti, Domenico Mario. 1996. Inflation, Interest and Exchange Rates in the Transition. *Economics of Transition* 4, nr 1: s. 137–58.
- Pasvolosky, Leo. 1928. *Economic Nationalism of the Danubian States*. Londyn: George Allen & Unwin.
- Pleskovic, Boris i Jeffrey D. Sachs. 1994. Political Independence and Economic Reform in Slovenia. W: *The Transition in Eastern Europe*, tom 1, red. Olivier Blanchard, Kenneth Froot i Jeffrey D. Sachs. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research.
- Portes, Richard. 2012. Market Forces Will Destroy the Euro If We Do Not Take Action Soon. Letter in *Financial Times*, 10 lipca, s. 8.
- Reinhart, Carmen M., i Kenneth S. Rogoff. 2009. *This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly*. Princeton: Princeton University Press.
- Rostowski, Jacek. 1994. *Interenterprise Arrears in Post-Communist Economies*. IMF Working Paper 94/43 (kwiecień). Waszyngton: Międzynarodowy Fundusz Walutowy.
- Roubini, Nouriel. 2011. The Eurozone Is Heading for Break-up. *Financial Times*, 14 czerwca, s. 11.
- Sachs, Jeffrey D. i David A. Lipton. 1993. Remaining Steps to a Market-based Monetary System. In *Changing the Economic System in Russia*, red. Anders Åslund i Richard Layard. Nowy Jork: St. Martin's Press.
- Sargent, Thomas J. 1986. The Ends of Four Big Inflation. W: *Rational Expectations and Inflation*, red. Thomas J. Sargent. New York: Harper and Row.
- Sinn, Hans-Werner. 2011a. The ECB's Stealth Bailout. VoxEU, 1 czerwca. Dostępne na stronie: voxeu.org
- Sinn, Hans-Werner. 2011b. Two Models for Europe. Project Syndicate, 29 grudnia.
- Sinn, Hans-Werner. 2012. A Crisis in Full Flight. Project Syndicate, 25 kwietnia.
- Sinn, Hans-Werner i Timo Wollmershäuser. 2012. Target Loans, Current Account Balances and Capital Flows: The ECB's Rescue Facility. *International Tax Public Finance* (30 maja).
- Transparency International. 2011. Corruption Perceptions Index. Dostępne na stronie: <http://cpi.transparency.org/cpi2011> (widziane 10 lipca, 2012).
- Truman, Edwin M. 2012a. Europe v. World. *New York Times*, 14 lutego.
- Truman, Edwin M. 2012b. The Terrible Cost of Inaction in Europe. RealTime Economic Issues Watch, 2 lipca. Peterson Institute for International Economics.
- Weidmann, Jens. 2012. Was Steckt hinter den Target2-Salden. *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, 12 marca.
- Whelan, Karl. 2011. Professor Sinn Misses the Target. VoxEU, 9 czerwca. Dostępne na stronie: voxeu.org
- Wolf, Martin. 2011a. Why the Eurozone Will Survive. *Financial Times*, 9 marca, s. 11.
- Wolf, Martin. 2011b. Intolerable Choices for the Eurozone. *Financial Times*, 31 maja.
- Wright, Thomas. 2012. What If Europe Fails? *Washington Quarterly* 35, nr 3 (lato): s. 23–41.

## Przypisy

<sup>1</sup> Pełniłem funkcję starszego doradcy ekonomicznego rosyjskiego rządu od listopada 1991 do stycznia 1994 r. Jednym z moich głównych zadań – we współpracy z Jegorem Gajdarem, pełniącym urząd premiera i Borysem Fiodorowem, ministrem finansów – było rozwiązanie strefy walutowej z korzyścią dla Rosji. Powodem było to, że zniknęły polityczne warunki dla istnienia strefy walutowej.

<sup>2</sup> Target (w pierwszej wersji) zaczął funkcjonować 4 stycznia 1999 r. (przyj. red.).

<sup>3</sup> „The Sick Man of the Euro”, „Economist”, 3 czerwca 1999 r.

<sup>4</sup> Bibliografia na temat tych trzech unii walutowych jest obszerna, patrz szczególnie: Pasvolsky (1928), Sargent (1986), Dornbusch (1992), Pleskovic i Sachs (1994), Åslund (1995) i Granville (1995).

<sup>5</sup> Wolę używać Rumuni i Bułgarii jako przykładów, ponieważ znajdowały się one na podobnym poziomie rozwoju gospodarczego i miały silnie wypaczoną gospodarkę. Kraje Europy Centralnej (Polska, Czechosłowacja i Węgry) wystartowały z dużo korzystniejszej pozycji, a zatem doświadczyły dużo mniejszego spadku. Niemcy Wschodnie zostały zalane przez powódź dotacji od Niemiec Zachodnich, sięgających prawie 80 miliardów dolarów rocznie.

<sup>6</sup> Pesofikacja to termin oznaczający obowiązkowe (narzucone przez rząd argentyński) przewalutowanie depozytów i kredytów na krajową walutę, czyli argentyńskie peso (przyj. red.).

<sup>7</sup> Najbardziej interesujące, szczegółowe, ale także pesymistyczne oceny skutków rozpadu strefy euro opracowały prywatne banki inwestycyjne. Czytałem doskonałe raporty opublikowane przez JP Morgan i ING, podejrzewam, że istnieją i inne dobre opracowania, których nie udało mi się znaleźć w domenie publicznej. W szczególności, jestem świadomy istnienia artykułu Willema Buitera przygotowanego dla Citi.

<sup>8</sup> Najlepsze i najprostsze wyjaśnienie znajduje się w: Wolf (2011b)

<sup>9</sup> Tę uwagę zawdzięczam Edwinowi Trumanowi.

<sup>10</sup> Banknoty euro są oznakowane jedną literą dla każdego kraju, „Y” oznacza Grecję, tak jak banknoty amerykańskie, które formalnie należą do jednego z regionalnych Banków Rezerwy Federalnej. Jednak te oznaczenia nie mają praktycznego znaczenia, ponieważ banknoty krążą pomiędzy państwami strefy euro i nie dochodzi do ich nagromadzenia w żadnym konkretnym kraju.

<sup>11</sup> Ten pomysł zawdzięczam Juanowi Carlosowi Martinezowi Olivie.

<sup>12</sup> Thomas Wright (2012) przeprowadził analizę szerszych politycznych konsekwencji porażki UGW i UE.



# Z e s z y t y B R E - C A S E

1	Absorpcja kredytów i pomocy zagranicznej w Polsce w latach 1989-1992
2	Absorpcja zagranicznych kredytów inwestycyjnych w Polsce z perspektywy pożyczkodawców i pożyczkobiorców
3	Rozliczenia dewizowe z Rosją i innymi republikami b. ZSRR. Stan obecny i perspektywy
4	Rynkowe mechanizmy racjonalizacji użytkowania energii
5	Restrukturyzacja finansowa polskich przedsiębiorstw i banków
6	Sposoby finansowania inwestycji w telekomunikacji
7	Informacje o bankach. Możliwości zastosowania ratingu
8	Gospodarka Polski w latach 1990 – 92. Pomiary a rzeczywistość
9	Restrukturyzacja finansowa przedsiębiorstw i banków
10	Wycena ryzyka finansowego
11	Majątek trwały jako zabezpieczenie kredytowe
12	Polska droga restrukturyzacji złych kredytów
13	Prywatyzacja sektora bankowego w Polsce – stan obecny i perspektywy
14	Etyka biznesu
15	Perspektywy bankowości inwestycyjnej w Polsce
16	Restrukturyzacja finansowa przedsiębiorstw i portfeli trudnych kredytów banków komercyjnych (podsumowanie skutków ustawy o restrukturyzacji)
17	Fundusze inwestycyjne jako instrument kreowania rynku finansowego w Polsce
18	Dług publiczny
19	Papiery wartościowe i derywaty. Procesy sekurytyzacji
20	Obrót wierzytelnościami
21	Rynek finansowy i kapitałowy w Polsce a regulacje Unii Europejskiej
22	Nadzór właścicielski i nadzór bankowy
23	Sanacja banków
24	Banki zagraniczne w Polsce a konkurencja w sektorze finansowym
25	Finansowanie projektów ekologicznych
26	Instrumenty dłużne na polskim rynku
27	Obligacje gmin
28	Sposoby zabezpieczania się przed ryzykiem niewypłacalności kontrahentów
	Wydanie specjalne Jak dokończyć prywatyzację banków w Polsce
29	Jak rozwiązać problem finansowania budownictwa mieszkaniowego
30	Scenariusze rozwoju sektora bankowego w Polsce
31	Mieszkalnictwo jako problem lokalny
32	Doświadczenia w restrukturyzacji i prywatyzacji przedsiębiorstw w krajach Europy Środkowej
33	(nie ukazał się)
34	Rynek inwestycji energooszczędnych
35	Globalizacja rynków finansowych
36	Kryzysy na rynkach finansowych – skutki dla gospodarki polskiej
37	Przygotowanie polskiego systemu bankowego do liberalizacji rynków kapitałowych
38	Docelowy model bankowości spółdzielczej
39	Czy komercyjna instytucja finansowa może skutecznie realizować politykę gospodarczą państwa?
40	Perspektywy gospodarki światowej i polskiej po kryzysie rosyjskim
41	Jaka reforma podatkowa jest potrzebna dla szybkiego wzrostu gospodarczego?
42	Fundusze inwestycyjne na polskim rynku – znaczenie i tendencje rozwoju
43	Strategia walki z korupcją – teoria i praktyka
44	Kiedy koniec złotego?
45	Fuzje i przejęcia bankowe
46	Budżet 2000
47	Perspektywy gospodarki rosyjskiej po kryzysie i wyborach
48	Znaczenie kapitału zagranicznego dla polskiej gospodarki
49	Pierwszy rok sfery euro – doświadczenia i perspektywy
50	Finansowanie dużych przedsięwzięć o strategicznym znaczeniu dla polskiej gospodarki
51	Finansowanie budownictwa mieszkaniowego
52	Rozwój i restrukturyzacja sektora bankowego w Polsce – doświadczenia 11 lat
53	Dlaczego Niemcy boją się rozszerzenia strefy euro?
54	Doświadczenia i perspektywy rozwoju sektora finansowego w Europie Środkowo-Wschodniej
55	Portugalskie doświadczenia w restrukturyzacji i prywatyzacji banków
56	Czy warto liczyć inflację bazową?
57	Nowy system emerytalny w Polsce – wpływ na krótko- i długoterminowe perspektywy gospodarki i rynków finansowych
58	Wpływ światowej recesji na polską gospodarkę
59	Strategia bezpośrednich celów inflacyjnych w Ameryce Łacińskiej
59/a	Reformy gospodarcze w Ameryce Łacińskiej
60	(nie ukazał się)
61	Stan sektora bankowego w gospodarkach wschodzących – znaczenie prywatyzacji
62	Rola inwestycji zagranicznych w gospodarce

63	Rola sektora nieruchomości w wydajnej realokacji zasobów przestrzennych
64	Przyszłość warszawskiej Giełdy Papierów Wartościowych
65	Stan finansów publicznych w Polsce – konieczność reformy
66	Polska w Unii Europejskiej. Jaki wzrost gospodarczy?
67	Wpływ sytuacji gospodarczej Niemiec na polską gospodarke
68	Konkurencyjność reform podatkowych – Polska na tle innych krajów
69	Konsekwencje przystąpienia Chin do WTO dla krajów sąsiednich
70	Koszty spowolnienia prywatyzacji w Polsce
71	Polski sektor bankowy po wejściu Polski do Unii Europejskiej
72	Reforma procesu stanowienia prawa
73	Elastyczny rynek pracy w Polsce. Jak sprostać temu wyzwaniu?
74	Problem inwestycji zagranicznych w funduszu emerytalnym
75	Funkcjonowanie Unii Gospodarczej i Walutowej
76	Konkurencyjność sektora bankowego po wejściu Polski do Unii Europejskiej
77	Zmiany w systemie polityki monetarnej na drodze do euro
78	Elastyczność krajowego sektora bankowego w finansowaniu MSP
79	Czy sektor bankowy w Polsce jest innowacyjny?
80	Integracja europejskiego rynku finansowego – Zmiana roli banków krajowych
81	Absorpcja funduszy strukturalnych
82	Sekurytyzacja aktywów bankowych
83	Jakie reformy są potrzebne Polsce?
84	Obligacje komunalne w Polsce
85	Perspektywy wejścia Polski do strefy euro
86	Ryzyko inwestycyjne Polski
87	Elastyczność i sprawność rynku pracy
88	Bułgaria i Rumunia w Unii Europejskiej – Szansa czy konkurencja dla Polski?
89	Przedsiębiorstwa sektora prywatnego i publicznego w Polsce (1999–2005)
90	SEPA – bankowa rewolucja
91	Energetyka-polityka-ekonomia
92	Ryzyko rynku nieruchomości
93	Wyzwania dla wzrostu gospodarczego Chin
94	Reforma finansów publicznych w Polsce
95	Inflacja – czy mamy nowy problem?
96	Zaburzenia na światowych rynkach a sektor finansowy w Polsce
97	Stan finansów ochrony zdrowia
98	NUK - Nowa Umowa Kapitałowa
99	Rozwój bankowości transgranicznej a konkurencyjność sektora bankowego w Polsce
100	Kryzys finansowy i przyszłość systemu finansowego
101	Działalność antykryzysowa banków centralnych
102	Jak z powodzeniem wejść do strefy euro
103	Integracja rynku finansowego po pięciu latach członkostwa Polski w Unii Europejskiej
104	Nowe wyzwania w zarządzaniu bankami w czasie kryzysu
105	<i>Credit crunch</i> w Polsce?
106	System emerytalny. Finanse publiczne. Długookresowe cele społeczne
107	Finanse publiczne w krajach UE. Jak posprzątać po kryzysie (cz. 1)
108	Finanse publiczne w krajach UE. Jak posprzątać po kryzysie (cz. 2)
109	Kryzys finansowy – Zmiany w regulacji i nadzorze nad bankami
110	Kryzys fiskalny w Europie – Strategie wyjścia
111	Banki centralne w zarządzaniu kryzysem finansowym – Strategie wyjścia
112	Gospodarka niskoemisyjna – czy potrzebny jest Plan Marshalla?
113	Reformy emerytalne w Polsce i na świecie widziane z Paryża
114	Dostosowanie fiskalne w Polsce w świetle konstytucyjnych i ustawowych progów ostrożnościowych
115	Strefa euro – kryzys i drogi wyjścia
116	Zróżnicowanie polityki fiskalnej w trakcie kryzysu lat 2007–2009 i po kryzysie
117	Perspektywy polskiej gospodarki w latach 2012–2013
118	Problemy fiskalne w czasach malejącego popytu i obaw o wysokość długu publicznego
119	Kondycja banków w Europie i Polsce. Czy problemy finansowe inwestorów strategicznych wpłyną na zaostrzenie polityki kredytowej w spółkach-córkach w Polsce
120	Zmiany regulacji a rozwój sektora bankowego
121	Scenariusze energetyczne dla Polski
122	Dlaczego nie wolno dopuścić do rozpadu strefy euro
123	Unia bankowa – skutki dla UE, strefy euro i dla Polski