

# MATERIAŁY I STUDIA

Zeszyt nr 188

---

## Sukcesy i porażki Grecji na drodze do strefy euro Wnioski dla nowych krajów UE

---

Marek Rozkrut  
Robert Woreta

Warszawa, marzec 2005 r.

Autorzy tekstu dziękują Michałowi Rubaszкови za bardzo cenne uwagi i komentarze, a także pracownikom Banku Grecji, w szczególności Georgowi Stubosowi, za liczne informacje oraz udostępnienie danych wykorzystanych w niniejszym opracowaniu. Poglądy zawarte w tekście odzwierciedlają wyłącznie stanowisko autorów.

Projekt graficzny:

Oliwka s.c.

Skład i druk:

Drukarnia NBP

Wydął:

Narodowy Bank Polski  
Departament Komunikacji Społecznej  
00-919 Warszawa, ul. Świętokrzyska 11/21  
tel. (22) 653 23 35, fax (22) 653 13 21

© Copyright Narodowy Bank Polski, 2005

Materiały i Studia rozprowadzane są bezpłatnie.

Dostępne są również na stronie internetowej NBP: <http://www.nbp.pl>

---

## Spis treści

---

Spis tabel i wykresów . . . . .	.4
Streszczenie . . . . .	.6
Wstęp . . . . .	.7
<b>1. Dywergencja w Unii Europejskiej . . . . .</b>	<b>.8</b>
1.1. Przyczyny ograniczonych korzyści z integracji europejskiej . . . . .	.9
1.2. Szttywności greckiego rynku pracy . . . . .	.11
1.3. Kosztowny system ubezpieczeń społecznych . . . . .	.12
1.4. Niska aktywność Grecji w wymianie międzynarodowej . . . . .	.13
1.5. Polityczne bariery realizacji programów stabilizacji gospodarczej . . . . .	.15
1.6. Bilans pierwszych 15 lat członkostwa Grecji w UE . . . . .	.16
<b>2. Od dywergencji do konwergencji . . . . .</b>	<b>.17</b>
2.1. Kryteria z Maastricht i regulacje unijne jako czynniki sprzyjające zniesieniu barier wzrostu gospodarczego . . . . .	.17
2.2. Podstawowe założenia greckich programów konwergencji . . . . .	.17
2.3. Konsolidacja finansów publicznych jako kluczowy element programów konwergencji . . . . .	.19
2.4. Proces dezinflacji w Grecji . . . . .	.20
2.5. Rola wiarygodnej polityki makroekonomicznej w przyspieszeniu procesu konwergencji . . . . .	.22
<b>3. Grecja w ERM . . . . .</b>	<b>.24</b>
3.1. Wyznaczenie centralnego parytetu . . . . .	.24
3.2. Ograniczona skuteczność polityki pieniężnej w ERM II . . . . .	.25
3.3. Drachma w ERM/ERM II . . . . .	.26
3.4. Ograniczenie akcji kredytowej jako źródło presji inflacyjnej . . . . .	.28
3.5. Porozumienie płacowe . . . . .	.30
3.6. „Porozumienie dżentelmeńskie” . . . . .	.31
3.7. Zmiany podatkowe ograniczające inflację . . . . .	.31
3.8. Proces dezinflacji a ostateczny kurs konwersji . . . . .	.32
3.9. Spełnienie kryterium stabilności cen – sukces czy porażka? . . . . .	.33
<b>4. Grecja w strefie euro . . . . .</b>	<b>.34</b>
<b>5. Podsumowanie . . . . .</b>	<b>.36</b>
<b>6. Wnioski . . . . .</b>	<b>.38</b>
<b>7. Bibliografia . . . . .</b>	<b>.39</b>

---

 Spis tabel, wykresów i schematów
 

---

Tabela 1. Wskaźniki regulacji i ochrony rynku pracy . . . . .	12
Tabela 2. Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Grecji, Hiszpanii, Irlandii i UE15 . . . . .	14
Tabela 3. Wskaźniki wolnego handlu dla Grecji . . . . .	15
Tabela 4. Cele makroekonomiczne Programu konwergencji Grecji 1994-1999 (oraz aktualizacja) i ich realizacja . . . . .	18
Tabela 5. Wydatki i dochody sektora instytucji rządowych i samorządowych w latach 1990-2000 . . . . .	19
Wykres 1. PKB per capita według parytetu siły nabywczej od roku poprzedzającego uzyskanie członkostwa w UE (jako % średniej UE15) . . . . .	8
Wykres 2. Deficyt sektora finansów publicznych w Grecji w latach 1988-2003 . . . . .	9
Wykres 3. Dług publiczny Grecji w latach 1981-2003 . . . . .	9
Wykres 4. Roczne tempo wzrostu cen a realne stopy procentowe* w Grecji . . . . .	10
Wykres 5. Tempo wzrostu gospodarczego (w %) oraz potencjalny PKB (1980 = 100) w Grecji i UE15 . . . . .	11
Wykres 6. Stopa bezrobocia w Grecji i UE15 . . . . .	11
Wykres 7. Saldo obrotów towarowych w Grecji w latach 1980-2003 (% PKB) . . . . .	14
Wykres 8. Saldo na rachunku obrotów bieżących w Grecji (w % PKB) . . . . .	14
Wykres 9. Realny efektywny kurs walutowy (defilowany jednostkowymi kosztami Pracy) (1980 = 100) . . . . .	16
Wykres 10. Inwestycje publiczne w Grecji i struktura ich finansowania (w % PKB) . . . . .	20
Wykres 11. Poziom oficjalnych aktywów zagranicznych Grecji, z uwzględnieniem złota (w mld EUR) . . . . .	21
Wykres 12. Inflacja w Grecji a kryterium z Maastricht (HICP – 12-miesięczna średnia ruchoma) . . . . .	22
Wykres 13. Długoterminowa stopa procentowa w Grecji a kryterium z Maastricht (rentowność 10-letnich obligacji skarbowych – 12-miesięczna średnia ruchoma) . . . . .	22

Wykres 14. Stopy podstawowe Banku Grecji i EBC oraz różnica między rentownością obligacji niemieckich w okresie pobytu Grecji w ERM / ERM II . . . . .	26
Wykres 15. Kurs drachmy w ERM i ERM II . . . . .	15
Wykres 16. Odchylenia (aprecjacja) kursu drachmy od poziomu parytetu oraz różnica pomiędzy podstawowymi stopami procentowymi banku Grecji i EBC (przed 1 stycznia 1999 r. – Bundesbanku) . . . . .	16
Wykres 17. Należności sektora bankowego od sektora niefinansowego. Oraz ich struktura walutowa – Grecja (w mln GRD) . . . . .	29
Wykres 18. Oczekiwana ścieżka deprecjacji kursu w zależności od długości okresu przejściowego i ostatecznego kursu konwersji do euro (wzrost oznacza aprecjację) . . . . .	32

---

## Streszczenie

---

Analiza greckich doświadczeń w zakresie dotychczasowej integracji z Unią Europejską oraz strefą euro stanowi cenną wskazówkę dla nowych krajów członkowskich. Pokazuje błędy, jakich należy unikać, i wzorce, które należy naśladować w polityce gospodarczej prowadzonej w ramach jednolitego rynku oraz ukierunkowanej na spełnienie kryteriów z Maastricht. W tekście podkreślono rolę, jaką w przełamaniu barier prowadzenia zdrowej polityki makroekonomicznej może pełnić konieczność spełnienia nominalnych kryteriów zbieżności. W opracowaniu przybliżono także okres pobytu Grecji w systemie ERM i ERM II, podkreślając wpływ niewystarczającej konsolidacji fiskalnej na uwarunkowania polityki gospodarczej realizowanej w ramach tego mechanizmu kursowego. W szczególności, omówiono trudności związane z obniżaniem inflacji w ERM II i wskazano na czynniki zwiększające ryzyko przystąpienia do unii monetarnej z przewartościowanym kursem walutowym. W opracowaniu przedstawiono również konsekwencje, jakie niewystarczająca konsolidacja fiskalna oraz opóźnianie reform strukturalnych przed przyjęciem wspólnej waluty mogą mieć dla warunków uczestnictwa w strefie euro. W tym kontekście podkreślono, że osiągnięcie korzyści związanych z przyjęciem wspólnej waluty zależy nie tylko od tego czy, lecz także w jaki sposób zostaną spełnione kryteria z Maastricht.

---

## Wstęp

---

Przystąpienie do Unii Europejskiej stwarza jej nowym członkom korzystniejsze warunki szybkiego rozwoju gospodarczego. Stawia przed nimi równocześnie kolejne wyzwanie, jakim jest osiągnięcie następnego etapu integracji – członkostwa w strefie euro. Korzystanie z doświadczeń obecnych uczestników unii monetarnej powinno sprzyjać uniknięciu błędów oraz naśladowaniu wzorców prowadzenia polityki gospodarczej w ramach jednolitego rynku i ukierunkowanej na spełnienie warunków przyjęcia wspólnej waluty. Niezwykle cenne w tym kontekście wydają się być doświadczenia Grecji – kraju, którego historia od momentu przystąpienia do Unii Europejskiej jest naznaczona latami niewykorzystanych szans, po których przyszło pasmo sukcesów. Część z tych osiągnięć została jednak zrealizowana za pomocą środków, których negatywny wpływ na rozwój gospodarki greckiej może okazać się długotrwały. Lekcja „greckiej drogi do euro” powinna zatem sprzyjać maksymalizacji korzyści i minimalizacji kosztów związanych ze spełnieniem kryteriów warunkujących możliwość przyjęcia wspólnej waluty przez nowe kraje UE.

W pierwszej części opracowania wskazano, jak podporządkowanie polityki gospodarczej krótkowzrocznej logice cyklu politycznego w ciągu pierwszych 15 lat członkostwa w UE pogłębiło dystans pomiędzy Grecją a pozostałymi krajami „piętnastki”.

Następnie omówiono czynniki, które spowodowały odwrócenie tej niekorzystnej tendencji. W szczególności podkreślono rolę, jaką konieczność spełnienia kryteriów z Maastricht może pełnić w przełamaniu barier prowadzenia zdrowej polityki gospodarczej. Wskazano także na znaczenie wiarygodnego pakietu działań, mającego zapewnić spełnienie kryteriów zbieżności, oraz społecznego poparcia dla jego realizacji jako czynników sprzyjających równoczesnemu osiągnięciu procesów nominalnej i realnej konwergencji.

W trzeciej części opracowania przybliżono okres pobytu Grecji w systemie ERM/ERM II, podkreślając wpływ niewystarczającej konsolidacji fiskalnej na uwarunkowania polityki makroekonomicznej realizowanej w ramach tego mechanizmu kursowego. Omówiono trudności związane z obniżaniem inflacji w ERM II i pakiet podejmowanych przez władze greckie działań mających na celu spełnienie kryterium stabilności cen. W tym miejscu opracowania autorzy wskazali na czynniki zwiększające ryzyko przystąpienia do unii monetarnej z przewartościowanym kursem walutowym.

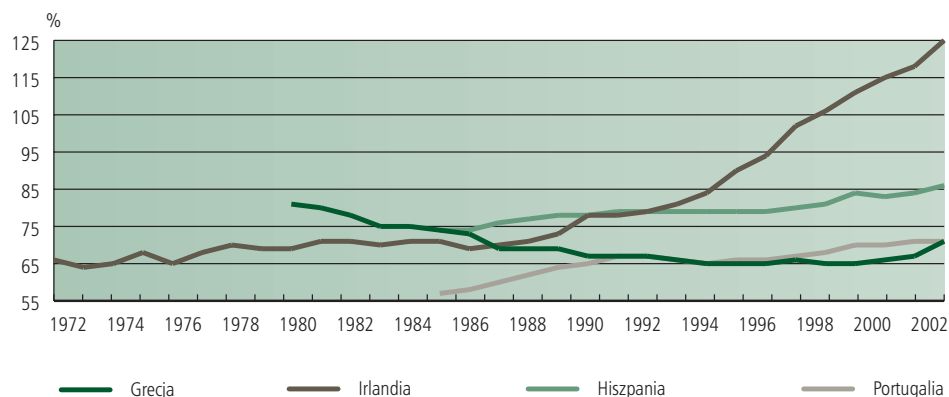
W kolejnej części przedstawiono konsekwencje, jakie niewystarczająca konsolidacja fiskalna oraz opóźnianie reform strukturalnych przed przyjęciem wspólnej waluty mogą mieć dla warunków uczestnictwa w strefie euro. W tym kontekście podkreślono, że osiągnięcie korzyści związanych z przyjęciem wspólnej waluty zależy nie tylko od tego czy, lecz także w jaki sposób zostaną spełnione kryteria z Maastricht. Wskazano także na rolę czynników instytucjonalnych, a w szczególności potrzebę wzmocnienia Paktu Stabilności i Wzrostu jako instrumentu, który powinien zwiększać efektywność fiskalnego mechanizmu dostosowawczego w ramach unii monetarnej i – tym samym – sprzyjać poprawie konkurencyjności przedsiębiorstw krajowych i przywróceniu równowagi makroekonomicznej.

Niniejsze opracowanie kończy podsumowanie doświadczeń greckich oraz płynące z nich wnioski dla nowych członków UE.

## Dywergencja w Unii Europejskiej

W 1980 r., tj. na rok przed przystąpieniem Grecji do Unii Europejskiej, PKB *per capita* według parytetu siły nabywczej wynosił w tym kraju 81% średniej krajów „piętnastki” – UE15 (60,8% w cenach stałych i po kursie USD z 2000 r.). Zgodnie z teorią wzrostu, w dłuższym okresie dana gospodarka powinna rozwijać się szybciej niż jej partnerzy handlowi do momentu, gdy jej dochód na mieszkańca osiągnie średnią dla tej grupy krajów (Barro 1991; Barro, Sala-i-Martin 1995). Można by zatem oczekiwać, że obecnie dochód na mieszkańca Grecji w relacji do średniej unijnej jest znacząco wyższy niż ponad 20 lat temu. W rzeczywistości w 2002 r. obniżył się on jednak do poziomu 71% UE15 (52,6% w cenach stałych i po kursie USD z 2000 r.). Zatem od momentu uzyskania członkostwa w UE w Grecji wystąpił proces dywergencji, w przeciwieństwie do innych krajów, których dochód w momencie ich przystąpienia do UE był relatywnie niski, a które znacząco zmniejszyły dystans względem UE15 (wykres 1)<sup>1</sup>.

**Wykres 1. PKB *per capita* według parytetu siły nabywczej od roku poprzedzającego uzyskanie członkostwa w UE (jako % średniej UE15)**



Źródło: OECD Statistical Databases.

Analiza wzrostu gospodarki greckiej w poszczególnych latach wskazuje jednak, że w rzeczywistości wspomniany proces dywergencji występował „tylko” do połowy lat 90. Do tego czasu PKB *per capita*<sup>2</sup> w Grecji rósł średnio o 1,4 pkt. proc. wolniej niż w krajach obecnej strefy euro, podczas gdy Vamvakidis (2003) wskazuje, że w rzeczywistości powinien on być rosnać w tym okresie średnio o 1,4 pkt. proc. szybciej. Ta niekorzystna tendencja uległa odwróceniu dopiero w połowie lat 90., od kiedy przyspieszenie tempa wzrostu prowadziło do systematycznego zmniejszania luki rozwojowej Grecji względem jej partnerów handlowych.

Szczegółowe opisanie przyczyn niskiego wzrostu i pogorszenia równowagi makroekonomicznej w ciągu pierwszych 15 lat członkostwa Grecji w UE wykracza poza ramy niniejszego opracowania. Niemniej, nawet pobieżne przybliżenie czynników ograniczających możliwości rozwojowe gospodarki greckiej w tym okresie pozwala lepiej zrozumieć źródło silnego przyspieszenia wzrostu, jakie z kolei ten kraj osiągnął w II połowie lat 90.

<sup>1</sup> W przypadku Irlandii – jej dochód na mieszkańca nawet istotnie przewyższył średnią dla „piętnastki”.

<sup>2</sup> W cenach stałych i po kursie USD z 1995 r.



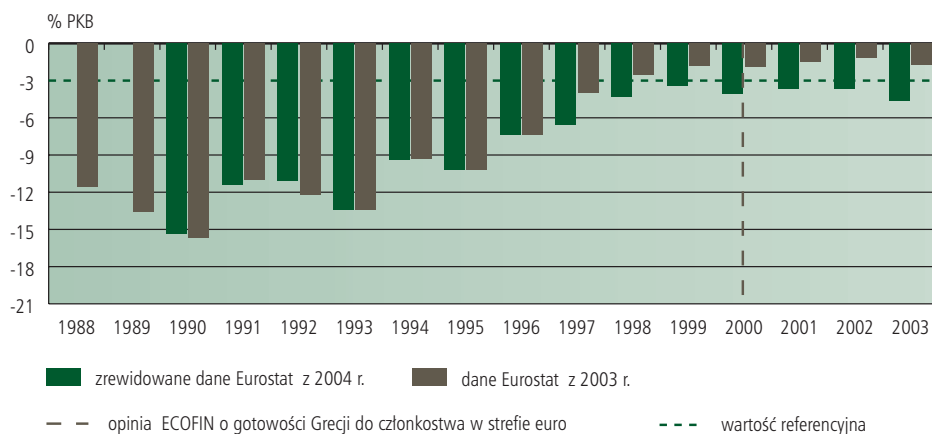
### 1.1. Przyczyny ograniczonych korzyści z integracji europejskiej

Choć członkostwo w Unii Europejskiej niewątpliwie zwiększa możliwości rozwojowe gospodarki, ich wykorzystanie w znacznym stopniu zależy od uwarunkowań makroekonomicznych i strukturalnych danego kraju, determinowanych przez politykę wewnętrzną.

W Grecji korzyści z uczestnictwa w unii celnej, a później w jednolitym rynku, były przez długi czas istotnie ograniczane. Silnie rozwinięty protekcyjizm w okresie przed akcesją sprawił, że przystąpienie Grecji do UE obnażyło słabości jej gospodarki, gdyż nieefektywne przedsiębiorstwa krajowe nie były już w takim stopniu, jak do tej pory, chronione przed zagraniczną konkurencją. W kolejnych latach poprawie sytuacji nie sprzyjała z kolei pogłębiająca się nierównowaga makroekonomiczna i utrzymujące się sztywności strukturalne.

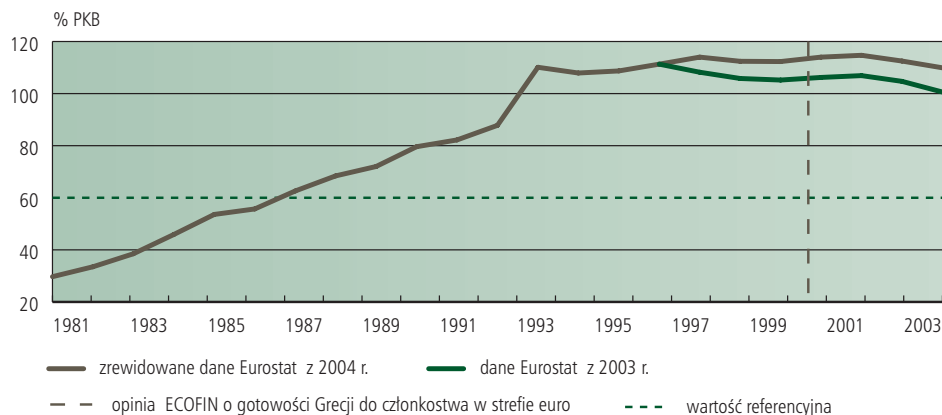
Podstawową przyczyną niekorzystnego układu polityki makroekonomicznej w Grecji w latach 80. było jej podporządkowanie krótkookresowym korzyściom politycznym. W wyniku ekspansji fiskalnej, nasilającej się w czasie wyborów, znacząco pogarszała się nierównowaga sektora finansów publicznych. Skutkowało to pogłębieniem deficytu tego sektora do poziomu dwucyfrowego

**Wykres 2. Deficyt sektora finansów publicznych w Grecji w latach 1988-2003**



Źródło: Eurostat.

**Wykres 3. Dług publiczny Grecji w latach 1981-2003**



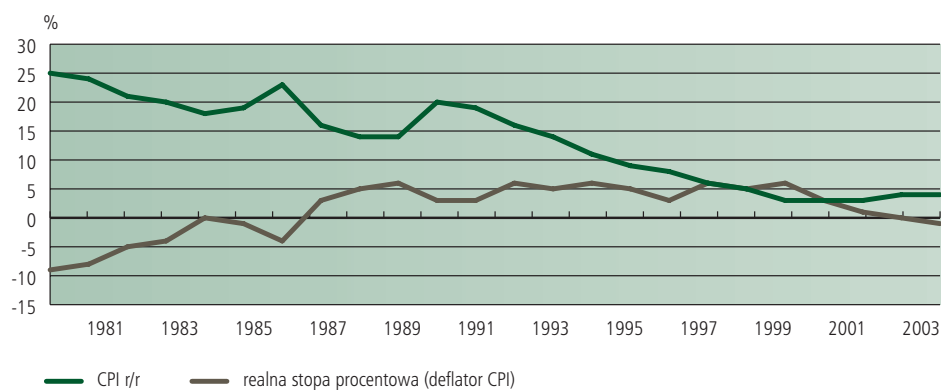
Źródło: Eurostat.

pod koniec lat 80. (średnio 9% w latach 80. i 16% w 1990 r. – zob. wykres 2) oraz wzrostem długu publicznego Grecji z 25% PKB w momencie przystąpienia do UE do ponad 110% w połowie lat 90.<sup>3</sup> (wykres 3).

Polityka banku centralnego była w znacznym stopniu podporządkowana rosnącym potrzebom pożyczkowym sektora publicznego. Skutkowało to utrzymującym się przez wiele lat ujemnym poziomem realnych stóp procentowych w gospodarce (wykres 4). W efekcie, w latach 80. i na początku 90. inflacja kształtowała się średnio na poziomie około 20%. Bank Grecji wprowadził także regulacje ograniczające alokację kredytu dla sektora prywatnego i preferujące finansowanie przedsiębiorstw państwowych. Na banki komercyjne nałożono obowiązek finansowania długu publicznego poprzez zakup papierów skarbowych<sup>4</sup>. Takiej formie wspierania sektora publicznego sprzyjał również fakt, że banki były w większości kontrolowane przez państwo, a poziom stóp procentowych na rynku detalicznym był w praktyce ustalany administracyjnie. Ponadto, utrzymywaniu wysokiej koncentracji aktywności przemysłu w branżach schyłkowych sprzyjało nie tylko ich subsydiowanie, lecz także opóźnianie procesu prywatyzacji. Podczas gdy pozostałe kraje Europy Zachodniej prowadziły politykę ukierunkowaną na zmniejszenie roli państwa w gospodarce (głównie poprzez prywatyzację), w Grecji udział sektora publicznego w PKB w latach 80. znacząco wzrósł<sup>5</sup> (Orłowski, 1998). Znaczący udział własności państwowej skutkowało utrzymywaniem wysokiego stopnia regulacji gospodarki greckiej, która z kolei charakteryzuje się silną ujemną korelacją z tempem wzrostu PKB (Koedijk, Kremers, 1996).

Powyższe czynniki prowadziły w rezultacie do wypierania aktywności sektora prywatnego przez preferencyjne finansowanie niekonkurencyjnych przedsiębiorstw państwowych<sup>6</sup> oraz do ograniczenia konkurencji i nieefektywnej alokacji zasobów<sup>7</sup>.

**Wykres 4. Roczne tempo wzrostu cen a realne stopy procentowe\* w Grecji**



\* Rentowność 12-miesięcznych bonów skarbowych deflowana bieżącym CPI.  
Źródło: International Financial Statistics.

<sup>3</sup> Należy jednak zaznaczyć, że w I połowie lat 90. do znaczącego wzrostu poziomu długu publicznego w relacji do PKB przyczyniło się przejście przez sektor publiczny zobowiązań przedsiębiorstw państwowych wobec sektora bankowego.

<sup>4</sup> Banki były zobowiązane do przeznaczania 75% środków odpowiadających wartości zgromadzonych przez nie depozytów na finansowanie preferowanej przez państwo działalności, z czego 40% musiało być zainwestowane w zakup bonów skarbowych (Vamvakidis, 2003).

<sup>5</sup> Orłowski (1998) wskazuje, że udział przedsiębiorstw sektora publicznego poza rolnictwem wzrósł w Grecji z średnio 6,2% PKB w latach 1978-1985 do średnio 13,4% PKB w latach 1986-1991.

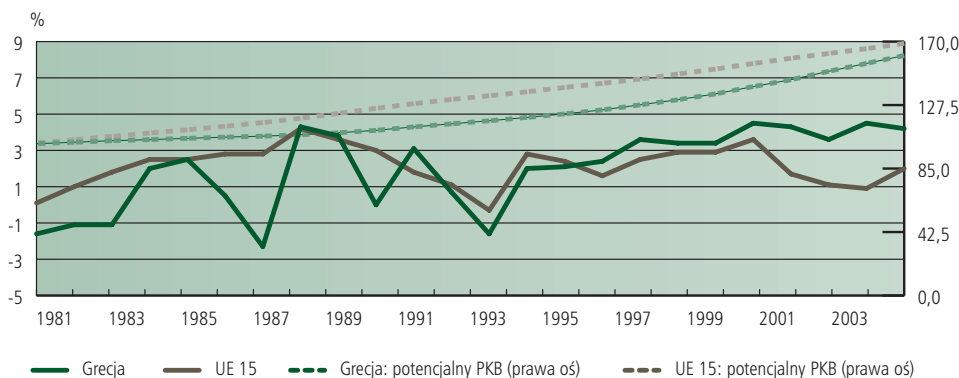
<sup>6</sup> W neoklasycznym modelu wzrostu skalibrowanym dla greckiej gospodarki Krystaloyanni (2000) obliczyła, że wzrost o 1% (PKB) w bezpośrednim finansowaniu sektora publicznego prowadził do obniżenia inwestycji w gospodarce o 0,5% (PKB).

<sup>7</sup> Na dodatnią korelację pomiędzy indeksem konkurencji krajowej a wzrostem gospodarczym w Grecji wskazali m.in. Vamvakidis i Zanforlin (2002).

## 1.2. Sztywności greckiego rynku pracy

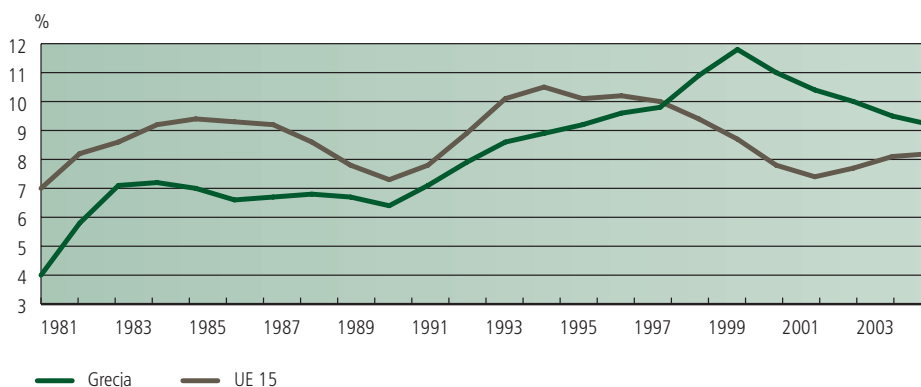
Źródłem niskiej konkurencyjności i powolnego (a nawet ujemnego) wzrostu gospodarczego w Grecji (wykres 5) były również inne słabości strukturalne. Wśród nich, oprócz wymienionej wysokiej koncentracji przemysłu w branżach schyłkowych i silnej regulacji systemu finansowego, wymienić można również sztywności i nadmierne regulacje rynku pracy. Nieefektywna struktura tego rynku była utrwalana przez popularne politycznie środki zmierzające do zwiększenia (w krótkim okresie) siły nabywczej pracowników i ochrony ich miejsc pracy. Przykładem takiego działania było wprowadzenie w 1982 r. systemu automatycznej indeksacji płac. W większym stopniu, i to w relacji do bieżącej inflacji, indeksowane były płace najmniej zarabiających pracowników. Z kolei najwyższe wynagrodzenia w ogóle nie były korygowane o zmiany w poziomie cen. Działania rządu zmierzające do najsilniejszego wzrostu płac w grupie najmniej zarabiających miały służyć zmniejszeniu zróżnicowania dochodów w społeczeństwie. Choć regulacje te nie były w pełni respektowane, to w I połowie lat 80. przyczyniły się one do wzrostu relatywnego kosztu zatrudnienia najmniej wykwalifikowanych i niedoświadczonych pracowników. Prowadziło to do zmniejszenia zatrudnienia w tej grupie podmiotów i – w konsekwencji – do wzrostu bezrobocia w całej gospodarce (wykres 6).

**Wykres 5. Tempo wzrostu gospodarczego (w %) oraz potencjalny PKB (1980 = 100) w Grecji i UE15**



Źródło: European Commission.

**Wykres 6. Stopa bezrobocia w Grecji i UE15**



Źródło: European Commission.

Choć reguły systemu indeksacji były w kolejnych latach łagodzone, a w 1991 r. zniesiono go całkowicie, to inne utrzymujące się sztywności i regulacje rynku pracy ograniczały (i nadal ograniczają) wzrost zatrudnienia w gospodarce greckiej. W szczególności, wysokie koszty zwolnień, przede wszystkim grupowych, poprzez ograniczenie możliwości redukcji zatrudnienia w okresie spowolnienia gospodarczego zniechęcają do jego zwiększania w czasie ożywienia (Burtless, 2001). W rezultacie, grecki rynek pracy pozostaje jednym z najbardziej chronionych w grupie krajów OECD (Nicoletti i in., 2000). Potwierdzają to przedstawione w tabeli 1 wskaźniki opisujące stopień regulacji i ochrony rynku pracy. Inną miarą nieefektywności greckiego rynku pracy jest fakt, że mimo relatywnie wysokiego tempa wzrostu gospodarczego w latach 1996-2003 (średnio 3,7% rocznie), stopa bezrobocia nadal wzrastała do 11,8% w 1999 r., po czym obniżyła się do 9,5% w 2003 r., wciąż jednak pozostając o 0,3 pkt. proc. powyżej poziomu z końca 1995 r. (wykres 6).

**Tabela 1. Wskaźniki regulacji i ochrony rynku pracy**

Wskaźnik EPL ( <i>employment protection legislation</i> )					
	Wersja I*			Wersja II	
	Koniec lat 80.	Koniec lat 90.	2003	Koniec lat 90.	2003
Grecja	3,6	3,5	2,8	3,5	2,9
UE-14**	2,8	2,3	2,2	2,5	2,4

Indeks regulacji rynku pracy w Grecji***							
1975	1980	1985	1990	1995	2000	2001	2002
3,6	3,6	3,6	3,7	4,0	3,4	3,8	3,5

\* Z wyłączeniem regulacji dotyczących zwolnień grupowych. Wskaźnik rośnie wraz ze wzrostem stopnia ochrony rynku pracy.

\*\* UE15 bez Luksemburga.

\*\*\* Indeks przyjmuje wartości od 1 do 10, przy czym niższa wartość indeksu odpowiada większemu stopniowi regulacji rynku pracy. W 2002 r. Grecja zajmowała 87. pozycję w grupie 123 badanych krajów (dalsza pozycja oznacza większy stopień regulacji rynku).

Źródło: Dla EPL – OECD *Employment Outlook 2004*; dla indeksu regulacji rynku pracy *Economic Freedom of the World 2004 Annual Report*.

### 1.3. Kosztowny system ubezpieczeń społecznych

Do niekorzystnych zmian strukturalnych w gospodarce greckiej w znacznym stopniu przyczyniło się także funkcjonowanie w tym kraju kosztownego systemu socjalnego. Nie dostarcza on bodźców do płacenia przez dłuższy niż wymagany czas lub wyższych niż minimalne składek, gdyż korzyści z tego tytułu są bardzo znikome. Prowadzi to do skracania okresu pracy w sektorze formalnym<sup>8</sup>, a także do wzrostu popularności samozatrudnienia<sup>9</sup>, którego wskaźnik w Grecji jest najwyższy spośród krajów OECD (Bryant i in., 2001).

Minimalizacji i unikaniu płatności na rzecz systemu ubezpieczeń społecznych towarzyszy równoczesne zachowanie niezmiennych lub niewiele mniejszych korzyści socjalnych. W rezultacie konieczność sfinansowania nieznacznie tylko niższych wydatków, przy silniejszym spadku przychodów tego systemu, skutkuje wzrostem obciążeń tych podmiotów, które płacą składki ubezpieczeniowe. Zwiększanie obciążeń związanych z zatrudnieniem prowadzi z kolei do nasilenia tendencji do zmiany formy zatrudnienia umożliwiającej uniknięcie bądź minimalizację tych kosztów, a w rezultacie – do jeszcze większego bezrobocia (w przypadku rozszerzenia szarej strefy<sup>10</sup>) i jeszcze większych obciążeń w sektorze formalnym (World Bank 1994).

<sup>8</sup> Sprzyjają temu m.in. możliwości przechodzenia na wcześniejszą emeryturę, powszechne przede wszystkim w sektorze publicznym.

<sup>9</sup> Trudności z pobieraniem składek na ubezpieczenia społeczne od samozatrudnionych sprawiają, że dla tej grupy podmiotów system ten jest w zasadzie dobrowolny.

<sup>10</sup> Badania wskazują, że około 1/3 PKB Grecji jest wytwarzane w sektorze nieformalnym, tj. najczęściej spośród krajów UE15, z wyjątkiem Włoch – Schneider, Enste (2000); Tanzi (1999).

Opisane sztywności i regulacje prawne doprowadziły do zdominowania struktury gospodarczej w Grecji przez małe przedsiębiorstwa<sup>11</sup>, gdyż taka forma działalności ułatwia minimalizację obciążeń podatkowych i omijanie uciążliwych regulacji rynku pracy. Znaczące korzyści z unikania nadmiernych kosztów często umożliwiają funkcjonowanie mniej wydajnych małych przedsiębiorstw również w tych branżach, które w normalnych warunkach są zdominowane przez duże firmy, mające większe możliwości osiągnięcia korzyści skali (Burtless, 2001). Kryteria ekonomiczne są w rezultacie w znacznym stopniu wypierane przez nieefektywne rozwiązania systemowe, co prowadzi do obniżenia produktywności w skali całej gospodarki<sup>12</sup>.

Powyższe słabości strukturalne obniżające konkurencyjność gospodarki greckiej znalazły odzwierciedlenie w niskiej dynamice wydajności pracy i rosnącej stopie bezrobocia (tabela 2, wykres 6). Ograniczony popyt na siłę roboczą ze strony pracodawców, jak i czynniki zniechęcające do pozostawania na rynku pracy skutkowały utrzymującym się niskim wskaźnikiem zatrudnienia, który obecnie kształtuje się na najniższym poziomie spośród wszystkich krajów UE15<sup>13</sup> (tabela 2).

Odwróceniu powyższych niekorzystnych tendencji nie sprzyjały niskie nakłady inwestycyjne. Grecja jest jedynym krajem spośród obecnych członków UE15, w którym w latach 1981-1990 nakłady brutto na środki trwałe spadały (średnio o 0,4% rocznie), podczas gdy w całej UE15 rosły przeciętnie o 2,7%. Bardzo znikomy był napływ bezpośrednich inwestycji zagranicznych (średnio 1,1% PKB), ograniczanych m.in. przez brak przejrzystych reguł i niejasne procedury administracyjne (OECD, 1993). Inwestycjom nie sprzyjała także słabo rozwinięta infrastruktura, która skutkowała wysokimi kosztami prowadzenia działalności gospodarczej. Wreszcie polityka makroekonomiczna, ukierunkowana bardziej na zapewnienie korzyści politycznych niż przywrócenie równowagi wewnętrznej i zewnętrznej, znacząco zmniejszała atrakcyjność Grecji jako miejsca do zaangażowania kapitału przez zagranicznych inwestorów<sup>14</sup>.

Niewielki napływ bezpośrednich inwestycji zagranicznych jest jednym z istotnych czynników wyjaśniających powolne rozprzestrzenianie się nowoczesnych technologii i – w konsekwencji – słabszy wzrost gospodarczy w Grecji. Mimo wyraźnego wzrostu nakładów inwestycyjnych w II połowie lat 90. (tabela 2), napływ bezpośrednich inwestycji zagranicznych pozostaje na bardzo niskim poziomie, a deficyt oszczędności krajowych jest finansowany głównie poprzez napływ kapitału portfelowego. Mając na uwadze niską konkurencyjność gospodarki greckiej, pogłębioną przez przystąpienie do strefy euro z przewartościowanym kursem walutowym (zobacz dalej), odwrócenie dotychczasowej tendencji i przyciągnięcie do tego kraju długoterminowego kapitału zagranicznego w najbliższych latach nie będzie możliwe bez przyspieszenia tempa realizacji reform strukturalnych.

#### 1.4. Niska aktywność Grecji w wymianie międzynarodowej

Niskiej konkurencyjności przemysłu greckiego towarzyszyło obniżenie aktywności tego kraju w wymianie handlowej, przede wszystkim w eksporcie. Znalazło to odzwierciedlenie w pogłębiającym się deficycie obrotów towarowych Grecji sięgającym kilkunastu procent PKB (wykres 7). Bardziej korzystne kształtowanie się salda na rachunku obrotów bieżących (wykres 8) jest natomiast wynikiem tradycyjnie znaczącej nadwyżki w wymianie usług (przede wszystkim z turystyki) oraz transferów otrzymywanych z zagranicy, głównie od greckich emigrantów i w formie środków z funduszy unijnych.

<sup>11</sup> W Grecji przeciętne przedsiębiorstwo jest najmniejsze w Europie (Kumar i in., 1999).

<sup>12</sup> Dodatkowo korelację pomiędzy wydajnością pracy a wielkością przedsiębiorstwa w Grecji potwierdzają wyniki badań. Na przykład, w latach 80. w przetwórstwie, w przedsiębiorstwach zatrudniających powyżej 50 pracowników wydajność pracy była ponad dwa razy większa niż w mniejszych firmach (European Commission, 1997, s. 111).

<sup>13</sup> Należy jednak podkreślić, że zarówno w latach 80., jak i 90. zatrudnienie w Grecji wzrastało. Przyczyną braku odpowiedniego wzrostu wskaźnika zatrudnienia był równoczesny wzrost podaży pracy wynikający m.in. z rosnącej aktywności zawodowej kobiet oraz zwiększonej imigracji (szczególnie w latach 90.).

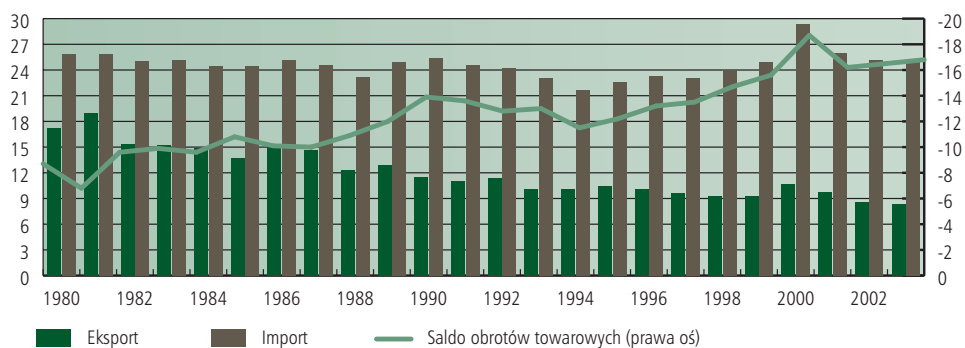
<sup>14</sup> Innym spośród wymienianych czynników, które ograniczają atrakcyjność Grecji dla inwestorów zagranicznych jest jej położenie geograficzne, a mianowicie – jest to jedyny kraj Unii Europejskiej, który bezpośrednio nie graniczy z żadnym innym członkiem tego ugrupowania.

Tabela 2. Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Grecji, Hiszpanii, Irlandii i UE15

		roczna procentowa zmiana (jeśli nie zaznaczono inaczej)				
		1974-1985	1986-1990	1991-1995	1996-2000	2001-2003
Grecja	PKB	1,7	1,2	1,2	3,4	4,1
	Nakłady brutto na środki trwałe	-2,2	2,3	-0,2	9	8,6
	Wydajność pracy	0,7	0,5	0,7	2,5	3,8
	Łączna wydajność czynników produkcji	-0,5	-0,2	0	1,8	2,5
	Stopa zatrudnienia (w %)	55,1	54,8	53,4	54,7	55,0
Hiszpania	PKB	1,8	4,5	1,5	3,9	2,5
	Nakłady brutto na środki trwałe	-0,6	10,9	-0,5	6,3	2,6
	Wydajność pracy	3,2	0,9	1,9	0,7	0,5
	Łączna wydajność czynników produkcji	1,4	0,8	0,5	0,6	-0,1
	Stopa zatrudnienia (w %)	54	50,4	51,5	54,4	59,0
Irlandia	PKB	3,8	4,6	4,7	9,8	5,3
	Nakłady brutto na środki trwałe	0,7	4,5	2,6	14,8	1,6
	Wydajność pracy	3,7	3,5	2,9	3,8	2,9
	Łączna wydajność czynników produkcji	1,9	2,9	2,7	4,1	2,0
	Stopa zatrudnienia (w %)	55,8	51,7	53,1	60,6	65,9
UE15	PKB	2	3,2	1,5	2,7	1,2
	Nakłady brutto na środki trwałe	0,2	5,6	-0,3	4,3	-0,6
	Wydajność pracy	1,9	1,8	2,1	1,3	0,6
	Łączna wydajność czynników produkcji	1	1,4	1,1	1	0,1
	Stopa zatrudnienia (w %)	61	60,1	61	62,3	65,2

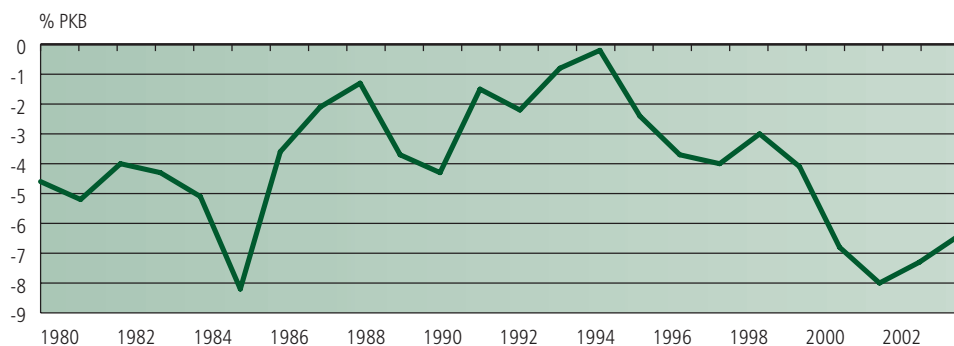
Źródło: European Commission.

Wykres 7. Saldo obrotów towarowych w Grecji w latach 1980-2003 (% PKB)



Źródło: Eurostat.

Wykres 8. Saldo na rachunku obrotów bieżących Grecji (w % PKB)



Źródło: Eurostat.

Chociaż korzyści z wymiany handlowej były do połowy lat 90. istotnie ograniczane przez kontrole przepływów kapitałowych<sup>15</sup>, wiele krajów UE (np. Irlandia) skutecznie prowadziło politykę wzrostu opartą na rozwoju handlu. W Grecji proces liberalizacji handlu był jednak opóźniony i do dziś utrzymywane są liczne bariery w swobodnej wymianie z partnerami zagranicznymi. Choć stopniowa poprawa wskaźnika liberalizacji handlu jest niewątpliwie zjawiskiem pozytywnym, to indeks ten przewyższył poziom z 1980 r. dopiero w latach 90. i obecnie pozostaje najniższy spośród wszystkich krajów UE15 (tabela 3). W rezultacie, pomimo zwiększonej wymiany z partnerami zagranicznymi w II połowie lat 90., Grecja nadal jest znacznie słabiej zintegrowana z gospodarką światową niż pozostałe kraje UE15<sup>16</sup>. Należy raz jeszcze podkreślić, że wynika to przede wszystkim z niewielkiego eksportu dóbr, będącego odzwierciedleniem niskiej konkurencyjności przemysłu greckiego.

Tabela 3.

Wskaźnik wolnego handlu dla Grecji *								UE14**
1975	1980	1985	1990	1995	2000	2001	2002	2002
5,8	6,2	5,4	6,1	6,6	7,9	7,7	7,4	8,3

\* Rosnący (od 1 do 10) wraz ze wzrostem swobody wymiany handlowej.

\*\* UE15 bez Luksemburga.

Źródło: Economic Freedom of the World 2004 Annual Report.

### 1.5. Polityczne bariery realizacji programów stabilizacji gospodarczej

Krytyka polityki gospodarczej Grecji w pierwszych 15 latach członkostwa w UE powinna jednak uwzględnić fakt, że w analizowanym okresie były podejmowane próby tworzenia podstaw dla długofalowego wzrostu. Po wyborach w 1985 r. rząd grecki rozpoczął realizację programu stabilizacji (1986-1987) mającego na celu przywrócenie równowagi bilansu płatniczego i ograniczenie inflacji. Dokonano 15-procentowej dewaluacji drachmy, która miała złagodzić skutki dotychczasowego przewartościowania waluty krajowej<sup>17</sup>. Wprowadzono ograniczenia do systemu indeksacji płac, a zacieśnienie polityki fiskalnej, przy prowadzeniu bardziej restrykcyjnej polityki monetarnej, pozwoliło na zmniejszenie zadłużenia i nierównowagi makroekonomicznej, łagodząc także presję inflacyjną wynikającą z dewaluacji drachmy (wykres 4). Natomiast do poprawy konkurencyjności przedsiębiorstw greckich przyczyniła się przede wszystkim ich polityka płacowa, która w latach 1986-1987 skutkowałą spadkiem płac realnych i jednostkowych kosztów pracy, co pozwoliło na jeszcze silniejszą deprecjację realnego kursu niż wynikająca ze skali nominalnej dewaluacji (wykres 9). Działania te, realizowane pomimo silnego oporu ze strony związków zawodowych, przyczyniły się do poprawy klimatu inwestycyjnego poprzez zwiększenie stabilności makroekonomicznej i stworzenie warunków dla szybszego wzrostu gospodarczego.

Po dwóch latach realizacji programu ponownie jednak cykl polityczny doprowadził do rozluźnienia polityki fiskalnej. Korzyści z dotychczasowych reform zaczęły być „konsumowane”. Nie stwarzano warunków dla inwestycji, bez których dostosowania po stronie podaży gospodarki, konieczne dla utrwalenia ożywienia, nie były możliwe. Zamiast tego, niestabilność polityczna oraz populistyczne rządy prowadziły do dalszej ekspansji fiskalnej oraz pogłębienia nierównowagi makroekonomicznej (wykres 2, wykres 3, wykres 8).

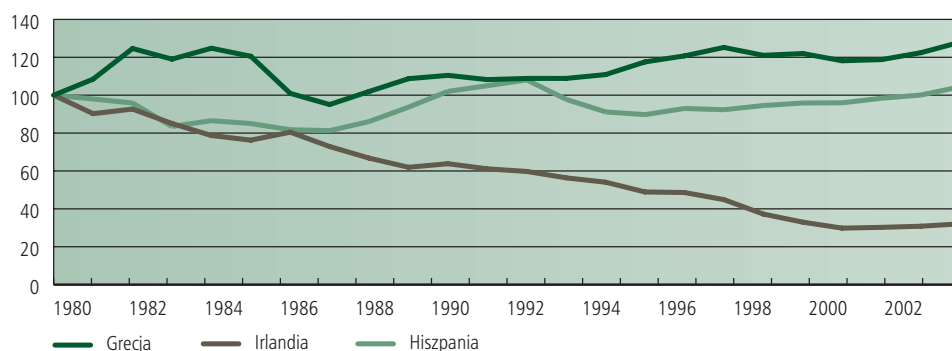
Pomimo podejmowania się przez kolejne rządy realizacji nowych programów gospodarczych

<sup>15</sup> Vamvakidis (2003) wskazuje, że w wyniku kontroli przepływów kapitału w Grecji, kurs oficjalny drachmy w latach 80-tych był o 10% silniejszy niż „kurs czarnorynkowy”, co znacząco zakłócało relacje w wymianie handlowej tego kraju z partnerami zagranicznymi.

<sup>16</sup> W 2003 r. udział eksportu i importu dóbr i usług w relacji do PKB Grecji wyniósł 48,7%. Dla krajów „piętnastki” wielkość ta ukształtowała się na poziomie 66,9% (Eurostat).

<sup>17</sup> Od wielu lat znacząco wyższa niż u partnerów handlowych inflacja w Grecji, przy relatywnie mniejszej deprecjacji kursu nominalnego drachmy i niższym wzroście gospodarczym niż w UE, oddziaływała w kierunku przewartościowania waluty greckiej.

**Wykres 9. Realny efektywny kurs walutowy (deflowany jednostkowymi kosztami pracy)  
(1980 = 100)**



Źródło: International Financial Statistics.

na początku lat 90., ich wykonanie znacząco odbiegało od zakładanego kształtu. Po raz kolejny czynniki polityczne doprowadziły do ekspansji fiskalnej, szybkiego przyrostu długu publicznego i zwiększonej presji inflacyjnej, co z kolei implikowało prowadzenie bardziej restrykcyjnej polityki monetarnej (wykres 4). Taki układ polityki makroekonomicznej nie sprzyjał zmniejszaniu luki rozwojowej Grecji względem pozostałych krajów UE.

## 1.6. Bilans pierwszych 15 lat członkostwa Grecji w UE

Pierwsze 15 lat członkostwa w UE przedstawia obraz Grecji jako kraju niekonkurencyjnego, charakteryzującego się sztywnym i przeregulowanym rynkiem pracy, wzrostem bezrobocia, powolnym procesem prywatyzacji, subsydiowaniem nieefektywnych przedsiębiorstw państwowych oraz koncentracją aktywności przemysłu w branżach schyłkowych. Znikomy napływ bezpośrednich inwestycji zagranicznych ograniczał rozprzestrzenianie nowoczesnych technologii, będących motorem postępu i rozwoju. Niskiej akumulacji kapitału i wydajności pracy towarzyszył spadek łącznej wydajności czynników produkcyjnych, powolny wzrost gospodarczy i niski wzrost produktu potencjalnego (tabela 2, wykres 5).

Podporządkowana krótkookresowym korzyściom politycznym polityka makroekonomiczna skutkowałą ekspansją fiskalną, która prowadziła do pogłębienia deficytu i szybkiego przyrostu długu publicznego. Finansowanie wydatków publicznych było przez wiele lat wspierane przez ekspansywną politykę pieniężną, co prowadziło do wzrostu inflacji, która w latach 80. wynosiła średnio około 20%. Z kolei późniejsze zacieśnienie polityki monetarnej wymagało, w warunkach ekspansji fiskalnej, utrzymywania wysokich realnych stóp procentowych. Obniżenie inflacji w I połowie lat 90. było jednak możliwe głównie dzięki dynamice płac kształtującej się poniżej tempa wzrostu wydajności pracy, a także w wyniku spowolnienia gospodarczego<sup>18</sup>. Skuteczność polityki banku centralnego była natomiast ograniczona. Spadkowi bieżącego tempa wzrostu cen towarzyszyło utrzymywanie się wysokich oczekiwań inflacyjnych, co zwiększało koszty i opóźniało proces dezinflacji. Powyższa tendencja jest charakterystyczna dla krajów z dużym długiem, w których antyinflacyjna polityka monetarna, jeśli nie jest wspierana przez konsolidację fiskalną, nie jest postrzegana jako wiarygodna (IMF, 1996, s. 126).

<sup>18</sup> Niski wzrost gospodarczy w istotnym stopniu przyczynił się także do poprawy salda na rachunku obrotów bieżących w tym okresie (wykres 8).



## 2

## Od dywergencji do konwergencji

Przez 15 lat członkostwa w UE Grecja traciła dystans do krajów „piętnastki” zarówno w realnej, jak i nominalnej sferze gospodarki. Pięć lat później kraj ten dołączył do wspólnego obszaru walutowego, mając za sobą pół dekadę dynamicznego wzrostu w warunkach konsolidacji fiskalnej (choć dalece niewystarczającej, o czym dalej) i procesu dezinflacji – czynników koniecznych dla spełnienia kryteriów zbieżności. Okres ten charakteryzował się również postępowaniem we wprowadzaniu reform strukturalnych, znajdujących odzwierciedlenie m.in. w zmniejszeniu roli państwa w gospodarce, a także liberalizacji rynków finansowego, pracy i produktów – czynników, które sprzyjają szybszemu długofalowemu wzrostowi gospodarczemu (Vamvakidis, 2003).

W tym miejscu powstaje pytanie nie tylko o to, w jaki sposób, lecz także co spowodowało tak nagły zwrot w polityce gospodarczej Grecji w połowie lat 90.?

### 2.1. Kryteria z Maastricht i regulacje unijne jako czynniki sprzyjające zniesieniu barier wzrostu gospodarczego

Przez wiele lat kryteria ekonomiczne, warunkujące możliwość osiągnięcia trwałego i dynamicznego wzrostu gospodarczego, lecz wprawdzie wymagające poniesienia pewnych wyrzeczeń, ustępowały przed krótkowzroczą logiką cyklu politycznego w Grecji. Sytuacja zmieniła się, kiedy po podpisaniu w 1992 r. Traktatu ustanawiającego Wspólnotę Europejską (zwanego dalej: Traktatem) za priorytet polityki rządowej przyjęto przystąpienie do prestiżowego grona uczestników wspólnego obszaru walutowego. Korzyści polityczne związane ze spełnieniem kryteriów zbieżności kompensowały koszty, jakie musiały zostać poniesione na drodze do ich osiągnięcia.

Postanowienia Traktatu stały się zatem czynnikiem sprzyjającym prowadzeniu zdrowej polityki gospodarczej. Ponadto, uzyskanie społecznej akceptacji dla przeprowadzanych w tym okresie reform strukturalnych było ułatwione poprzez fakt, że były one wprowadzane także w innych krajach UE oraz w ramach dyrektyw unijnych.

Nie w każdej jednak gospodarce przy podejmowaniu działań, które w krótkim okresie łączyły się z poniesieniem społecznych kosztów, powoływano się na konieczność spełnienia kryteriów z Maastricht. Na przykład w Finlandii konsolidacja finansów publicznych nie była uzasadniana wymogami traktatowymi, lecz potrzebą stworzenia warunków dla obniżenia stóp procentowych i zapewnienia długookresowej stabilności finansowej (Mayes, Suvanto, 2002). Niemniej jednak, w wielu krajach postanowienia Traktatu oraz zewnętrzne regulacje często okazują się pomocne, a w przypadku Grecji wręcz niezbędne, dla przełamania barier prowadzenia zdrowej polityki makroekonomicznej.

### 2.2. Podstawowe założenia greckich programów konwergencji

Punktem wyjścia do realizacji strategii przygotowania Grecji do członkostwa w strefie euro był *Program konwergencji z 1994 r.*<sup>19</sup> (Ministry of National Economy 1994). W dokumencie tym założono spełnienie kryteriów z Maastricht do 1998 r. oraz przystąpienie do strefy euro w 1999 r. Włączenie drachmy do mechanizmu kursowego ERM miało nastąpić w połowie 1996 r. Zgodnie

<sup>19</sup> Zrewidowano w nim nierealistyczne założenia i cele *Programu z 1993 r.*

z *Programem*, spełnieniu nominalnych kryteriów konwergencji towarzyszyłoby przyspieszenie konwergencji realnej, czemu miało służyć m.in. wprowadzenie *Programu Inwestycji Publicznych*.

Mimo istotnego postępu w zakresie nominalnej i realnej konwergencji, dla nowego rządu (utworzonego na jesieni 1996 r.) było oczywiste, że Grecja nie będzie w stanie wypełnić wszystkich warunków akcesji i przystąpić do strefy euro z pierwszą grupą krajów już w 1999 r. W konsekwencji, w aktualizacji *Programu konwergencji z 1997 r.* (Ministry of National Economy 1997) określono termin realizacji kryteriów z Maastricht na 1998 r. lub 1999 r. oraz przyjęto 2001 r. jako najpóźniejszą docelową datę akcesji (w kolejnych aktualizacjach *Programu* data ta była potwierdzana).

*Program konwergencji* koncentrował się na trzech kluczowych obszarach, tj. uzdrowieniu finansów publicznych, przyspieszeniu wzrostu gospodarczego oraz walce z inflacją. Wyodrębniono w nim dwa podokresy:

– 1994-1996, w którym położono nacisk na dostosowania fiskalne, przede wszystkim obniżenie deficytu i zmniejszenie skali zadłużenia (tabela 4), oraz na znaczące przyspieszenie tempa wzrostu inwestycji publicznych wspomaganych funduszami z UE<sup>20</sup>.

– 1997-1999, w którym celem było przyspieszenie wzrostu gospodarczego (tabela 4), czemu sprzyjać miało ograniczenie nierównowagi fiskalnej w pierwszym podokresie, wzrost poziomu inwestycji publicznych i związana z tym poprawa infrastruktury, a także dostosowania strukturalne.

**Tabela 4. Cele makroekonomiczne Programu konwergencji Grecji 1994-99 (oraz aktualizacji) i ich realizacja**

Grecja	1994		1995		1996		1997	
	Cel	Realizacja	Cel	Realizacja	Cel	Realizacja	Cel	Realizacja
PKB (%)	1,1	1,5	1,2	2,0	1,7	2,6	2,6/3,5*	3,5
Nakłady brutto na środki trwałe (%)	3,4	0,5	2,7	5,8	5,1	11,9	8,0/11,5*	10,9
Jednostkowe koszty pracy (%)	11,3	12,3	7,4	11,5	5,6	10,4	3,2/7,6*	6,5
Ceny (deflator spożycia indywidualnego (%))	10,8	10,8	7,9	9,3	6,1	8,5	3,9/5,9*	5,5
Stopa procentowa (średnioroczna)								
rentowność rocznych obligacji skarbowych (%)	18,5	19,0	14,1	15,5	10,6	12,7	7,9/9,8*	10,3
Deficyt sektora <i>general government</i> (% PKB)	13,2	12,1	10,7	9,2	7,6	7,4	4,2	4,0
Nadwyżka pierwotna (% PKB)	0,7	2,1	2,9	3,2	4,3	4,1	5,1/6,2*	5,5
Dług sektora <i>general government</i> (% PKB)	112,1	110,4	115,2	111,8	115,3	111,8	113,4/109,0*	108,6

Grecja	1998		1999		2000	
	Cel	Realizacja	Cel	Realizacja	Cel	Realizacja
PKB (%)	3,0/3,7/3,5*	3,7	3,5/4,1/3,7*	3,4	3,9/3,8*	4,3
Nakłady brutto na środki trwałe (%)	9,4/13,0/10,7*	8,1	11,2/14,1/12,2*	7,3	12,1/8,6*	7,8
Jednostkowe koszty pracy (%)	2,7/4,5/3,5*	5,5	2,4/3,0/1,5*	0,6	1,2/2,0*	1,5
Ceny (deflator spożycia indywidualnego (%))	3,5/3,7/4,5*	4,7	3,3/2,5*	2,4	1,9/2,1*	3,1
Stopa procentowa (średnioroczna)						
rentowność rocznych obligacji skarbowych (%)	6,8/7,7/9,5*	11,5	6,2/6,5/7,5*		6,5	
Deficyt sektora <i>general government</i> (% PKB)	2,4	2,5	0,9/2,1*	1,8	1,7/1,2*	1,1
Nadwyżka pierwotna (% PKB)	5,4/6,9/6,7*	6,4	6,1/6,6/6,9*	5,8	6,8/6,7*	
Dług sektora <i>general government</i> (% PKB)	109,3/107,0/107,8*	105,4	103,4/101,0/105,8*	104,9	102,5/103,3*	102,7

\* - modyfikacje celu w kolejnych aktualizacjach Programu konwergencji 1994-1999

Źródło: Ministry of National Economy (1994; 1997); Ministry of National Economy and Finance (1998; 1999; 2000).

<sup>20</sup> Grecja zdecydowała się podzielić unijne fundusze strukturalne dostępne w ramach Wspólnotowych Ram Wsparcia 1994-1999 w następujący sposób: 47% ogólnych wydatków na infrastrukturę podstawową, 15,8% na zasoby ludzkie, a 36,9% na sektory produkcyjne. Strategicznym celem tych ram wsparcia były duże projekty infrastrukturalne (jak np. systemy metra w Atenach i Salonikach, lotnisko Spata, sieci transeuropejskie). Według danych Banku Grecji oraz Ministerstwa Gospodarki Narodowej, w latach dziewięćdziesiątych kraj ten uzyskiwał transfery netto z UE w wysokości około 4% PKB średniorocznie (Bryant i in., 2001)

### 2.3. Konsolidacja finansów publicznych jako kluczowy element programów konwergencji

Zmniejszenie nierównowagi finansów publicznych osiągnięto przede wszystkim poprzez zwiększenie dochodów budżetowych (m.in. w wyniku reformy systemu podatkowego, rozszerzenia bazy podatkowej i poprawy ściągальności podatków), a także dzięki ograniczeniu płatności odsetkowych z tytułu obsługi długu publicznego (tabela 5), czemu sprzyjało obniżenie stóp procentowych. W latach 1994-1999 w kierunku obniżenia relacji deficytu sektora finansów publicznych i długu pu-

**Tabela 5. Wydatki i dochody sektora instytucji rządowych i samorządowych w latach 1990-2000**

Wydatki	1990	1995	2000
<b>% PKB</b>			
Średnia UE	48,0	50,8	46,6
Średnia UE-4*	45,1	46,3	42,6
<b>Grecja: wydatki ogółem</b>	<b>48,2</b>	<b>49,2</b>	<b>46,4</b>
Spożycie ogólnospoleczne	15,3	15,3	15,1
Transfery	16,2	16,8	17,3
<i>do gospodarstw domowych</i>	<i>15,2</i>	<i>15,1</i>	<i>15,9</i>
<i>do przedsiębiorstw</i>	<i>1,0</i>	<i>1,7</i>	<i>1,4</i>
Obsługa zadłużenia	10,2	11,1	7,2
Nakłady inwestycyjne brutto na środki trwałe i inne wydatki inwestycyjne (uwzględniając transfery z UE)	6,6	6,0	6,8
<b>wydatki ogółem = 100%</b>			
Spożycie ogólnospoleczne	31,7	31,1	32,5
Transfery	33,7	34,1	37,2
<i>do gospodarstw domowych</i>	<i>31,6</i>	<i>30,7</i>	<i>34,3</i>
<i>do przedsiębiorstw</i>	<i>2,1</i>	<i>3,5</i>	<i>3,0</i>
Obsługa zadłużenia	21,1	22,6	15,6
Nakłady inwestycyjne brutto na środki trwałe i inne wydatki inwestycyjne (uwzględniając transfery z UE)	13,6	12,2	14,6

Dochody	1990	1995	2000
<b>% PKB</b>			
średnia UE-14	44,9	45,1	45,5
średnia UE-4*	38,9	39,5	40,9
<b>Grecja: dochody</b>	<b>32,1</b>	<b>39,1</b>	<b>45,6</b>
Podatki bezpośrednie	17,2	20,0	24,6
<i>podatek dochodowy od osób fizycznych (oraz od wzbogacenia) oraz podatek od przedsiębiorstw</i>	<i>5,5</i>	<i>7,4</i>	<i>10,8</i>
<i>składka na ubezpieczenie społeczne</i>	<i>11,7</i>	<i>12,6</i>	<i>13,8</i>
Podatki pośrednie	13,2	13,5	15,3
Inne dochody bieżące	1,7	2,9	2,7
Otrzymane transfery kapitałowe		2,7	3,0
<b>dochody ogółem = 100%</b>			
Podatki bezpośrednie	53,4	51,2	54,0
<i>podatek dochodowy od osób fizycznych (oraz od wzbogacenia) oraz podatek od przedsiębiorstw</i>	<i>17,0</i>	<i>19,0</i>	<i>23,7</i>
<i>składka na ubezpieczenie społeczne</i>	<i>36,4</i>	<i>32,2</i>	<i>30,3</i>
Podatki pośrednie	41,2	34,7	33,5
Inne dochody bieżące	5,4	7,4	5,9
Otrzymane transfery kapitałowe		6,8	6,6

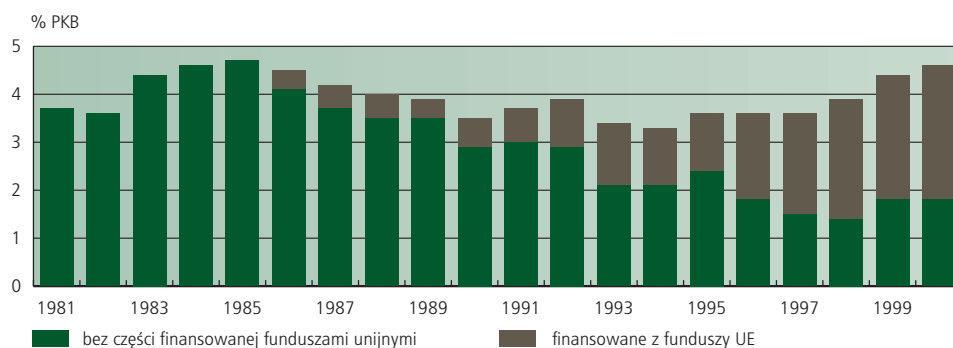
UE-4\*: Irlandia, Włochy, Portugalia i Hiszpania.  
Źródło: Na podstawie Manessiotis, Reischauer (2001).

blicznego do PKB oddziaływały także wyższy od prognozowanego wzrost gospodarczy oraz relatywnie wysokie wpływy z prywatyzacji.

Należy podkreślić, że konsolidacja finansów publicznych miała zostać osiągnięta także poprzez ograniczenie wydatków pierwotnych, w tym obniżenie transferów socjalnych, redukcję zatrudnienia w administracji państwowej oraz zmniejszenie wydatków w instytucjach publicznych. W rzeczywistości wydatki pierwotne sektora finansów publicznych nie zostały jednak obniżone (tabela 5). W rezultacie, przy braku redukcji pozostałych wydatków, konieczność obniżania deficytu budżetowego ograniczała możliwości wzrostu nakładów na inwestycje publiczne. Potwierdza to fakt, że pomimo znaczącego napływu netto transferów unijnych w latach 1991-2000 oraz ich istotnego wykorzystania na współfinansowanie inwestycji publicznych w Grecji, nie znalazło to odzwierciedlenia w odpowiednim wzroście wydatków inwestycyjnych ogółem sektora publicznego (wykres 10). Mniejsze niż planowano zacieśnienie fiskalne prowadziło zatem do wysokiego stopnia substytucji krajowych funduszy środkami unijnymi.

Niewystarczająca dyscyplina fiskalna utrudniła osiągnięcie nominalnej zbieżności nie tylko w zakresie finansów publicznych<sup>21</sup>, lecz również w przypadku kryteriów inflacyjnego i kursowego. Ponadto – i co ważniejsze – skutki tak prowadzonej polityki są odczuwane do dziś i będą rzutować na rozwój gospodarki greckiej także przez następne lata (zobacz dalej).

**Wykres 10. Inwestycje publiczne w Grecji i struktura ich finansowania (w % PKB)**



Źródło: Ministry of National Economy, Introductory Report on the Budget, na podstawie Spraos (2001).

## 2.4. Proces dezinflacji w Grecji

Jak wyżej zaznaczono, jednym z priorytetów *Programu konwergencji* było znaczące obniżenie inflacji, warunkujące możliwość spełnienia kryterium stabilności cen. W rzeczywistości dezinflacja była strategicznym celem Banku Grecji już od 1987 r. Wtedy też stopy procentowe w tym kraju po raz pierwszy od momentu przystąpienia Grecji do UE osiągnęły w ujęciu realnym wartość dodatnią (wykres 4). Jednak brak wsparcia ze strony polityki fiskalnej ograniczał skuteczność antyinflacyjnej polityki pieniężnej<sup>22</sup>.

Do połowy lat 90. obniżaniu inflacji miało służyć kontrolowanie tempa wzrostu agregatów monetarnych (M3). Nie tylko doświadczenia greckie lecz również innych krajów, pokazały jednak, że w nowoczesnym układzie instytucjonalnym bank centralny nie ma możliwości kontrolowania podaży pieniądza, lecz tylko pośrednio i w ograniczonym stopniu na nią wpływa (Bindseil, 2003; Kot, Rozkrut, 2004). Szybki rozwój rynków finansowych, szczególnie w warunkach swobodnych przepływów kapitałowych, oraz wprowadzenie licznych innowacji finansowych (karty płatnicze, banki internetowe) utrudniają również ustalenie definicji agre-

<sup>21</sup> Według zweryfikowanych w 2004 r. danych Eurostatu – nawet uniemożliwiło spełnienie kryteriów fiskalnych.

<sup>22</sup> Zobacz podrozdział 1.6. *Bilans pierwszych 15 lat członkostwa Grecji w UE*.

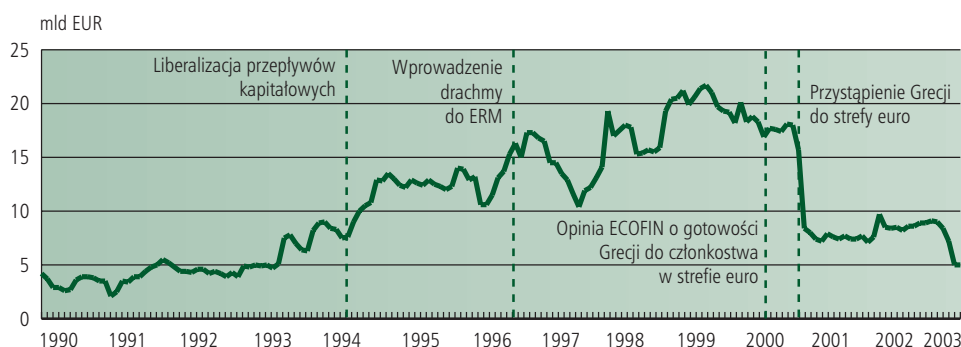
gatu monetarnego, który dokładnie i stabilnie odzwierciedlałby procesy w gospodarce realnej. Po liberalizacji przepływów kapitałowych także w Grecji nastąpiło istotne pogorszenie stabilności i statystycznej istotności związku agregatów pieniężnych z inflacją (Bank of Greece 2003).

W konsekwencji, w Grecji stopniowo odchodzono od realizacji procesu dezinflacji poprzez próby kontrolowania podaży pieniądza, a od 1995 r. celem pośrednim stała się kontrola kursu walutowego – była to tzw. polityka „silnej drachmy” (ang. *hard drachma policy*). Kotwica kursowa miała zwiększyć wiarygodność procesu dezinflacji poprzez ustabilizowanie czynnika cenowego dóbr podlegających wymianie handlowej (ang. *tradables*) oraz towarzyszące temu ograniczenie wzrostu płac i popytu.

Polityka silnej drachmy polegała na stopniowej dewaluacji waluty greckiej, jednak w części tylko rekompensującej różnicę pomiędzy inflacją w Grecji a tempem wzrostu cen u jej głównych partnerów handlowych. W rezultacie prowadziło to do realnej aprecjacji, której skala była wyższa niż szacowany efekt Balassy-Samuelsona (według Banku Grecji wynosił on ok. 0,8-1,0 pkt proc.).

Procesowi dezinflacji miało sprzyjać zacieśnienie fiskalne. Stopniowe obniżanie deficytu było jednak osiągnięte głównie poprzez wzrost dochodów, natomiast ograniczenie wydatków tego sektora było wciąż niewystarczające<sup>23</sup>. W rezultacie, nadal niewystarczająca konsolidacja finansów publicznych wymagała utrzymywania wysokich nominalnych i realnych stóp procentowych, co z kolei prowadziło do silnego napływu kapitału portfelowego<sup>24</sup>. Taka sytuacja wymuszała prowadzenie przez Bank Grecji interwencji walutowych (zakup walut za drachmę – wykres 11) i ponoszenie znaczących kosztów operacji sterylizujących dodatkową płynność powstałą w wyniku tych interwencji.

**Wykres 11. Poziom oficjalnych aktywów zagranicznych Grecji, z uwzględnieniem złota (w mld EUR)**



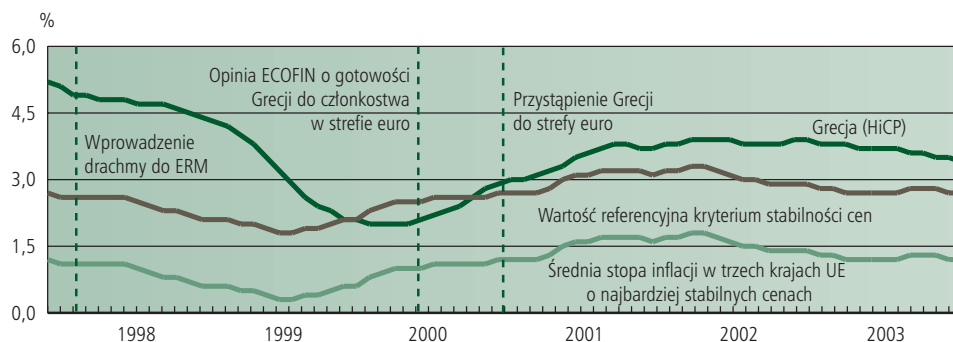
Źródło: Eurostat.

Chociaż polityka silnej drachmy, wspierana przez utrzymywanie wysokich stóp procentowych, przyczyniła się do procesu dezinflacji w Grecji, tempo wzrostu cen kształtowało się w tym okresie na poziomie wyższym niż wyznaczone w programach konwergencji cele (tabela 4). Towarzyszyło temu wciąż niewystarczające zacieśnienie w polityce fiskalnej. W konsekwencji, na początku 1998 r. Grecja nie spełniała jeszcze żadnego z nominalnych kryteriów zbieżności (wykresy 2, 3, 12, 13).

<sup>23</sup> Zobacz podrozdział 2.3. *Konsolidacja finansów publicznych jako kluczowy element programów konwergencji.*

<sup>24</sup> Już w pierwszym roku po liberalizacji przepływów kapitałowych, tj. w 1994 r., masowy napływ kapitału doprowadził do nadpłynności sektora bankowego w Grecji.

**Wykres 12. Inflacja w Grecji a kryterium z Maastricht (HICP – 12-miesięczna średnia ruchoma; w %)**



Źródło: Eurostat.

**Wykres 13. Długoterminowa stopa procentowa w Grecji a kryterium z Maastricht (rentowność 10-letnich obligacji skarbowych – 12-miesięczna średnia ruchoma; w %)**



Źródło: Eurostat.

## 2.5. Rola wiarygodnej polityki makroekonomicznej w przyspieszeniu procesu konwergencji

Pomimo odchylenia realizacji od wyznaczonych w programach rządowych celów, postęp w procesie konwergencji i kontynuacja strategii zmierzającej do uzyskania przez Grecję członkostwa w unii monetarnej wzmacniały optymizm co do przebiegu procesów gospodarczych w przyszłości, co z kolei sprzyjało przyspieszeniu aktywności inwestycyjnej w tym kraju. Wraz z perspektywą osiągnięcia korzyści z uczestnictwa w strefie euro poprawę warunków dla zwiększonej aktywności gospodarczej stwarzały także idące we właściwym kierunku zmiany strukturalne. W tym czasie zmniejszeniu uległa rola państwa w gospodarce. Deregulacja rynków finansowych, rozpoczęta pod koniec lat 80., została przyspieszona w połowie lat 90. Prywatyzacja sektora bankowego sprzyjała jego konsolidacji i poprzez wzrost konkurencji oddziaływała w kierunku spadku marż kredytowych z ponad 8 pkt. proc. na początku lat 90. do poniżej 5 pkt. proc. w 2002 r.<sup>25</sup> (Bryant i in., 2001). Podjęto działania łagodzące sztywności greckiego rynku pracy (m. in. zniesienie ograniczeń dla czasowego zatrudnienia; uelastycznienie czasu pracy). Stopień regulacji gospodarki został zmniejszony także poprzez liberalizację sektorów telekomunikacyjnego i energetycznego.

W rezultacie, tempo wzrostu gospodarczego w II połowie lat 90. zazwyczaj przewyższało wielkości przedstawiane w programach konwergencji (tabela 4). Średnioroczne tempo wzrostu w latach 1995-2000 (3,2%) było wyższe o około 0,6 pkt. proc. w stosunku do krajów „piętnastki”.

<sup>25</sup> Utrzymująca się jednak o około 1,5 pkt. proc. wyższa marża w stosunku do strefy euro wskazuje na wciąż ograniczoną konkurencję na greckim rynku finansowym, co wynika z nadal niepełnej integracji rynków finansowych strefy euro.

W tym okresie wzrastała także wydajność pracy (średniorocznie o 2,6%) oraz techniczne uzbrojenie pracy (2,1%), dzięki czemu wzrost łącznej wydajności czynników produkcji w Grecji (1,9%) przewyższył ten sam wskaźnik w UE średnio o około 0,8 pkt. proc. Tak znacząca poprawa w realnej sferze gospodarki została osiągnięta mimo utrzymywania wysokich realnych stóp procentowych, wymuszonych przez konieczność realizacji procesu dezinflacji w warunkach wciąż niewystarczającej konsolidacji w sektorze finansów publicznych. Przykład Grecji potwierdza, że jeśli realizowana strategia jest postrzegana jako wiarygodna, ewentualne koszty zacieśnienia *policy-mix* oraz przemian strukturalnych są obniżone.

Realizacja programów konwergencji oraz przybliżanie się daty coraz bardziej prawdopodobnego przystąpienia Grecji do strefy euro, niewątpliwie wzmacniały wiarygodność tego kraju. Mimo to, wciąż nie był on wolny od tzw. „efektu zarażenia” (ang. *contagion effect*). Efekt ten występuje wtedy, gdy niekorzystne procesy mające miejsce w jednym kraju są traktowane jako prognostyk wystąpienia podobnych tendencji w innej gospodarce. Może to wtedy prowadzić do niekoniernie uzasadnionych (na gruncie fundamentów gospodarczych) decyzji inwestorów, w wyniku których obrona waluty na pożądanym poziomie może okazać się niemożliwa (Begg i in., 2002).

W 1997 r., w wyniku kryzysu azjatyckiego i wycofywania środków przez inwestorów z zagranicznych rynków, gwałtowny odpływ kapitału nie ominął również Grecji. Bank centralny w obronie waluty krajowej prowadził masowe interwencje oraz bardzo znacząco podniósł stopy procentowe<sup>26</sup>. Pomimo osłabienia presji na deprecjację drachmy (ataki spekulacyjne ustały na początku lutego 1998 r.), napięcia na rynku walutowym wygasły całkowicie dopiero po wprowadzeniu waluty greckiej do ERM.

W ramach uczestnictwa w tym systemie raz jeszcze jednak czynniki zewnętrzne wymusiły obronę drachmy przez bank centralny. Wydarzenia związane z kryzysem rosyjskim w okresie sierpień – wrzesień 1998 r. prowadziły do trwającego dwa tygodnie silnego wzrostu stóp procentowych na greckim rynku międzybankowym. Przyczyniło się do tego także zmniejszenie płynności sektora bankowego po odpływie kapitału portfelowego. W celu zasilenia tego sektora w płynność i doprowadzenia do obniżenia stóp procentowych na rynku pieniężnym, przy równoczesnym uniknięciu dodatkowej presji na deprecjację drachmy, Bank Grecji dokonywał w tym czasie operacji swapowych, poprzez zakup dolarów amerykańskich na rynku spot („odzyskując” rezerwy walutowe wykorzystane w interwencjach w obronie drachmy) i ich sprzedaż na termin<sup>27</sup>.

Powyższe wydarzenia znakomicie ilustrują, że budowanie wiarygodności jest procesem długotrwałym. Konsekwentna realizacja programu konwergencji niewątpliwie ogranicza ryzyko wystąpienia gwałtownego odpływu kapitału<sup>28</sup>, jednak jego obniżenie do poziomu charakteryzującego gospodarkę najwyżej rozwiniętą wymagałoby utrzymywania stabilności gospodarczej przez wiele dekad. „Drogą na skróty” do uzyskania takiej wiarygodności jest przystąpienie do unii monetarnej, w ramach której ryzyko kursowe<sup>29</sup> i – tym samym – ryzyko kryzysu walutowego zostają wyeliminowane. Do tego czasu nowi członkowie UE będą jednak narażeni na wystąpienie „efektu zarażenia”. Do pewnego stopnia ryzyko silnego odpływu kapitału mogą oni dodatkowo przeciwdziałać m. in. poprzez umiejętne stosowanie instrumentów polityki pieniężnej, w tym operacji interwencji walutowych. O ile w systemie kursu płynnego operacje te są wykorzystywane tylko w wyjątkowych sytuacjach, to w ERM II ich prowadzenie może być o wiele bardziej pożądane.

<sup>26</sup> Podobnie jak w 1994 r., w czasie liberalizacji przepływów kapitałowych, Bank Grecji zastosował instrument w postaci dodatkowego obciążenia banków w wysokości 0,4% dziennie za skorzystanie z kredytu w rachunku debetowym w banku centralnym. W rezultacie, roczne oprocentowanie tego instrumentu wyniosło 170%.

<sup>27</sup> Takie operacje były wykorzystywane również w 1994 r., w okresie liberalizacji przepływów kapitałowych.

<sup>28</sup> W Grecji cele programów konwergencji nie były jednak w pełni realizowane.

<sup>29</sup> Dotyczy ryzyka kursowego pomiędzy danym krajem a pozostałymi członkami unii monetarnej.

## 3 GRECJA W ERM

Na początku 1998 r. Grecja nie spełniała jeszcze żadnego z kryteriów zbieżności. Mimo to, wraz z realizacją strategii przystąpienia tego kraju do strefy euro, wzmacniało się przekonanie rynków, że stanie się on uczestnikiem systemu ERM najpóźniej w momencie oceny pierwszej grupy kandydatów do członkostwa w unii monetarnej, tj. w maju 1998 r.

Dla wiarygodności programu uczestnictwa drachmy w ERM (od 16 marca 1998 r.), mającego prowadzić do członkostwa w strefie euro, kluczowe było przedstawienie pakietu działań, do których realizacji zobowiązał się rząd grecki. Pakiet ten obejmował kontynuację procesu prywatyzacji przedsiębiorstw państwowych oraz sektora bankowego, restrukturyzację przedsiębiorstw transportowych oraz sektora pocztowego. Zobowiązano się przedłożyć projekt ustawy ukierunkowanej na obniżenie kosztów funkcjonowania systemu ubezpieczeń społecznych. Przedstawiono środki mające na celu obniżenie deficytu sektora finansów publicznych, a także działania zorientowane na złagodzenie regulacji rynku pracy zarówno w sektorze prywatnym, jak i publicznym. Ponadto intencją rządu było utrzymanie wzrostu płac w sektorze publicznym na poziomie 2,5%, który miał stanowić jednocześnie punkt odniesienia dla negocjacji płacowych w pozostałych sektorach gospodarki.

Włączenie drachmy do systemu ERM i wcześniejsze wyznaczenie docelowej daty przystąpienia do strefy euro były sygnałem determinacji władz do spełnienia kryteriów nominalnej zbieżności. Natomiast dotychczasowa realizacja programów konwergencji oraz przedstawienie nowego pakietu działań wzmacniały wiarygodność polityki makroekonomicznej, mającej zagwarantować uzyskanie przez Grecję członkostwa w unii monetarnej<sup>30</sup>. Uczestnictwo w ERM II może zatem sprzyjać procesowi konwergencji, a w szczególności stabilizacji kursu walutowego, jednak pod warunkiem, że przystąpieniu do tego mechanizmu towarzyszy pakiet działań, którego realizacja jest – po pierwsze – wiarygodna i – po drugie – zapewnia spełnienie kryteriów z Maastricht w wyznaczonym czasie.

### 3.1. Wyznaczenie centralnego parytetu

Ze względu na politykę silnej drachmy i realną aprecjację prowadzącą – w powszechnej opinii – do przewartościowania waluty greckiej, oczekiwano jej dewaluacji przed (spodziewanym w maju 1998 r.) włączeniem do nowego reżimu kursowego. Rodziło to presję spekulacyjną odnośnie przyszłego poziomu parytetu waluty greckiej. Uspokojenie sytuacji na rynku walutowym osiągnięto poprzez wcześniejsze włączenie drachmy do systemu ERM<sup>31</sup> – 16 marca 1998 r. Parytet centralny wyznaczono na poziomie 1 ECU = 357 GRD, tj. o 12,3% słabszym w stosunku do kursu rynkowego z dnia 12 marca 1998 r.

W trakcie negocjacji poprzedzających przystąpienie Grecji do ERM szybko osiągnięto konsensus co do potrzeby dewaluacji drachmy, jednak różne były opinie na temat jej pożądanej wielkości. Jedną z determinant wyznaczenia centralnego parytetu (a tym samym – skali dewaluacji) było założenie, że realny efektywny kurs drachmy w 1994 r. był spójny z kursem równowagi, gdyż w tym czasie rachunek obrotów bieżących był praktycznie zbilansowany. Tymczasem, w wyniku zdecydo-

<sup>30</sup> Poparcie dla przedstawionego programu włączenia drachmy do systemu ERM oraz działań mających zapewnić przystąpienie Grecji do strefy euro w 2001 r., wyrażali także przedstawiciele Komisji Europejskiej oraz Międzynarodowego Funduszu Walutowego.

<sup>31</sup> Podobną decyzję podjęto w 1994 r., kiedy przyspieszono moment liberalizacji przepływów kapitałowych, choć wtedy zaskoczenie było o tyle większe, że już wcześniej znana była oficjalna data zniesienia barier swobodnego przepływu kapitału.



wanej polityki antyinflacyjnej w II połowie lat 90. opartej na mocnym kursie waluty greckiej, w styczniu 1998 r. realny efektywny kurs drachmy był o około 13% mocniejszy niż średnioroczny kurs z 1994 r. Skala dewaluacji była zatem zbliżona do wielkości realnej aprecjacji od 1994 r.<sup>32</sup>

Powyższego uzasadnienia wyznaczenia kursu parytetowego nie można jednak uznać za pogłębione badanie poziomu kursu równowagi. W rzeczywistości osiągnięta w 1994 r. równowaga zewnętrzna wynikała przede wszystkim ze spowolnienia gospodarczego w Grecji i niskiego popytu krajowego. Według Komisji Europejskiej, luka popytowa w Grecji, tj. różnica pomiędzy obserwowanym a potencjalnym PKB, była w tym okresie ujemna i wynosiła około 3,4% PKB (European Commission 2004). Ponadto szacunki banku centralnego wskazują, iż deficyt na rachunku obrotów bieżących, możliwy do sfinansowania w średnim okresie napływem stabilnego kapitału zagranicznego, kształtuje się na poziomie około 2% PKB. Od połowy lat 90. deficyt ten był jednak znacznie większy i rosnący (wykres 8), co mogłoby potwierdzać hipotezę o wyznaczeniu centralnego parytetu drachmy w ERM/ERM II na zbyt mocnym poziomie<sup>33</sup>.

Mając na uwadze powyższe czynniki wskazujące na przewartościowanie waluty greckiej, niektóre kraje UE oraz ekspertyzy zagranicznych instytucji finansowych wskazywały na potrzebę większej niż dokonana dewaluacji drachmy, tj. o około 20-25%. Ze strony greckiej była jednak obawa, że tak znacząca korekta poziomu kursu będzie wpływać zbyt silnie na oczekiwania inflacyjne, wzrost płac i – w konsekwencji – presję na wzrost cen uniemożliwiającą spełnienie kryterium z Maastricht. W rezultacie zdecydowano się na mniejszą dewaluację, tj. o 12,3%, i przyjąć przewartościowany kurs drachmy. Ceną było pogorszenie konkurencyjności i – w efekcie – znaczące pogłębienie nierównowagi zewnętrznej Grecji w kolejnych latach (wykres 8). Z drugiej strony, przyjęcie słabszego parytetu najprawdopodobniej uniemożliwiłoby obniżenie inflacji do poziomu gwarantującego spełnienie kryterium stabilności cen i uzyskanie w wyznaczonym terminie członkostwa w strefie euro (zobacz dalej).

### 3.2. Ograniczona skuteczność polityki pieniężnej w ERM II

Grecja przystąpiła do mechanizmu ERM z zamiarem uzyskania pozytywnej oceny spełnienia kryteriów zbieżności, w tym stabilności kursowej, już po upływie dwóch lat członkostwa w tym systemie. ERM/ERM II pełnił zatem rolę bardziej „poczekalni kursowej” (ang. *waiting room*) niż reżimu, w którym utrzymywanie waluty greckiej przez dłuższy czas miało służyć osiągnięciu postępu w procesie konwergencji z krajami strefy euro. Takie podejście wydaje się być jak najbardziej uzasadnione w świetle licznych zagrożeń związanych z uczestnictwem w systemie ERM II<sup>34</sup>. W szczególności, w warunkach *quasi*-sztywnego systemu kursowego oraz swobodnych przepływów kapitałowych prowadzenie niezależnej polityki stóp procentowych (ukierunkowanej na zapewnienie stabilności cen) jest utrudnione, a w gospodarkach domykających lukę rozwojową – i przez to charakteryzujących się realną aprecjacją – realizacja takiej strategii jest w dłuższym okresie niemożliwa (tzw. „niemożliwy do spełnienia trójkąt” – ang. *impossible trinity*; Frankel, 1999). Powyższe trudności znajdują odzwierciedlenie w strategiach nowych krajów UE, których elementem jest możliwie krótkie uczestnictwo w ERM II.

Przykład Grecji potwierdza ograniczoną skuteczność polityki pieniężnej w systemie kursu *quasi*-sztywnego. Wciąż zbyt wysokie tempo wzrostu cen w momencie przystąpienia tego kraju do ERM wymagało obniżania inflacji w trakcie uczestnictwa w tym mechanizmie. Ponadto musiało przeciwstawić się dodatkowej presji inflacyjnej wynikającej z dokonanej dewaluacji drachmy oraz występującego w gospodarce boomu kredytowego (czytaj dalej).

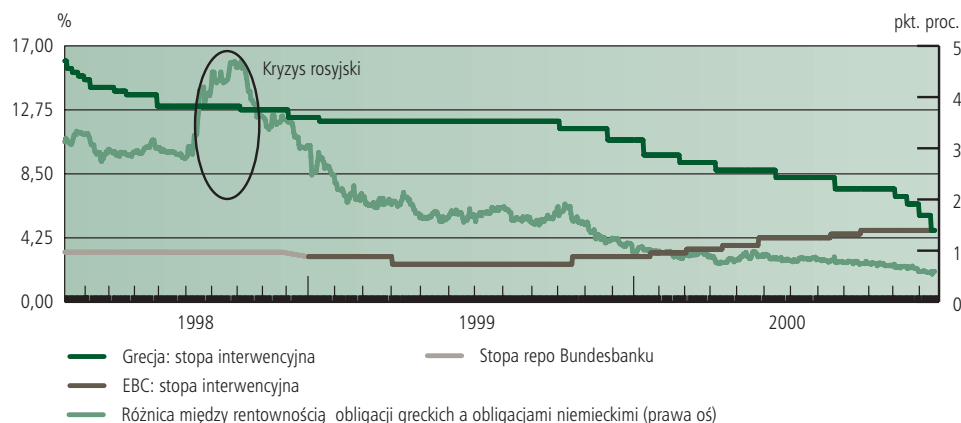
<sup>32</sup> Mając na uwadze reformy strukturalne i szybszy wzrost gospodarki greckiej niż jej głównych partnerów handlowych w latach 1994-1998, kurs równowagi drachmy powinien być w tym okresie zaprecjonować się. Przy założeniu, że w 1994 r. kurs waluty greckiej był rzeczywiście spójny z fundamentami gospodarczymi, oznaczałoby to wyznaczenie w 1998 r. parytetu drachmy na poziomie niedowartościowanym. W rzeczywistości jednak kurs centralny został ustalony na poziomie przewartościowanym (zobacz dalej).

<sup>33</sup> Hansen i Roger (2000) szacują, że w 1999 r. drachma była przewartościowana o około 30%. Z kolei według Arghyrou i in. (2003), w momencie przystąpienia do ERM kurs centralny waluty greckiej był przewartościowany o około 3-5%.

<sup>34</sup> Szeroko zostały one omówione m.in. w pracy Koronowski, Rozkrut (2003) oraz Begg i in. (2002)

W celu ograniczenia inflacji bank centralny przez długi czas utrzymywał stopy procentowe na poziomie znacząco przewyższającym stopy oficjalne EBC (wykres 14). Zacieśnienie polityki pieniężnej musiało być odpowiednio silniejsze, gdyż – mimo postępu – konsolidacja finansów publicznych była wciąż niewystarczająca (tabela 5). Dostosowanie oficjalnych stóp procentowych Banku Grecji, w tym stopy rezerwy obowiązkowej<sup>35</sup>, do poziomu w Eurosystemie nastąpiło zatem dopiero w II połowie 2000 r.

**Wykres 14. Stopy podstawowe Banku Grecji i EBC oraz różnica między rentownością 10-letnich obligacji greckich a rentownością obligacji niemieckich w okresie pobytu Grecji w ERM/ERM II**



Źródło: Bank of Greece, Bloomberg, Deutsche Bundesbank, ECB.

Prowadzenie restrykcyjnej polityki pieniężnej, przy ograniczonym wsparciu polityki fiskalnej, okazało się jednak niewystarczające dla obniżenia inflacji do poziomu gwarantującego spełnienie kryterium stabilności cen. W rezultacie potrzeba ograniczenia presji inflacyjnej wymagała również silnej nominalnej aprecjacji waluty greckiej, zawarcia specjalnych porozumień płacowych, porozumień regulujących wzrost cen detalicznych, a także zastosowania licznych środków administracyjnych.

### 3.3. Drachma w ERM/ERM II

W okresie uczestnictwa Grecji w ERM i ERM II celem banku centralnego było niedopuszczenie do deprecjacji drachmy poniżej parytetu. Jest to spójne z asymetrią oceny stabilności kursowej w ramach tego systemu, na co wskazują interpretacje tego kryterium przez Komisję Europejską (European Commission 2000) i EBC (ECB 2003). Zgodnie z nimi, o ile aprecjacja nie powinna, to osłabienie kursu względem parytetu<sup>36</sup> może zostać zinterpretowane jako wystąpienie „poważnych napięć” (ang. *severe tensions*) na rynku walutowym, co z kolei implikowałoby negatywną ocenę stabilności kursowej.

„Korzystając” z większej tolerancji dla aprecjacji kursu nominalnego, przez cały okres pobytu w ERM i ERM II grecka waluta znajdowała się po mocnej stronie kursu centralnego (wykres 15), co było m. in. wynikiem restrykcyjnej polityki monetarnej ukierunkowanej na obniżanie obecnej w gospodarce presji inflacyjnej. Zakres wahań kursu EUR/GRD wynosił do 10,06% po mocnej stronie parytetu, ze średnim odchyleniem w całym okresie referencyjnym w ERM na poziomie 6,9% (wykres 16). Znacząca aprecjacja rynkowego kursu drachmy względem już zbyt mocnego parytetu<sup>37</sup> wska-

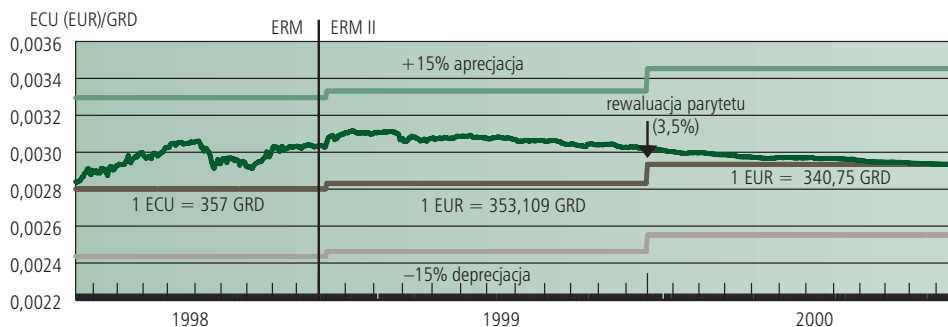
<sup>35</sup> W celu uniknięcia gwałtownego wzrostu płynności sektora bankowego w wyniku obniżenia stopy rezerwy obowiązkowej z 12% do 2% (w lipcu 2000 r.), uwolnione środki zostały „zamrożone” w formie depozytu w banku centralnym. Środki te były stopniowo uwalniane do końca 2001 r.

<sup>36</sup> Szczególnie jeśli jest ono większe niż 2,25%.

<sup>37</sup> Zobacz podrozdział 3.1. Wyznaczenie centralnego parytetu.

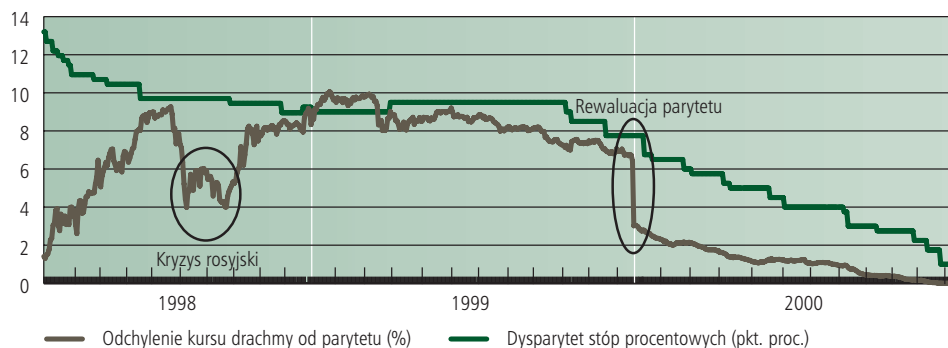
zuje, że obniżanie inflacji odbyło się kosztem utrzymywania waluty krajowej na przewartościowym poziomie. Równocześnie potwierdza to obawy strony greckiej, że głębsza dewaluacja przed przystąpieniem do ERM najprawdopodobniej uniemożliwiłaby spełnienie kryterium stabilności cen w wyznaczonym terminie.

**Wykres 15. Kurs drachmy w ERM i ERM II**



Źródło: Bank of Greece, Bloomberg.

**Wykres 16. Odchylenia (aprecjacja) kursu drachmy od poziomu parytetu oraz różnica pomiędzy podstawowymi stopami procentowymi Banku Grecji i EBC (przed 01.01. 1999 r. – Bundesbanku)**



Źródło: Bloomberg, ECB, Deutsche Bundesbank.

W celu stabilizacji wahań kursowych Bank Grecji intensywnie wykorzystywał operacje interwencji walutowych<sup>38</sup>. Były one ukierunkowane przede wszystkim na ograniczenie nadmiernej presji na aprecjację drachmy, konieczne dla utrzymania jej kursu w ramach dopuszczalnego przedziału wahań. Silniejsza niż pożądana presja na aprecjację wynikała z utrzymywania wysokich stóp procentowych, które prowadziły do znacznego napływu kapitału krótkoterminowego, przyciągniętego możliwością osiągnięcia zysku z relatywnie wysokiego oprocentowania greckich aktywów. Znalazło to odzwierciedlenie w silnym wzroście poziomu rezerw walutowych Banku Grecji (wykres 11). Zakup walut za drachmę łączył się jednak z ponoszeniem znaczących kosztów operacji sterylizujących dodatkową płynność powstałą w wyniku tych operacji<sup>39</sup>.

Napływowi kapitału spekulacyjnego sprzyjała ponadto asymetria mechanizmu ERM II. Większa tolerancja dla aprecjacji waluty w ramach dopuszczalnego pasma wahań oraz możliwość rewa-

<sup>38</sup> Interwencje walutowe były prowadzone w 42% z ogólnej liczby dni roboczych w czasie pobytu Grecji w ERM/ERM II. Nie były one jednak dokonywane na dużą skalę. Największa kwotowo interwencja miała miejsce 7 maja 1999 r. i wynosiła 859 mln EUR.

<sup>39</sup> W I połowie 1999 r. średni dzienny stan zobowiązań Banku Grecji z tytułu zaabsorbowanych środków wynosił około 1500 mld GRD (4 mld EUR), tj. około 20% bazy monetarnej. Roczny koszt tych operacji wyniósł ok. 0,5% PKB.

luacji parytetu centralnego, przy wykluczeniu scenariusza jego dewaluacji<sup>40</sup>, stwarzają pewną gwarancję kursową, która rodzi tzw. „ryzyko nadużycia” (ang. *moral hazard*) (Burnside i in., 1999). Ryzyko to sprzyja dodatkowemu napływowi kapitału, który może prowadzić do przewartościowania waluty krajowej.

Przewartościowanie może być jeszcze większe w sytuacji, gdy istnieje potrzeba relatywnie szybkiego obniżenia inflacji w ERM II. Mając na uwadze opóźnienia w mechanizmie transmisji impulsów polityki pieniężnej, kanałem, poprzez który można oddziaływać na inflację w najkrótszym czasie jest kanał kursowy. Ponieważ jednak efekt przeniesienia (ang. *pass-through*) zmiany kursu walutowego na inflację jest (w krótkim okresie) niepełny, obniżenie tempa wzrostu cen o 1% wymaga odpowiednio większej nominalnej aprecjacji, co prowadzi do dodatkowej realnej aprecjacji waluty krajowej.

Aktywność Banku Grecji na rynku walutowym była zatem ukierunkowana przede wszystkim na ograniczenie presji na umocnienie drachmy. Obrona drachmy w ERM/ERM II była natomiast wymuszona tylko w okresie kryzysu rosyjskiego („efekt zarażenia”) oraz w pierwszych pięciu miesiącach 2000 r., kiedy to nasiliły się obawy o spełnienie kryterium inflacyjnego<sup>41</sup>. Ponadto w 2000 r. Bank Grecji prowadził operacje zakupu waluty krajowej za dewizy w celu wygładzenia ścieżki deprecjacji drachmy do poziomu ostatecznego kursu konwersji do euro.

Operacje interwencji walutowych odgrywały ważną rolę w stabilizacji wahań drachmy w ERM/ERM II. Kluczowa dla zmniejszenia ryzyka wystąpienia napięć na rynku walutowym była jednak realizacja programów konwergencji, postrzeganych przez uczestników rynku jako wiarygodny pakiet działań mających zagwarantować uzyskanie przez Grecję członkostwa w strefie euro. Zachowaniu stabilności na rynkach finansowych w czasie pobytu w ERM/ERM II sprzyjała także bliska współpraca banku centralnego z bankami komercyjnymi. W komunikacji z otoczeniem nie przywoływano jednak potencjalnego wsparcia EBC, jako gwaranta stabilności systemu kursowego. Bank Grecji, podobnie jak inni uczestnicy systemu ERM/ERM II, nigdy nie skorzystał z pomocy EBC w prowadzeniu interwencji walutowych w ramach linii kredytowej VSTF<sup>42</sup>.

### 3.4. Ograniczanie akcji kredytowej jako źródła presji inflacyjnej

Mimo utrzymywania zarówno wysokich stóp procentowych, jak i znaczącej aprecjacji drachmy w ramach ERM/ERM II, środki te były niewystarczające do ograniczenia występującej w gospodarce presji inflacyjnej. W szczególności należy podkreślić, że realizacji programu konwergencji i zbliżającej się perspektywie przystąpienia Grecji do strefy euro towarzyszyły wzrost optymizmu oraz poprawa oczekiwań przedsiębiorstw i gospodarstw domowych odnośnie kształtowania się ich przyszłych dochodów. Wraz z deregulacją systemu finansowego, sprzyjającą wzrostowi konkurencji pomiędzy bankami, oraz oczekiwanym spadkiem stóp procentowych po uzyskaniu członkostwa w unii monetarnej, nastąpiło znaczące przyspieszenie akcji kredytowej w II połowie lat 90. (wykres 17). Próba ograniczenia dynamiki kredytów przez dalszy wzrost stóp procentowych wzmocniłaby jeszcze bardziej presję na aprecjację drachmy, której utrzymanie w dopuszczalnym przedziale wahań mogłoby okazać się niemożliwe<sup>43</sup>. Ponadto, w kierunku osłabienia efektywności polityki pie-

<sup>40</sup> Podczas gdy rewaluacja parytetu w systemie ERM II jest dopuszczalna, to jego dewaluacja stoi w sprzeczności z kryterium stabilności kursowej (*Agreement of 1 September 1998 ...*).

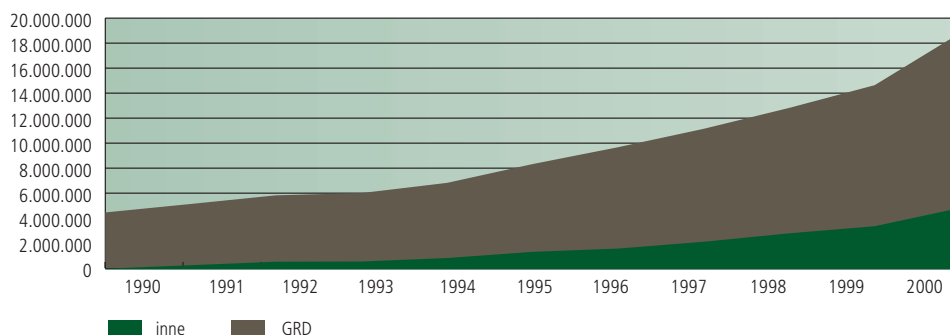
<sup>41</sup> Zobacz podrozdział 3.8. *Proces dezinflacji a ostateczny kurs konwersji*.

<sup>42</sup> VSTF jest kredytem krótkoterminowym na interwencje walutowe, udzielanym przez EBC uczestnikom ERM II w euro, bądź kredytem udzielanym EBC przez te kraje w ich walucie krajowej. Wsparcie EBC dla utrzymania stabilności kursowej w ERM II jest jednak symboliczne i ma znaczenie głównie psychologiczne (zobacz: Koronowski, Rozkrut 2003). Dla Grecji limit przydzielonych środków na ewentualne wykorzystanie w ramach interwencji wewnątrz dopuszczalnego pasma wahań wynosił zaledwie 300 mln EUR. Mimo zwiększenia limitów na środki w ramach VSTF (*Agreement of 29 April 2004*), pozostają one na bardzo niskim poziomie nie pozwalającym skutecznie przeciwdziałać zaburzeniom na rynku walutowym.

<sup>43</sup> Przeciwdziałanie dodatkowej aprecjacji poprzez zwiększone interwencje walutowe nie tylko prowadziłyby do znaczącego wzrostu kosztów sterylizacji płynności z tytułu tych operacji, lecz także mogłoby zostać zinterpretowane jako wystąpienie „poważnych napięć” na rynku walutowym i – w konsekwencji – skutkować negatywną oceną stabilności kursowej (European Commission 2002; ECB 2003).

nieżnej oddziaływał także proces konwergencji krajowych stóp procentowych do poziomu w strefie euro, który postępował wraz ze wzrostem prawdopodobieństwa przystąpienia Grecji do unii monetarnej (wykres 13, wykres 14). Konwergencja ta następowała wzdłuż całej krzywej dochodowości (najszybciej w jej dłuższym końcu) z wyjątkiem stóp krótkoterminowych, na które nadal bezpośredni wpływ miały podstawowe stopy banku centralnego.

**Wykres 17. Należności sektora bankowego od sektora niefinansowego oraz ich struktura walutowa – Grecja (w mln GRD)**



Źródło: Bank of Greece.

Warto także zwrócić uwagę, że utrzymujący się prawie do końca członkostwa w ERM II znaczący dysparytet między stopami procentowymi w Grecji a strefą euro oraz gwarancja kursowa w postaci utrzymania kursu drachmy na poziomie co najmniej paritetu sprzyjały znaczącemu wzrostowi kredytów dewizowych<sup>44</sup> (wykres 17). Wraz ze wzrostem kredytów zaciąganych w walucie innej niż krajowa maleje efektywność kanału stopy procentowej<sup>45</sup>, a tym samym obniżona zostaje skuteczność krajowej polityki pieniężnej. W takich warunkach jeszcze większą rolę w mechanizmie transmisji może odgrywać kanał kursu walutowego. Niemniej, aprecjacja waluty krajowej zmniejsza wartość i koszty obsługi kredytu dewizowego, co poprzez efekt dochodowy może prowadzić do zwiększenia konsumpcji i – w rezultacie – osłabić antyinflacyjne oddziaływanie kanału kursowego. Jest to zgodne z wynikami badań, które wskazują, że chociaż wraz ze wzrostem stopnia „dolaryzacji”<sup>46</sup> rośnie efekt przenoszenia, jest on odpowiednio słabszy jeśli towarzyszy mu wzrost udziału sektora prywatnego w zadłużeniu w walucie zagranicznej ogółem (Reinhart i in., 2003). Z drugiej strony, aprecjacja może zniechęcać do zaciągania nowych kredytów, jeśli będzie jej towarzyszyć odpowiednio większa oczekiwana deprecjacja kursu waluty krajowej do poziomu paritetu. Innymi słowy, jeśli korzyści z niższych płatności odsetkowych od kredytu dewizowego w porównaniu do zadłużenia w walucie krajowej będą co do wielkości mniejsze niż przyrost zadłużenia z tytułu oczekiwanej deprecjacji waluty krajowej, dany podmiot nie zdecyduje się na zaciągnięcie takiego kredytu. Należy jednak podkreślić, że w ERM II – wraz ze wzrostem aprecjacji waluty krajowej względem paritetu – rośnie prawdopodobieństwo rewaluacji kursu centralnego (zobacz dalej). Odpowiada temu zmniejszenie skali oczekiwanej deprecjacji waluty krajowej, co z kolei zwiększa atrakcyjność kredytów dewizowych.

<sup>44</sup> W warunkach efektywnych rynków finansowych, przy danym dysparytecie stóp procentowych i premii za ryzyko, kurs drachmy powinien zaprejonować się do poziomu, w którym oczekiwana deprecjacja waluty greckiej powinna niwelować różnicę stóp procentowych (skorygowaną o premię za ryzyko). Należy jednak pamiętać, że przed i w trakcie pobytu w ERM/ERM II Bank Grecji prowadził interwencje walutowe głównie przeciw aprecjacji drachmy, tym samym „zaniżając” skalę jej oczekiwanego osłabienia. W rezultacie, zwiększało to atrakcyjność kredytów dewizowych.

<sup>45</sup> Oprocentowanie kredytów dewizowych jest wyznaczane w oparciu o stawki międzynarodowego rynku międzybankowego, na które krajowe stopy procentowe nie mają wpływu.

<sup>46</sup> W odróżnieniu od terminu „dolaryzacji” stosowanego dla określenia systemu kursowego, stopień dolaryzacji jest mierzony tutaj relacją depozytów walutowych do podaży pieniądza, udziałem zadłużenia rządowego denominowanego w walucie obcej w zadłużeniu ogółem, a także udziałem sektora prywatnego w zadłużeniu zagranicznym ogółem (zobacz: Reinhart i in., 2003).

Na początku 1999 r. roczna dynamika kredytu konsumpcyjnego w Grecji przewyższała 30%, a w przypadku kredytów handlowych i mieszkaniowych wynosiła prawie 20%. Bliska zależność pomiędzy tymi kategoriami kredytów a wzrostem popytu i – w konsekwencji – presją inflacyjną skłoniła Bank Grecji do zastosowania, począwszy od kwietnia 1999 r., specjalnych instrumentów. Wprowadzono ograniczenia na dwie kategorie kredytów (Bank of Greece 2000): 1) kredyty handlowe i kredyty konsumpcyjne oraz 2) inne kredyty (kredyty inwestycyjne, kredyty dla sektora rządowego). W obu grupach, jeśli roczna dynamika przekroczyłaby 12%, równowartość kwoty przewyższającej ten limit miała być ulokowana jako 6-miesięczny nieoprocentowany depozyt w banku centralnym<sup>47</sup>. Brak podziału na dwie kategorie rodziłby natomiast ryzyko substytucji jednych kredytów innymi (np. konsumenckimi).

W I połowie 1999 r. wyniki podjętych działań nie były jednak satysfakcjonujące. Dynamika akcji kredytowej osłabła tylko nieznacznie. Nadal gwałtowny wzrost notowano głównie w przypadku kredytów konsumenckich (ponad 40% r/r). W konsekwencji, w lipcu 1999 r. wprowadzono dodatkowe zaostrzenie dla tej kategorii zadłużenia<sup>48</sup>.

Podjęte przez Bank Grecji działania doprowadziły do obniżenia dynamiki ekspansji kredytowej. W II połowie 1999 r. przyczyniło się do tego także pozyskiwanie przez przedsiębiorstwa znaczących funduszy na rynku kapitałowym, co ograniczało ich zapotrzebowanie na środki z sektora bankowego. Tempo wzrostu kredytów konsumpcyjnych było jednak nadal wysokie. Dlatego zdecydowano się przedłużyć obowiązywanie wyżej opisanych restrykcji do marca 2000 r.

Na skuteczność (choć ograniczoną) zastosowanych limitów wskazuje fakt, że po ich zniesieniu z końcem I kw. 2000 r. nastąpiło w Grecji silne przyspieszenie akcji kredytowej. Największy wzrost odnotowano ponownie w przypadku kredytów konsumpcyjnych (42,7% r/r w porównaniu do 31,5% w 1999 r. – Bank of Greece 2001).

### 3.5. Porozumienia płacowe

Oprócz zacieśnienia polityki fiskalnej i pieniężnej, silnej aprecjacji drachmy oraz środków administracyjnych ograniczających ekspansję kredytową, do obniżenia inflacji miało przyczynić się ograniczenie tempa wzrostu wynagrodzeń. W tym celu rząd dążył do zawierania przez partnerów społecznych takich porozumień płacowych, które nie zagrażałyby spełnieniu kryterium inflacyjnego z Maastricht. Ostatecznie, po sześciomiesięcznych negocjacjach, w maju 1998 r. największe organizacje pracownicze podpisały *Ogólnokrajowe Zbiorowe Porozumienie Płacowe*, które uzależniało wzrost płac od prognozowanej stopy inflacji w latach 1998-99. Dopuszczało ono korekcyjne podwyżki wynagrodzeń, lecz tylko w sytuacji, gdyby faktyczne tempo wzrostu cen przekroczyło wartość prognozowaną (odpowiednio 3,5% i 2% na koniec 1998 i 1999 r.). Powyższe dwuletnie porozumienie ogólnokrajowe stanowiło jednocześnie podstawę dla negocjacji płacowych na poziomie branżowym<sup>49</sup>.

Rządowa polityka ograniczenia wzrostu wynagrodzeń nie tylko w sektorze publicznym, lecz również – poprzez porozumienie się z partnerami społecznymi<sup>50</sup> – w całej gospodarce, miała sprzyjać procesowi dezinflacji, a w szczególności zneutralizować wtórne efekty dewaluacji drachmy. Poprzez osiągnięcie konsensusu w sprawach płacowych chciano uniknąć nadmiernie restrykcyjnej polityki pieniężnej, która mogłaby ograniczać popyt krajowy i w ten sposób generować wyższe bezrobocie. W rezultacie, na mocy realizowanych porozumień w 1998 i 1999 r. średni wzrost płacy minimalnej (w prywatnym sektorze niebankowym) wyniósł w tych latach odpowiednio 5,4% i 3,5% (wobec 8% w 1997 r.), a średni wzrost wynagrodzeń z tytułu umowy o pracę: 5,7% i 3,9% (8,2% w 1997 r.) (Bank of Greece 2000).

<sup>47</sup> Ze względu na sezonowość akcji kredytowej limity były zróżnicowane dla poszczególnych okresów: 3,5% w okresie kwiecień-czerwiec 1999 r.; 5,5% kwiecień-wrzesień 1999 r.; 9,5% kwiecień-grudzień 1999 r.

<sup>48</sup> W przypadku, gdy roczna dynamika kredytów konsumpcyjnych przekroczyłaby 2% i 6% odpowiednio w okresie lipiec-wrzesień 1999 r. i lipiec-grudzień 1999 r., kwota odpowiadająca dwukrotności nadwyżki ponad wyznaczony limit miała zostać ulokowana w formie nieoprocentowanego 6-miesięcznego depozytu w banku centralnym.

<sup>49</sup> W 1998 r. zawarto 292 porozumienia płacowe, a w 1999 r. było ich 226 (Bank of Greece 2000).

<sup>50</sup> Tj. bankami, większością branż prywatnego sektora niebankowego, itp.

### 3.6. „Porozumienia dżentelmeńskie”

Po przystąpieniu Grecji do ERM większość przedsiębiorstw podniosła ceny swoich produktów w stopniu większym niż wynikałoby to ze wzrostu kosztów surowców importowanych, spowodowanego dewaluacją drachmy. Próbując przeciwdziałać wzrostowi cen detalicznych, a w niektórych przypadkach chcąc doprowadzić nawet do ich obniżki, rząd zawierał tzw. porozumienia dżentelmeńskie (ang. *gentlemen's agreements*) z sektorem prywatnym w latach 1998 – 1999. *Porozumienia z sierpnia 1998 r.* (dla niewielkiej grupy towarów konsumpcyjnych) i *z września 1998 r.* (dla znacznie większej grupy produktów obejmującej około 1/10 koszyka CPI) zakładały redukcję cen towarów objętych porozumieniami. Nie przyniosły one jednak spodziewanego skutku, ponieważ ceny tych produktów wzrosły średnio o 3,5% na koniec 1998 r. Niemniej, ceny towarów nie objętych porozumieniami<sup>51</sup> wzrosły w tym czasie o jeszcze więcej, tj. 5,2%. Według szacunków Banku Grecji (Bank of Greece 2000), powyższe porozumienia pozwoliły na obniżenie rocznej stopy inflacji (na koniec 1998 r.) oraz średniego wynagrodzenia w całej gospodarce odpowiednio o prawie 0,2 pkt. proc. i 0,1 pkt. proc.

W odróżnieniu od wcześniejszych uzgodnień, *Porozumienia na 1999 r.* (podpisane w listopadzie 1998 r.) obejmowały znacznie szerszą grupę towarów i usług (obejmującą około 1/3 koszyka CPI), a zamiast redukcji przewidywały utrzymanie na niezmiennym poziomie lub niewielki wzrost cen (o 2-3%, a w jednym przypadku o 5%). Szacowano, że w przypadku pełnej realizacji tych porozumień, ceny objętych nimi towarów i usług wzrosłyby średnio w 1999 r. o zaledwie 0,5%. Faktycznie wzrosły one jednak o 2,7% (dokładnie tyle samo, co stopa inflacji ogółem). Bank Grecji ocenia, że mimo niezadowalającego stopnia implementacji, porozumienia wpłynęły na złagodzenie oczekiwań inflacyjnych (efekt psychologiczny dzięki początkowemu rozgłosowi medialnemu).

### 3.7. Zmiany podatkowe ograniczające inflację

Innym instrumentem wykorzystanym przez rząd do zredukowania inflacji było obniżenie stawek podatków pośrednich (podatku akcyzowego na paliwo, olej grzewczy i prywatne samochody oraz stawki VAT na energię elektryczną z 18% do 8%). Pierwsza fala obniżek była sukcesywnie wprowadzana od września 1998 r. do 1 stycznia 1999 r. Miała ona na celu m.in. sprowadzenie tempa wzrostu cen na koniec 1998 r. do poziomu zbliżonego do wartości założonej w dwuletnim porozumieniu płacowym, a przynajmniej zminimalizowanie skali ewentualnej korekcyjnej podwyżki płac wynikającej z przekroczenia wcześniej prognozowanej stopy inflacji. Ponadto rząd, nie chcąc ryzykować niespełnienia celu inflacyjnego, ogłosił w drugiej połowie 1999 r. kolejną rundę obniżek podatku akcyzowego (na paliwo, olej grzewczy i samochody) oraz stawki VAT na energię elektryczną. Miało to także kompensować proinflacyjne oddziaływanie wstrząsów związanych z wyższym niż oczekiwano wzrostem światowych cen ropy naftowej. Takie decyzje były również zgodne z ogólną tendencją redukcji stawek podatków pośrednich w strefie euro. Powyższe działania rządu greckiego wpłynęły na zmniejszenie średniorocznej inflacji w 1999 r. o 0,9 pkt. proc. oraz rocznego tempa wzrostu cen o 0,6-0,7 pkt. proc. w grudniu 1998 r. i 1 pkt. proc. na koniec 1999 r. W rezultacie, korekcyjne podwyżki płac w sektorze prywatnym, zrealizowane między 1 stycznia 1999 r. a 1 stycznia 2000 r. na mocy dwuletnich zbiorowych porozumień płacowych, były relatywnie mniejsze. Obniżki podatków pośrednich przyczyniły się do spowolnienia wzrostu średnich zarobków w niebankowym sektorze prywatnym o 0,6-0,7 pkt. proc. w 1999 r. i 1 pkt. proc. w 2000 r. Ocenia się, że w wyniku obniżek podatków pośrednich średnie zarobki oraz jednostkowe koszty pracy w całej gospodarce greckiej wzrosły o 0,35 pkt. proc. w 1999 r. i 0,55 pkt. proc. w 2000 r. mniej niż w sytuacji, gdyby tych obniżek nie wprowadzono.

<sup>51</sup> Z wyłączeniem owoców, warzyw, paliw i samochodów pasażerskich, tj. dóbr, których ceny zależą silnie od czynników zewnętrznych lub podażowych.

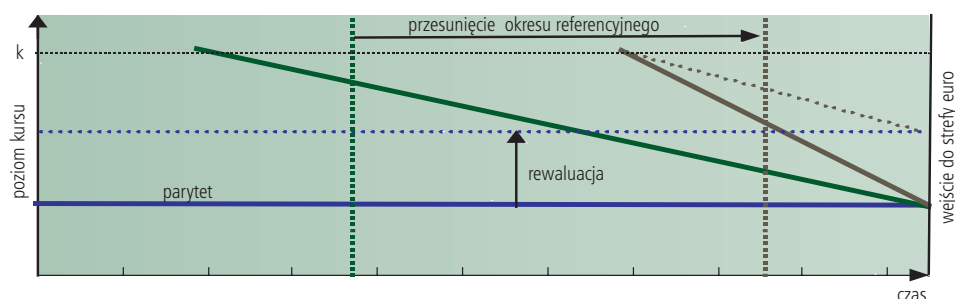


### 3.8. Proces dezinflacji a ostateczny kurs konwersji

Liczne środki podjęte w celu obniżenia inflacji umożliwiły spełnienie przez Grecję kryterium stabilności cen po raz pierwszy w grudniu 1999 r. (wykres 12). Jednak niewiele tylko niższe tempo wzrostu cen niż wartość referencyjna, jak również oczekiwana silna deprecjacja drachmy do poziomu parytetu prowadziły na początku 2000 r. do nasilenia spekulacji, czy kryterium inflacyjne będzie spełnione również na koniec okresu referencyjnego<sup>52</sup> i – w konsekwencji – czy kurs centralny drachmy będzie odpowiadał jej kursowi konwersji do euro. W rezultacie, aby zmniejszyć presję na osłabienie drachmy, 17 stycznia 2000 r. zdecydowano się na rewaluację parytetu centralnego o 3,5% (1 EUR = 340,75 GRD). Powyższe dostosowanie ograniczyło wymaganą deprecjację waluty greckiej z 6,5% do 3,0%<sup>53</sup>. Rewaluacja parytetu pozwoliła na złagodzenie wzrostu oczekiwań i presji inflacyjnej, które towarzyszyły stopniowemu obniżaniu stóp procentowych do poziomu w Eurosystemie. Ponadto, zmniejszeniu wymaganej skali redukcji nominalnych stóp w Grecji, a tym samym ograniczeniu presji na wzrost cen, sprzyjało w tym czasie zacieśnienie polityki pieniężnej przez EBC (wykres 14).

Można jednak zaryzykować stwierdzenie, że gdyby drachma została włączona do systemu ERM kilka miesięcy później, konieczna byłaby jeszcze większa rewaluacja parytetu centralnego i – w konsekwencji – odpowiednio większe pogorszenie konkurencyjności greckiej gospodarki. Wynika to z tego, że wraz ze skróceniem okresu przejściowego bardziej stroma staje się ścieżka deprecjacji kursu do poziomu parytetu<sup>54</sup> (wykres 18 – nachylenie ciągłej linii brązowej w porównaniu do ciągłej linii zielonej), co z kolei może rodzić negatywne implikacje dla oceny spełnienia przez dany kraj kryteriów zbieżności (patrz dalej).

**Wykres 18. Oczekiwana ścieżka deprecjacji kursu w zależności od długości okresu przejściowego i ostatecznego kursu konwersji do euro (wzrost oznacza aprecjację)**



Źródło: Opracowanie własne.

Mając na uwadze niewielki margines, z jakim Grecja spełniła kryterium stabilności cen, słabszy niż był w rzeczywistości kurs drachmy mógłby uniemożliwić spełnienie kryterium inflacyjnego. Prawdopodobieństwo takiego scenariusza wzmacnia fakt, że Grecja przestała spełniać to kryterium jeszcze przed przystąpieniem do strefy euro, tj. od listopada 2000 r. (wykres 12).

Można zatem przyjąć, że w przypadku kraju, w którym inflacja kształtuje się na poziomie nie gwarantującym spełnienia kryterium stabilności cen, przed końcem okresu referencyjnego<sup>55</sup> kurs waluty

<sup>52</sup> Mając na uwadze opóźnienia w mechanizmie transmisji impulsów polityki pieniężnej, najprawdopodobniej nawet silne osłabienie kursu na początku 2000 r. do końca okresu referencyjnego, tj. do marca, nie znalazłoby jeszcze odzwierciedlenia we wzroście inflacji. Jednak w okresie sporządzania oceny gospodarki greckiej, tj. w czerwcu, proinflacyjne efekty głębokiej deprecjacji drachmy częściowo już by się zrealizowały. Ponadto oczekiwany wzrost presji inflacyjnej w kolejnych miesiącach dodatkowo podważałby trwałość uzyskanej konwergencji w zakresie stabilności cen. Wreszcie, silna deprecjacja drachmy jeszcze w okresie referencyjnym mogłaby zostać zinterpretowana jako wystąpienie „poważnych napięć” na rynku walutowym, co z kolei implikowałoby negatywną ocenę stabilności kursowej.

<sup>53</sup> Kiedy w czerwcu 2000 r. Rada Europejska podjęła decyzję, że kursem konwersji będzie aktualny kurs centralny drachmy w ERM II, kurs rynkowy waluty greckiej znajdował się jedynie 1,2% powyżej parytetu.

<sup>54</sup> Rozpatrywany jest tu przypadek kraju, w którym bieżący kurs walutowy jest utrzymywany po mocnej stronie parytetu.



ty krajowej nie może być słabszy niż zaznaczony na wykresie poziom  $k$ . Przy założeniu, że oczekiwana jest pozytywna ocena i przyjęcie danego kraju do strefy euro, premia za ryzyko będzie bliska zeru, a bieżący poziom kursu będzie wynikiem jego oczekiwanej deprecjacji do poziomu parytetu oraz utrzymującego się dysparytetu stóp procentowych w kraju i strefie euro. Innymi słowy, jeśli na 12 miesięcy przed przystąpieniem do strefy euro kurs waluty krajowej musi być utrzymany co najmniej 6% powyżej parytetu (np. ciągła zielona linia na wykresie), to dysparytet stóp procentowych powinien być nie mniejszy niż 6 pkt. proc. ( $6 \text{ pkt. proc.} \times 12/12$ )<sup>56</sup>. Gdyby okres referencyjny kończył się jednak pół roku później, wtedy utrzymanie kursu na tym poziomie na już tylko 6 miesięcy przed przyjęciem wspólnej waluty (ciągła linia brązowa) wymagałoby utrzymania stóp o co najmniej 12 pkt. proc. ( $6 \text{ pkt. proc.} \times 12/6$ ) wyższych niż w strefie euro. Przesunięcie tego okresu o kolejne 2 miesiące wymagałoby wzrostu dysparytetu aż do 18 pkt. proc. ( $6 \text{ pkt. proc.} \times 12/4$ ). Alternatywnym lub uzupełniającym rozwiązaniem mogłoby być prowadzenie masowych interwencji w obronie wartości waluty krajowej. Jednak zarówno w jednym, jak i drugim przypadku – zgodnie z interpretacją Komisji i EBC – najprawdopodobniej implikowałyby to negatywną ocenę stabilności kursowej<sup>57</sup>. W takiej sytuacji jedynym rozwiązaniem mogłaby okazać się rewaluacja parytetu centralnego, która poprzez wygładzenie oczekiwanej ścieżki deprecjacji (przerwana brązowa linia) zmniejszyłaby presję na osłabienie waluty krajowej i obniżyła wymagany dysparytet stóp procentowych dla utrzymania kursu bieżącego na pożądanym poziomie.

W przypadku Grecji, silniejsza niż dokonana rewaluacja parytetu prowadziła by jednak do jeszcze większego przewartościowania drachmy, ze wszystkimi tego negatywnymi konsekwencjami dla realnej sfery gospodarki. Ustalając moment przystąpienia do systemu ERM II należałoby zatem uwzględnić powyższe zagrożenie i wyznaczyć okres referencyjny w taki sposób, aby jego koniec przypadał nie później niż w II kwartale roku kalendarzowego (przy założeniu, że wejście do strefy euro nastąpi 1 stycznia).

### 3.9. Spełnienie kryterium stabilności cen – sukces czy porażka?

Obniżenie inflacji w trakcie pobytu Grecji w ERM/ERM II zostało osiągnięte przy wykorzystaniu wielu różnych środków. Polityka wysokich stóp procentowych i silnej waluty, wspomagana przez liczne porozumienia płacowe, okazały się niewystarczające. Wśród dodatkowych działań zastosowano rozwiązania obniżające tempo wzrostu cen jednorazowo i w sposób krótkotrwały (redukcja stawek podatków pośrednich), jak również przejściowo wykorzystano instrumenty regulacyjne (limity ograniczające akcję kredytową sektora bankowego). Mimo tych działań i przystąpienia do ERM już z przewartościowanym parytetem, nie zdołano obniżyć inflacji do poziomu, który pozwoliłby na uniknięcie rewaluacji kursu centralnego. W rezultacie, kryterium stabilności cen zostało osiągnięte kosztem przyjęcia kursu konwersji do euro na zbyt wysokim poziomie, obniżającym konkurencyjność greckiego eksportu. Czy można było tego uniknąć?

Procesowi dezinflacji w Grecji miał sprzyjać postęp w konsolidacji fiskalnej. Znacząca korekta danych dotyczących sytuacji sektora finansów publicznych w Grecji (wykres 2, wykres 3) potwierdza jednak, że zacieśnienie polityki fiskalnej było w tym kraju dalece niewystarczające. W warunkach wciąż licznych sztywności strukturalnych oddziaływało to w kierunku wzrostu presji inflacyjnej w gospodarce. Ograniczenie inflacji wymagało zatem podjęcia omówionych już działań, które ostatecznie doprowadziły do przewartościowania waluty greckiej. Co więcej, zastosowanie tymczasowych środków nie stworzyło warunków dla trwałej konwergencji w zakresie stabilności cen, czego skutki są odczuwane już w ramach uczestnictwa Grecji w unii monetarnej.

<sup>55</sup> Ze względu na opóźnienia w mechanizmie transmisji, osłabienie kursu walutowego mogłoby nastąpić jeszcze przed zakończeniem okresu referencyjnego, jak zaznaczono na wykresie. Należy jednak pamiętać, że bardzo silna deprecjacja mogłaby podważyć trwałość konwergencji w zakresie stabilności cen (zobacz przypis 52).

<sup>56</sup> W Grecji, w styczniu 2000 r., stopa procentowa banku centralnego przewyższała stopę EBC o 7,75 pkt. proc., a kurs drachmy znajdował się około 6,7% powyżej (po mocnej stronie) parytetu.

<sup>57</sup> Co więcej, wzrost niepewności odnośnie uzyskania przez Grecję pozytywnej oceny w świetle kryteriów zbieżności prowadziły do wzrostu premii za ryzyko, która z kolei wymagałaby utrzymywania odpowiednio większego dysparytetu stóp procentowych lub zwiększenia skali prowadzonych interwencji walutowych.

## 4

## Grecja w strefie euro

Spadek kosztu kapitału po przystąpieniu Grecji do strefy euro i towarzyszący mu wzrost akcji kredytowej (głównie finansującej konsumpcję) wzmocniły presję inflacyjną, która znalazła odzwierciedlenie w dalszej realnej aprecjacji pogłębiającej przewartościowanie kursu. Oddziałuje to w kierunku pogorszenia i tak już niskiej konkurencyjności sektora dóbr podlegających wymianie handlowej, w znacznym stopniu wynikającej ze słabości strukturalnych gospodarki greckiej. Deficyt salda wymiany towarowej tego kraju wyniósł w 2003 r. 22,7 mld EUR, czyli około 14,9% PKB, tj. najwięcej spośród wszystkich członków UE. Mimo tradycyjnie uzyskiwanych nadwyżek w wymianie usług oraz dodatnich transferów netto, także saldo na rachunku obrotów bieżących Grecji jest najniższe w całej Unii. W rezultacie, w Grecji nastąpił wzrost zadłużenia netto – zgodnie ze statystykami międzynarodowej pozycji inwestycyjnej – z 28% PKB w 1998 r. do 62% PKB w 2003 r.<sup>58</sup>. Należy równocześnie podkreślić, że bardzo niekorzystna jest struktura finansowania deficytu obrotów bieżących: w latach 2001-2003 średni napływ netto kapitału w postaci bezpośrednich inwestycji zagranicznych wyniósł zaledwie 0,3 mld EUR (około 0,2% PKB). Niski napływ bezpośrednich inwestycji zagranicznych, będących nośnikiem postępu technicznego, nie sprzyja poprawie konkurencyjności greckich przedsiębiorstw. Rodzi to ryzyko kontynuacji tendencji malejącego udziału sektora dóbr podlegających wymianie handlowej we wzroście PKB, a to właśnie ten sektor jest zazwyczaj motorem postępu technologicznego w gospodarce.

W Grecji można zatem zaobserwować objawy zbliżone do skutków tzw. „choroby holenderskiej”<sup>59</sup> w postaci spadku eksportu w relacji do PKB (wykres 7). Ich przyczyną nie jest jednak odkrycie bogatych złóż surowcowych, lecz niewystarczająca konsolidacja fiskalna, wciąż utrzymujące się sztywności strukturalne oraz – w znacznym stopniu będące ich wynikiem – przewartościowanie realnego kursu walutowego. W warunkach unii monetarnej powrót do poziomu kursu równowagi i poprawa konkurencyjności producentów krajowych nie są już jednak możliwe poprzez zmianę nominalnego kursu walutowego, lecz wymagają utrzymywania inflacji na poziomie niższym niż w krajach partnerów handlowych. Odpowiednie dostosowania muszą się zatem odbywać w sferze finansów publicznych oraz rynku pracy, tj. przyjąć formę zacieśnienia fiskalnego i wzrostu wydajności pracy przy zachowaniu dyscypliny płac. O ile jednak konieczność spełnienia kryteriów z Maastricht niewątpliwie ułatwiła realizację reform strukturalnych, zacieśnienie polityki fiskalnej oraz ograniczenie tempa wzrostu wynagrodzeń, to obecne uwarunkowania instytucjonalne są o wiele mniej korzystne dla przeprowadzenia działań w tym obszarze. Perspektywa przystąpienia do strefy euro stanowiła „marchewkę polityczną”, która kompensowała krótkookresowe koszty na drodze do wypełnienia nominalnych kryteriów zbieżności. Gdy jej zabrakło, utracony został istotny bodziec dla działań reformatorskich, co znalazło odzwierciedlenie m. in. w zahamowaniu procesu ograniczania deficytu budżetowego (wykres 2). W przypadku konsolidacji finansów publicznych, w strefie euro „marchewkę” miał zastąpić „kij” pod postacią sankcji, jakie teoretycznie niesie nieprzestrzeganie postanowień Paktu Stabilności i Wzrostu (ang. *Stability and Growth Pact*). Brak woli politycznej do zastosowania odpowiednich środków w przypadku Francji i Niemiec łamiących reguły Paktu pokazuje jednak, że w praktyce nie spełnia on funkcji dyscyplinującej finanse publiczne.

W ramach członkostwa w unii monetarnej w Grecji potrzebna jest determinacja do kontynuacji konsolidacji fiskalnej oraz działań ukierunkowanych na złagodzenie sztywności i eliminację wciąż licznych nieefektywności w gospodarce krajowej. Opóźnienia w tym obszarze nie sprzyjają także ograniczaniu presji inflacyjnej, do której zwiększenia przyczynia się silny wzrost akcji kredytowej (przede wszystkim kredytów konsumpcyjnych), wzmocnionej przez znaczący spadek kosztu ka-

<sup>58</sup> Dla 1998 r. dane IFS; dla 2003 r. – Bank of Greece (2004).

<sup>59</sup> Zobacz Van Wijnbergen (1984).

pitału po przystąpieniu do strefy euro. Szttywności strukturalne oraz wysokie tempo wzrostu cen, zwiększające przewartościowanie kursu, pogłębiają niską konkurencyjność greckich przedsiębiorstw. Na odwrócenie tej tendencji nie wskazuje także niski napływ bezpośrednich inwestycji zagranicznych, które są nośnikiem nowoczesnych technologii, będących motorem postępu i rozwoju. W takich warunkach może następować dalsze wypieranie sektora dóbr podlegających wymianie handlowej przez sektor dóbr nie podlegających tej wymianie. Oznaczałoby to kontynuację spadku udziału w PKB tej części produkcji, która jest zazwyczaj motorem postępu gospodarczego<sup>60</sup>.

Doświadczenia Grecji wskazują, że krótkookresowe korzyści polityczne (często) mogą brać górę nad prowadzeniem zdrowej polityki gospodarczej. W takiej sytuacji kluczową rolę mogą odegrać czynniki zewnętrzne, które pozwalają na eliminację, bądź przynajmniej złagodzenie powyższego konfliktu. Znakomitym przykładem są postanowienia Traktatu, które umożliwiły uzyskanie poparcia społecznego w Grecji dla realizacji programów konwergencji mających doprowadzić do spełnienia nominalnych kryteriów zbieżności i – w rezultacie – do członkostwa w strefie euro. Mimo niewątpliwego postępu w tym obszarze, nie wykorzystano jednak w pełni sprzyjających warunków dla przeprowadzenia reform strukturalnych i konsolidacji fiskalnej. Niewłaściwa klasyfikacja wydatków i dochodów prowadziły do zaniżenia rzeczywistego długu publicznego i deficytu sektora finansów publicznych, co umożliwiło uzyskanie pozytywnej oceny spełnienia przez Grecję fiskalnych kryteriów z Maastricht. Wpływu luźnej polityki fiskalnej na wzrost presji inflacyjnej nie udało się już jednak ukryć poprzez odpowiednie operacje księgowo. Ograniczenie tempa wzrostu cen wymagało w takiej sytuacji podjęcia działań, w wyniku których kurs konwersji drachmy do euro został ustalony na przewartościowanym poziomie.

Dziś w Grecji nie ma już tak sprzyjających zewnętrznych bodźców dla działań ukierunkowanych na zmniejszenie sztywności strukturalnych i konsolidację finansów publicznych, co byłoby korzystne zarówno dla ograniczenia presji inflacyjnej w gospodarce, jak i poprawy konkurencyjności przedsiębiorstw krajowych. Jeżeli Grecja nie zdoła podjąć odpowiednich kroków dostosowawczych w warunkach unii monetarnej, może się ona stać ofiarą własnego sukcesu, osiągniętego poprzez zaniżenie prawdziwych danych statystycznych dotyczących sytuacji sektora finansów publicznych. Czynnikiem, który niewątpliwie sprzyjałby przeprowadzeniu odpowiednich działań, byłoby wzmocnienie roli, a przede wszystkim efektywne egzekwowanie reguł Paktu Stabilności i Wzrostu.

<sup>60</sup> Niska konkurencyjność greckiego eksportu znajduje odzwierciedlenie nie tylko w jego niewielkim udziale w PKB, lecz także w jego strukturze, zdominowanej głównie przez produkty niskoprzetworzone

## 5 Podsumowanie

Członkostwo w UE nie zapewnia osiągnięcia konwergencji z wyżej rozwiniętymi partnerami handlowymi, stwarza natomiast bardziej sprzyjające uwarunkowania dla realizacji tego procesu. W Grecji przez 15 lat nie potrafiiono jednak właściwie spożytkować tych korzyści. Podporządkowanie polityki gospodarczej krótkowzrocznej logice cyklu politycznego skutkowało pogłębieniem nierównowagi makroekonomicznej i utrwalaniem sztywności strukturalnych w tym kraju. W rezultacie, prowadziło to do pogłębienia dystansu pomiędzy Grecją a pozostałymi krajami „piętnastki”.

Grecja należy do tej grupy krajów, gdzie zewnętrzne regulacje, bądź dodatkowe korzyści polityczne, często okazują się niezbędne dla prowadzenia zdrowej polityki gospodarczej. W tym sensie fundamentalne znaczenie dla odwrócenia niekorzystnych tendencji w tym kraju miało przyjęcie postanowień Traktatu ustanawiającego Wspólnotę Europejską. Prestiż związany z uzyskaniem członkostwa w strefie euro kompensował koszty, jakie musiały zostać poniesione na drodze do spełnienia kryteriów zbieżności. Ponadto uzyskanie społecznej akceptacji dla przeprowadzanych reform strukturalnych było ułatwione poprzez fakt, że były one wprowadzane także w innych krajach UE oraz w ramach dyrektyw unijnych.

Realizacja programów konwergencji, mających zapewnić przystąpienie Grecji do unii monetarnej, sprzyjała umocnieniu wiarygodności prowadzonej polityki gospodarczej, której z kolei towarzyszył wzrost optymizmu, znajdujący odzwierciedlenie w przyspieszeniu procesów inwestycyjnych. W rezultacie, mimo zacieśnienia polityki pieniężnej ukierunkowanej na obniżenie inflacji, w II połowie lat 90. w Grecji wystąpiło silne przyspieszenie wzrostu gospodarczego.

Czynnikiem, który utrudnił Grecji spełnienie nominalnych kryteriów zbieżności i do dziś negatywnie wpływa na procesy gospodarcze w tym kraju, była niewystarczająca konsolidacja fiskalna. Nie zdołano zredukować wydatków pierwotnych, a kryteria z Maastricht zostały osiągnięte poprzez niewłaściwą klasyfikację wydatków i dochodów, co prowadziło do zaniżenia długu publicznego i deficytu sektora finansów publicznych.

Brak odpowiednich dostosowań w sferze fiskalnej przez wiele lat wymuszał prowadzenie bardziej restrykcyjnej polityki pieniężnej, znajdującej odzwierciedlenie w utrzymywaniu wysokich stóp procentowych oraz silnego kursu walutowego. Proces dezinflacji w ERM/ERM II był dodatkowo utrudniona ze względu na ograniczoną skuteczność polityki monetarnej w ramach reżimu kursu *quasi-sztywnego*. W rezultacie, konieczność spełnienia kryterium stabilności cen wymagała podjęcia dodatkowych działań, w tym zawarcia porozumień płacowych, „porozumień dżentelmeńskich” regulujących wzrost cen detalicznych, obniżenia podatków pośrednich oraz zastosowania administracyjnych instrumentów ograniczających wzrost akcji kredytowej. Mimo to, nie zdołano uniknąć silnej aprecjacji waluty krajowej i – w konsekwencji – rewaluacji parytetu centralnego, która pogłębiła przewartościowanie ostatecznego kursu konwersji drachmy do euro. Asymetria mechanizmu ERM II, sprzyjająca dodatkowemu napływowi kapitału, rodziła ryzyko jeszcze większego przewartościowania kursu drachmy. Jego uniknięcie było możliwe m.in. poprzez prowadzenie kosztownych operacji interwencji walutowych, a także dzięki relatywnie długiemu okresowi przejściowemu między końcem okresu referencyjnego a momentem przyjęcia wspólnej waluty.

W rezultacie spełnienie kryteriów z Maastricht w warunkach niewystarczającej konsolidacji fiskalnej odbyło się kosztem przystąpienia przez Grecję do strefy euro z przewartościowanym kursem drachmy. Ponadto, ograniczony postęp w reformach strukturalnych i obniżenie inflacji przy pomocy instrumentów krótkookresowych nie stwarza podstaw dla trwałej konwergencji w zakresie stabilności cen, jak również nie sprzyja poprawie konkurencyjności krajowych przedsiębiorstw. Nie wykorzystano zatem korzystnych uwarunkowań, jakie dla przeprowadzenia kosztownych politycznie

działań stworzyła konieczność spełnienia kryteriów z Maastricht. Obecne uwarunkowania instytucjonalne są już o wiele mniej korzystne dla podjęcia kroków w tym obszarze, a skuteczność Paktu Stabilności i Wzrostu jako instrumentu dyscyplinującego krajowe finanse została podważona przez samych jego twórców. Jeżeli reguły Paktu nadal nie będą egzekwowane, a polityka gospodarcza Grecji będzie wciąż podporządkowana krótkookresowej logice cyklu politycznego, koszty spełnienia kryteriów z Maastricht mogą okazać się długotrwałe i przewyższyć korzyści z przyjęcia wspólnej waluty. Grecja stałaby się wtedy ofiarą własnego „sukcesu” osiągniętego m. in. na drodze zafalszowania danych statystycznych dotyczących sytuacji sektora finansów publicznych.

## 6 Wnioski

Przykład Grecji pokazuje, że w przypadku niektórych krajów konieczność spełnienia nominalnych kryteriów zbieżności może stanowić unikalną szansę dla realizacji pożądanego programu gospodarczego, a w szczególności dla konsolidacji finansów publicznych. Odpowiednia dyscyplina fiskalna jest istotna nie tylko z punktu widzenia fiskalnych kryteriów z Maastricht, lecz również dla spełnienia kryterium stabilności cen. Doświadczenia Grecji pokazują, że możliwości obniżania inflacji w trakcie pobytu w ERM II są ograniczone i często wymagają zastosowania środków prowadzących do przewartościowania kursu walutowego. Ponadto, ryzyko przyjęcia zbyt silnego kursu konwersji wzrasta wraz z wydłużeniem pobytu w ERM II<sup>61</sup> oraz skróceniem okresu przejściowego pomiędzy końcem okresu referencyjnego a momentem przyjęcia wspólnej waluty.

Kraje kandydujące do członkostwa w strefie euro powinny w rezultacie przystąpić do mechanizmu ERM II w sytuacji, gdy konieczne dostosowania fiskalne już zostały, bądź niewątpliwie zostaną zrealizowane najpóźniej w drugim roku uczestnictwa w tym mechanizmie. Inflacja powinna natomiast kształtować się na poziomie minimalizującym konieczność jej ograniczania w trakcie pobytu w ERM II. W wyjątkowych sytuacjach, na przykład w warunkach wystąpienia niekorzystnych wstrząsów, czy znaczącego spadku wartości referencyjnej dla kryterium inflacyjnego<sup>62</sup>, należałoby rozpatrzyć zastosowanie także dodatkowych instrumentów, w tym środków administracyjnych, które umożliwiłyby przejściowe obniżenie tempa wzrostu cen w okresie referencyjnym. Ponadto, pożądanym byłoby włączenie waluty krajowej do ERM II w I półroczu roku kalendarzowego z zamiarem uzyskania pozytywnej oceny w raportach zbieżności już po upływie dwóch lat członkostwa w tym systemie kursowym.

Spełnienie powyższych warunków powinno sprzyjać możliwie szybkiej realizacji kryteriów zbieżności, przy równoczesnym ograniczeniu ryzyka przystąpienia do strefy euro z przewartościowanym kursem walutowym.

<sup>61</sup> Przy założeniu, że wcześniej nie wystąpią silne zaburzenia na rynku walutowym prowadzące do gwałtownej deprecjacji.

<sup>62</sup> Ryzyko wzrostu zmienności oraz prawdopodobieństwo ukształtowania się wartości referencyjnej dla kryterium stabilności cen na niższym poziomie uległy zwiększeniu po rozszerzeniu UE do 25 krajów. Zob.: Chmielewski, Rozkrut (2005).

## 7

## Bibliografia

*Agreement of 1 September 1998 between the European Central Bank and the national central banks of the Member States outside the euro area laying down the operating procedures for an exchange rate mechanism in stage three of Economic and Monetary Union*, Official Journal of the European Union C 345 z 13 listopada 1998 r. (OJ C 345/1998).

*Agreement of 29 April 2004 between the European Central Bank and the national central banks of the Member States outside the euro area on 1 May 2004 amending the Agreement of 1 September 1998 laying down the operating procedures for an exchange rate mechanism in stage three of economic and monetary union*, Official Journal of the European Union C 135 z 13 maja 2004 r. (OJ C 135/2004).

M.G. Arghyrou, V. Boinet, Ch. Martin (2004): *Non-linear and non-symmetric exchange-rate adjustment: New evidence from medium- and high-inflation countries*. Money Macro and Finance Research Group Conference 2003 No. 2.

Bank of Greece (2000): *Annual Report 1999*.

Bank of Greece (2001): *Annual Report 2000*.

Bank of Greece (2003): *Economic Bulletin*, Number 20, January.

Bank of Greece (2004): *Summary of the Annual Report 2003*.

R. Barro (1991): *Economic growth in a cross section of countries*. „Quarterly Journal of Economics”, 106, 407-443.

R. Barro, X. Sala-i-Martin (1995): *Economic growth*. MIT Press.

D. Begg, B. Eichengreen, L. Halpern, J. von Hagen, Ch. Wyplosz (2002): *Sustainable Regimes of Capital Movements in Accession Countries*. CEPR Policy Paper No. 10 December.

U. Bindseil (2003): *Monetary Policy Implementation. Theory-Past-Present*. Manuskrypt.

R.C. Bryant, N.C. Garganas, G.S. Tavlas (2001): *Introduction*. W: „Greece's Economic Performance and Prospects”. Bank of Greece (Athens) and The Brookings Institution, Washington D.C.

C. Burnside, M. Eichenbaum, S. Rebelo (1999): *Hedging and Financial Fragility in Fixed Exchange Rate Regime*. NBER Working Paper No. W7143.

G. Burtless, (2001): *The Greek Labour Market*. W: „Greece's Economic Performance and Prospects”. Bank of Greece (Athens) and The Brookings Institution, Washington D.C.

T. Chmielewski, M. Rozkrut (2005): *Towards the Euro-zone – Nominal Potholes in the Real Convergence Path? Challenges for the Polish Monetary Policy*. Journal of Emerging Markets, Finance and Trade, M.E. Sharpe Inc., w druku.

ECB (2003): *Policy position of the Governing Council of the European Central Bank on exchange rate issues relating to the acceding countries*. Press Release, 18 December.

European Commission (1997): *Labour Market Studies – Greece*. Brussels: European Commission.

European Commission (2002): *Convergence Report 2002 – Sweden*. European Commission.

European Commission (2004): *Cyclical Adjustment of Budget Balances*. Directorate General ECFIN, Autumn.

J.A. Frankel (1999): *No Single Currency Regime is Right for All Countries or at All Time*. NBER w7338, September.

J. Hansen, W. Roger (2000): *Estimation of Real Equilibrium Exchange Rates*, European Commission, Economic Papers 144 (September).

IMF (1996): *World Economic Outlook*. October, Chapter VI: “The Rise and Fall of Inflation – Lessons from the Postwar Experience”.

K. Koedijk, J. Kremers (1996): *Market Opening, Regulation, and Growth in Europe* Economic Policy 23 (April): 443-68.

A. Koronowski, M. Rozkrut (2003): *Towards the euro-zone through the ERM II – Countering Fallacies*. „Bank i Kredyt” nr 11-12/2003.

A. Kot, M. Rozkrut (2004): *Od stereotypów do praktycznych aspektów prowadzenia współczesnej polityki pieniężnej*. „Bank i Kredyt” nr 3/2004.

- A. Krystaloyanni (2000): *Financial Intermediation and Economic Growth: A Calibrated Model for Greece*, Ph.D. Dissertation, The University of Reading, Department of Economics.
- K.B. Kumar, R.G. Rajan, L. Zingales (1999): *What Determines Firm Size?* NBER Working Paper 7208. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research.
- V.G. Manessiotis, R.D. Reischauer (2001): *Greek Fiscal and Budget Policy and EMU*. W: „Greece’s Economic Performance and Prospects”, Bank of Greece (Athens) and The Brookings Institution, Washington, D.C.
- D.G. Mayes, A. Suvanto (2002): *Beyond the Fringe: Finland and the Choice of Currency*. Jnl Publ. Pol., 22, 2, Cambridge University Press.
- Ministry of National Economy (1994) *Revised Convergence Programme for the Greek Economy 1994-1999*, June 1994, Hellenic Republic.
- Ministry of National Economy (1997): *Updating of the Greek Convergence Programme 1994-1999*, June 1997, Hellenic Republic.
- Ministry of National Economy and Finance (1998): *The 1998 Update of the Hellenic Convergence Programme: 1998-2001*, June 1998.
- Ministry of National Economy and Finance (1999): *The 1999 Update of the Hellenic Convergence Programme: 1999-2002*, December 1999, Hellenic Republic.
- Ministry of National Economy and Finance (2000): *The 2000 Stability and Growth Programme: 2000-2004*, December 2000, Hellenic Republic.
- G. Nicoletti, S. Scarpetta, O. Boyland (2000): *Summary Indicators of Product Market Regulation with an Extension to Employment Protection Legislation*. Paris: OECD, Economics Department Working Paper 226.
- OECD (1993) *Economic Surveys: Greece*. Paris: Organisation for Economic Cooperation and Development.
- W.M. Orłowski (1998): *Druga do Europy. Makroekonomia wstępowania do Unii Europejskiej*. Integracja Europejska/Monografie 1, Instytut Europejski w Łodzi.
- C.M. Reinhart, K.S. Rogoff, M.A. Savastano (2003): *Addicted to Dollars*. NBER Working Paper 10015, October.
- F. Schneider, D.H. Enste (2000): *Shadow Economies: Size, Causes and Consequence*. Journal of Economic Literature XXXVIII (March), pp. 77-114.
- J. Spraos (2001): *EU Transfers and Greece’s Real Exchange Rate: A Naked Eye View*, w “Greece’s Economic Performance and Prospects”, Bank of Greece (Athens) and The Brookings Institution, Washington, D.C.
- V. Tanzi (1999): *Uses and Abuses of Estimates of the Underground Economy*, The Economic Journal 109 (June): 338-47.
- A. Vamvakidis (2003): *The convergence experience of the Greek economy in the EU: lessons for EU accession countries*, National Bank of Poland conference „Successes and failures in real convergence”, October.
- A. Vamvakidis, L. Zanforlin (2002): *Selected euro-area countries: the determinants of growth: the experience in the southern European economies of Greece and Portugal*. IMF, Country Report No. 02/91.
- S. Van Wijnbergen (1984): *The ‘Dutch Disease’: a Disease After All*. Economic Journal.
- World Bank (1994): *Averting the Old Age Crisis*. New York: Oxford University Press.