

*mgr Riccardo Valente*<sup>1</sup>

doktorant na Wydziale Ekonomii i Stosunków Międzynarodowych  
Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie

## **Różnice inflacji jako przyczyna problemów krajów peryferyjnych. Teoretyczne i empiryczne uzasadnienia wystąpienia kryzysu walutowego w strefie euro**

### WSTĘP

Jako przyczynę zjawiska napięcia finansowego, które dotyczyło niektórych krajów strefy euro, wskazywano przeważnie problem nadmiernego zadłużenia państwowego krajów peryferyjnych<sup>2</sup> oraz słabszą dyscyplinę fiskalną ich rządów w stosunku do innych krajów należących do unii walutowej. Taka interpretacja mechanizmów, leżących u podstaw narastania kosztów obsługi długu publicznego w niektórych krajach strefy euro, jest jednak, zdaniem autora tego artykułu, nie w pełni zadowalająca. Celem autora jest zatem potwierdzenie tezy, że narastanie kosztów obsługi długu publicznego w krajach strefy euro silniej dotkniętych kryzysem zależało bardziej od rozbieżności długookresowych dynamik wzrostu cen rejestrowanych w tych krajach w stosunku do reszty krajów strefy euro niż od braku dyscypliny fiskalnej. W opracowaniu tym pokazano więc, że na podstawie wielu analiz dostępnych w literaturze można znaleźć pewne alternatywne przyczyny obecnego kryzysu, które wychodzą poza samą sferę finansów publicznych. Powoływano się szczególnie na te źródła literatury, które wyjaśniają narastanie kosztu obsługi długu publicznego w Grecji na podstawie modeli kryzysu walutowego oraz na podstawie wystąpienia znaczących nierównowag bilansu płatniczego we wszystkich krajach strefy euro silniej dotkniętych kryzysem. Prowadzona samodzielnie przez autora analiza danych potwierdza dodatkowo, że przez cały okres trwania unii walutowej, tempo wzrostu

---

<sup>1</sup> Adres korespondencyjny: Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie, ul. Rakowicka 27, 31-510 Kraków, e-mail: riccardo.valente86@gmail.com

<sup>2</sup> Tzn.: Grecja, Hiszpania, Irlandia, Portugalia i Włochy; Cf. [Stockammer, 2011, s. 4].

cen w Grecji, w Irlandii, w Portugalii, w Hiszpanii i we Włoszech było znacząco wyższe niż tempo wzrostu cen rejestrowane w pozostałych krajach strefy euro. Przeprowadzona analiza pozwoli zatem wyjaśnić na podstawie zróżnicowania tempa wzrostu cen w krajach strefy euro sygnalizowane w literaturze występowanie w wyżej wymienionych krajach znaczących nierównowag handlowych, utraty konkurencyjności, narastania kosztów obsługi długu publicznego oraz spadku zaufania inwestorów międzynarodowych wobec dalszego udziału tych krajów we wspólnej walucie. Zgodnie z teoretycznymi podstawami determinacji realnego kursu walutowego, tworzy ona podstawy dla interpretacji narastania kosztu obsługi długu publicznego rejestrowanego w tych krajach jako symptomu kryzysu kursu walutowego.

#### DŁUG PUBLICZNY A KRYZYS GRECKI JAKO KRYZYS WALUTOWY

Pierwszym zjawiskiem napięcia finansowego, które doprowadziło do wybuchu tego, co dalej nazwano europejskim kryzysem długu suwerennego<sup>3</sup>, był wzrost stóp procentowych, płaconych przez Grecję za jej obligacje skarbowe, który miał miejsce na przełomie 2009 i 2010 roku. Przez kolejne lata zjawisko to rozszerzyło się na inne kraje unii walutowej, dotykając kolejno: Irlandię, Portugalię, Hiszpanię, Włochy oraz Cypr. Pomimo tego że przeważnie wskazywano na problem nadmiernego zadłużenia i potrzeby jego redukcji w krajach silniej dotkniętych kryzysem, warto podkreślić, że alternatywne sposoby wyjaśnienia przyczyn kryzysu ukazywały się w literaturze specjalistycznej już w pierwszych miesiącach po pogorszeniu się sytuacji w Grecji. Już wtedy niektórzy autorzy [Arghyrou i Tsoukalas, 2010] podkreślali, że kryzys grecki można wyjaśniać jako działanie inwestorów międzynarodowych przeciwko udziałowi Grecji w strefie euro, w dużej mierze niezależnie od kwestii polityki fiskalnej i bez potrzeby tworzenia modeli ad hoc. Arghyrou i Tsoukalas wyjaśniali różne fazy kryzysu w Grecji dzięki już dostępnym modelom kryzysu zaufania wobec utrzymania stałego kursu walutowego [Krugman, 1979; Obstfeld, 1996; Krugman, 1998]. Ta interpretacja kryzysu greckiego nakierowuje więc na poszukiwanie jego przyczyn bardziej wśród czynników wpływających na kurs walutowy niż wśród czynników mających wpływ na finanse publiczne.

Zgodnie z tym podejściem wzrost stóp procentowych, płaconych za greckie obligacje skarbowe nie był ściśle powiązany z poziomem zadłużenia publicznie-

---

<sup>3</sup> Zgodnie z szeroko zastosowaną w literaturze angielskiej nazwą „sovereign debt crisis”, w dalszej części pracy pod nazwą europejskiego kryzysu długu publicznego lub europejskiego kryzysu długu suwerennego rozumie się zjawisko narastania kosztów obsługi długu publicznego i idące za nim problemy doświadczane w peryferyjnych krajach strefy euro; Cf. [Stockammer, 2011, s. 4].

go. Według [Arghyrou i Tsoukalas, 2010] pojawienie się kryzysu w Grecji zależało od trudności gospodarki helleńskiej w utrzymaniu udziału w strefie euro bez naruszania, ustalonych w momencie wejścia Grecji do strefy euro, oficjalnych parytetów pomiędzy byłymi walutami krajów unii walutowej. Podobnie jak w modelu Krugmana [1979], działanie inwestorów międzynarodowych przeciw Grecji było, według [Arghyrou i Tsoukalas, 2010], działaniem spekulatywnym, podjętym głównie przeciwko reżimowi stałego kursu walutowego, przyjętemu przez Grecję wobec reszty krajów unii walutowej<sup>4</sup>. Zdaniem badaczy, wybuch kryzysu w Grecji był spowodowany fatalną mieszanką, na którą złożyły się zarówno ogłoszenie przez nowy rząd grecki wcześniej ukrytych ogromnych deficytów publicznych, jak i słabe parametry makroekonomiczne. Zgodnie z taką interpretacją przyczyną kryzysu w Grecji było zatem stosowanie niezrównoważonej polityki fiskalnej oraz utraty konkurencyjności i trwałe deficyty rachunku bieżącego, które wynikały z wyższej niż średnia w strefie euro inflacji, jaką rejestrowano w Grecji od momentu jej wstąpienia do unii walutowej.

Czynniki te pokazały, że udział Grecji w strefie euro, w obecnych wówczas kondycjach ekonomicznych, był niemożliwy i wywołałby albo dewaluację implicitnego greckiego kursu walutowego wobec reszty strefy euro, albo odwrotnie, radykalną poprawę i zmianę polityki oraz sytuacji makroekonomicznej na poziomie europejskim. Według takiej interpretacji można zatem rozumieć zwiększenie się deficytu budżetowego jako sygnał poważniejszych problemów gospodarki greckiej, a nie jako jedyny i centralny czynnik powodujący kryzys. Jak podkreślają Arghyrou i Tsoukalas [2010], wybuch kryzysu w Grecji zależał więc od spadku zaufania inwestorów międzynarodowych wobec jej dalszego udziału we wspólnej walucie. Zgodnie z modelami kryzysu walutowego pierwszej generacji [Krugman, 1979], spadek zaufania spowodowany był brakiem możliwości dalszego utrzymania wcześniej prowadzonej polityki fiskalnej, stale wyższą inflacją, rejestrowaną w Grecji w porównaniu ze średnią strefy euro, a także utratami konkurencyjności i trwałymi deficytami rachunku bieżącego. Wydaje się więc, że pojawienie się wielkich deficytów państwowych mogło być sygnałem dla inwestorów międzynarodowych, że gospodarka grecka radziła sobie we wspólnej walucie dużo gorzej niż jak wcześniej sądzono. Ogłoszenie rzeczywistego stanu budżetu państwa greckiego ujawniło, że Grecja nie tylko rejestrowała wiele problemów związanych z utratami konkurencyjności na rynku międzynarodowym, ale że całkowicie wyczerpała ona również możliwości wykorzystania polityki fiskalnej, tzn. jedynego narzędzia, które pozostało Gre-

---

<sup>4</sup> Warto podkreślić, że z teoretycznego punktu widzenia udział w unii walutowej można traktować jako najbardziej ekstremalny przykład zastosowania stałego kursu walutowego ze strony jednego kraju. Modele kryzysu walutowego w reżimach sztywnych i stałych kursów walutowych można więc w pełni stosować w przypadku krajów, które, jak te należące do strefy euro, rezygnują z własnej waluty w celu wstąpienia do unii walutowej.

kom, aby załagodzić negatywne skutki realnych nierównowag makroekonomicznych w krótkim okresie. Jeśli nawet takie zastosowanie polityki fiskalnej przez władze greckie pokazało małą dyscyplinę z ich strony oraz ograniczoną wizję i odpowiedzialność długookresową, to nie było ono jednak podstawowym i najważniejszym zjawiskiem, które samodzielnie spowodowało kryzys. Ponadto, kolejną fazę kryzysu greckiego można również uważać za zjawisko w dużej mierze niezależne od kwestii braku dyscypliny fiskalnej.

Zgodnie z modelem [Obsfeld, 1996] brak decyzji i wahania, rejestrowane w pierwszych fazach kryzysu zarówno po stronie władz greckich, jak i ze strony szefów państw członkowskich i władz unijnych, mogły przynieść dodatkowy spadek zaufania inwestorów międzynarodowych wobec zobowiązań Grecji, dotyczących utrzymania reżimu kursu walutowego. Wahania te mogły być interpretowane jako znak tego, że zarówno Grecja, jak i inne kraje strefy euro nie były ani gotowe, ani chętne bronić dalszego udziału Grecji we wspólnej walucie. Jako że stopień zaangażowania danego kraju w obronę własnego reżimu kursu walutowego wpływa na koszt jego utrzymania [Obsfeld, 1996], wspomniane wahania zwiększały koszt utrzymania wcześniej ustalonego reżimu kursu walutowego ze strony greckiej, pogarszały parametry realne i budziły coraz większe wątpliwości co do możliwości nienaruszania ustalonego reżimu kursu walutowego ze strony władz greckich. Ponadto, końcowe zwiększenie kosztu dofinansowania długu greckiego doskonale odpowiada mechanizmom opisanym w modelu Krugmana [1998]. Zdaniem cytowanych autorów, inwestorzy zakładali, że greckie obligacje skarbowe były zabezpieczone pewną, nieoficjalną gwarancją ze strony Niemiec oraz innych krajów strefy euro. Niechęć władz europejskich oraz Niemiec do podjęcia interwencji w obronie Grecji mogła oznaczać cofnięcie tej gwarancji i tym samym uzasadniać końcowy spadek zaufania inwestorów międzynarodowych oraz, zdaniem autora tego artykułu, mogła stać się przyczyną późniejszego rozszerzenia kryzysu na kolejne kraje strefy euro, które doświadczały podobnych problemów utraty konkurencyjności.

Jeśli w interpretacji [Arghyrou i Tsoukalas, 2010] wybuch kryzysu długu publicznego w Grecji był częściowo zależny od niechęci lub nieumiejętności władz greckich we wdrożeniu potrzebnych korekt pod względem prowadzenia polityki fiskalnej, to w świetle późniejszego rozszerzenia kryzysu na inne kraje strefy euro, dominujący wpływ miał mechanizm bardziej ogólny [Stockhammer, 2011, s. 4]. W świetle dalszej ewolucji kryzysu wydaje się, że szerszy kontekst makroekonomiczny, zarówno w przypadku Grecji, jak i innych krajów dotkniętych kryzysem, był bardziej znaczący niż same parametry zadłużenia państwowego. Napięcie finansowe, dotyczące obligacji skarbowych mogłoby być raczej sposobem manifestacji i wskaźnikiem innych poważnych problemów, leżących u podstaw kryzysu, aniżeli znakiem rzeczywistego niepokoju inwestorów o zwrot kapitału zainwestowanego w obligacje krajów peryferyjnych strefy euro.

UTRATA KONKURECYJNOŚCI,  
OGRANICZENIA POLITYKI GOSPODARCZEJ  
I ROZSZERZENIE KRYZYSU

Zgodnie z uwagami zawartymi w [Stockhammer, 2011], spadek zaufania wobec możliwości dalszego udziału w strefie euro zarówno Grecji, jak i innych krajów członkowskich mógł zależeć od występowania znaczących utrat konkurencyjności<sup>5</sup> oraz od ograniczeń narzędzi polityki gospodarczej. Autor ten [Stockhammer, 2011] zauważa, że od roku 1999 wszystkie kraje strefy euro, które kolejno doświadczały wzrostu stóp procentowych, płaconych za ich obligacje skarbowe, rejestrowały spadek konkurencyjności międzynarodowej i pogorszenia fundamentalnych parametrów makroekonomicznych. Wraz z tendencjami zarejestrowanymi w krajach dotkniętych kryzysem, nadwyżki eksportowe i uzyskanie konkurencyjności przez Niemcy są więc, według tego autora, centralnymi punktami do przeanalizowania.

Podział strefy euro na kraje rdzenia i peryferii, który inwestorzy międzynarodowi wspierali przez pewien czas poprzez swoje działania na rynku obligacji skarbowych, doskonale odpowiada dynamikom kosztu pracy w unii walutowej. Od momentu swojego wejścia do strefy euro wszystkie kraje silniej dotknięte kryzysem rejestrowały utraty konkurencyjności z powodu większego wzrostu kosztu pracy w porównaniu z dynamiką kosztu pracy w krajach tzw. rdzenia. W okresie od 2001 r. do 2010 r. koszt pracy wzrósł powyżej średniej europejskiej w Grecji, Irlandii, Hiszpanii, Portugalii i we Włoszech, a w Austrii, Holandii i Niemczech jego wzrost był niższy niż średnia europejska. Wszystkie kraje silniej dotknięte kryzysem notowały zatem utraty konkurencyjności wobec średniej strefy euro i Niemiec oraz innych krajów północnej Europy. Znaczące deficyty rachunku bieżącego były rejestrowane w Grecji, Irlandii, Hiszpanii, Portugalii i we Włoszech. Nadwyżki rachunku bieżącego były rejestrowane w Austrii oraz w Holandii, a w Niemczech występowały natomiast bardzo znaczące nadwyżki bilansu płatniczego. Zdaniem Stockhammera można więc wiązać wybuch kryzysu z występowaniem wspomnianych nierównowag w rachunkach bieżących.

Kryzys strefy euro spotęgowany był dodatkowo niedostępnością wystarczających narzędzi polityki gospodarczej, pozwalających na poprawienie nierównowag handlowych. Odwrotne tendencje bilansu płatniczego i kosztu pracy reje-

---

<sup>5</sup> Zgodnie ze [Stockhammer, 2011] jako utratę konkurencyjności uważa się większy wzrost jednostkowego kosztu pracy rejestrowany w krajach peryferii (tzn. w Grecji, w Hiszpanii, w Irlandii, w Portugalii i we Włoszech) w stosunku do wzrostu jednostkowego kosztu pracy, odnotowanego w krajach tzw. rdzenia, tzn. w pozostałych krajach starej strefy euro 11.

strowane w różnych krajach strefy euro tworzą, według Stockhammera, poważny problem w kontekście wspólnych zasad europejskich. Zgodnie z uwagami tego autora, w krajach należących do strefy euro, problemów utraty konkurencyjności nie można poprawić ani za pomocą polityki kursu walutowego, ani przez inne kanały i narzędzia polityki gospodarczej, które są w pewien sposób ograniczone. W strefie euro mamy do czynienia z „mixem” polityki gospodarczej, inspirowanym przez monetaryzm, który składa się z niezależnej i scentralizowanej polityki monetarnej, skierowanej na stabilność cen oraz z narodowych polityk fiskalnych, nakierowanych na równowagę budżetową. Jego zdaniem, dodatkowy problem tworzą ponadto zarówno brak wspólnej polityki fiskalnej na poziomie europejskim, jak i brak uznania kwestii polityki płacowej w zakresie polityki gospodarczej. Wszystkie te elementy ograniczały więc, według Stockhammera [2011, s. 8], możliwości poprawy asymetrii handlowej, będąc powodem niskiego wzrostu gospodarczego, obniżenia kwoty płac na dochód narodowy i nierównowagi rachunków bieżących oraz, co warto dodać, powodowały pojawienie się spadku zaufania wobec dalszego udziału krajów o wysokim koszcie pracy w strefie euro. Jak wykazano w kolejnej części tego artykułu, na podstawie analizy danych przeprowadzonej przez autora opracowania, wydaje się możliwe połączyć uwagi o roli utraty konkurencyjności oraz o roli ograniczeń polityki gospodarczej [Stockhammer, 2011] ze wspomnianą interpretacją europejskiego kryzysu długu publicznego jako przypadku kryzysu walutowego [Arghyrou i Tsoukalas, 2010]. Wszystkie kraje silniej dotknięte kryzysem, od momentu ich wejścia do wspólnej waluty aż do wybuchu kryzysu, rejestrowały wyższą inflację w stosunku do krajów tzw. rdzenia oraz średniej strefy euro, co wydaje się być czynnikiem, który jest w stanie wyjaśnić i potwierdzić zarówno występowanie kryzysu zaufania wobec dalszego udziału tych krajów w unii walutowej, jak i pojawienie się poważnej utraty konkurencyjności oraz nierównowag handlowych. Warto ponadto podkreślić, że na podstawie przeprowadzonych przez autora tego artykułu analiz, wysoka inflacja okazuje się być jedynym powodem wzrostu jednostkowego kosztu pracy w krajach południowych i w Irlandii. Niska inflacja była natomiast jedynym powodem uzyskania konkurencyjności przez Niemcy oraz kraje północne. Na podstawie analiz dynamik cen można więc wykluczyć, że, jak podkreślał sam Stockhammer [2011, s. 4], przewaga technologiczna oraz większa innowacyjność ze strony krajów tzw. rdzenia mogły być przyczynami problemów konkurencyjności rejestrowanych w peryferyjnych krajach strefy euro. W krajach tych wysoka inflacja była dodatkową przyczyną zarówno wzrostu zadłużenia prywatnego lub publicznego [Stockhammer, 2011, s. 8–14], jak i zwiększenia wydatków państwowych [Manasse, 2012].

TEMPO WZROSTU CEN, INFLACJA I KURS WALUTOWY  
W KRAJACH STREFY EURO

W krajach strefy euro można odnotować występowanie znaczących różnic w dynamikach inflacyjnych, co, zdaniem autora tego artykułu, można uważać za podstawową przyczynę europejskiego kryzysu długu suwerennego.

Zróżnicowanie w dynamikach inflacyjnych w różnych krajach, podlegających reżimom sztywnych kursów walutowych lub biorących udział w uniach walutowych, tworzy podstawy dla aprecjacji ukrytego<sup>6</sup>, ale pomimo to rzeczywistego, kursu walutowego w krajach o wysokim poziomie inflacji w stosunku do krajów charakteryzujących się niższą inflacją. Pod względem teoretycznym warto wspomnieć, że, po ustaleniu parytetów pomiędzy byłymi walutami krajów należących do unii walutowej, występowanie znaczących różnic w dynamikach inflacyjnych w tych krajach tworzy poważny problem, który jest w stanie przyczynić się zarówno do pojawienia się deficytów handlowych, jak i do wystąpienia potrzeby dewaluacji ustalonego kursu walutowego, co może powodować kryzysy walutowe. Zróżnicowanie w dynamikach inflacyjnych powoduje aprecjację realnego kursu walutowego w krajach o wysokiej inflacji w stosunku do krajów o niższej inflacji. Różnice dynamik inflacyjnych mogą więc doprowadzić, jak zdarzyło się w przypadku włoskiego kryzysu z 1992 roku, do wybuchu kryzysu walutowego z powodu niespójności pomiędzy realnym kursem walutowym, jaki powinien zostać ustalony na podstawie dynamik cen, a deklarowanym oficjalnym parytetem. Wstąpienie do wspólnej unii walutowej i rezygnacja z własnej waluty przez jakiegokolwiek państwo nie wyklucza tego, że, zgodnie z niżej przedstawioną formułą, realny kurs walutowy ( $\varepsilon_r$ ) pomiędzy dwoma krajami zostanie jednak określony poprzez względny stosunek między cenami krajowymi, rejestrowanymi w pierwszej gospodarce ( $p_d$ ) mnożonymi przez kurs walutowy nominalny ( $\varepsilon_n$ ) a cenami wewnętrznymi drugiej gospodarki ( $p_f$ ).

$$[1] \quad \varepsilon_r = \varepsilon_n \cdot \frac{p_d}{p_f}$$

---

<sup>6</sup> W dalszej części pracy realny kurs walutowy, jak zostanie wyjaśnione, wynikający ze stosunku pomiędzy poziomami cen w różnych krajach, będzie niekiedy określany mianem „ukrytego”. Wybór ten uzasadniony jest faktem, że w przypadku krajów należących do unii walutowej, realny kurs walutowy zależny od dynamiki wzrostu cen jest niemożliwy do zaobserwowania zarówno na rynku walut, jak i w statystykach. Jak zostanie podkreślone, ukryty kurs walutowy realny można jednak wyliczyć na podstawie dostępnych danych, a przy dużych rozbieżnościach w tempach wzrostu cen może on rzeczywiście różnić się, jak w przypadku krajów strefy euro, od nominalnego kursu walutowego.

Ponadto, w przypadku dwóch krajów przyjmujących tę samą walutę, nominalny kurs walutowy równa się jeden, co powoduje, że ewolucję kursu walutowego w czasie można zbadać bezpośrednio na podstawie ewolucji cen. Jeśli np. w danym okresie ogólny poziom cen w pierwszym kraju zwiększyłby się o 3%, a w drugim nie zwiększyłby się, prowadziłyby to do aprecjacji realnego kursu walutowego pierwszego kraju w stosunku do drugiego dokładnie o 3%. Realny kurs walutowy, jawny lub ukryty, jest ponadto jednym z głównych czynników wpływających na eksport danego kraju oraz na jego import z krajów zarówno należących do tej samej strefy walutowej, jak i znajdujących się poza nią. Aprecjacja ukrytego kursu walutowego w stosunku do innych krajów strefy euro o niższym wroście cen oraz w stosunku do średniej państw należących do unii walutowej, mogła zatem być przyczyną nierównowag handlowych i deficytów rachunku bieżącego, rejestrowanych w krajach silniej dotkniętych kryzysem.

Ponadto, większy wzrost cen wpływa zarówno na koszt pracy w cenach bieżących, jak i na konkurencyjność danego kraju, zwiększając nie tylko płace nominalne, lecz także jakkolwiek inny rodzaj kosztów produkcji w tym kraju. Warto zatem podkreślić, że sygnalizowane przez Stockhammera [2011], różnice w dynamikach kosztu pracy wydają się zależeć głównie od dynamik inflacyjnych, rejestrowanych w krajach strefy euro. Na podstawie przeanalizowanych danych można stwierdzić, że płace w cenach stałych były w większości przypadków niezmiennie, a zatem można potwierdzić, iż wzrost kosztu pracy w tych krajach wynikał bardziej z przyspieszonego wzrostu cen i idącego za nim wzrostu płac nominalnych niż ze zwiększenia realnych zarobków pracowników.

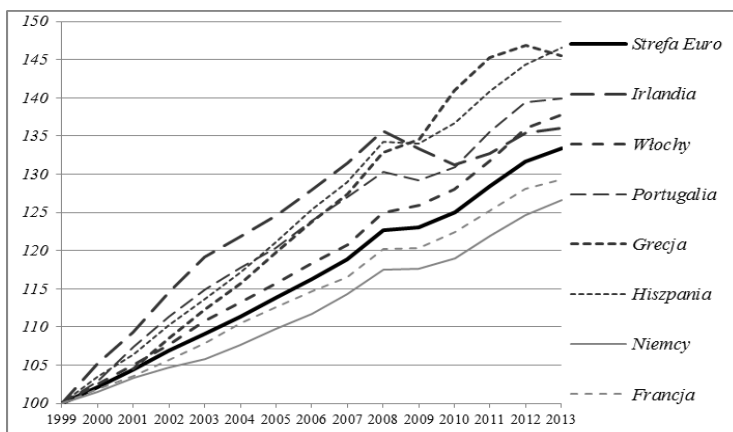
Potwierdzeniem możliwości wpływu nadmiernego wzrostu cen na aprecjację realnego kursu walutowego oraz na wybuch kryzysu walutowego, zgodnie z uwagami [Arghyrou i Tsoukalas, 2010], może być to, że we wcześniejszych przypadkach problemy zróżnicowania dynamik inflacyjnych powodowały podobne kryzysy. Pojawienie się kryzysu greckiego nie jest więc pierwszym takim przypadkiem, nawet w kręgu krajów obecnie należących do strefy euro oraz wspólnego europejskiego systemu kursu walut. W okresie powojennym podobny problem zróżnicowania dynamik inflacyjnych pojawiał się wiele razy we Włoszech. Zgodnie z uwagami Grazianego [1998, s. 154–168] przyczyną wybuchu włoskiego kryzysu kursu walut w 1992 r. było wystąpienie podobnego zjawiska. Zbyt wysoka inflacja, rejestrowana wówczas we Włoszech w stosunku do Niemiec oraz do Francji, wywołała znaczącą dewaluację lira włoskiego w stosunku do centralnych parytetów ustalonych wobec marki niemieckiej i franka francuskiego oraz spowodowała powrót Włoch do reżimu wolnych kursów walutowych.

Rozpatrując problemy budżetowe krajów silniej dotkniętych kryzysem oraz różne interpretacje, które wskazują na zwiększenie wydatków państwowych jako na przyczynę wybuchu kryzysu [np. Daveri, 2012], należy zasygnalizować, że jak podkreślał Stockhammer, wzrost zadłużenia publicznego lub prywatnego w krajach peryferyjnych, może być wynikiem kompleksowego modelu wzrostu



gospodarczego krajów strefy euro. Kraje północne przyjęły wzorcowy model wzrostu gospodarczego, opartego na eksporcie, przede wszystkim do krajów południowych [Leon i in., 2011]. Kraje peryferyjne natomiast zastosowały model wzrostu gospodarczego, opartego na zwiększeniu zadłużenia i zwiększeniu znaczenia sektora finansowego, podobnie jak Stany Zjednoczone przed kryzysem z 2007 roku.

W świetle ogromnego wpływu, jaki mogły mieć zróżnicowania tempa wzrostu cen<sup>7</sup>, warto poniżej przedstawić ich ewolucję w krajach strefy euro po przyjęciu wspólnej waluty<sup>8</sup>.



**Rys. 1. HICP jako wskaźnik oddalenia od parytetu ustalonego w momencie wejścia do wspólnej waluty**

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Eurostat.

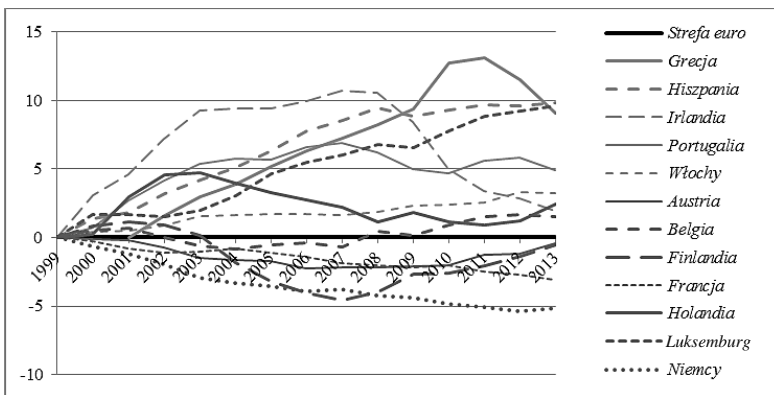
Na podstawie przeanalizowanych danych można więc zauważyć, że od momentu przystąpienia do strefy euro, we wszystkich krajach silniej dotkniętych

<sup>7</sup> Zgodnie z podstawowymi pojęciami teorii ekonomicznej, w dalszej części pracy przyjęto, że wyższe tempo wzrostu wskaźnika HICP w danym kraju oznacza wystąpienie wyższej stopy inflacji w tym kraju. W świetle tego zastosowano jako synonimy zróżnicowania tempa wzrostu cen (w szczególności harmonizowanych cen dóbr konsumpcyjnych) m.in. zwroty: różnice inflacji, zróżnicowania dynamik inflacyjnych lub pokrewne określenia.

<sup>8</sup> Wykres został opracowany na podstawie wartości wskaźnika HICP w wybranych krajach strefy euro, wyliczonej jako procent HICP występującego w tym samym kraju w momencie wejścia do strefy euro (tj. rok 1999 dla wszystkich krajów oprócz Grecji). W przypadku Grecji podawane wartości były policzone jako stosunek pomiędzy wartością wskaźnika HICP w każdym roku a wartością HICP w roku 2001. Ten stosunek był później mnożony przez średnią wartość wskaźnika HICP całej strefy euro w roku 2001. Sposób ten był wybrany w celu uwzględnienia późniejszego przystąpienia Grecji do strefy euro i założonego ustalenia parytetu pomiędzy drachmą i euro na poziomie zgodnym z realnym kursem walutowym, który wynikał ze stosunku pomiędzy poziomami cen w średniej krajów strefy euro i w Grecji w 2001 r.

kryzysem tempo wzrostu cen było trwale wyższe niż w krajach tzw. rdzenia oraz wyższe w porównaniu ze średnią krajów strefy euro. Ze zróżnicowania tempa wzrostu cen pomiędzy krajami strefy euro wynikały ponadto znaczące naruszenia parytetów ustalonych w momencie przystąpienia do wspólnej waluty.

Na podstawie formuły 1 oraz zebranych danych o wartości wskaźnika HICP, podobnych do tych przedstawionych na wykresie 1 i rozszerzonych do całego szeregu krajów „starej” strefy euro<sup>9</sup>, możliwe jest wyliczenie względnej aprecjacji lub deprecjacji ukrytego kursu walutowego realnego pomiędzy różnymi krajami<sup>10</sup>. Z przeanalizowanych danych wynika więc, że wyższe tempo wzrostu cen oraz wyższa inflacja, rejestrowane w krajach silniej dotkniętych przez kryzys w porównaniu z pozostałymi krajami strefy euro, przyczyniały się do aprecjacji realnego kursu walutowego krajów, które w roku 2010 wynosiły pomiędzy 2 a 13% ich nominalnego kursu walutowego wobec strefy euro, a więc również wobec reszty świata.

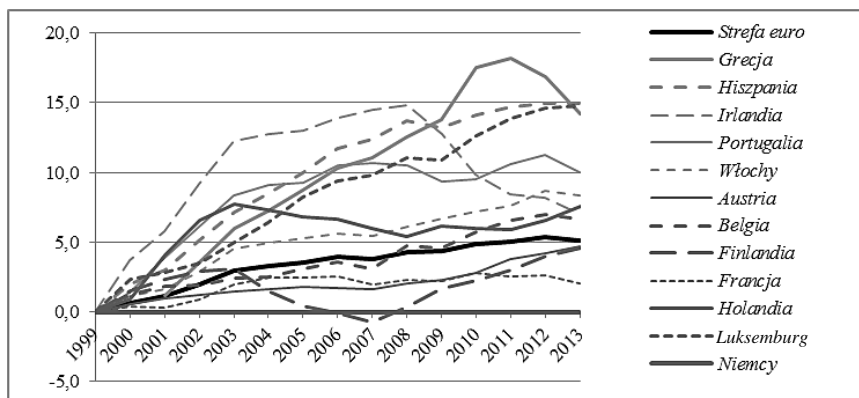


**Rys. 2. Deprecjacje lub aprecjacje realnego kursu walutowego krajów biorących udział w strefie euro w stosunku do średniej krajów unii walutowej**

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Eurostat.

<sup>9</sup> Tzn.: Austria, Belgia, Finlandia, Francja, Grecja, Hiszpania, Holandia, Irlandia, Luksemburg, Niemcy, Portugalia oraz Włochy.

<sup>10</sup> Metodyka wyliczenia względnej aprecjacji lub deprecjacji zastosowana zarówno w przypadku danych przedstawionych na wykresie 2 jak i na wykresie 3, polegała na obliczeniu stosunku wskaźnika HICP rejestrowanego w danym kraju w danym roku do wartości tego samego wskaźnika, rejestrowanej w tym samym roku w średniej krajów strefy euro (wykres 2) oraz w Niemczech (wykres 3). W celu utrzymania wartości totalnej kumulowanej aprecjacji lub deprecjacji realnego kursu walutowego rejestrowanej od momentu pierwotnego wejścia do wspólnej waluty, z otrzymanego stosunku odjęto wartość stosunku otrzymanego w przypadku średniej strefy euro w roku wstąpienia danego kraju do unii walutowej, tzn. wartość 1 z roku 1999 dla wszystkich krajów w obu wykresach, oprócz Grecji, dla której była brana pod uwagę wartość średniej krajów strefy euro z roku 2001, która wynosiła zawsze 1 w stosunku do całej strefy euro, a + 1,2 w stosunku do realnego kursu gospodarki niemieckiej na wykresie 3.



**Rys. 3. Aprecjacja realnego kursu walutowego krajów biorących udział w strefie euro w stosunku do realnego kursu walutowego gospodarki niemieckiej**

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Eurostat

Wysokie tempo wzrostu cen, a więc wysokie poziomy inflacji, powodowały ponadto, że kraje te rejestrowały aprecjacje ich rzeczywistego ukrytego kursu walutowego również wobec Niemiec, tzn. ich największego partnera i konkurenta handlowego, zyskującego największą dewaluację swojego nominalnego kursu walutowego wobec całej strefy euro i reszty świata. Aprecjacja kursu walutowego krajów peryferyjnych wobec Niemiec była nawet wyższa niż aprecjacja wobec średniej strefy euro i krajów spoza strefy euro, wynosząc w 2010 roku pomiędzy 7 i 17% ich nominalnego kursu walutowego.

Można potwierdzić więc, że coraz większa aprecjacja realnego kursu walutowego krajów o wysokiej inflacji mogła uzasadniać coraz większe utraty konkurencyjności, jakie te kraje rejestrowały wobec krajów strefy euro o niższym poziomie inflacji. Mogła ona również powodować coraz większe deficyty rachunku bieżącego, rejestrowane w krajach silniej dotkniętych kryzysem. Z teoretycznego punktu widzenia, zarówno z aprecjacji ukrytego kursu walutowego, jak i ze zwiększonego kosztu pracy, do którego przyczynia się wyższa inflacja, wynika, że eksport w kraju o wyższej inflacji do kraju z niższą inflacją jest coraz droższy i mniejszy, a import z kraju o niższej inflacji staje się coraz tańszy i coraz większy. Zatem coraz większe utraty konkurencyjności rejestrowane w krajach mocniej dotkniętych przez kryzys, jak i coraz większa aprecjacja ich realnego kursu walutowego mogły spowodować coraz większe deficyty rachunku bieżącego, jakie można obserwować we wszystkich tych krajach. Dane zawarte w poniższej tabeli 1 i dotyczące salda rachunku bieżącego w krajach należących do strefy euro, wskazują na to, że we wszystkich krajach peryferyjnych, wraz z rosnącą rozbieżnością pomiędzy realnym kursem walutowym a parytetami ustalonymi w momencie wstąpienia do strefy euro, były rejestrowane coraz większe deficyty handlowe.

**Tabela 1. Salda rachunku bieżącego krajów strefy euro 11 przed i po wejściu do unii walutowej**

Rachunek bieżący bilansu płatniczego wobec całego świata w miliardach euro od 1999, w miliardach ECU wcześniej															
Kraj/Rok	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Niemcy	-11,1	-8,9	-14,5	-25,8	-35,5	0	42,7	40,5	102,4	112,6	144,7	180,9	153,6	140,6	150,7
Holandia	17,3	22,5	11,7	15,1	8,5	11,6	12,3	26,4	37,5	38	50,7	38,4	25,5	29,7	45,1
Austria	-5,3	-4,5	-3,1	-3,3	-1,5	-1,8	5,9	3,8	5,1	5,3	7,3	9,6	13,8	7,5	9,7
Finlandia	4	5,7	6	6,5	10,3	11,6	12,1	7	9,4	5,3	6,9	7,7	4,9	3	2,7
Francja	16,2	34,5	36,3	35,3	17,7	25,7	15,4	7	9	-8,3	-10,3	-18,9	-33,7	-25,1	-30,2
Luksemburg	1,8	1,7	1,6	1,7	2,9	2	2,5	2,1	3,3	3,5	3,5	3,8	2	2,6	3,3
Belgia	10,9	12,2	11,8	12,1	10,2	8,8	12	9,4	9,3	6	5,9	6,4	-4,6	-4,8	6,8
Włochy	30,6	30	20,1	11,5	-2,4	3,4	-5,6	-10,4	-4,6	-12,6	-22,3	-19,9	-44,9	-30,2	-54,7
Hiszpania	-1,2	-0,5	-6,3	-17	-24,9	-26,8	-23,8	-27,5	-44,2	-66,9	-88,3	-105,3	-104,7	-50,5	-47,4
Portugalia	-3,9	-6	-7,8	-10,3	-13,2	-13,9	-11,6	-9,2	-12,4	-15,9	-17,2	-17,1	-21,7	-18,4	-17,2
Irlandia	1,6	1,7	0,6	0,2	-0,4	-0,8	-1,3	0	-0,9	-5,7	-6,3	-10,1	-10,2	-3,8	1,8
Grecja	-3,6	-4,2	-3,3	-4,8	-10,6	-10,6	-10,2	-11,3	-10,7	-14,7	-23,8	-32,6	-34,8	-25,8	-22,5

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Eurostat.

Warto więc podkreślić, że wszystkie kraje rejestrujące wyższą inflację przeszły od nadwyżki handlowej lub od mniejszych deficytów, rejestrowanych przed wejściem do strefy euro, do ogromnych deficytów handlowych w roku 2008. Tendencje rejestrowane w krajach północnych, charakteryzujących się niższą inflacją, wydają się potwierdzać możliwy wpływ inflacji na saldo bilansu płatniczego. W krajach tych doszło do zwiększenia nadwyżki rachunku bieżącego oraz do przejścia od deficytów do nadwyżek rachunku bieżącego. Dotyczy to przede wszystkim Niemiec, które do roku 2008 rejestrują mocną tendencję, początkowo do zerowania swoich deficytów, a później do realizacji ogromnych i zwiększających się nadwyżek handlowych. Podobną tendencję można zauważyć w przypadku Austrii i Holandii. Trendy rejestrowane w Holandii wydają się być bardzo ciekawe nie tylko z powodu polepszenia salda rachunku bieżącego, zarejestrowanego w ostatnich latach. Dane tego kraju potwierdzają występującą przez cały badany okres zależność salda bilansu rachunku bieżącego zarówno od dynamik inflacji, jak i od zależnych od nich stosunkowych aprecjacji realnego kursu walutowego krajów, należących do strefy euro.

Początkowe pogorszenie salda holenderskiego rachunku bieżącego, jakie odnotowano w pierwszych latach po stworzeniu unii walutowej, doskonale odpowiada wysokiej inflacji, która była wówczas rejestrowana w tym kraju. W okresie od 1999 r. do 2002 r. w Holandii odnotowano stopy inflacji i względną aprecjację realnego kursu walutowego podobne do tych, które w tym samym okresie występowały w niektórych krajach peryferyjnych, jak np. w Irlandii, Portugalii i Hiszpanii. Po tym jednak okresie redukcja dynamik wzrostu cen w Holandii w stosunku do krajów peryferyjnych ponownie doskonale wyjaśnia polepszenie salda rachunku bieżącego.

**Tabela 2. Aprecjacja realnego kursu walutowego w Holandii oraz w krajach silnie dotkniętych przez kryzys<sup>11</sup>**

Aprecjacja ukrytego kursu wymiany w stosunku do parytetów pomiędzy byłymi walutami krajów należących do strefy euro ustalonych w momencie ich wejścia do wspólnej waluty. Holandia, a kraje peryferyjne.															
Kraj\Rok	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Grecja			0	1,6	3	3,9	5,2	6,4	7,3	8,2	9,4	12,7	13,1	11,5	9,1
Hiszpania	0	1,4	1,8	3,2	4,2	5,1	6,4	7,8	8,6	9,5	8,9	9,3	9,7	9,6	9,8
Irlandia	0	3,1	4,6	7,2	9,3	9,4	9,4	10	10,7	10,5	8,4	5	3,4	2,8	1,9
Portugalia	0	0,7	2,7	4,2	5,4	5,7	5,7	6,6	6,9	6,2	5	4,7	5,6	5,9	4,9
Włochy	0	0,4	0,5	0,9	1,6	1,6	1,7	1,7	1,6	1,9	2,3	2,4	2,6	3,3	3,2
Holandia	0	0,2	2,9	4,6	4,7	4	3,3	2,7	2,2	1,1	1,8	1,1	0,9	1,2	2,4

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Eurostat.

Wraz z redukcją stopy inflacji, od 2003 r. Holandia zwiększała swoje nadwyżki wobec krajów przynależących do wspólnej waluty. Nadwyżki były prawdopodobnie nawet większe niż te przedstawione w tabeli 1.

**Tabela 3. Główni partnerzy handlowi krajów peryferyjnych w 2009 r. pod względem eksportu oraz aprecjacja i/lub deprecjacja realnego kursu walutowego w stosunku do nich**

Grecja			Hiszpania			Irlandia		
Partner handlowy	Wartość eksportu w kraju partnerskim w stosunku do eksportu totalnego [w %]	Szacowana procentowa aprecjacja lub deprecjacja ukrytego kursu wymiany w stosunku do obecnego kursu wymiany	Partner handlowy	Wartość eksportu w kraju partnerskim w stosunku do eksportu totalnego [w %]	Szacowana procentowa aprecjacja lub deprecjacja ukrytego kursu wymiany w stosunku do obecnego kursu wymiany	Partner handlowy	Wartość eksportu w kraju partnerskim w stosunku do eksportu totalnego [w %]	Szacowana procentowa aprecjacja lub deprecjacja ukrytego kursu wymiany w stosunku do obecnego kursu wymiany
I Poza UE	42,9	9,4	I Poza UE	30,8	8,9	I Poza UE	39,2	8,4
II Niemcy	10,3	13,8	II Francja	19,8	11,1	II Belgia	17,2	8,2
III Włochy	10,3	7,1	III Niemcy	11,5	13,2	III Wielka Brytania	16,3	8,4
IV Cypr	6,7	4,2	IV Portugalia	9,4	3,9	IV Niemcy	7,1	12,8
V Bułgaria	6,0	9,4	V Włochy	8,7	6,5	V Francja	5,5	10,6
Suma z pierwszych pięciu krajów	76,2	9,2*	Suma z pierwszych pięciu krajów	80,1	9,2*	Suma z pierwszych pięciu krajów	85,2	8,9*

Portugalia			Włochy		
Partner handlowy	Wartość eksportu w kraju partnerskim w stosunku do eksportu totalnego [w %]	Szacowana procentowa aprecjacja lub deprecjacja ukrytego kursu wymiany w stosunku do obecnego kursu wymiany	Partner handlowy	Wartość eksportu w kraju partnerskim w stosunku do eksportu totalnego [w %]	Szacowana procentowa aprecjacja lub deprecjacja ukrytego kursu wymiany w stosunku do obecnego kursu wymiany
I Hiszpania	27,8	-3,9	I Poza UE	43,2	2,3
II Poza UE	25,2	5,0	II Niemcy	12,9	6,7
III Niemcy	13,2	9,3	III Francja	11,9	4,5
IV Francja	12,7	7,1	IV Hiszpania	5,8	-6,5
V Wielka Brytania	5,8	5,0	V Wielka Brytania	5,2	2,3
Suma z pierwszych pięciu krajów	84,6	3,1*	Suma z pierwszych pięciu krajów	79,0	2,7*

\* szacowana jako średnia aprecjacji i deprecjacji ukrytego kursu walutowego w stosunku do każdego kraju, ważona przez procentowe znaczenie eksportu w tym kraju w eksporcie totalnym.

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Eurostat.

<sup>11</sup> Przyjęta w opracowaniu metodyka wyliczenia przez autora względnej aprecjacji lub deprecjacji realnego i ukrytego kursu walutowego została szczegółowo wyjaśniona przy przedstawieniu wykresów 2 i 3, Cf. przypis 6.

Dane dotyczące rachunku bieżącego wobec krajów strefy euro, dostępne jedynie na rok 2004 i 2005, potwierdzają, że Holandia znajduje się w deficycie handlowym wobec reszty świata oraz w dużych nadwyżkach wobec krajów strefy euro. Nadwyżki te pozwalają jej nie tylko anulować deficyty wobec reszty świata, ale składają się również na kompleksowe saldo pozytywne rachunku bieżącego.

Można ponadto podkreślić, że oprócz Francji, wszystkie kraje rdzenia charakteryzujące się mniejszą inflacją, rejestrują o wiele mniej problematyczne i negatywne salda rachunku bieżącego, niż kraje mocniej dotknięte przez kryzys i rejestrujące większą inflację. Dodatkowo, znaczenie dynamik inflacyjnych i aprecjacji realnego i ukrytego kursu walutowego w krajach peryferyjnych potwierdzają ostatecznie dane zawarte w tabeli 3.

Analiza głównych partnerów handlowych krajów peryferyjnych oraz przebadanie względnej aprecjacji ich kursu walutowego wobec partnerów handlowych potwierdzają, że zróżnicowanie w dynamikach inflacyjnych miało bardzo duży wpływ na eksport z krajów silniej dotkniętych kryzysem, potwierdzając raz jeszcze, że inflacja mogła odgrywać dużą rolę w pojawieniu się kryzysu.

## WNIOSKI

Na podstawie teorii ekonomicznej różnice w tempie wzrostu cen pomiędzy krajami należącymi do reżimów sztywnych kursów walutowych lub do unii walutowych, powodują aprecjację realnego kursu walutowego w krajach o wysokim poziomie inflacji w stosunku do krajów charakteryzujących się niższą inflacją.

Przeprowadzona analiza danych potwierdza występowanie zjawiska zróżnicowania dynamiki wzrostu cen pomiędzy krajami peryferyjnymi strefy euro, silniej dotkniętymi przez kryzys w ciągu ostatnich lat, a krajami centralnymi, rejestrującymi niższe poziomy inflacji. Na tej samej podstawie wydaje się możliwe stwierdzić, że różnice te mogą wyjaśniać pojawienie się zarówno deficytów handlowych, jak i spadku zaufania inwestorów międzynarodowych wobec dalszego udziału krajów o wysokiej inflacji w strefie euro. Przeprowadzone badania potwierdzają, że trwałe i znaczące różnice w stopach inflacji, jakie występowały w strefie euro, generowały aprecjację realnego kursu walutowego wszystkich krajów silniej dotkniętych kryzysem, zarówno wobec średniej krajów strefy euro oraz reszty świata, jak i wobec gospodarki niemieckiej.

Aprecjacja realnego kursu walutowego krajów peryferyjnych wobec krajów rdzenia, wynikająca z porównywanych dynamik wzrostu cen, wspiera zarówno podejścia interpretujące europejski kryzys długu publicznego jako kryzys walutowy, jak i stanowiska, które za przyczynę wybuchu europejskiego kryzysu długu publicznego uważają zbyt wysoki wzrost kosztu pracy, utratę konkurencyjności i deficyt rachunku bieżącego. Zróżnicowanie dynamik wzrostu cen może uzasadniać równoczesne występowanie wszystkich tych zjawisk w kra-

jach silniej dotkniętych przez kryzys i może zatem być ich podstawową i wspólną przyczyną.

Zdaniem autora tego artykułu narastanie kosztów obsługi długu publicznego w peryferyjnych krajach strefy euro należy traktować bardziej jako strukturalny kryzys walutowy, dotyczący całej strefy euro, niż jako kryzys związany z problemami słabej dyscypliny fiskalnej w krajach peryferyjnych, co pociąga za sobą odwrotne implikacje pod względem zalecanych interwencji polityki gospodarczej, w porównaniu z dominującym obecnie podejściem wyjaśniającym przyczyny europejskiego kryzysu długu publicznego.

### LITERATURA

- Acocella N. i in., 2011, *Documento degli economisti 2011*, <http://documentoeconomici.blogspot.com/>, (stan na dzień 05.10.2014).
- Argyrou M.G., Tsoukalas J.D., 2010, *The Greek Debt Crisis: Likely Causes, Mechanics and Outcomes*, CESIFO Working Paper No. 3266, Category 7: Monetary Policy and International Finance.
- Basevi G., 2006, *Un'Agenzia europea del debito pubblico* [w:] *I mercati finanziari internazionali* red.P. Onofri, Il Mulino, J. Delpla.
- Curzio Q. A., 2010, *The Greek Crisis and the European Crisis. How to Face Them*, *EconomiaPolitica*, "Journal of Analytical and Institutional Economics".
- d'Arvisenet P., 2011, *The sovereign debt crisis in Europe*, BNP Paris Bas.
- Daveri F., 2012, *La Democrazia e il Fiscal Compact*, [www.lavoce.info/articoli/pagina1003057.html](http://www.lavoce.info/articoli/pagina1003057.html), (dostęp 5.10.2014).
- Holland S., 2011, *Rilanciare l'economia UE*, GGIL, CISL, UIL, Nuova proposta europea su debito e investimenti.
- Krugman P.R., 1979, *A model of balance of payments crises*, "Journal of Money Credit and Banking", no. 11.
- Krugman P. R., 1998, *What happened to Asia?*, <http://web.mit.edu/krugman/www/disinter.html> (dostęp 5.10.2014).
- Leon P. i in., 2011, *Gestire il debito pubblico e costruire una politica economica europea*, CGIL.
- Manasse P., 2012, *Quant'è ottuso il Fiscal Compact*, [www.lavoce.info/articoli/pagina1003071.html](http://www.lavoce.info/articoli/pagina1003071.html) (dostęp: 5.10.2014 r.).
- Ministerstwo Finansów, 2010, *Kryzys grecki – geneza i konsekwencje*, Biuro Pełnomocnika Rządu ds. Wprowadzenia Euro przez Rzeczpospolitą Polską, Dokument uzupełniający, do ram strategicznych narodowego planu wprowadzenia euro.
- Monti M., 2010, *I titoli europei*, *Il Corriere della Sera*, edycja 2, grudzień.
- Munchau W., 2010, *Bond plan could end the euro crisis*, *Financial Times*, edycja 9, grudzień.
- Nuti D.M., 2010, *How to turn a minor crisis into a Greek tragedy*, <http://dmarionuti.blogspot.com/2010/05/how-to-turn-minor-crisis-into-greek.html> (dostęp: 5.10.2014 r.).
- Obstfeld M., 1996, *Models of currency crises with self-fulfilling features*, "European Economic Review" No. 40.

- Pasinetti L.L., 1998, *The Myth (or Folly) of the 3% Deficit/GDP Maastricht "Parameter"*, "Cambridge Journal of Economics", CPES.
- Stiglitz J., 2010, *The euro may not survive*, Sunday Telegraph, [www.telegraph.co.uk/finance/financialcrisis/8039041/Joseph-Stiglitz-the-euro-may-not-survive.html](http://www.telegraph.co.uk/finance/financialcrisis/8039041/Joseph-Stiglitz-the-euro-may-not-survive.html) (dostęp: 5.10.2014 r.).
- Stockhammer E., 2011, *Peripheral Europe's Debt and German Wages. The Role of Wage Policy in the Euro Area*, Research on Money and Finance, Discussion Paper No. 29.
- Visco V., 2010, *La sfida tedesca all'eurobond*, La Repubblica, edycja 9, grudzień.
- Von Weizsäcker J., 2010, *The Blue Bond Proposal*, Bruegel.
- Wolff G.B., 2011, *The Euro Area Crisis: Policy Options Ahead*, Resolving the European Debt Crisis, Peterson Institute for International Economics iBruegel.

### *Streszczenie*

W opracowaniu przeanalizowano alternatywne wyjaśnienie mechanizmów i przyczyn leżących u podstaw narastania kosztów obsługi długu publicznego w Grecji, Hiszpanii, Irlandii, Portugalii oraz we Włoszech. Podane zostały różne argumenty wspierające interpretację pojawienia się tego zjawiska jako kryzysu kursu walutowego w kontekście reżimu sztywnych kursów walutowych, związanego z występowaniem znaczącego zróżnicowania dynamik inflacyjnych, nierównowag handlowych oraz ograniczeń narzędzi polityki gospodarczej zarówno na poziomie narodowym, jak i europejskim. Zauważono przede wszystkim, że różne fazy narastania stóp procentowych w Grecji można wyjaśniać na podstawie dostępnych już modeli kryzysu walutowego. Zgodnie z innymi źródłami podkreślono ponadto, że kraje peryferyjne kolejno dotknięte kryzysem łączył wyższy wzrost kosztu pracy w stosunku do krajów rdzenia, rejestrowany od momentu ich wejścia do wspólnej waluty aż do pojawienia się zwiększeń kosztów obsługi ich długu publicznego. Kraje peryferyjne odnotowały także znaczące deficyty rachunku bieżącego. Na podstawie przeprowadzonej przez autora analizy danych pokazano, że wyższe niż średnie w strefie euro tempo wzrostu cen rejestrowane w krajach peryferyjnych przyczyniło się do znaczącej i progresywnej aprecjacji realnego kursu walutowego we wszystkich tych krajach oraz mogło spowodować nadmierny wzrost kosztu pracy, utraty konkurencyjności i deficyty rachunku bieżącego. Zdaniem autora artykułu zróżnicowanie dynamik inflacyjnych mogło być więc główną przyczyną narastania kosztów obsługi długu publicznego w peryferyjnych państwach strefy euro.

*Słowa kluczowe:* kryzys euro, kryzys walutowy, kryzys długu suwerennego, inflacja, unia walutowa

### **Inflation Differences as Cause of Peripheral Countries Problems. Theoretical and Empirical Reasons of Currency Crisis Arise in the Euro Area**

#### *Summary*

This work analyses an alternative explanation of mechanisms and likely causes, which could lead to the growth of public debt service costs in Greece, Ireland, Italy, Portugal and Spain. Different arguments supporting interpretation of such a phenomenon as a currency crisis are given, underling that, in a fix exchange rate framework, significant inflation differential, trade imbalances and economic policy limitations at national as well as at European level could have been most likely causes of the crisis. First of all, it has been pointed out, that it is possible to explain different phases of yield rate growth in Greece on the basis of already existing currency crisis models. As



already stressed in other sources, it has been, then, underlined, that from the very moment of their entrance in the euro area up to the European sovereign debt crisis breakthrough, all of the peripheral countries mostly interested by the crisis have registered higher labour cost growth in comparison with core countries. Moreover, peripheral countries have been running significant current account deficits, too. On the basis of author own empirical data analysis it has been, thus, pointed out that higher price growth rate registered in peripheral countries caused a relevant and progressive appreciation of the real exchange rate in each of those countries and it could then lead to higher labour cost growth rate, competitiveness loses and current account deficits, as well. According to the author, inflation dynamics differences could, thus, have been the main cause of public debt service cost rises in peripheral euro area countries.

*Keywords:* Euro crisis, currency crisis, sovereign debt crisis, inflation, currency area

JEL: E31, F45, H63