NR 49

IZ Policy Papers



Instytut Zachodni
West-Institut
Institute for Western Affairs

Niemcy w strefie euro – dylematy i sprzeczności

Justyna Schulz

Niemcy w strefie euro – dylematy i sprzeczności

Justyna Schulz

Instytut Zachodni
Institute for Western Affairs

Seria wydawnicza:
„IZ Policy Papers" nr 49

Redakcja serii:
Joanna Dobosz-Dobrowolska (red. naczelna)
Magdalena Bainczyk
Marcin Tujdowski
Witold Ostant

Recenzent:
dr Piotr Andrzejewski

Opracowanie redakcyjne:
Hanna Różanek

Koncepcja graficzna:
Ewa Wąsowska

© Copyright by Instytut Zachodni
Poznań 2025

Wydawca:

INSTYTUT ZACHODNI
61-854 Poznań, ul. Mostowa 27a
tel. 61 852 76 91
tel. 61 852 28 54 (wydawnictwo)
fax 61 852 49 05
e-mail: wydawnictwo@iz.poznan.pl
www.iz.poznan.pl

ISBN 978-83-68457-15-5 (wersja elektroniczna)

Spis treści

Wnioski 7

Wstęp 9

1. Kamienie milowe na drodze do Unii Walutowej 11
Skąd idea unii walutowej? 14

2. Niemieckie Euro 21
Kryzys w strefie euro 23
Ewolucja instytucjonalna strefy euro z perspektywy Niemiec 25

3. Transformacja polityki monetarnej 30
Czy Niemcy są beneficjentami strefy euro 33

4. Niedowartościowany wkład Niemiec do strefy euro 40

5. Koszty udziału w unii walutowej dla Niemiec 43
Finansowanie biznesu 43
Niezależność Bundesbanku 44
Pakt Stabilności i Wzrostu albo Niemcy w Catch-22 46
Image Niemiec 48
Unia walutowa a demokracja 49

6. Euro i ponadwymiarowy przywilej (exorbitant privilege) 52

Podsumowanie 54

Wnioski

- Prezentowana analiza służy zrozumieniu sporu, jaki toczy się w unii walutowej od początku jej powstania w 1999 r. wokół pytania, czy stabilność waluty i zwiększanie potencjału fiskalnego państw są sprzecznymi celami. Niemcy broniły zasad solidności fiskalnej. Obecnie, w imię wyższych celów, poluzowują swoje pryncypia. Rodzi to obawy o kryzys nadmiernego zadłużenia w strefie euro. Dla Polski stabilność finansowa w strefie euro, nawet przy pozostawaniu poza jej strukturami, jest jednym z filarów bezpieczeństwa systemu i budowania odporności na kryzysy.
- W opinii publicznej dominuje przekonanie, że Niemcy najbardziej zyskały na stworzeniu strefy euro, że jest to wręcz niemiecki projekt. Analiza procesu tworzenia unii walutowej nie potwierdza tego poglądu. Wręcz przeciwnie, pokazuje z jakimi oporami w społeczeństwie i środowiskach eksperckich spotkała się decyzja o rezygnacji z marki zachodniej, waluty, która należała wówczas do jednej z kluczowych na świecie, a w Europie odgrywała rolę waluty czołowej.
- Zgoda na unię walutową wiąże się ściśle z procesem zjednoczenia Niemiec i chęcią pokazania partnerom europejskim, że proces integracji europejskiej pozostał dla elit niemieckich nie mniej ważny niż zjednoczenie. Środowiska ekonomiczne w Niemczech reprezentowały w większości stanowisko, że jest to projekt przedwczesny, a gospodarki europejskie są zbyt różnorodne. Postulowały większą konwergencję gospodarczą, której ukoronowaniem w ostatnim etapie powinna być wspólna waluta. Podkreślały również, że nieodzownym warunkiem funkcjonowania wspólnej waluty jest unia fiskalna i polityczna.
- Niemieckim negocjatorom udało się uczynić z Bundesbanku wzorcowy punkt odniesienia dla rozwiązań w strefie euro. W pierwszym okresie, do kryzysu walutowego w 2010 r., strefa euro funkcjonowała według „niemieckiego" modelu polityki monetarnej opartego na niezależności banku centralnego, stabilności fiskalnej i zasadzie, że długi jednego państwa nie obciążają pozostałych. W reakcji na kryzys walutowy wprowadzono rozwiązania i praktyki, które odbiegają zasadniczo od tych założeń.

- Z niemieckiej perspektywy dwie kwestie są obecnie szczególnie problematyczne. Dotyczą one poszerzonego mandatu Europejskiego Banku Centralnego (EBC), jak również zmiany nastawienia do poziomów zadłużenia fiskalnego. W pierwszym przypadku zagrożona jest niezależność banku centralnego. EBC, wchodząc w obszary polityki fiskalnej i polityki gospodarczej, generuje oczekiwania ze strony rządów na wspierające ich politykę interwencje oraz chęć poddania banku większej kontroli demokratycznej. W odniesieniu do punktu drugiego immanentny dla unii walutowej problem pułapki „wspólnego pastwiska", czyli korzystania państw mniej solidnych fiskalnie z solidności finansowej pozostałych, w aktualnej formie unii walutowej jeszcze się pogłębił.
- Obecnie Niemcy znajdują się w pułapce instytucji, które promują ekscesywny wzrost długu publicznego, są konfliktogenne i generują ciągle rosnące zagrożenie kryzysem fiskalnym. Niemcy nie mogą temu przeciwdziałać, ale będą musiały wspólnie z innymi ponieść koszty ewentualnego kryzysu. Na obecnym etapie nie są w stanie wpłynąć na zmianę bodźców na takie, które skłaniałyby państwa do prowadzenia solidnej polityki finansowej. Już ze względu na geopolityczną sytuację i rosnące potrzeby wydatkowe jest to niemożliwe. Można założyć, że dopiero kolejny, prawdopodobnie fiskalny kryzys spowoduje odpowiednie zmiany.
- Nadzieja, że unia walutowa wymusi konwergencję gospodarczą, nie potwierdziła się. Wręcz przeciwnie, obserwowana jest dywergencja w rozwoju gospodarczym państw członkowskich według dawnego podziału na te, które należały do nieformalnego bloku państw skupionych wokół marki zachodniej, i na te, które były zmuszane do dewaluacji waluty, aby sprostać konkurencji niemieckiej gospodarki. Niepokojący jest jednak fakt dywergencji w ostatnich dwóch dekadach w rozwoju gospodarczym między Niemcami i USA czy Niemcami i Szwajcarią.
- Z doświadczeń niemieckich wynikają trzy wnioski, które wydają się kluczowe dla decyzji o przystąpieniu Polski do strefy euro. Po pierwsze, w unii walutowej powinien być rozwiązany problem bodźców skłaniających do nadmiernego zadłużania się. Po drugie, Polska gospodarka powinna osiągnąć odpowiedni poziom konwergencji gospodarczej. Po trzecie, Polska powinna mieć rozwinięty rynek papierów dłużnych, tj. być kreatorem aktywów o dobrym ratingu, które mogą brać udział w transakcjach eurosystemu. Bez rozwoju tej finansowej techniki członkostwo w strefie euro nie wniesie jakościowej zmiany do procesów pozyskiwania kapitału na rozwój gospodarczy.

Wstęp

Unia walutowa, najbardziej zaawansowana forma integracji europejskiej, będzie obejmowała od stycznia 2026 r., wraz z przystąpieniem Bułgarii, 21 państw członkowskich. Nadal sześć państw pozostaje poza unią walutową, w większości z własnego wyboru. Są to Dania, ze względu na wynegocjowane prawo do rezygnacji z udziału, oraz Szwecja, Polska, Węgry, Czechy i Rumunia. W Polsce regularnie odbywają się debaty na temat celowości przystąpienia do strefy euro. Wraz z upływem czasu poparcie społeczne dla tego projektu maleje[1]. Członkostwo w unii walutowej, postrzegane niegdyś jako nobilitacja, oceniane jest obecnie przez pryzmat zagrożenia dla osiągniętego poziomu życia i dla rozwoju gospodarczego, jak również ograniczenia możliwości suwerennego reagowania w kryzysowych sytuacjach. W debacie w Polsce ważnym punktem odniesienia są Niemcy i ich doświadczenia.

Panuje przy tym powszechne przekonanie, że Niemcy najwięcej skorzystali na powstaniu strefy euro, że był to wręcz niemiecki plan, służący podporządkowaniu gospodarek europejskich ekonomicznym interesom Niemiec. Zakłada się ponadto, że Niemcy narzucają charakter polityki monetarnej i odnoszą z tego tytułu największe z niej korzyści. Argumentów tych używają również orędownicy unii walutowej w debacie w Niemczech, chcąc przekonać społeczeństwo niemieckie do benefitów wynikających ze wspólnej waluty. Koronnym argumentem dla nich jest fakt, że marka niemiecka byłaby znacznie silniejsza niż euro, co osłabiałoby zdolności eksportowe gospodarki Niemiec. Nie wszyscy podzielają jednak tę ocenę. Nie jest przypadkiem, że powrót do narodowej waluty znalazł się w programie partii Alternatywa dla Niemiec, która powstała w 2013 r. jako wyraz niezgody na reformy w strefie euro.

Poniższa analiza będzie próbą zrozumienia tych rozbieżnych ocen. Odpowiedzi na pytania, czy Niemcy rzeczywiście są beneficjentami wspólnej waluty, czy rzeczywiście dominują w strefie euro, nie są bowiem tak oczywiste. Silna marka nie przeszkadzała w przeszłości niemieckim przedsiębiorcom w byciu mistrzami eksportu. Wręcz przeciwnie, wymuszała wypracowywanie przewag technologicz-

[1] Warsaw Enterprise Institute, *Z euro czy bez? Przyszłość polskiego pieniądza*, Warszawa 2025, https://wei.org.pl/wp-content/uploads/2025/03/Z-euro-czy-bez.-Przyszlosc-polskiego-pieniadza.pdf

nych, gdyż na pomoc Bundesbanku poprzez dewaluację waluty nie mogli liczyć. Podobnie jest z pytaniem o dominację Niemiec w unii walutowej. Takie wrażenie mogło powstać w czasie kryzysu w strefie euro w latach 2010-2012, kiedy minister finansów Niemiec Wolfgang Schäuble odgrywał kluczową rolę. Jest to jednak również okres, w którym rozwiązania instytucjonalne w strefie euro zaczęły ewaluować w kierunku sprzecznym z tradycją polityki monetarnej Bundesbanku. Historię Niemiec w strefie euro można podzielić na trzy etapy. Początkowo Niemcy zaangażowały się na rzecz budowania unii walutowej wbrew własnym przekonaniom, ale za cenę akceptacji ze strony partnerów europejskich zjednoczenia Niemiec. W drugim etapie walczyły o nadanie unii walutowej jak najwięcej cech i rozwiązań przypominających rozwiązania niemieckie i tradycje Bundesbanku. W trzeciej, obecnej fazie można zaobserwować stopniowe odchodzenie od „dogmatów niemieckich" w stronę bardziej elastycznego traktowania solidności finansów publicznych.

Polska stoi przed decyzją przystąpienia do strefy euro. Ważne jest, aby przystąpić do tego projektu z pełną świadomością kosztów i wyzwań, jakie stoją przed gospodarką i społeczeństwem. Niemieckie doświadczenia stanowią dobry punkt odniesienia, również ze względu na podobieństwa między Polską i Niemcami w podejściu do kwestii stabilności waluty i solidności finansów publicznych. Ważne jest również zrozumienie sporów wokół instytucjonalnych rozwiązań i idei, które im przyświecają. Od początku rozwój instytucjonalny strefy euro wyznaczały różnice między Francją i Niemcami w odniesieniu do dwóch zasadniczych zagadnień: czy unia walutowa wymusza konwergencję gospodarczą i może być fundamentem dla budowy wspólnoty – pozycja francuska oraz czy unia walutowa powinna być ukoronowaniem procesu konwergencji gospodarczej – stanowisko Niemiec. Ponadto, czy polityka monetarna powinna wspierać bieżącą politykę ekonomiczną, czy być ograniczona do zapewniania stabilności waluty i wymuszania strukturalnych reform. Spory wokół tych pytań trwają do dnia dzisiejszego i blokują częściowo znalezienie wspólnych rozwiązań.

1. Kamienie milowe na drodze do Unii Walutowej

Idea unii monetarnej rodziła się stopniowo. Traktaty rzymskie, konstytuujące Europejską Wspólnotę Gospodarczą (EWG) w 1957 r., nie przewidywały takiej opcji. Państwa zobowiązywały się do prowadzenia polityki gwarantującej stabilność cen, praw własności i dotrzymywania umów. Polityka monetarna pozostawała w kompetencji państw członkowskich. Podkreślono jedynie, że niedopuszczalne są „wojny walutowe", tzn. manipulowanie kursami w celu uzyskania korzyści ekonomicznych. Polityka gospodarcza powinna zgodnie z artykułem 104 zapewniać równowagę bilansu płatniczego i stabilność waluty: *„Każde państwo członkowskie prowadzi taką politykę gospodarczą, która jest konieczna, aby przy zachowaniu wysokiego poziomu zatrudnienia i stabilnego poziomu cen zapewnić równowagę swojego bilansu płatniczego oraz utrzymać zaufanie do swojej waluty"*[2].

Jako gremium doradcze w kwestiach walutowych powołano Komitet Monetarny, który monitorował rozwój bilansów płatniczych między państwami członkowskimi. Nie przewidywano natomiast instytucjonalnej kooperacji między bankami centralnymi. Tę funkcję spełniał powstały w 1930 r. dla zarządzania reparacjami Niemiec po I wojnie światowej Bank Rozrachunków Międzynarodowych (Bank for International Settlements) w Bazylei. Dokonywał on rozliczeń między państwami w ramach utworzonej 1 lipca 1950 r. Europejskiej Unii Płatniczej. Obowiązywała w niej zasada, że na koniec miesiąca wszystkie otwarte pozycje między państwami z nadwyżkami i deficytami na rachunku obrotów bieżących musiały być zamknięte przez transfery dóbr, majątku lub płatności. Dodatkowo system kursów walutowych był stabilizowany w ramach tzw. systemu z Bretton-Woods, w którym obowiązywały stałe kursy wobec USD wymienialnego na złoto.

Dynamiczny rozwój gospodarczy Niemiec oraz ich sukcesy eksportowe generowały jednak ciągłe napięcia w tym usztywnionym systemie. Nadwyżki handlowe Niemiec wobec europejskich partnerów wywierały presję na dewaluację ich walut i zwiększenie w ten sposób konkurencyjności wobec gospodarki niemieckiej. Marka niemiecka, dziesięć lat po powstaniu w 1948 r., należała do jednej z naj-

[2] https://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/PDF/?uri=CELEX:11957E/TXT, s. 55.

silniejszych walut światowych. Istniejące napięcia i obawy przed niemiecką konkurencją nie sprzyjały idei integracji i tworzenia wspólnego rynku. Bundesbank znajdował się pod podwójną presją. Z jednej strony partnerzy europejscy naciskali na aprecjację kursu marki, z drugiej strony niemieccy przedsiębiorcy narzekali na zbyt silną markę. Kiedy w czasie posiedzenia rządu 3 marca 1961 r. zdecydowano o aprecjacji marki o 5% z 4,20 DM do 4,00 DM za USD, przewodniczący Związku Przedsiębiorców Niemieckich (BDI) Fritz Berg anulował w proteście przeciw tej decyzji płatność w wysokości 100 tys. DM, którą Związek miesięcznie przelewał na konto CDU[3]. Napięcia powodowały, że współpraca w zakresie polityki monetarnej stawała się coraz bardziej konieczna. Z inicjatywy ówczesnego wiceprezydenta Komisji Europejskiej Roberta Marjolina powołano 8 maja 1964 r. Komitet Prezesów Banków Centralnych, którego zadaniem była lepsza koordynacja polityki monetarnej w celu zmniejszenia napięć między kursami walutowymi państw członkowskich.

Ideę stworzenia unii gospodarczo-walutowej po raz pierwszy oficjalnie zaprezentowali w tandemie francusko-niemieckim kanclerz Willi Brandt i prezydent Francji Georges Pompidou na szczycie w Den Haag w grudniu 1969 r. Ich inicjatywa stała się impulsem do przygotowania planu dla poszczególnych etapów, przedstawionego 8 października 1970 r. w Luksemburgu przez ówczesnego premiera Pierre'a Wernera. Dokument, zwany raportem Wernera, był wynikiem siedmiomiesięcznej pracy grupy ekspertów z sześciu państw członkowskich: Niemiec, Francji, Włoch, Luksemburga, Belgii i Niderlandów. Raport Wernera zakładał utworzenie wspólnoty gospodarczej i walutowej do 1980 r. ze scentralizowaną polityką monetarną w „systemie wspólnotowym banków centralnych". Plan przewidywał ponadto konieczność utworzenia „centrum decyzyjnego polityki gospodarczej", odpowiedzialnego za koordynację polityki budżetowej oraz pełną integrację finansową. „Centrum" byłoby „politycznie odpowiedzialne przed Parlamentem Europejskim" wybieranym w wyborach powszechnych. Proces ten miał być uwieńczony powstaniem pełnowymiarowej unii politycznej.

Turbulencje na rynkach walutowych w wyniku ogłoszonego przez prezydenta USA R. Nixona 15 sierpnia 1971 r. odejścia USA od obowiązywania wymienialności dolara na złoto, jak również wywołana reakcją na szok paliwowy inflacja, odroczyły prace nad projektem unii gospodarczo-walutowej. Państwa europejskie stworzyły w 1972 r. w celu stabilizacji własnych kursów wymiany europejskiego węża walutowego, tj. widełek, w jakich kursy będą stabilizowane poprzez interwencje banków centralnych. Jeszcze w 1972 r. Irlandia i Wielka Brytania opuściły ten system, a w 1976 r. zrobiła to Francja. Powód był zawsze ten sam. Zbyt silna marka

[3] M. Pohl, *Das Symbol für Freiheit und Stabilität. Die D-Mark 1948-2001*, w: C.-L. Holtfrerich, H. James, M. Pohl, *Requiem auf eine Währung. Die Mark 1873-2001*, Stuttgart – München, 2001, s. 36.

niemiecka wymagałaby zbyt wysokich interwencji kosztem rezerw walutowych w celu stabilizacji kursu własnych walut. Warto jednak podkreślić, że nie wszystkie państwa miały takie problemy z utrzymaniem kursu wobec marki niemieckiej. Wręcz przeciwnie, utworzył się nieformalny blok państw, które orientowały swoją politykę monetarną zgodnie ze strategią Bundesbanku. Należały do nich Belgia, Dania, Niderlandy, Luksemburg, Szwecja czy Norwegia. 19 marca 1973 r. Niemcy przeszły na płynny kurs marki wobec dolara i wszystkich innych walut poza tymi, z którymi znajdowały się w wężu walutowym.

Do idei unii monetarnej powrócono oficjalnie prawie dziesięć lat później na szczycie w Bremie w 1978 r. Wówczas to Helmut Schmidt i Valery Giscard d'Estaing zaproponowali wprowadzenie Europejskiego Systemu Walutowego jako mechanizmu współpracy i stabilizacji walutowej państw Europejskiej Wspólnoty Gospodarczej. Mimo kryzysów funkcjonował on do momentu usztywnienia kursów walutowych w 1999 r. w ramach strefy euro. Kolejnym krokiem było uchwalenie w 1986 r. Single European Act, który definiował kroki na drodze do pełnowymiarowej unii walutowej. W związku z powyższym Rada Europejska powołała w 1988 r. na posiedzeniu w Hanowerze Komitet Unii Ekonomicznej i Walutowej, powszechnie nazywany od imienia jego przewodniczącego Komitetem Delorsa. W ogłoszonym w 1989 r. raporcie Delorsa argumentowano, że unia walutowa jest koniecznym warunkiem dalszego rozwoju wspólnego rynku. W porównaniu z raportem Wernera osłabiono tezę o konieczności zarówno prowadzenia wspólnej polityki fiskalnej i gospodarczej, jak również powołania unii politycznej. W raporcie podkreślano, że wraz z utworzeniem unii monetarnej zlikwidowany będzie mechanizm dewaluacji waluty dla celów wzmacniania konkurencyjności. Oznacza to, że państwa będą mogły reagować jedynie poprzez presję na rynki pracy i instrumenty polityki fiskalnej. Przewidziano trzy etapy budowania wspólnoty walutowej. Pierwszy etap obejmował liberalizację przepływów kapitałowych, która nastąpiła w 1990 r., oraz zmianę traktatów założycielskich. W lutym 1992 r. zgodzono się na wypracowany kompromis zmian w tych traktatach, które umożliwiały przejęcie kompetencji polityki monetarnej przez struktury unijne. Tzw. Traktat z Maastricht zaczął obowiązywać od 1993 r. Wówczas to powstała formalnie **Unia Europejska (UE)** jako organizacja o charakterze polityczno-gospodarczym. Do obszarów wspólnotowych oprócz kwestii gospodarczych dodano unię walutową, politykę zagraniczną, bezpieczeństwo i obywatelstwo UE. W drugim etapie zaplanowano powołanie w 1994 r., z siedzibą we Frankfurcie nad Menem, Europejskiego Instytutu Walutowego jako poprzednika Europejskiego Banku Centralnego. Trzeci etap zakładał zamrożenie od 1999 r. kursów walutowych i pełną integrację walutową, która nastąpiła od stycznia 2002 r. Członkowie unii walutowej stworzyli dwie instytucjonalne platformy konsultacji, tzw. Grupę Euro (dla szefów rządów) oraz Ecofin dla ministrów finansów i gospodarki. W 1997 r. regulacje Trakta-

tu z Maastricht uzupełniono o Pakt Stabilności i Wzrostu (PSW), który określa wspólnotowe zasady prowadzenia polityki fiskalnej.

W wyniku powstania unii walutowej nastąpił w Unii Europejskiej podział na państwa członkowskie będące członkami unii walutowej i państwa członkowskie pozostające poza unią walutową. Wielka Brytania i Dania zagwarantowały sobie możliwość wykluczenia z integracji walutowej. Pozostałe państwa są zobowiązane do przystąpienia do unii walutowej po spełnieniu warunków zawartych w Traktacie z Maastricht. Traktat Lizboński z 2009 r. nie wnosił w zakresie monetarnym nowych treści.

Skąd idea unii walutowej?

Fakt powstania unii walutowej powinien zaskakiwać. Dlaczego motorem integracji europejskiej uczyniono kwestie monetarne, a nie np. unię energetyczną, unię socjalną, unię bezpieczeństwa czy pogłębianie wspólnego rynku. Działo się to w czasie, kiedy Czesi i Słowacy, Słoweńcy i Chorwaci, Estończycy, Łotysze, Ukraińcy, Litwini czy Gruzini kreowali narodowe waluty. Jest to tym bardziej zadziwiające, że istniały w Europie, wcale nieodległe, negatywne przykłady unii monetarnych, takich jak unia łacińska (1865-1926) czy skandynawska (1873-1914). Również wnioski z teorii, definiującej warunki dla optymalnego obszaru walutowego, były dla strefy euro negatywne[4].

Dlaczego zdecydowano się na tę według słów prezydenta Jacques'a Chiraca „największą walutową przygodę, eksperyment"[5] bez unii fiskalnej i unii politycznej, warunków definiowanych w raporcie Wernera jako konieczne.

Wydaje się, że dwa zasadnicze czynniki sprzyjały przyspieszeniu tego procesu i jego ostatecznej finalizacji: **po pierwsze**, była to polityczna wola rządu Helmuta Kohla w związku z procesem zjednoczenia Niemiec i **po drugie**, dominująca wówczas teoria monetarna, która podważała konieczność budowania unii fiskalnej i unii politycznej jako niezbędnego uzupełnienia unii monetarnej.

W debacie publicznej stawiana jest teza, że zgoda na wspólną walutę została wymuszona przez François Mitterranda w zamian za akceptację zjednoczenia Niemiec. Zarówno kanclerz Kohl, ówczesny minister finansów Theo Weigel czy Wolfgang Schäuble, który był odpowiedzialny za proces zjednoczenia Niemiec, zaprzeczają tej tezie, wskazując na fakt, że idea przekazania suwerenności w zakresie

[4] R. Mundell, *A Theory of Optimum Currency Areas*, 1961, s. 342-353, elibrary.imf.org/downloadpdf/display/book/9781557756527/ch002.pdf

[5] O. Issing, *Die Währungsunion auf dem Weg zur Fiskalunion?* „Frankfurter Allgemeine Zeitung" 6.01.2012, s. 10.

polityki monetarnej na poziom unijny była od dawna przygotowywana. Rzeczywiście brak jest jednoznacznych zapisów w dokumentach, które potwierdzałyby tezę o wymuszeniu na Niemcach zgody na euro. Taka interpretacja wynika raczej z oceny dynamiki i sekwencji wydarzeń niż z konkretnych zapisów.

Niewątpliwie wyjątkowe było na tle dotychczasowych działań przyspieszenie procesu tworzenia unii walutowej z początkiem lat 90. Do tej pory sceptycyzm zarówno środowisk politycznych, eksperckich, Bundesbanku, jak i społeczeństwa niemieckiego znacznie opóźniał ten proces.

W interpretacji uczestników tych wydarzeń, decydenci polityczni w Niemczech zmienili nastawienie do unii walutowej w odpowiedzi na oczekiwania ze strony partnerów europejskich, zwłaszcza Francji, w zakresie zneutralizowania siły Niemiec poprzez ich głębszą integrację ze strukturami europejskimi. Obawy przed dominacją Niemiec były we Francji obecne jeszcze przed zjednoczeniem. W wydanej w 1983 r. książce pod tytułem „L'Allemagne et le monde au XXe siècle" (niem. „Die unruhige Grossmacht. Deutschland und die Welt im 20. Jahrhundert") francuski historyk Raymond Poidevin sformułował te obawy następująco: *„Czyż wielu Niemców nie marzy potajemnie o ponownym zjednoczeniu, które umożliwiłoby Niemcom awans do trzeciego supermocarstwa?… Zjednoczone Niemcy… nieuchronnie rozsadziłyby europejskie ramy. W obrębie Europy żadne państwo nie byłoby w stanie zagrozić ich dominującej pozycji, obejmującej wszystkie dziedziny"*[6].

W podobnym duchu o zjednoczonych Niemczech myśleli Margaret Thatcher czy François Mitterrand. Francja widziała w ściślejszym związaniu zjednoczonych Niemiec ze strukturami europejskimi panaceum na to zagrożenie. Ze wspomnień Huberta Védrine'a, doradcy prezydenta François Mitterranda wynika, że to czysty przypadek, iż unia walutowa stała się motorem ściślejszej integracji Niemiec w ramach struktur europejskich. Unia walutowa była po prostu wówczas najbardziej zaawansowanym projektem unijnym. Nadrzędny cel w jego ocenie stanowiła europejska integracja Niemiec: *„Mitterrand nie chciał zjednoczenia Niemiec bez postępów w kierunku większej integracji europejskiej. A jedynym tematem otwartym do dyskusji była unia walutowa"*[7].

Batalia o euro rozegrała się między grudniem 1989 r. a lutym 1992 r. W listopadzie 1989 r. Helmut Kohl ogłosił w Bundestagu 10-punktowy plan rozwiązania kwestii niemieckiej. Fakt, że plan nie był konsultowany z partnerami w UE spotkał się z dezaprobatą szczególnie ze strony Francji i Wielkiej Brytanii, co dano kanclerzowi odczuć podczas szczytu w Strassburgu 8/9 grudnia 1989 r. Jeszcze w marcu 1990 r. H. Kohl przekonywał prezydenta USA George'a Busha, że Niemcy nie są

[6] G. Nonnenmacher, *Der Weg ist das Ziel*, „Frankfurter Allgemeine Zeitung" 23.06.2014, s. 8.

[7] M. Sauga, S. Simons, K. Wiegrefe, *The Price of Unity. Was the Deutsche Mark Sacrificed for Reunification?* „Spiegel International" 30.09.2010, https://www.spiegel.de/international/germany/the-price-of-unity-was-the-deutsche-mark-sacrificed-for-reunification-a-719940.html

gotowi na rezygnację z marki. Natomiast w wystąpieniu w Bundestagu 6 listopada 1991 r. podnosił tradycyjne argumenty niemieckiej klasy politycznej, że unia walutowa bez unii politycznej nie ma szansy na sukces: „*Nigdy dość powtarzania, że unia polityczna jest niezbędnym dopełnieniem unii gospodarczej i walutowej. Najnowsza historia – i to nie tylko Niemiec – uczy nas, że przekonanie, iż można na dłuższą metę utrzymać unię gospodarczą i walutową bez unii politycznej, jest błędne*"[8].

Obstawanie przy unii politycznej poprzedzającej unię walutową stanowiło przez lata blokadę dla postępów w finalizowaniu unii monetarnej. Zmiana tego stanowiska przez rząd H. Kohla otworzyła według Bernda Pfaffenbacha, wysokiej rangi urzędnika w rządzie H. Kohla, drogę do prac nad konkretyzacją unii walutowej: „*Wcześniejsze stanowisko Niemiec było takie, że unia polityczna w Europie musi poprzedzać unię walutową. Jednak rząd niemiecki poświęcił to stanowisko w trakcie negocjacji*"[9].

Z perspektywy niemieckich elit politycznych poparcie dla unii walutowej stało się instrumentem budowania zaufania wśród partnerów europejskich do zjednoczonych Niemiec. Według cytowanego powyżej doradcy prezydenta Mitterranda H. Védrine'a, Kohl wiedział, że musi promować interesy europejskie, aby uczynić zjednoczenie Niemiec akceptowalnym dla partnerów.

Nie jest przypadkiem, że we wspomnieniach ówczesnego ministra spraw zagranicznych H.-D. Genschera te dwa wydarzenia – zjednoczenie Niemiec i Traktat z Maastricht – są ze sobą ściśle powiązane: „*Dla mnie ten akt [podpisanie Traktatu z Maastricht] symbolizował spełnienie obietnic, które złożyłem w trakcie procesu zjednoczenia, że zjednoczone Niemcy będą nadal prowadzić politykę integracji europejskiej w sposób zdecydowany i nie mniej zaangażowany*"[10].

Z kolei ówczesny minister finansów Theo Weigel w udzielonym wywiadzie zaprzeczył wprawdzie, jakoby unia walutowa była ceną za zjednoczenie, ale podkreślił, jak ważne było wspieranie integracji europejskiej dla budowania zaufania sąsiadów do Niemiec: „*Podczas procesu zjednoczenia nie zmieniliśmy europejskiego kursu. Nie dokonaliśmy korekty polityki, a tym samym usunęliśmy nieufność sąsiadów. Sąsiedzi wiedzieli, że mogą nadal polegać na europejskim kierunku Niemiec. Ale jedno nie było ceną za drugie*"[11].

Fakt, że zarówno Bundesbank, środowiska eksperckie, jak i społeczeństwo niemieckie w swojej większości odrzucało na tym etapie projekt unii walutowej, prze-

---

[8] O. Issing, *Die Währungsunion auf dem Weg zur Fiskalunion?...*, s. 10.

[9] M. Sauga, S. Simons, K. Wiegrefe, *The price of Unity…*,

[10] Tamże.

[11] Th. Weigel, *Zwischen D-Mark und Euro*, Interview, Deutschlandfunk, 2007, https://www.deutschlandfunk.de/zwischen-d-mark-und-euro-100.html

mawia również za interpretacją, że zgoda Niemiec na unię walutową została wymuszona na rządzie H. Kohla w zamian za akceptację dla zjednoczenia Niemiec.

Ówczesny prezes Bundesbanku Karl Otto Pöhl należał do największych sceptyków w Europejskiej Wspólnocie Gospodarczej (EWG) wobec projektu unii walutowej. Z oburzeniem zareagował na zgodę H. Kohla na utworzenie w 1988 r. Komitetu Delorsa, uważając, iż Bundesbank będzie marginalizowany poprzez fakt, że przewodniczący komitetu Jacques Delors jest „człowiekiem Brukseli" oraz reprezentantem Europy „łacińskiej" o odmiennej od niemieckiej kultury stabilności w kwestiach monetarnych[12]. Sceptycyzm Pöhla wobec unii walutowej czynił go szczególnie wiarygodnym w oczach M. Thatcher, która również była przeciwna temu projektowi. Znając negatywne nastawienie prezesa Bundesbanku do unii walutowej, zalecała ówczesnemu prezesowi Bank of England: *„Mam zaufanie do Karla Ottona Pöhla. Jeśli on coś proponuje, możesz to zaakceptować"*[13].

Oceniając ówczesne różnice w podejściu do kwestii monetarnych między Francją i Niemcami, K.O. Pöhl był przekonany, że na sfinalizowanie unii walutowej konieczne będzie jeszcze przynajmniej sto lat[14]. W jego ocenie: *„Unia walutowa w Europie być może nigdy by nie powstała, gdyby nie zjednoczenie Niemiec"*[15].

Różnice dotyczyły dwóch zasadniczych kwestii, które do dnia dzisiejszego pozostają przedmiotem sporu: **po pierwsze,** jest to pytanie o relacje między polityką monetarną i fiskalną, a **po drugie,** pytanie o stopień koniecznej konwergencji politycznej i gospodarczej w ramach unii walutowej. W punkcie pierwszym chodziło o to, czy i na ile polityka monetarna powinna wspierać politykę fiskalną w celach stymulowania gospodarki, co było tradycją francuską. Niemcy odrzucali ten koncept, opowiadając się za reformami strukturalnymi o długoterminowym zasięgu zamiast interwencji fiskalnych. Druga kwestia dotyczyła sekwencji czasowej integracji – czy wspólny pieniądz powinien zapoczątkować proces tworzenia wspólnoty politycznej, czy stanowić jego ukoronowanie. Czy wspólny pieniądz okaże się motorem konwergencji gospodarczej między państwami, czy raczej powinien pojawić się dopiero po osiągnięciu przez państwa członkowskie zbliżonego poziomu rozwoju gospodarczego. Niemcy opowiadały się, inaczej niż Francja, za konceptem, by „ukoronowaniem" zarówno unii politycznej, jak i konwergencji gospodarczej była wspólna waluta.

Na negatywne konsekwencje przedwczesnego wprowadzenia wspólnej waluty zwracały uwagę również niemieckie środowiska ekonomiczne. W pierwszym manifeście protestacyjnym przeciwko Traktatowi z Maastricht, podpisanym przez 62 profesorów i opublikowanym we „Frankfurter Allgemeine Zeitung" 11 czerw-

[12] H. James, *Making The European Monetary Union*, London 2012, s. 235.
[13] Tamże, s. 238.
[14] M. Sauga, S. Simons, K. Wiegrefe, *The Price of Unity…*
[15] Tamże.

ca 1992 r., ekonomiści podkreślali, że ze względu na różnice gospodarcze między państwami członkowskimi ten projekt jest przedwczesny. Jako taki stanie się źródłem napięć wewnątrz UE. W ich ocenie ekonomicznie słabsze państwa znajdą się pod tak silnym naciskiem konkurencji, że nie będą w stanie na nią skutecznie odpowiedzieć ze względu na niższą produktywność. To przełoży się na wzrost bezrobocia oraz wzrost napięć gospodarczych i politycznych, mogących zagrozić integracji europejskiej. Wysokie transfery między państwami staną się koniecznością. Bez unii politycznej nie ma dla nich demokratycznej legitymacji. Ta argumentacja pokrywała się z oceną K.O. Pöhla, który podczas prac w Komitecie Delorsa ostrzegał: „*W unii walutowej z nieodwracalnie ustalonymi kursami wymiany słabsi gospodarczo będą słabnąć, a silni będą coraz silniejsi. Doświadczylibyśmy więc wielkich napięć w realnej gospodarce Europy*”[16].

W manifeście ekonomiści zwrócili uwagę na kulturowe uwarunkowania polityki stabilności. Same regulacje nie są w ich opinii wystarczające, jeśli nie mają oparcia w przekonaniach społeczeństwa i klasy politycznej. Egzekucja praw na rzecz stabilności waluty może wiązać się z kosztami społecznymi, które społeczeństwo niemieckie jest gotowe ponosić, co nie jest powszechne w Europie. „*Nie ma jeszcze w całej Europie zgody co do tego, aby traktować stabilność cen jako priorytet w taki sposób, jak tradycyjnie ma to miejsce w Niemczech. Jednak tylko dzięki takiemu konsensusowi, który wspólnie podzielają bank centralny, rząd i społeczeństwo, można prowadzić konsekwentną politykę stabilności, ponieważ wymaga ona między innymi wsparcia poprzez politykę płacową i finansową państwa*”[17]. W dziewiątym z jedenastu punktów sygnatariusze odnieśli się do jednego z głównych argumentów przytaczanych na rzecz wspólnej waluty, która miałaby być koniecznym warunkiem finalizacji wspólnego rynku europejskiego. W ich opinii: „*Nie ma obecnie żadnego ekonomicznie przekonującego argumentu, aby odgórnie narzucać wspólnotę walutową Europie, która wciąż jest niejednolita pod względem gospodarczym, społecznym i polityki interesów. Zrealizowanie projektu wspólnego rynku europejskiego wcale nie wymaga ani nie wymusza wspólnej europejskiej waluty*”[18].

Sześć lat później 160 profesorów opublikowało 9 lutego 1998 r. również we „Frankfurter Allgemeine Zeitung” kolejny manifest, w którym apelowali o przesunięcie terminu wprowadzenia wspólnej waluty. Sygnatariusze wskazywali na trudności wynikające z faktu, że gospodarki państw członkowskich, pozbywając się kursu walutowego jako instrumentu reakcji na kryzysowe sytuacje, będą zmuszone reagować poprzez pogarszanie warunków na rynku pracy. Podkreślali, że

---

[16] H. James, *Making The European Monetary Union*… s. 232

[17] https://www.uni-goettingen.de/de/document/download/13ed6bc990f7c9be5650a97f27a-00ed6.pdf/Maastricht%20Manifeste%20deutsch-englisch.pdf

[18] R. Ohr, W. Schäfer, *Die EG-Währungsunion führt zur Zerreißprobe*, „Frankfurter Allgemeine Zeitung” 11.06.1992, s. 11.

osiągnięta konwergencja monetarna jest połowiczna, a zabezpieczenie solidności fiskalnej niedostateczne. Stąd należy się liczyć z silnymi politycznymi naciskami na politykę banku centralnego[19]. Przesunięcie terminu nie byłoby polityczną katastrofą i nie stawiałoby projektu wspólnej waluty pod znakiem zapytania. Pozwoliłoby zbudować euro na bardziej solidnych fundamentach, co zapewniłoby projektowi długotrwały sukces.

Podjęto też nadaremne próby zablokowania realizacji projektu wspólnej waluty poprzez skargi do Federalnego Trybunału Konstytucyjnego (FTK) w Karlsruhe. Zarzut dotyczył niezgodności Traktatu z Maastricht z Ustawą Zasadniczą (UZ) w kwestiach przenoszenia suwerenności m.in. w polityce pieniężnej na poziom unijny. Argumentowano, że takie rozwiązanie nie zapewnia dostatecznej demokratycznej kontroli i zagraża stabilności waluty. W wyroku z października 1993 r. FTK uznał wprawdzie zgodność Traktatów z Ustawą Zasadniczą, ale zdefiniował dwa warunki brzegowe dla udziału Niemiec w unii walutowej. Po pierwsze, Niemcy mają prawo wycofać się z umów traktatowych, jeśli instytucje unijne przekroczą swoje kompetencje. Po drugie, parlament niemiecki musi zachować kontrolę nad decyzjami europejskimi, przede wszystkim w obszarze politycznej odpowiedzialności za budżet państwa. W 1998 r. ponowiono bezskutecznie skargę do FTK na uczestnictwo Niemiec w strefie euro[20].

Dla oceny sytuacji nie można pominąć faktu, że marka zachodnia była dla społeczeństwa niemieckiego czymś więcej niż tylko walutą. Utożsamiała ona sukces ekonomicznego modelu Niemiec po II wojnie światowej. Stanowiła przedmiot uzasadnionej dumy Niemców, w sytuacji kiedy wszelkie tradycyjne narodowe symbole były zdyskredytowane. Poniższa ocena trafnie oddaje emocjonalne znaczenie marki zachodniej dla tożsamości powojennej Niemców: „*Marka niemiecka była niczym bogini. Nie była tylko walutą, ekwiwalentem produktów, siłą nabywczą, atrakcją dla zagranicznych inwestorów czy międzynarodową walutą rezerwową. Marka niemiecka była dla Niemców nadzieją, wiarą i miłością – po dwóch przegranych wojnach światowych, po inflacji, kryzysie bankowym i gospodarczym*”[21].

Trudno na tej podstawie obronić pojawiające się tezy, jakoby idea unii walutowej była niemieckim projektem, podporządkowującym gospodarki państw członkowskich interesom Niemiec. Bardziej realistyczna jest ocena, że Niemcy, wbrew

---

[19] https://www.uni-goettingen.de/de/document/download/13ed6bc990f7c9be5650a97f27a-00ed6.pdf/Maastricht%20Manifeste%20deutsch-englisch.pdf

[20] M. Bainczyk, *Polski i niemiecki Trybunał Konstytucyjny wobec członkostwa państwa w Unii Europejskiej*, Wrocław, 2017, s. 115 i n., https://bibliotekacyfrowa.pl/Content/79679/Polski_i_niemiecki_Trybunal_Konstytucyjny.pdf

[21] M. Pohl, *Das Symbol für Freiheit und Stabilität. Die D-Mark 1948-2001*, w: C.-L. Holtfrerich, H. James, M. Pohl, *Requiem auf eine Währung. Die Mark 1873-2001*, Deutsche Verlags-Anstalt, Stuttgart – München 2001, s. 7.

żywionym powszechnie zastrzeżeniom natury merytorycznej, zaczęli aktywnie popierać unię walutową w momencie, kiedy partnerzy europejscy uczynili z tego sprawdzian w obliczu procesu zjednoczenia Niemiec dla ich europejskiej lojalności. W tym sensie można uzasadnić twierdzenie, że rezygnacja z marki i zgoda na wspólną walutę była ceną, którą niemiecka klasa polityczna i społeczeństwo były gotowe zapłacić za pozytywne nastawienie partnerów europejskich do procesu zjednoczenia.

Ważny czynnik wspierający powstanie unii walutowej stanowił również fakt, że dominująca wówczas teoria monetarna pozwalała abstrahować od tak istotnego z perspektywy niemieckiej mankamentu, jakim był brak unii fiskalnej i politycznej. Trzy teoretyczne założenia, które w czasie kryzysu finansowo-walutowego w latach 2008 i 2010 zostały boleśnie zweryfikowane, pozwalały na uzasadnienie spójności unii monetarnej mimo tych instytucjonalnych braków. Po pierwsze, zakładano, że niezależność banku centralnego jest kluczowa dla samodzielnego określania ilości pieniądza w obiegu. Rynki finansowe, system bankowy czy sfera fiskalna mogą i powinny być odseparowane od polityki monetarnej. Po drugie, uważano, że bank centralny może być niezależny, tzn. wyjęty spod kontroli demokratycznej, ponieważ zarządza wąskim obszarem gospodarki, który regulują mechanizmy wymagające wiedzy technokratycznej i który nie generuje efektów redystrybucyjnych wymagających legitymizacji politycznej. Niezależność banku centralnego w tym koncepcie jest uzasadniona jego ściśle określonym i ograniczonym mandatem działania. Po trzecie, przy tak wąskim rozumieniu polityki monetarnej nie widziano problemu z przeniesieniem kompetencji na poziom unijny. Wręcz przeciwnie, zakładano, że im bardziej polityka monetarna będzie odizolowana od wpływów politycznych na poziomie narodowym, tym lepsza będzie gwarancja jej solidności. Nawiązując do popularnego w kręgach bankowości centralnej porównania polityki monetarnej do sytuacji Odyseusza przywiązanego do masztu, aby nie uległ powabowi syreniego śpiewu, zakładano, że więzy regulacyjne na poziomie unijnym są bardziej skuteczne niż na poziomie narodowym i lepiej chronią banki centralne przed uleganiem syrenim śpiewom sfery politycznej. Ta technokratyczna wizja sfery monetarnej i odpolitycznionego pieniądza, o którego emisję dba samodzielny i samowystarczalny bank centralny, była do pogodzenia z faktem, że polityka fiskalna, socjalna czy gospodarcza pozostały na poziomie państw narodowych. W odniesieniu do różnic gospodarczych zakładano optymistycznie, że konwergencja monetarna wymusi konwergencję ekonomiczną. Wąż walutowy wydawał się dowodzić, że polityka stabilizowania kursów walutowych jest w stanie wymusić transformację zachowań w zakresie polityki fiskalnej w kierunku większej solidności. Regulacje miały niczym więzy Odyseusza neutralizować odmienność tradycji monetarnych i różnice w podejściu do stabilności fiskalnej wśród państw członkowskich.

2. Niemieckie Euro

Za paradoks można poczytać fakt, że mimo niechętnego podejścia społeczeństwa niemieckiego i dużej części ekspertów do unii walutowej, uchodziła ona za twór niemiecki. W momencie bowiem, kiedy prezes Bundesbanku Karl Otto Pöhl, który jeszcze w grudniu 1990 r. twierdził: „*Nie potrzebuję Europejskiego Banku Centralnego. Bundesbank w zupełności mi wystarcza*"[22], zrozumiał, że wspólna waluta jest nieunikniona, Bundesbank mocno zaangażował się na rzecz budowania instytucjonalnych fundamentów unii. W efekcie powszechnie uważano, że strefa euro przypomina swoimi regulacjami rozwiązania niemieckie. „Niemieckie cnoty" uchodziły wówczas za gwarancję najwyższych standardów w polityce monetarnej[23]. Nie brakowało też z tego powodu krytyki. Jednym z prominentnych ekspertów był Barry Eichengreen, w którego opinii niemieckie strachy zostały przetransferowane na poziom europejski[24]. David Marsh z kolei argumentował, że Bundesbank wyeksportował specyficzne rozwiązania niemieckie, co stawia go w uprzywilejowanej pozycji w systemie. Również eksperci Bundesbanku nie kryli satysfakcji z wypracowanych rozwiązań. Niemiecki model prowadzenia polityki monetarnej stał się wzorcowym dla rozwiązań europejskich[25].

Niewątpliwy autorytet Bundesbanku wynikał zarówno z siły jego waluty – marki zachodniej – jak również z instytucjonalnej niezależności. Ze szczególnym uznaniem patrzono na jego politykę w latach 70., kiedy podczas szoku paliwowego inaczej niż większość zachodnich banków centralnych, Bundesbank nie poluzował polityki pieniężnej, koncentrując się przede wszystkim na zwalczaniu inflacji. W konsekwencji niemiecka gospodarka szybciej i z mniejszymi stratami wyszła z kryzysu gospodarczego niż europejscy partnerzy, co utwierdziło międzynarodową reputację Bundesbanku jako silnej i niezależnej instytucji. Rzeczywiście, na tle banku centralnego Francji czy Wielkiej Brytanii Bundesbank cieszył się znacznie większą niezależnością. O autorytecie Bundesbanku świadczy chociażby wypowiedź prezesa banku centralnego Francji Jean-Claude'a Tricheta, który w momen-

---

[22] H. James, *Making The European Monetary Union*,… s. 293.

[23] S. Mee, *Central Bank Independence and the Legacy of the German Past*, Cambridge 2019, s. 3.

[24] Tamże, s. 330.

[25] D. Marsh, *The Bundesbank: the bank that rules Europe*, London 1992.

cie wypowiadania tych słów był prezesem EBC: „*W Niemczech stabilność cen jako główny cel oraz niezależność banku centralnego mają długą tradycję, czego uosobieniem jest Deutsche Bundesbank. Ta tradycja oraz Statut Bundesbanku – który zainspirował również statuty innych banków centralnych w Europie – były jednymi z głównych sił stojących za Traktatem z Maastricht i Statutem ESBC. Sam byłem prezesem niezależnego Banque de France przez te ostatnie dziesięć lat. Niezależność została przyznana w styczniu 1994 r., pięć lat przed wprowadzeniem euro. W ciągu tych pięciu lat byłem szczególnie dumny, że nasz główny cel, stabilność cen, został osiągnięty zgodnie z naszą definicją – poniżej 2% – i pokrywał się ze stabilnością cen w Niemczech w tym samym pięcioletnim okresie. Można powiedzieć, że wraz z utworzeniem euro kultura stabilności została „zeuropeizowana" i otrzymała prawne oblicze w postaci międzynarodowego traktatu*"[26] .

Z perspektywy Niemiec trzy zasadnicze punkty były szczególnie istotne, aby zabezpieczyć dotychczasową formułę prowadzenia polityki monetarnej i nie zagrozić stabilności waluty. Wszystkie trzy zostały uwzględnione w Traktacie z Maastricht oraz Pakcie Stabilności i Wzrostu (PSW). **Po pierwsze**, chodziło o zapewnienie formalnej, finansowej i organizacyjnej niezależności banków centralnych państw członkowskich i Europejskiego Banku Centralnego jako bariery przed ewentualną dominacją fiskalną nad głównym celem, jakim jest stabilność waluty. Pod względem niezależności Europejski Bank Centralny (EBC) ma wyjątkową pozycję. Jego niezależność jest gwarantowana traktatem międzynarodowym, którego zmiana wymaga jednomyślności. Zadania EBC nie są pochodną zadań innych organów wspólnotowych, ale wynikają bezpośrednio z Traktatu.

Po drugie, Niemcom zależało na zapisie zabraniającym bezpośredniego finansowania potrzeb fiskalnych przez banki centralne. Aby zapobiec presji na banki z tego tytułu, uzgodnili kryteria konwergencji fiskalnej, obejmujące deficyt budżetowy poniżej 3% i poziom zadłużenia poniżej 60% PKB, koniecznych do spełnienia przed przystąpieniem do unii walutowej. W obawie, że konsolidacja budżetów będzie jednorazowym wysiłkiem w przededniu przystąpienia do unii walutowej, a nie długoterminową strategią, wynegocjowali Pakt Stabilności i Wzrostu, który miał gwarantować kontynuowanie polityki solidnych finansów, niezależnie od zmian w koalicjach rządowych czy większościach parlamentarnych. W opinii ówczesnego ministra finansów Theo Weigla, PSW oddziaływał już poprzez sam fakt swego istnienia i stwarzał nową europejską świadomość w zakresie stabilności[27].

Trzecim kluczowym z perspektywy Niemiec elementem architektury instytucjonalnej był zapis wykluczający transfery między państwami (non-bail-out).

---

[26] J.-C. Trichet, *Ten years of the euro – successes and challenges*, Osnabrück 2009, https://www.bis.org/review/r090217b.pdf

[27] Th. Weigel, *Zwischen D-Mark und Euro …*

Zgodnie z duchem Traktatu z Maastricht każde państwo członkowskie było odpowiedzialne za swoje finanse, a problemy finansowe członków unii nie miały obciążać partnerów, lecz być rozwiązywane na poziomie narodowym.

Podsumowując, Bundesbank początkowo opóźniający proces tworzenia unii walutowej zaangażował się intensywnie w budowę tej instytucji, kiedy polityczna decyzja o jej powstaniu stała się ostateczna. Celem była implementacja jak największej liczby rozwiązań przypominających rozwiązania Bundesbanku. Generalnie, twórcom regulacji przyświecała idea ograniczania rozwiązań wspólnotowych, pozostawiania jak najwięcej obszarów decyzyjnych na poziomie narodowym, ograniczania kanałów transmisji ryzyk, zgodnie z zasadą, że jeśli każdy zadba o solidność finansową na poziomie narodowym, cały system będzie zabezpieczony. Wydawało się, że cele, jakie stawiały sobie Niemcy, zostały dobrze obwarowane. Wszystkie banki centralne w ramach Europejskiego Systemu Banków Centralnych oraz EBC miały zdefiniowany jeden cel podstawowy, tj. utrzymanie stabilności waluty i zagwarantowanie niezależności dla jego realizacji. Rządy nie mogły liczyć na bezpośrednie finansowanie długu publicznego, jak również na wsparcie finansowe ze strony partnerów unijnych. Polityka fiskalna była monitorowana przez Komisję Europejską, a przekraczanie limitów karane. Wydawało się, że stworzone ramy instytucjonalne promują solidne finanse i stabilną politykę monetarną. W czasie kryzysu walutowego w 2012 r. poczucie bezpieczeństwa okazało się iluzją.

Kryzys w strefie euro

Kryzys finansowy w 2008 r., a następnie kryzys walutowy w strefie euro w latach 2010-2012 zmieniły diametralnie spojrzenie na unię walutową i jej osiągnięcia. Jeszcze w maju 2008 r. ówczesny prezes EBC Trichet triumfalnie piętnował sceptyków wprowadzenia wspólnej waluty: *„Nie będę dziś okrutny, cytując tych, którzy prorokowali, że wspólna europejska waluta jest niemożliwa, albo że jej wprowadzenie zakończy się całkowitą porażką, albo że w każdym razie nie może być wiarygodna ze względu na samą naturę jej konstrukcji*”[28] . W specjalnie przygotowanym biuletynie z okazji 10-lecia istnienia EBC z lipca 2008 r. podkreślano szczególne osiągnięcia Grecji, Hiszpanii i Irlandii w procesie konwergencji gospodarczej, mierzone poziomem PKB na głowę mieszkańca[29]. W 2010 r. strefa euro

[28] J.-C. Trichet, *How to preserve and consolidate the remarkable success of the Euro and the performance of the European economy*, Brussels 2008, https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2008/html/sp080516.en.html

[29] ECB, *10th Anniversary of the ECB*, Brussels 2008, s. 78, https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/10thanniversaryoftheecbmb200806en.pdf

znalazła się w kryzysie, który zagroził podstawom jej istnienia, m.in. ze względu na brak instytucjonalnych rozwiązań niezbędnych dla stabilizacji systemu.

Kryzys finansowo-walutowy był w dużej mierze szokiem epistemologicznym dla nauk ekonomicznych. Z teoretycznej perspektywy nie powinien się wydarzyć. Turbulencje na rynkach finansowych stanowiły zaprzeczenie modelowych założeń teorii efektywnych rynków finansowych, na których opierały się również rozwiązania instytucjonalne unii walutowej. Rynki finansowe i system bankowy, które miały być strażnikami solidności fiskalnej, stały się źródłem kryzysu i musiały być ratowane ze środków publicznych, co przyczyniło się do drastycznego wzrostu zadłużenia publicznego i presji na banki centralne. Według szacunków interwencje publiczne na rzecz sektora finansowego w strefie euro osiągnęły w latach 2008--2013 poziom 15% PKB (tj. 1,4 bln euro)[30].

Mechanizmy rynkowe okazały się niewystarczające dla zapewnienia właściwych bodźców i wymagały wsparcia ze strony administracji publicznej i odgórnego wprowadzenia zasad ostrożnościowych dla banków i instytucji finansowych. Filozofia, promowana przez Niemcy, że jeśli każdy jest odpowiedzialny za swoje finanse i stabilność, to system jako całość jest zabezpieczony, okazała się błędna. Powstałe w wyniku globalizacji i integracji walutowej powiązania wymagały wspólnotowych działań i nadzoru, aby zapobiec rozprzestrzenianiu się kryzysu. Nastąpiło odwrócenie fali deregulacji w systemie bankowym i finansowym. Zarówno w USA, jak i w UE powstały nowe instytucje nadzoru, których celem było monitorowanie ryzyk w systemie już ex ante, a nie reagowanie na nie ex post, jak to było wcześniej w zwyczaju, zwłaszcza za czasów legendarnego prezesa amerykańskiego banku centralnego Fed Alana Greenspana.

Kryzys wstrząsnął unią walutową w tak dużym stopniu, ponieważ brakowało w niej kluczowych zabezpieczeń potrzebnych do stabilizacji systemu, jakie w państwach narodowych stanowi potencjał fiskalny rządu. W Traktacie z Maastricht nie było formalnie zdefiniowanego podmiotu, który byłby odpowiedzialny za reagowanie na sytuacje kryzysowe w unii walutowej. Zgodnie z ówczesnym „duchem czasu" emanującym przekonaniem, że zarówno liberalna demokracja, jak i europejska wspólnota walutowa stanowią zwieńczenie rozwoju, swoisty „koniec historii", uważano, że kryzysy fiskalne, bankowe czy finansowe w momencie osiągnięcia pewnego poziomu rozwoju należą do przeszłości. Wiara w moc dyscyplinującej funkcji mechanizmów rynkowych sprawiła, że nie przewidziano żadnych procedur na tę ewentualność. Jedynie dla gospodarek wschodzących państw kandydujących do UE możliwe było zgodnie z Traktatem udzielenie pomocy finansowej, z której wówczas skorzystały np. Węgry.

---

[30] EPRS, *Testing the Resiliance of Banking Union. Cost of No-Europe Report*, Brussels 2016, s. 26, https://www.europarl.europa.eu/thinktank/pl/document/EPRS_STU(2016)558778

Z powodu braku rozwiązań instytucjonalnych kluczową rolę w stabilizacji unii walutowej odegrały dwa podmioty, nieprzewidziane do tej funkcji. Był to EBC i minister finansów Niemiec. EBC był wówczas jedyną instytucją, która mogła podjąć działania stabilizacyjne i zarządzać procesem na poziomie unijnym. Odbiegało to znacznie od zamierzonej przez twórców roli EBC, zwłaszcza jego ochrony przed presją ze względu na potrzeby fiskalne. Z kolei minister finansów Niemiec jako reprezentant państwa o największym potencjale fiskalnym musiał, z powodu braku odpowiednich rozwiązań unijnych, żyrować instrumenty i programy pomocowe EBC w celu ich uwiarygodnienia. Do momentu stworzenia Europejskiego Mechanizmu Stabilności (ESM) we wrześniu 2012 r., ale też później, wsparcie ze strony ministra finansów Niemiec dla niekonwencjonalnej polityki EBC było nieodzowne. To wówczas powstało wrażenie, że Niemcy dyktują warunki w unii walutowej i generalnie w UE. W rzeczywistości godziły się wtedy – wbrew zapisom traktatowym – na transfery środków do państw objętych kryzysem. Stawiane przez Niemcy warunki, również ze względu na konieczność ich akceptacji przez Bundestag, stały się przedmiotem ostrej krytyki w ramach europejskiej debaty publicznej i spowodowały ożywienie antyniemieckich resentymentów. Warto podkreślić, że dzień po słowach Mario Draghiego, że EBC zrobi wszystko, co konieczne, aby uratować euro (whatever it takes) Angela Merkel i François Hollande wydali 27 lipca 2012 r. wspólne oświadczenie, w którym wyrazili poparcie dla tej polityki i swoją determinację w kwestii ochrony strefy euro. Bez tej deklaracji słowa M. Draghiego nie stanowiłyby punktu zwrotnego w zwalczaniu kryzysu. Europejski Bank Centralny jako córka banków centralnych państw członkowskich z kapitałem w wysokości 10,8 mld euro nie posiadał takiej siły oddziaływania na rynki finansowe, jaka była konieczna dla zmiany wyceny ryzyka rozpadu strefy euro. Deklaracja wsparcia dla ECB ze strony rządów dwóch najsilniejszych gospodarek zmieniła tę ocenę.

Wydawało się wówczas, że te dwa nowe elementy – aktywizm EBC i transfery między państwami – mają przejściowy charakter i stanowią jedynie pomost, aby dzięki koniecznym instytucjonalnym uzupełnieniom powrócić do funkcjonowania unii walutowej zgodnie z zapisami traktatowymi. To założenie okazało się iluzją.

Ewolucja instytucjonalna strefy euro z perspektywy Niemiec

Kryzys w 2010 r. był początkiem procesu odchodzenia od regulacji w duchu tradycji Bundesbanku. Jeszcze w marcu 2012 r. M. Draghi, udzielając wywiadu gazecie „Bild" podkreślał chęć kontynuowania niemieckich tradycji. Komentując prezent od dziennikarzy w postaci pikielhauby, stwierdził: *„Prusak to dobry symbol*

dla najważniejszego zadania EBC: utrzymania stabilności cen i ochrony europejskich oszczędzających"[31]. Ale już podczas konferencji prasowej 2 sierpnia 2012 r. nie bez irytacji ujawnił, że prezes Bundesbanku Jens Weidmann był jedyną osobą, która wstrzymała się przy głosowaniu nad nowym instrumentem pomocowym OMT (Outright Monetary Transaction) w ramach jego słynnej strategii whatever it takes. OMT zakładał nieograniczony skup krótkoterminowych obligacji państw strefy euro pod warunkiem, że kraje te wystąpią o pomoc z funduszy ratunkowych (EFSF/ESM) i zgodzą się na reformy. M. Draghi zauważył wówczas krytycznie: *„Poparcie dla zrobienia wszystkiego, co konieczne, aby zachować euro jako stabilną walutę, było jednomyślne. Jednak jest jasne i powszechnie wiadome, że pan Weidmann i Bundesbank – choć jesteśmy tu jako osoby prywatne i nigdy nie powinniśmy o tym zapominać – mają zastrzeżenia wobec programów przewidujących zakup obligacji…"*[32].

Wraz z postępującym kryzysem i wyrażanym przez przedstawicieli Bundesbanku, kręgi polityczne, jak również społeczeństwo niemieckie sceptycyzmem wobec podejmowanych przez EBC kroków dla ratowania strefy euro, postępował również proces wyobcowania między kierownictwem EBC a decydentami w Niemczech. W prasie niemieckiej pojawiły się zarzuty wobec M. Draghiego o „liraryzację" euro. Z kolei Draghi zarzucał Niemcom „perverse angst". Otwarcie zaczęto kwestionować dotychczasowe dogmaty niemieckiej polityki monetarnej. W 2010 r. tylko trzy państwa (Estonia, Luksemburg i Finlandia) spełniały kryteria Paktu Stabilności i Wzrostu. Zaczęto podważać racjonalność barier dla zadłużenia publicznego. Popularny stał się interwencjonizm zarówno ze strony banku centralnego. jak i rządów w celu ratowania gospodarki i systemów społecznych.

Widoczną oznaką napięć i osłabienia dotychczasowej pozycji Niemiec w kształtowaniu europejskiej polityki monetarnej była fala rezygnacji niemieckich decydentów jako wyrazu niezgody na wprowadzanie kolejnych programów skupu obligacji, które w ich ocenie naruszały zasady stabilności monetarnej i zbliżały się do finansowania deficytów budżetowych. Pierwszym spektakularnym odejściem była rezygnacja głównego ekonomisty EBC Jürgena Starka, który ustąpił w 2011 r. z powodu braku akceptacji dla Securities Markets Programme (SMP), uruchomionego w 2010 r. w celu stabilizacji rynków długu państw najbardziej zadłużonych (m.in. Grecji, Hiszpanii, Włoch). W jego ocenie była to forma „monetyzacji długu" sprzeczna z mandatem EBC. Niedługo później, w tym samym roku, z funkcji prezesa Bundesbanku zrezygnował Axel Weber, który był typowany na następcę J.-C. Tricheta na stanowisku prezesa EBC. A. Weber również krytykował SMP,

---

[31] S. Mee, *Central Bank Independence and the Legacy of the German Past* …, s. 1.

[32] M. Draghi, Introductory statement to the press conference, Brussels 2012, https://www.ecb.europa.eu/press/press_conference/monetary-policy statement/2012/html/is120802.en.html

a także zapowiadane przez M. Draghiego działania, które w 2012 r. przybrały formę programu OMT. Weber uważał, że takie instrumenty są „uzależniającym nałogiem" i grożą utratą dyscypliny fiskalnej. Kolejną osobą, która opuściła stanowisko, był Jens Weidmann, prezes Bundesbanku od 2011 r. i następca A. Webera. Jego rezygnacja w 2021 r. była związana z krytycznym nastawieniem do kontynuowania przez EBC polityki interwencyjnej w postaci programu Public Sector Purchase Programme (PSPP), uruchomionego w 2015 r. w ramach luzowania ilościowego (QE), oraz Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP) z 2020 r. W liście pożegnalnym J. Weidmann podkreślił, że „środki kryzysowe są odpowiednie tylko w sytuacji nadzwyczajnej". W 2019 r. z zarządu EBC odeszła Sabine Lautenschläger. Jej rezygnacja była protestem przeciwko decyzji o wznowieniu programu skupu aktywów Asset Purchase Programme (APP) w sytuacji, gdy gospodarka strefy euro nie znajdowała się w głębokim kryzysie. Lautenschläger argumentowała, że kontynuacja QE w warunkach poprawy koniunktury jest nieuzasadniona i podważa wiarygodność polityki pieniężnej.

Niemieccy decydenci rezygnowali ze stanowisk, natomiast środowiska ekonomiczne i prawnicze protestowały przed Federalnym Trybunałem Konstytucyjnym w Karlsruhe. Procesy rozpoczęła skarga w sprawie pomocy finansowej dla Grecji oraz ogłoszony przez FTK wyrok z dnia 7 września 2011 r., w którym skargę oddalono, ale zdefiniowano granice, których ta pomoc nie może przekraczać. Podjęte zobowiązania nie mogą ograniczać demokratycznej prerogatywy Bundestagu, jaką jest odpowiedzialność za budżet. W kolejnych latach do 2014 r. FTK oddalił jeszcze pięć skarg w związku z ratowaniem strefy euro[33]. Dotyczyły one gwarancji w ramach EFSM czy instrumentu OMT. Za każdym razem podkreślał jednak, że instrumenty pomocowe nie mogą zagrażać parlamentarnej kontroli nad budżetem, jaką sprawuje Bundestag.

W świetle doświadczeń kryzysowych nie ulegało wątpliwości, że zarówno strategia EBC, jak i konstrukcja instytucji unii walutowej wymagały rewizji. Fakt, że dotychczasowy ustrój, uchodzący za niemiecki, nie był w stanie zareagować adekwatnie na kryzys bez wprowadzania wyjątkowych rozwiązań, osłabił autorytet niemieckiej koncepcji polityki monetarnej. Z podziwianego wzoru, model niemiecki stał się przedmiotem kontestacji. Część dokonanych zmian była konieczna ze względu na oczywiste błędy w założeniach. Część zmian z kolei wynikała z przesunięcia sentymentów w kierunku „łacińskiej" wersji polityki monetarnej i zasadniczo zmieniała dotychczasowy charakter funkcjonowania unii walutowej. Do pierwszej grupy wpisywały się regulacje związane z unią bankową i zwiększonym nadzorem finansowym.

---

[33] M. Bainczyk, *Polski i Niemiecki Trybunał Konstytucyjny…*, s. 120.

Do czasu wybuchu kryzysu dominowało przekonanie, że banki komercyjne, udzielając kredytów, przekazują pieniądze oszczędzających inwestorom. Banki centralne z kolei kontrolują ilość pieniądza w obiegu dzięki instrumentowi rezerwy obowiązkowej, która ogranicza środki banków komercyjnych. Te założenia pozwalały wnioskować, że ilość pieniądza, płynącego do gospodarki, jest ściśle określona, ograniczona i odgórnie kontrolowana, a wzrost inwestycji wymaga wcześniejszego wzrostu oszczędności. Stąd wynikało przekonanie, że zagrożenia dla bankowości centralnej mogą płynąć jedynie ze sfery fiskalnej, natomiast system bankowo-finansowy nie generuje ryzyk dla bankowości centralnej. Pierwsza publikacja pokazująca systemowe błędy tych założeń ukazała się w ramach wydawnictw Bank of England w 2014 r. W analizie wykazano, że prawie 98% pieniądza w obiegu emitowana jest przez banki prywatne, które udzielając kredytów, generują nowy pieniądz, niezależnie od nagromadzonych oszczędności. Jedynie 2-4% pieniądza w obiegu pochodzi z emisji banku centralnego[34]. W publikacji Bundesbanku z kolei mowa jest o błędnym założeniu, że banki są jedynie pośrednikami. W rzeczywistości poprzez kredyty kreują nowe pieniądze[35]. Z tego opisu wynikało, że iluzją jest, iż bank centralny samoczynnie kontroluje emisję pieniądza. Zdany jest on na współpracę z systemem bankowym i fiskalnym, które dostarczają potrzebne do zabezpieczenia emisji aktywa. Centralnym warunkiem utrzymania stabilności waluty jest w związku z powyższym ochrona banków centralnych nie tylko przed dominacją fiskalną, ale również finansową. W tym drugim przypadku odbywa się to przez zabezpieczenie standardów przyznawania kredytów czy emisji papierów dłużnych. W strefie euro brakowało zarówno centralnej instytucji fiskalnej czy funduszu zabezpieczającego politykę monetarną, jak również nadzoru nad systemem bankowym i finansowym jako całością. W kolejnych latach, aby uzupełnić tę lukę, powołano do życia EMS i unię bankową, która składała się trzech filarów: Jednolitego Mechanizmu Nadzorczego (SSM), Jednolitego Mechanizmu Restrukturyzacji i Uporządkowanej Likwidacji (SRM) i Europejskiego Systemu Gwarantowania Depozytów (EDIS). Dla banków wprowadzono regulacje takie jak zwiększenie koniecznego kapitału własnego i rezerw, które hamowały ich możliwości kredytowania gospodarki na rzecz zwiększonego bezpieczeństwa.

Druga grupa regulacji dotyczyła nie tyle korekty, co zasadniczej zmiany dotychczasowej filozofii polityki monetarnej. Wyrażane przez oponentów przedwczesnej unii walutowej obawy stały się rzeczywistością. „Niemiecka" kultura stabilności zderzyła się z bardziej elastycznym podejściem Południa Europy. W kryzysie od-

[34] M. McLeay, A. Radia, R. Thomas, *Money creation in the modern economy*, Quarterly Bulletin 2014 Q1, London, https://www.bankofengland.co.uk/quarterly-bulletin/2014/q1/money-creation-in-the-modern-economy?ref=michaeltefula.com

[35] Deutsche Bundesbank, *The Role of Banks, Non-Banks and the Central Bank in the Money Creation Process*, Monthly Report, April 2017, Frankfurt am Main, s. 17.

żyły zasadnicze spory wokół pytania, czy w imię celów polityki fiskalnej i społecznej można, i w jakim stopniu, odejść od zasad solidnej polityki monetarnej. Dla większości środowisk niemieckich było oczywiste, że stabilność waluty musi być priorytetem, natomiast dla przedstawicieli państw dotkniętych kryzysem priorytetem była pomoc dla zagrożonych budżetów i systemów finansowych. Kiedy na południu Europy toczyła się ostra debata skierowana przeciw planom oszczędzania i polityce „zaciskania pasa" (austerity), społeczeństwo niemieckie poparło w większości wprowadzenie tzw. hamulca zadłużenia, aby kontrolować poziom wydatków publicznych i zapobiec wzrostowi zadłużenia. W strefie euro odtworzył się podział, istniejący przed wprowadzeniem wspólnej waluty. Wokół Niemiec powstał blok tzw. państw skąpców, podkreślających kluczowe znaczenie solidnych finansów publicznych, wokół Francji i Włoch z kolei skupiła się grupa państw dążących do zwiększenia potencjałów fiskalnych poprzez transfery między państwami członkowskimi.

3. Transformacja polityki monetarnej

Trzy elementy odróżniają zasadniczo obecny model funkcjonowania strefy euro od „niemieckiego" wzoru. Dotyczą one rozumienia mandatu EBC, stosunku do solidności finansów publicznych oraz zakazu transferów między państwami członkowskimi. Generalnie można mówić o zmianie nastawienia do interwencjonistycznej polityki. Powszechna stała się misja ratowania, również w zakresie polityki monetarnej.

W tradycji niemieckiej niezależność banku centralnego i wąskie rozumienie jego mandatu wzajemnie się warunkowały. Z dystansem traktowano w Niemczech kult, jaki powstał swego czasu wokół prezesa Fed Alana Greenspana, uważanego za „Maestro" we wpływaniu na procesy gospodarcze. Kryzys zmienił diametralnie nastawienie do interwencjonizmu w gospodarkę. Powszechna stała się misja ratowania oraz wiara we wszechmoc banków centralnych. Niemieccy decydenci krytycznie patrzyli na inflację zadań, które przypadły EBC w czasie kryzysu. Przeszkadzała im otwartość, z jaką EBC przejmował odpowiedzialność za obszary, za które powinna być odpowiedzialna polityka fiskalna. W ich ocenie rozmywanie granic między polityką monetarną i fiskalną prowadzi do polityzacji działań banku i presji na jego interwencje oraz może stanowić zagrożenie dla jego niezależności. Na ten ostatni punkt zwracał szczególną uwagę jeden z czołowych niemieckich znawców bankowości centralnej, ideowy twórca unii walutowej i główny ekonomista EBC w latach 1998-2006 Otmar Issing. Podkreślał on, że za pomocą instrumentów polityki monetarnej nie można zapewnić zatrudnienia czy wzrostu gospodarczego, ale można wywołać efekty redystrybucyjne, które leżą w kompetencji instytucji z demokratyczną legitymizacją. Banki centralne jej nie mają. Są wyjęte wręcz spod demokratycznej kontroli, ponieważ ich mandat ogranicza się do wąskiego, opartego na merytorycznych kompetencjach obszaru. Wychodzenie poza ten mandat wiąże się z niebezpieczeństwem podważania niezależności banków centralnych. Świadomość granic własnego mandatu stanowiła według O. Issinga ważną jakość polityki monetarnej Bundesbanku. Przywództwo EBC w ratowaniu podmiotów finansowych, banków czy rządów kłóciło się z tą filozofią, było jednak akceptowane, również przez Trybunał Konstytucyjny w Karlsruhe jako przejściowa strategia, uzasadniona kryzysową sytuacją, użyta dla wyższego celu, jakim było utrzymanie

spójności unii walutowej. Co innego, jeśli bank centralny otwarcie angażuje się na rzecz polityki klimatycznej, jak to jest w przypadku EBC. Takie rozszerzanie mandatu banku centralnego upolitycznia politykę monetarną i podważa uzasadnienie dla jego niezależności[36]. Z perspektywy przeciwników zielonej transformacji stanowi to wręcz uzurpację władzy bez mandatu demokratycznego. Trudno też uzasadnić, dlaczego EBC nie angażuje się np. na rzecz obronności, argumentuje O. Issing. Z perspektywy Bundesbanku takie zaangażowanie stanowiłoby przejaw „zarozumiałości poznawczej", zakładającej posiadanie pełnej wiedzy na temat przyszłych procesów społecznych.

Wprowadzenie w 2022 r. dodatkowego instrumentu jakim jest Transmission Protection Instruments (TPI) wpisuje się również w nową, bardziej aktywistyczną strategię EBC. Zainicjowany w 2012 r. nadzwyczajny program OMT wiązał się z koniecznością przeprowadzenia reform strukturalnych, w kolejnym programie wsparcia PEPP, uruchomionym w 2020 r. z powodu pandemii, środki przyznawano bezwarunkowo, ale były limitowane czasowo. W najnowszym programie TPI stworzono możliwość nielimitowanych i bezwarunkowych interwencji na rynku obligacji rządowych w sytuacji, kiedy wysokość rynkowego oprocentowania długu uznana jest przez EBC za nieuzasadnioną. Prezentowany jako narzędzie zapobiegające fragmentyzacji rynku, TPI ma zapobiec różnicowaniu się wyceny ryzyka niewypłacalności pomiędzy państwami członkowskimi w unii. Ten cel jest trudny do wytłumaczenia, tym bardziej że na wycenę ryzyka na rynkach kapitałowych mają wpływ również wyniki wyborów, procesy demokratyczne czy decyzje polityczne dotyczące finansów państwa. Instrument ten sygnalizuje, że EBC jest gotowy dokonywać zakupów na rynku obligacji w celu stabilizacji ich wyceny. Stwarza to swoisty parasol ochronny dla emisji rządowych, co przekłada się bezpośrednio pozytywnie na wycenę obligacji. Poziom zadłużenia przestaje być istotny dla wyceny ryzyka. Bank centralny niweluje tym samym siłę oddziaływania bodźców rynkowych na konieczność konsolidacji budżetu i reform strukturalnych. TPI wskazuje, że niezależnie od solidności polityki budżetowej, EBC będzie kontrolował ceny długu publicznego państw członkowskich i odpowiednio interweniował, co pobudza popyt na obligacje państw zadłużonych. To wsparcie zwiększa z kolei ryzyko dominacji fiskalnej w polityce monetarnej.

Jest to tym bardziej niepokojące, że PWS nie funkcjonuje zgodnie z założeniami. Zobowiązania nie są wiążące, a zadłużenie rośnie w szybkim tempie. Architektura instytucjonalna zabezpieczająca solidność finansów publicznych

---

[36] O. Issing, *Notenbanken – unabhängig oder allmächtig*, „Frankfurter Allgemeine Zeitung" 17.06.2025, https://www.faz.net/aktuell/wirtschaft/notenbanken-unabhaengig-oder-allmaechtig-110539509.html

w unii walutowej została zachwiana, a bodźce do oszczędzania i solidności finansów publicznych stępione. Traktatowa klauzula non-bail-out przestała być istotna, gdyż EBC otrzymał instrument zabezpieczenia przed kryzysem fiskalnym.

Interwencje EBC i poluzowanie zasad PSW zwiększyły problem uznawany w literaturze za typową dla rządów demokratycznych skłonność do zwiększania długu publicznego. Trudność polega na tym, że koszty społeczne i polityczne konsolidacji budżetu są tak wysokie, iż państwa nie podejmują tego wyzwania, tym bardziej że korzystają z pozytywnych efektów solidnej polityki fiskalnej innych członków. Reguły fiskalne miały zagwarantować, że wszystkie państwa członkowskie będą postępowały zgodnie z interesem całości. Niemniej w państwach demokratycznych obserwowana jest tendencja do traktowania finansów publicznych jako „wspólnego pastwiska", używanego przez partie polityczne do pozyskania wyborców obietnicami obciążającymi finanse. Dla sfinansowania obietnic bardziej korzystne niż podnoszenie podatków lub zmiana redystrybucji wydatków publicznych jest z perspektywy rządzących zaciąganie długów, których spłata stanie się ciężarem dopiero w przyszłości. W państwach z narodową walutą istnieje ścisłe powiązanie między zadłużeniem budżetu państwa a kursem waluty i kosztem długu. W unii walutowej natomiast powstają dodatkowe strukturalne bodźce do stosowania strategii „jazdy na gapę". Wszystkie państwa odnoszą te same korzyści ze stabilnej waluty, ale nie wszystkie w porównywalnym stopniu się do niej przykładają. Przy dużym zróżnicowaniu zadłużenia, państwa z mniej solidnymi budżetami otrzymują wsparcie w postaci niskiego oprocentowania mimo rosnącego zadłużenia. Zmiany instytucjonalne, jakie zaszły w unii walutowej, pogłębiają dylemat „wspólnego pastwiska", który wbudowany jest w konstrukcję instytucjonalną Unii.

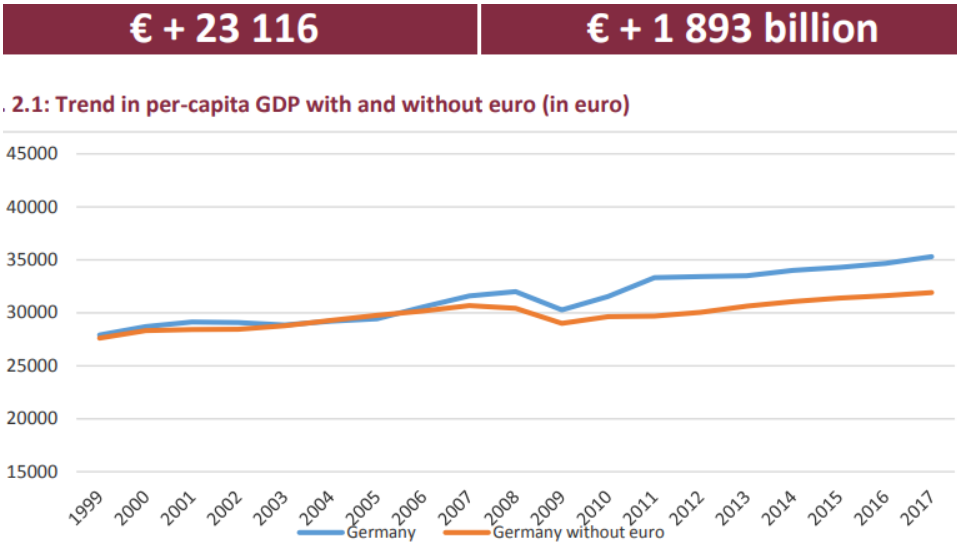
Unia walutowa stoi więc przed dylematem. EBC znacząco rozszerzył swoje pola działania, częściowo na obszary polityki fiskalnej i polityki społecznej. Im szerzej mandat banku będzie definiowany, tym więcej konfliktów może się pojawić na tle redystrybucji środków i kosztów tej polityki. Powrót do wąskiego rozumienia mandatu EBC wymagałby większej gotowości ze strony rządów do przeprowadzenia reform strukturalnych. W tym sensie rację mieli ci, którzy ostrzegali, że same reguły nie wystarczą, aby ugruntować politykę stabilności waluty. Ta idea musi mieć również zakotwiczenie w społeczeństwie, aby w przypadku konfliktu interesów nie stać się ofiarą innych, doraźnych celów. Obecnie Niemcy muszą odnaleźć się w nowym otoczeniu instytucjonalnym, z odmiennymi priorytetami polityki monetarnej, niż to było w tradycji Bundesbanku.

Czy Niemcy są beneficjentami strefy euro

W debacie w Polsce panuje powszechne przekonanie, że Niemcy są największym beneficjentem euro. Na potwierdzenie tej tezy cytowane są najczęściej wyliczenia przygotowane przez Centre for European Policy (CEP) z okazji rocznicy 20-lecia strefy euro. Miernikiem oceny w tej analizie był rozwój PKB na głowę mieszkańca i pytanie, jak byłby on wysoki, gdyby to państwo nie było członkiem unii walutowej. Autorzy zastrzegają, że metoda ma słabości ze względu na trudność z oddzieleniem efektów przyjęcia euro od innych czynników wpływających na rozwój gospodarczy. Niemniej z ich wyliczeń wynika jednoznacznie, że *„Niemcy zyskały zdecydowanie najwięcej na wprowadzeniu euro – prawie 1,9 biliona euro w latach 1999-2017. Oznacza to około 23 000 euro na mieszkańca. Poza tym jedynie Niderlandy odniosły znaczące korzyści z wprowadzenia euro"*[37].

Poniższa grafika, skopiowana z tej analizy, ilustruje różnicę w rozwoju PKB na głowę w Niemczech w latach 1999-2017 w sytuacji bycia członkiem unii walutowej i pozostawania poza unią.

Wykres 1



Źródło:https://www.cep.eu/fileadmin/user_upload/cep.eu/Studien/20_Jahre_Euro_-_Gewinner_und_Verlierer/cepStudy_20_years_Euro_-_Winners_and_Losers.pdf

[37] https://www.cep.eu/fileadmin/user_upload/cep.eu/Studien/20_Jahre_Euro_-_Gewinner_und_Verlierer/cepStudy_20_years_Euro_-_Winners_and_Losers.pdf, s. 1.

Z analizy wynika również, że największymi przegranymi członkostwa w strefie euro były przede wszystkim Włochy, a następnie Francja. Autorzy wyjaśniają to faktem, że państwa te straciły instrument dewaluacji waluty, z którego korzystały w sytuacjach malejącej w porównaniu z niemiecką konkurencyjności ich gospodarek. Według interpretacji autorów unia walutowa nie tylko nie wpłynęła pozytywnie na konwergencję gospodarek, ale wręcz nasiliła tendencje dywergencji w rozwoju gospodarczym między Północą i Południem Europy: *„W szczególności problem rozbieżnej konkurencyjności krajów strefy euro pozostaje nierozwiązany. Wynika to z faktu, że poszczególne kraje strefy euro nie mogą już dewaluować swojej waluty, aby zachować konkurencyjność na arenie międzynarodowej – była to metoda powszechnie stosowana przed wprowadzeniem euro. Od czasu jego wprowadzenia erozja konkurencyjności międzynarodowej prowadzi do niższego wzrostu gospodarczego, wzrostu bezrobocia i spadku wpływów podatkowych. W szczególności Grecja i Włochy obecnie doświadczają poważnych trudności z powodu braku możliwości dewaluacji swojej waluty"*[38].

Jeszcze przed kryzysem w strefie euro zwracano uwagę na postępującą, wbrew założeniom projektodawców unii walutowej, dywergencję gospodarczą. Po kryzysie ten proces się nasilił. Co ciekawe, dotyczy on głównie państw założycielskich strefy euro. Jak podkreślają autorzy analizy Międzynarodowego Funduszu Walutowego, dla gospodarek państw, które później przystąpiły do strefy euro, można wykazać wzrastającą konwergencję: *„Realna konwergencja nie nastąpiła wśród pierwotnych członków strefy euro. Wzrost PKB i wzrost produktywności nie zmniejszyły różnic dochodowych między krajami bogatszymi a biedniejszymi. Choć nastąpiła pewna konwergencja w zakresie stóp bezrobocia, została ona częściowo odwrócona od czasu kryzysu gospodarczego. Natomiast wśród krajów, które później przystąpiły do strefy euro, odnotowano znaczącą konwergencję"*[39].

Należy jednak zauważyć, że zjawisko dywergencji między gospodarkami w unii walutowej nie dotyczy całego okresu. W pierwszych latach istnienia strefy euro państwa przyzwyczajone do wyższych stóp procentowych – Irlandia, Grecja, Hiszpania czy Portugalia – również przeżywały szybki wzrost gospodarczy, którego podstawą był boom kredytowy na skutek niższych kosztów oprocentowania. Jak zauważył J.-C. Trichet, dla wielu gospodarek tak niskie koszty zadłużenia były nowością od pięćdziesięciu lat: *„Ukierunkowane na stabilizację ramy dla polityki makroekonomicznej, koncentrujące się na stabilności cen i solidnej polityce fiskalnej, doprowadziły do znacznego obniżenia kosztów finansowania w większości krajów. Obecnie gospodarka*

---

[38] https://www.cep.eu/fileadmin/user_upload/cep.eu/Studien/20_Jahre_Euro_-_Gewinner_und_Verlierer/cepStudy_20_years_Euro_-_Winners_and_Losers.pdf, s. 19.

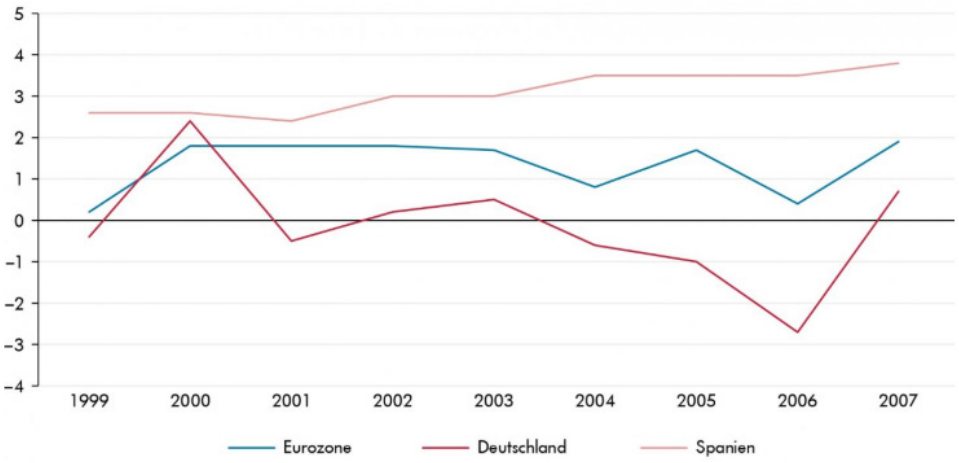
[39] J. R. Franks, B.B. Barkbu, R. Blavy, W. Oman, H. Schoelermann, *Economic Convergence in the Euro Area: Coming Together or Drifting Apart?* IMF Study, Washington 2018, s. 19, https://www.imf.org/en/publications/wp/issues/2018/01/23/economic-convergence-in-the-euro-area-coming-together-or-drifting-apart-45575

europejska korzysta z referencyjnych długoterminowych stóp procentowych znacznie poniżej 4%, poziomu, którego większość emitentów nie widziała przez ostatnie pięćdziesiąt lat. Ograniczenie premii za ryzyko i ustabilizowanie oczekiwań inflacyjnych na niskim poziomie jest dużym osiągnięciem, które musi być utrzymane przez dzisiejszą i przyszłą politykę gospodarczą"[40] .

Z kolei Niemcy weszły po wprowadzeniu wspólnej waluty w okres stagnacji gospodarczej z wysokim bezrobociem, m.in. na skutek zawyżonego z ich perspektywy oprocentowania. Wówczas to zostali określeni przez „The Economist" „chorym człowiekiem strefy euro"[41]. Gerhard Schröder, krytykowany za poluzowanie Paktu Stabilności i Wzrostu, gdyż wymusił zmianę zasad w celu uniknięcia kary za przekroczenie dozwolonego deficytu budżetowego, w przypadku tego kryzysu zareagował podręcznikowo. W latach 2003-2005 przeprowadził reformy tzw. Agendy 2010, które wpłynęły na obniżenie kosztów pracy w Niemczech. Istotne były w tym kontekście nie tylko reformy systemów zabezpieczeń społecznych, ale również poparcie ze strony związków zawodowych dla polityki zamrożenia płac realnych. Dla kontrastu, w państwach Europy Południowej koszty pracy w tym samym okresie systematycznie wzrastały.

Poniższa grafika pokazuje zmiany kosztów płacy w stosunku do roku poprzedniego w Niemczech, Hiszpanii i strefie euro.

Wykres 2



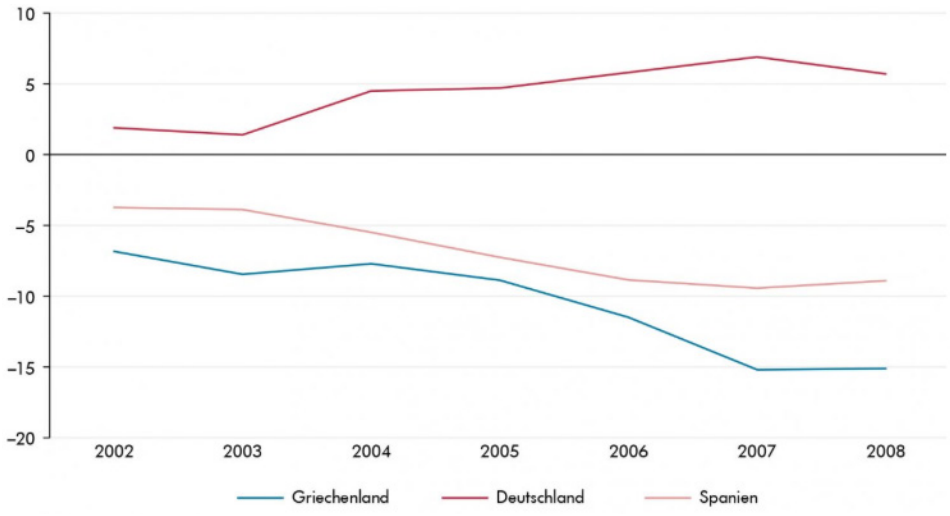
Źródło: https://www.bpb.de/shop/zeitschriften/apuz/geldpolitik-2022/507734/eine-kurze-geschichte-der-europaeischen-waehrungsunion/

[40] J.-C. Trichet, *The euro - successes and challenges*, Paris 2005, https://www.bis.org/review/r050126b.pdf

[41] *The sick man of the euro*, „The Economist" 3.06.1999, https://www.economist.com/special/1999/06/03/the-sick-man-of-the-euro?utm_source=chatgpt.com

Państwa Europy Południowej przeżywały boom konsumpcyjny, co z kolei przekładało się na ich negatywny bilans handlowy. Niemiecka gospodarka powróciła również dzięki temu do swojego tradycyjnego modelu, opartego na wysokich nadwyżkach handlowych.

Wykres 3



Źródło: https://www.bpb.de/shop/zeitschriften/apuz/geldpolitik-2022/507734/eine-kurze-geschichte-der--europaeischen-waehrungsunion/

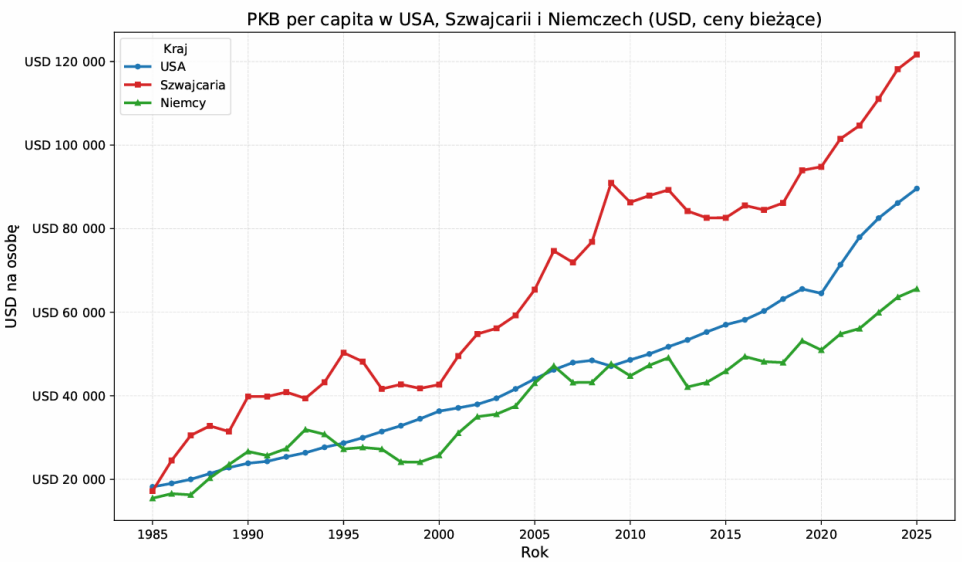
Zmianę z pozycji chorego człowieka na europejską lokomotywę gospodarczą Niemcy zawdzięczają w dużym stopniu bolesnym reformom systemów socjalnych. Ten pozytywny proces wzmocniło również wykorzystanie przez przemysł niemiecki otwarcia rynków Europy Środkowo-Wschodniej dla budowy łańcucha produkcji Niemiec z państwami czwórki wyszehradzkiej (Polska, Węgry, Czechy i Słowacja)[42]. Podjęte działania pozwoliły na odzyskanie przez gospodarkę niemiecką konkurencyjności w warunkach unii walutowej z tendencyjnie wyższymi kosztami kredytowania gospodarki niż w okresie panowania marki.

Ze względu na fakt, że proces konwergencji gospodarczej w unii walutowej nie przebiegał tak jak zakładano, należałoby dla oceny korzyści dla Niemiec z bycia członkiem unii walutowej odnieść się do innych gospodarek poza unią walutową. Poniższa grafika prezentuje rozwój PKB na głowę w latach 1985-2024 w USA,

[42] IMF, German-Central European Supply Chain-Cluster Report, Washington 2013, https://www.imf.org/-/media/websites/imf/imported-full-text-pdf/external/pubs/ft/scr/2013/_cr13263.pdf

Szwajcarii i Niemczech. Państwa te znajdowały się wówczas na zbliżonym poziomie. W przeciągu ostatnich 30 lat niemiecka gospodarka utraciła znacznie na dynamice rozwoju w porównaniu z tymi dwoma gospodarkami.

Wykres 4



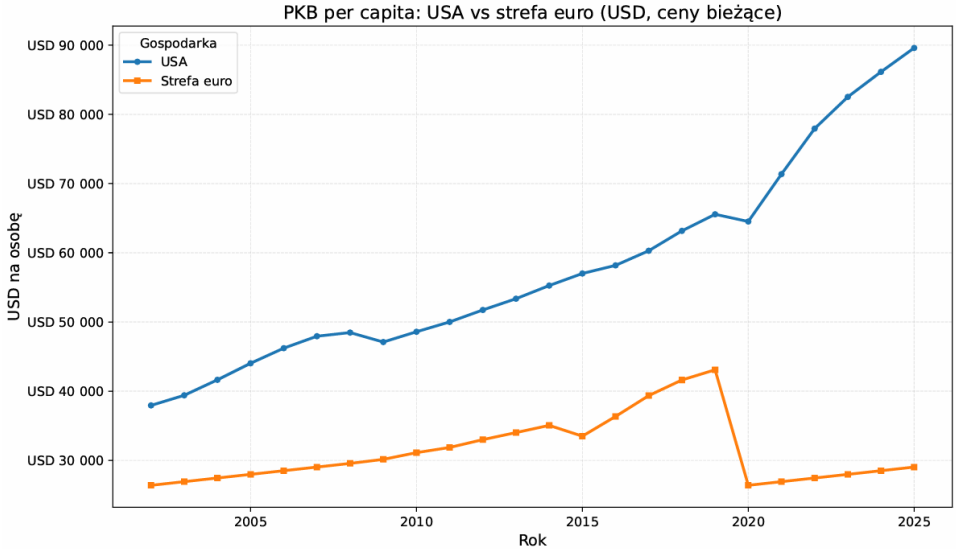
Źródło: Statista i obliczenia własne

Generalnie musi zaskakiwać fakt, że mimo stworzenia wspólnego rynku i wspólnej waluty, jak również polityk wspólnotowych na rzecz wzrostu gospodarczego i transformacji technologicznej, rozwój PKB na głowę w strefie euro w porównaniu z USA znajduje się w 2025 r. na poziomie roku 2010, a w ostatnich latach nawet spadał.

Szczególnie niepokojący jest fakt, że ta dywergencja rozwoju między USA i Niemcami wynika z faktu swoistej blokady procesu tzw. „twórczej destrukcji", rozumianego przez Josepha Schumpetera jako wypieranie tradycyjnych technologii przez nowe rozwiązania. Gospodarka niemiecka „przesypia" w ostatnim trzydziestoleciu kolejne fale innowacji. Dotyczy to zarówno rewolucji cyfrowej, jak i rewolucji związanej ze sztuczną inteligencją. Jest to tym bardziej trudne do zrozumienia, że baza kapitałowa i przemysłowa Niemiec pozwalałaby na ich przywództwo w tych procesach, a innowacyjne produkty i usługi gwarantują najwyższe marże i dominującą pozycję na rynku. Rodzi się zatem pytanie o zmiany w otoczeniu Niemiec, które mogłyby wpływać na to, że mechanizmy rynkowe wymuszające przez lata na niemieckiej gospodarce innowacyjność, przestały funkcjonować w takim

stopniu jak w przeszłości. Trudno wykazać empirycznie współzależność między członkostwem w unii walutowej a spadkiem innowacyjności gospodarki Niemiec. Niemniej warto podkreślić, że niemiecka gospodarka osiągała najwyższe wzrosty gospodarcze, mając jedną z najsilniejszych walut świata. To partnerzy europejscy byli zmuszeni do ciągłych dewaluacji swoich walut, aby sprostać niemieckiej konkurencji. Z perspektywy Francji, Hiszpanii czy Włoch zaletą członkostwa w unii walutowej była m.in. likwidacja presji na konieczność dewaluacji waluty. Obecnie w debacie podkreśla się często fakt, że korzyścią z bycia członkiem strefy euro dla Niemiec jest słabsza pozycja euro niż marki zachodniej. Mając silniejszą walutę nie osiągaliby takich sukcesów eksportowych. Argument ten bazuje raczej na intuicji i założeniu, że tańszy produkt lub usługę łatwiej jest sprzedać. Fakty historyczne przeczą takim przekonaniom. Gospodarka Niemiec rozwijała się po 1948 r. mimo, a według niektórych badaczy dzięki stabilnej i silnej walucie[43]. Niemcy były mistrzem eksportu przez cały okres po 1948 r.[44] Również przed wprowadzeniem wspólnej waluty osiągały nadwyżki eksportowe, i to bez względu na koszty zjednoczenia Niemiec.

Wykres 5



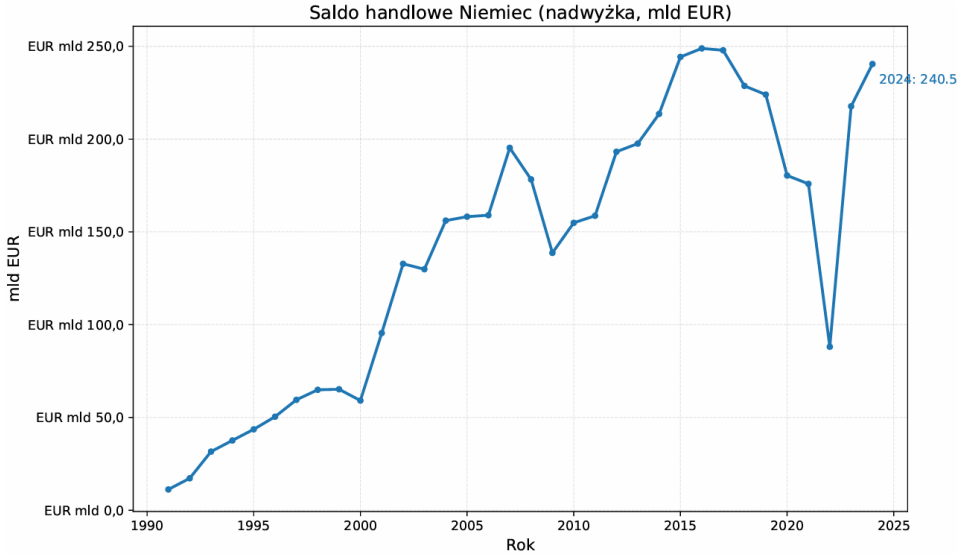
Źródło: Statista i obliczenia własne

[43] H.-P. Spahn, *Leitwährungsfunktion und Zahlungsbilanz. Goldstandard, EWS und die Zukunft der DM-Hegemonie in Europa*, w: C. Köhler, R. Pohl, *Währungspolitische Probleme im integrierten Europa*, Berlin 1992, s. 95-123.

[44] J.-O. Hesse, *Exportweltmeister. Geschichte einer deutschen Obsession*, Suhrkamp, 2023.

Euro natomiast zdjęło z Niemiec presję na ciągłą innowację swojej oferty. Mogły zdać się na konkurencję cenową jak swego czasu ich partnerzy europejscy. Z tej perspektywy słabsza waluta działała niczym środek nasenny na niemiecką gospodarkę. Dobrym punktem odniesienia może być Szwajcaria, która mimo mocnej waluty nie utraciła dynamiki rozwoju. Na marginesie warto dodać, że również włączenie rynków w Europie Wschodniej do niemieckich łańcuchów produkcji oraz przejęcie ich rynków konsumpcji, jak i otwarcie rynku zbytu w Chinach stworzyło bodźce, które nie sprzyjały innowacyjności czy wręcz tworzyły parasol ochronny przed koniecznością poszukiwania innowacyjnych rozwiązań i zwiększania produktywności.

Wykres 6



Źródło: Statista i obliczenia własne

Oceniając korzyści Niemiec z członkostwa w strefie euro należy stwierdzić, że pozytywna ocena wynika raczej z wyboru punktów odniesienia i ze słabej dynamiki rozwoju gospodarek strefy euro. Niemcy zareagowali na wyzwania wynikające z członkostwa w unii walutowej reformami rynku pracy, zwiększając swoją konkurencyjność, podczas gdy duża część partnerów europejskich, zwłaszcza w Europie Południowej przyzwoliła na taki wzrost płac, który osłabił konkurencyjność ich gospodarek, ale zwiększył konsumpcję, co w efekcie sprzyjało gospodarce niemieckiej. Dobre wyniki gospodarki niemieckiej na tle innych europejskich gospodarek wynikają raczej z braku reform strukturalnych u partnerów niż ze wzrostu dynamiki rozwoju w Niemczech dzięki unii walutowej.

4. Niedowartościowany wkład Niemiec do strefy euro

W ocenie zysków i strat z udziału w unii walutowej nie można pomijać konkretnych monetarnych korzyści. Uwzględniając transfery środków, bilans partnerów w związku z udziałem Niemiec w unii walutowej będzie wyglądał znacznie korzystniej. Niemcy bowiem wpływają pozytywnie na zwiększanie potencjału fiskalnego pozostałych gospodarek. Dzieje się to za sprawą dwóch kanałów: korzystnego wpływu na koszty finansowania państw strefy euro, jak również poprzez bezterminową akceptację deficytów w bilansie wymiany handlowej w ramach rozliczeń Target2.

W odniesieniu do pierwszego punktu nie do przecenienia jest rola kotwicy, jaką odgrywają Niemcy, dla stabilności euro. W debacie wokół przyczyn dywergencji między rozwojem gospodarek UE w porównaniu z gospodarką USA czy Chin pojawiają się zarzuty wobec polityki fiskalnej Niemiec, która ze względu na swoją restrykcyjność i „zafiksowanie" na nadzorowaniu poziomu zadłużenia ma osłabiać dynamikę rozwoju gospodarki europejskiej[45]. Zarzut ten bazuje na założeniu, że inwestycje publiczne są kluczem do pobudzenia inwestycji prywatnych, co ma się przełożyć na rozwój gospodarczy UE[46]. Przykłady państw europejskich o znacznie większym zaangażowaniu budżetu w stymulowanie gospodarki nie potwierdzają wprawdzie tej tezy, niemniej oczekiwania wobec stymulującej roli wydatków publicznych Niemiec są tak duże, że z entuzjazmem powitano na poziomie unijnym plany Niemiec zwiększenia zadłużenia na rzecz inwestycji infrastrukturalnych i zbrojeń, mimo że będzie to sprzeczne z obowiązującymi zasadami PSW[47]. Wśród krytycznych głosów wobec dotychczasowej polityki fiskalnej Nie-

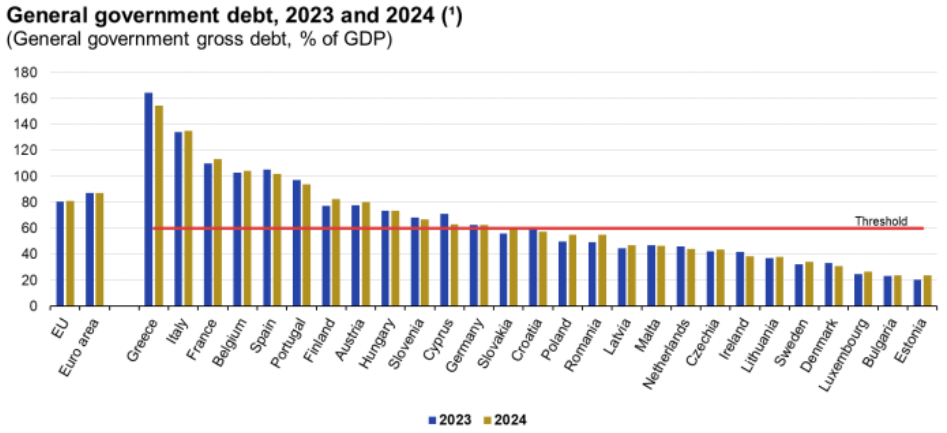
[45] J. Packroff, *EU economy commissioner: Debt rules have cost us growth*, Euractiv, 2023, https://www.euractiv.com/section/economy-jobs/news/eu-economy-commissioner-debt-rules-have-cost-us-growth/

[46] M. Draghi, *The future of European competitiveness*, Brussels 2024, https://commission.europa.eu/document/download/ec1409c1-d4b4-4882-8bdd-3519f86bbb92_en?filename=The%20future%20of%20European%20competitiveness_%20In-depth%20analysis%20and%20recommendations_0.pdf

[47] J. Zettelmeyer, *What does German debt brake reform mean for Europe?* Brussels 2025, https://www.bruegel.org/newsletter/what-does-german-debt-brake-reform-mean-europe

miec pomijany jest fakt, jak ważnym dobrem publicznym dla stabilności euro był i nadal jest relatywnie niski poziom zadłużenia publicznego Niemiec. Wraz z Niderlandami i mniejszymi gospodarkami, takimi jak Litwy, Łotwy, Estonii, Chorwacji, Słowenii, Słowacji i Irlandii, Niemcy gwarantowały, że przeciętne zadłużenie w strefie euro pozostawało poniżej 90% PKB, czyli wyraźnie poniżej wartości we Francji, Włoszech czy Hiszpanii.

Wykres 7



Źródło: Eurostat

Ze względu na wielkość gospodarki stabilność fiskalna Niemiec pozytywnie wpływa na rating pozostałych gospodarek strefy euro i determinuje ich koszty zadłużenia. Od założenia unii walutowej z tego przywileju korzystały Grecja, Hiszpania, Portugalia czy Włochy, państwa, które tradycyjnie ponosiły znacznie większe koszty obsługi zadłużenia. Obecnie ryzyko ich niewypłacalności wyceniane jest poniżej ryzyka USA i odpowiednio koszty ich długu publicznego są niższe niż koszty długu rządu USA. Wpływ na tak niską wycenę ryzyka przy tym poziomie zadłużenia ma niewątpliwie założenie, że gospodarki te na wypadek trudności otrzymają stosowną pomoc albo z EBC poprzez instrument TPI, albo poprzez fundusz europejski na wzór NextGeneration EU.

Były dyrektor odpowiedzialny za emisję obligacji rządu włoskiego Lorenzo Codogno przyznał, że zakupy obligacji dokonywane przez EBC były kluczowe dla zahamowania wzrostu kosztów zadłużenia Włoch[48]. Z kolei po aktywizowaniu programu NextGeneration EU spready wyceniające ryzyko obligacji rządów

[48] M. McDougall, M. Arnold, *Italian bonds shrug off higher rates to eclipse other big debt markets*, „Financial Times" 13.04.2023, s. 8.

Włoch, Grecji czy Hiszpanii zbliżyły się do poziomu obligacji Francji i Niemiec. Skuteczność instrumentów EBC i ich rynkowa wiarygodność wynika z faktu, że stoi za nimi potencjał fiskalny gospodarek unijnych, z których niemiecka ma największą siłę oddziaływania.

Z perspektywy Niemiec to wsparcie nie odbywa się bezkosztowo. Trud utrzymywania skonsolidowanego budżetu nie jest na rynku odpowiednio promowany, ponieważ koszty finansowania dla państw wyżej zadłużonych są poprzez ingerencję EBC w ramach polityki przeciwdziałania fragmentaryzacji zaniżane. Jak wyraził to jeden z analityków finansowych, Niemcy stopniowo przechodzą z gospodarki o wysokim wzroście i niskim zadłużeniu do gospodarki o niskim wzroście i wyższym zadłużeniu. W związku z powyższym, w jego opinii, jest rzeczą naturalną, że obligacje rządu Niemiec tracą swoją uprzywilejowaną pozycję, a ich wycena zbliża się do cen obligacji Włoch czy Hiszpanii[49] .

Drugim mechanizmem przyczyniającym się do zwiększania potencjału finansowego członków unii walutowej są zasady rozliczeń między bankami centralnymi w ramach strefy euro, tzw. target-system. Pozwala on gospodarkom deficytowym na budowanie zobowiązań wobec państw z nadwyżkami bez określania terminu, do kiedy te zobowiązania powinny być spłacone. W powstałej w 1950 r. Europejskiej Unii Walutowej obowiązywał miesięczny okres rozliczenia, w USA obowiązuje kwartalne rozliczenie między stanowymi bankami centralnymi, natomiast w strefie euro nie wprowadzono terminu koniecznego do wyrównania otwartych rachunków. W ten sposób banki centralne państw z nadwyżkami handlowymi gromadzą jako aktywa nierynkowe należności, natomiast państwa deficytowe zobowiązania bez mechanizmów ich egzekucji. EBC funkcjonuje w tym systemie jako pośrednik. Zabezpieczeniem dla tych należności, których wielkość w Bundesbanku sięga ponad miliard euro, nie są ściągalne na rynku aktywa, ale polityczna rękojmia istnienia Unii. W ocenie części ekspertów Target jest korzystnym rozwiązaniem dla gospodarek z deficytami w wymianie handlowej i wymusza ich nielimitowane czasowo kredytowanie przez państwa gromadzące te należności w bilansie banku centralnego.

[49] R. Khanna, *Upheaval in EU bonds shows core-periphery labels are out of date*, „Financial Times" 15.11.2025, s.10.

5. Koszty udziału w unii walutowej dla Niemiec

Oceniając koszty udziału w unii walutowej dla Niemiec, nie można pominąć aspektu jakości ram instytucjonalnych. W tradycji myślenia ordoliberalnego, które stanowi ważny model identyfikacji dla niemieckich elit politycznych i ekonomicznych, decydującym o sukcesie gospodarczym czynnikiem jest porządek instytucjonalny, który gwarantuje równoprawną partycypację podmiotów w życiu gospodarczym, na zasadach wolnej konkurencji, z uwzględnieniem różnic siły ich wpływu na mechanizmy rynkowe. Z tej perspektywy kluczowe są regulacje, które automatycznie wymuszają działania korzystne ze względu na interes ogółu. Są one wtedy uznawane za prawidłowe, jeśli podejmowane ryzyko jest wynagradzane, a jego koszty nie mogą być przerzucane na społeczeństwo. Z tej perspektywy porządek unii walutowej ewoluował w niekorzystnym kierunku. W kluczowych obszarach nastąpiło instytucjonalne pogorszenie w porównaniu z okresem panowania marki zachodniej. Dotyczy to warunków finansowania dla biznesu, jakości aktywów i niezależności Bundesbanku oraz bodźców skłaniających do utrzymania solidności finansów publicznych. Dodatkowo, zgodnie z ostrzeżeniami oponentów unii na tym etapie, wzrosły napięcia między państwami członkowskimi i pogłębił się deficyt demokratyczny ze względu na brak unii fiskalnej i politycznej.

Finansowanie biznesu

Powojenny sukces gospodarczy Niemiec Zachodnich bazował na szeroko dostępnym finansowaniu, niezależnie od miejsca zamieszkania, wielkości firmy czy formy działalności. Środki z Planu Marshalla użyte zostały na zwiększanie dostępności kredytu dla podmiotów gospodarczych. Temu celowi służył m.in. powstały wówczas publiczny bank rozwojowy KfW. Podstawowym papierem dłużnym używanym dla mobilizacji środków dla biznesu był w Niemczech weksel. Mógł być łatwo i bez większych kosztów emitowany, nawet przez małe i średnie przedsiębiorstwa. Ta łatwość emisji, taniość i bezpieczeństwo obiegu czyniły go szczegól-

nie atrakcyjnym i popularnym instrumentem w biznesie niemieckim. Dodatkowo fakt, że weksle handlowe obok obligacji rządowych były akceptowane jako papiery wartościowe przez Bundesbank, który zabezpieczał nimi szacunkowo 1/3 swoich aktywów, zwiększał jego atrakcyjność również dla banków komercyjnych.

W ramach unii walutowej zrezygnowano z weksla jako instrumentu zabezpieczającego emisję pieniądza. Liczono na rozwój finansowania poprzez rynki kapitałowe, a transakcje oparte na wekslu odbywały się głównie poprzez system bankowy. W prasie niemieckiej tę rezygnację oceniano wówczas jako koniec wsparcia ze strony Bundesbanku dla niemieckiej przedsiębiorczości, szczególnie dla małych i średnich przedsiębiorstw. W zamian jednak nie stworzono europejskiej alternatywy łatwo dostępnego instrumentu zadłużania dla sektora prywatnego. Duże nadzieje wiązano wówczas z rozwojem rynku commercial papers czy biznesowych obligacji na wzór amerykański, gdzie dominuje finansowanie biznesu poprzez rynek kapitałowy. Pominięto wówczas fakt, że struktura biznesu w Europie jest bardziej rozdrobniona niż w USA. Mikrofirmy, zatrudniające do 10 pracowników, stanowią w UE ponad 90%, a w USA około 70% ogółu firm. Koszty związane z emisją papierów dłużnych dla tak małych przedsiębiorstw są barierą trudną do przekroczenia, co pokazuje słaby rozwój tego segmentu rynku w UE. Z kolei planowana unia kapitałowa znajduje się w zalążkach. Powszechna jest natomiast świadomość, że brak europejskiego papieru dłużnego stanowi duże ograniczenie dla rozwoju biznesu w UE. Odpowiedzią ma być unia oszczędności i inwestycji, która przekierowuje oszczędności na inwestycje potrzebne dla rozwoju i transformacji technologicznej. Konieczny jest nośnik w postaci papieru wartościowego, do którego Europejczycy mogą mieć zaufanie. Przed unią walutową taką funkcję pełnił w Niemczech weksel. Z perspektywy biznesu w Niemczech rezygnacja z weksla pogorszyła warunki finansowania i to w momencie, kiedy dla nowego biznesu rodzącego się w Niemczech wschodnich mógłby spełnić podobną funkcję koła zamachowego, jaką odegrał w Niemczech zachodnich po 1945 r.

Niezależność Bundesbanku

Bundesbank stanowił wzór niezależności dla Europejskiego Systemu Banków Centralnych. Jej fundamentem była, obok regulacji gwarantujących funkcjonalną, finansową i instytucjonalną samodzielność, przede wszystkim jakość jego aktywów. Bundesbank, sprzedając te aktywa, był w stanie zredukować ilość swoich wyemitowanych banknotów do zera. Taką pełnię władzy nad swoją emisją Bundesbank mógł utrzymywać dzięki zabezpieczeniom papierami wartościowymi o wysokim ratingu, które dla ograniczenia nawet minimalnego potencjalnego ry-

zyka były brane jedynie w zastaw na maksymalnie siedem dni. Siła Bundesbanku wynikała z siły jego bilansu, a ta z kolei z dostępu do najwyższej klasy zabezpieczeń, jaką oferowały obligacje rządu Niemiec i weksle handlowe niemieckiego biznesu.

Jeszcze w 1995 r. w bilansie Bundesbanku 60% aktywów stanowiły transakcje w ramach krajowego systemu bankowego zabezpieczone obligacjami rządowymi lub wekslami handlowymi. W 1999 r. udział tych aktywów zmalał do 38%, a w 2024 r. wynosił jedynie 0,2%. W zamian wzrosły aktywa powstałe w wyniku rozliczeń Target, które w bilansie z 2024 r. z kwotą 910,9 mld euro osiągnęły poziom 38% sumy bilansu. To ilustruje substytucję klasycznych, solidnych rynkowo aktywów Bundesbanku przez niczym niezabezpieczone i terminowo nielimitowane zobowiązania w ramach ESBC, które są na rynku niezbywalne. Pozostaje jedynie nadzieja, że w przyszłości stojące za nimi zobowiązania zostaną zrealizowane. Pod względem sprawczości i siły oddziaływania na rynki pozycja Bundesbanku uległa pogorszeniu.

Naturalną barierą dla zwiększania emisji pieniądza jest dostęp do odpowiednich zabezpieczeń. Nie mogą one bowiem być dowolnie pomnażane ze względu na konieczność spełniania określonych standardów. W unii walutowej od zarania istniał problem zdefiniowania jednakowych standardów dla papierów dłużnych dopuszczonych do transakcji z bankami centralnymi. Państwa wynegocjowały zachowanie swojej specyfiki w tym zakresie. Zgoda na różnicę w standardach stanowiła błąd założycielski w unii walutowej, już wówczas mocno krytykowany[50]. Z czasem zredukowano zakres wyjątków pozwalających w pierwszym okresie istnienia unii walutowej na to, że emisja była zabezpieczana papierami, które nie spełniały najwyższych kryteriów ratingowych. Do tej praktyki powrócono w reakcji na kryzys finansowy i walutowy, dopuszczając papiery dłużne podmiotów prywatnych i państwowych poniżej rynkowego ratingu. Ku ogólnemu zaskoczeniu okazało się też, że regulacje pozwalają na legalne obchodzenie standardów w ramach transakcji ELA (Emergency Liquidity Assistance) i ANFA (Agreement on Net Financial Assets). Poszerzanie puli dozwolonych standardów oraz obniżanie dopuszczalnego poziomu ich jakości pozwoliło na zwiększenie płynności na rynkach papierów dłużnych. Efektem było ponad sześciokrotne zwiększenie skonsolidowanego bilansu strefy euro. Decydujące jest w tej kwestii pytanie, czy wzrostowi ilości pieniądza towarzyszył wzrost rynkowo wartościowych aktywów. W odniesieniu do Bundesbanku można jednoznacznie odpowiedzieć negatywnie na to pytanie.

Generalnie zadziałało w unii walutowej prawo Kopernika sformułowane w odniesieniu do pieniądza. Słabsze zabezpieczenia wypierały solidniejsze. Pod-

[50] G. Heinsohn, O. Steiger, *Kategorie-2-Sicherheiten: Alarmierende Defekte im zukünftigen ESZB*, Baden-Baden 1997, https://www.econstor.eu/bitstream/10419/137474/1/wd_v77_i05_pp265-267.pdf

czas kryzysu finansowego w strefie euro około 71% emisji koncentrowało się na pięciu państwach z zabezpieczeniami z mniejszym ratingiem. Były to Grecja, Irlandia, Włochy, Portugalia i Hiszpania[51]. W instytucjach z efektywnie funkcjonującą strukturą bodźców państwa najbardziej deficytowe nie powinny być źródłem największego wzrostu emisji pieniądza. Wraz z wprowadzeniem TPI praktyka obniżania jakości zabezpieczeń, postrzegana jako wyjątek w czasie kryzysu, stała się regułą w zależności od oceny sytuacji. Zabezpieczenia przestały podlegać wyłącznie ocenie rynkowej, a stały się kwestią do negocjowania z bankiem centralnym, co stanowi zaprzeczenie niemieckiej tradycji bankowości centralnej, praktykowanej od 1948 r. przez Bundesbank.

Pakt Stabilności i Wzrostu albo Niemcy w Catch-22

Pakt Stabilności i Wzrostu (PSW) był konstrukcją pomocniczą w reakcji na brak unii fiskalnej i politycznej oraz przy założeniu, że należy unikać sytuacji, w których transfery finansowe między członkami unii walutowej będą konieczne. Ponadto odpowiadał na problem tzw. jazdy na gapę w unii walutowej, kiedy mniej solidne państwa korzystają z solidności budżetowej innych gospodarek.

Oczywiście te odgórne ilościowe ograniczenia zadłużenia odzwierciedlały ówczesny stan myślenia o gospodarce i nie miały silnego uzasadnienia modelowego. W sytuacji każdego kolejnego kryzysu były kwestionowane. Rzeczywiście, ciężar długu jest względny i zależy od zdolności danej gospodarki do generowania dochodów. Niemcy pod tym względem są w czołówce i dla nich bariera mogłaby być wyższa. Nie wykorzystywali jednak tego potencjału ze względu na chęć wyegzekwowania od innych gospodarek ustalonych limitów. Ciągle rosnący od czasu kryzysu walutowego poziom publicznego zadłużenia pokazuje jednak nieskuteczność tego typu odgórnych regulacji. Niemcom trudno było przekonać partnerów do systemowego znaczenia PSW i do znaczenia wiążącego charakteru zobowiązań. Członkostwo w unii walutowej nie sprzyjało utrzymywaniu standardów w tym zakresie. Wręcz przeciwnie, państwa poza unią mają obecnie z zasady niższy poziom zadłużenia publicznego niż będące członkami unii. Obecnie średni poziom zadłużenia w strefie euro wynosi ponad 90% i według szacunków MFW będzie się zwiększał w nadchodzących latach, szczególnie we Francji, Włoszech i Hiszpanii. Reformy PSW idą w kierunku poszerzania obszarów wyłącznej odpowiedzialności państw członkowskich i uelastycznienia terminów realizacji przyjętych zobowią-

[51] S. Merler, *The liquidity quandry*, Brussels 2013, https://www.bruegel.org/blog-post/liquidity-quandary

zań. Oznacza to, że w przyszłości będzie jeszcze trudniej egzekwować ustalone wielkości i wywierać nacisk na konsolidację budżetów.

Z perspektywy funkcjonowania unii walutowej utrwalenie się mechanizmu „jazdy na gapę" przez państwa z trudnościami budżetowymi jest niekorzystne i konfliktowe. Wyeliminowanie bodźców zachęcających do nadmiernego zadłużania wydaje się w obecnej atmosferze niemożliwe, tym bardziej że mechanizmy rynkowe w postaci zwiększania kosztów zadłużenia poprzez zmniejszanie ratingu wyceny długów zostały w dużej mierze zneutralizowane przez EBC. Nie ma wystarczających narzędzi do zmuszenia państw z nadmiernym zadłużeniem, by podjęły skuteczne próby jego zmniejszenia, zwłaszcza że wiąże się to z kosztami społecznymi. Od państw z solidnymi finansami oczekuje się w kryzysie pomocy w postaci transferów fiskalnych.

Z perspektywy solidnych gospodarek jest to sytuacja paradoksalnej pułapki. Istnieją bowiem na tę sytuację tylko dwie racjonalne odpowiedzi, z których żadna nie jest optymalna. Mogą one nadal postępować zgodnie z zasadami solidnych finansów, oczekując z dużą dozą prawdopodobieństwa kolejnego kryzysu fiskalnego na skutek zadłużenia się innych gospodarek, co w ostateczności będzie od nich wymagało wsparcia przez transfery fiskalne. Jest to polityka, którą do tej pory kroczyły Niemcy, dbając o zrównoważony budżet, kosztem inwestycji publicznych w infrastrukturę. Jak podsumował to ekonomista Daniel Stelter, idąc tą drogą, Niemcy tracą dwukrotnie: poprzez zaniechanie inwestycji w momencie niskich czy nawet ujemnych stóp procentowych oraz w momencie kolejnego kryzysu na skutek nadmiernych deficytów bilansów publicznych i koniecznych transferów dla stabilizacji strefy euro. Alternatywą jest dołączenie do państw zadłużających się powyżej limitów i wykorzystanie tych środków na stymulowanie gospodarki. Nawet jeśli doprowadzi to do kryzysu w strefie euro, to pozostanie zmodernizowana i rozbudowana infrastruktura i baza przemysłowa. Wydaje się, że rząd F. Merza, poluzowując zasady hamulca zadłużenia i tworząc fundusz infrastrukturalny, zdecydował się na tę drugą ścieżkę.

Niemniej rezygnacja z własnej optymalnej ścieżki zadłużania się wywołała natychmiastowe reakcje na rynku. Sama zapowiedź wzrostu zadłużenia i poluzowania hamulca wyceniana na prawie bilion euro spowodowała w marcu 2025 r. największy jednodniowy skok oprocentowania od 1997 r. (kryzys rosyjski) 10-letnich obligacji z prawie 0% do 2,9%. Niemcy cieszyły się statusem bezpiecznego dłużnika dzięki solidności budżetowej, co przekładało się na koszty zadłużenia. Stanowiły port bezpieczeństwa w Europie. Obecnie coraz głośniejsze są obawy o kryzys finansów publicznych w unii walutowej[52] .Wyzwaniem stanie się w przy-

[52] G. Bonfanti, L. Garicano, *Do financial markets consider European common debt a safe asset?* Bruksela 2022, https://www.bruegel.org/blog-post/do-financial-markets-consider-european-common-debt-safe-asset

szłości koszt obsługi zadłużenia i fakt, że coraz większy procent budżetu będzie przeznaczony na spłatę zobowiązań.

Kryzys finansów publicznych może być tym bardziej niebezpieczny, że nie udało się w unii walutowej ograniczyć zakupów przez banki komercyjne obligacji własnych rządów. Nadal istnieje przywilej dla obligacji rządowych, których zakup nie musi być zabezpieczany przez banki komercyjne kapitałem własnym, gdyż uchodzą, wbrew empirii, za z gruntu bezpieczne. W konsekwencji, w przypadku kryzysu fiskalnego i dewaluacji obligacji, bilanse banków komercyjnych stałyby się kanałem transmisji kryzysu do sektora prywatnego. W strefie euro nadal brakuje europejskiego zabezpieczenia wkładów bankowych, procedury postępowania na wypadek niewypłacalności rządów, jak również dostatecznych zdolności kredytowych dla ESM.

Image Niemiec

Zgodnie z ostrzeżeniami krytyków przedwczesnej unii walutowej, w momencie kryzysu pojawiły się ostre linie podziałów i konflikty interesów między państwami dotkniętymi kryzysem i państwami zainteresowanymi przede wszystkim stabilnością waluty. Oś integracji, jaką była współpraca Francji i Niemiec, uległa w czasie kryzysu zachwianiu. Wyłonił się nowy podział między blokiem państw południowych z Francją na czele i Europą Północną pod przywództwem Niemiec. Nastąpił nieformalny podział na zadłużone państwa Południa określane akronimem PIIGs (Portugalia, Irlandia, Włochy, Grecja) i państwa Północy nazywane z kolei skąpcami.

Niemcy w tej debacie postrzegani byli jako ci, którzy dyktują bezwzględne warunki, nie mają empatii dla trudności społeczeństw dotkniętych kryzysem. Na porządku dziennym było odwoływanie się do doświadczeń z okresu niemieckiej okupacji podczas II wojny światowej oraz presja moralna na Niemcy z tego tytułu[53]. Kwestionowano niemieckie podejście do ekonomii. Obstawanie przy regułach i limitach prezentowano jako bezduszne doktrynerstwo. PSW i hamulec zadłużenia krytykowano z kolei jako upieranie się przy przestarzałych zasadach. Prasa, szczególnie anglojęzyczna, pełna była agresywnych komentarzy, które łączył brak zrozumienia dla stanowiska rządu Niemiec broniącego ustalonych standardów, co do których Niemcy byli przekonani, że sprawdziły się w przypadku ich ekonomii i reform przeprowadzonych przez rząd G. Schrödera.

---

[53] M. Draghi, E. Macron, *The EU's fiscal rules must be reformed*, „Financial Times" 23.12.2021, https://www.ft.com/content/ecbdd1ad-fcb0-4908-a29a-5a3e14185966?utm_source=chatgpt.com

Źródłem resentymentów wobec Niemiec było również ich negatywne stanowisko w odniesieniu do projektów uwspólnotowienia europejskiego zadłużenia poprzez tworzenie wspólnotowych europejskich obligacji. Rząd A. Merkel ustąpił w tej kwestii w wyniku nacisków ze strony Francji i Włoch oraz w obliczu katastrofalnych konsekwencji pandemii covid dla włoskiego społeczeństwa, godząc się na stworzenie funduszu NextGenerationEU, finansowanego poprzez emisję europejskich obligacji, za które ręczą państwa członkowskie UE. Niemieccy decydenci podkreślali jednak, że był to jednorazowy, ograniczony czasowo przypadek, w reakcji na wyjątkową sytuację. To stanowisko jest ostro kontestowane zarówno na poziomie unijnym, jak i w państwach Europy Południowej.

Mimo że Niemcy zgadzają się co do zasady, że unia walutowa potrzebuje bezpiecznych, europejskich obligacji, przeszkodą w realizacji tego projektu są zasadnicze różnice – podobnie jak swego czasu przy tworzeniu unii walutowej – w podejściu do jego celów. Podczas gdy priorytetem Niemiec jest stworzenie solidnych papierów o najwyższym ratingu, priorytetem państw dotkniętych kryzysem jest możliwość zwiększenia potencjału fiskalnego.

Unia walutowa a demokracja

Kryzys w unii walutowej wyostrzył świadomość wpisanego w tego typu ponadnarodowe struktury konfliktu, opisanego przez Roni Rodrika jako „paradoks globalizacji" (2012). Udział w ponadnarodowych strukturach zawęża pola działania dla państw narodowych, co oznacza również malejącą liczbę obszarów, w których decyzje są usankcjonowane demokratycznie. Przyzwolenie społeczne dla procesu postępującej redukcji pól działania z demokratyczną legitymizacją (tzw. input-legitymizacja) istniało tak długo, jak długo korelowało to ze wzrostem i rozwojem ekonomicznym (tzw. output-legitymizacja). W czasie kryzysu walutowego deficyt demokratyczny w unii walutowej stał się przedmiotem ostrej debaty i konfliktu, w którym Niemcy i państwa objęte programami naprawczymi znalazły się po przeciwnej stronie barykady. Z jednej strony jako przemoc instytucjonalną postrzegano narzucanie programów naprawczych wbrew większościom parlamentarnym, a w przypadku Włoch czy Grecji wymuszenie zmiany koalicji rządowych. Niemcy postrzegani byli jako ci, którzy dyktują warunki i narzucają innym swoje rozwiązania z korzyścią dla siebie. Reguły unii walutowej oraz programy naprawcze jawiły się jako narzucone z zewnątrz biurokratyczne zasady wbrew decyzjom wynikającym z procesu politycznego i demokratycznego.

Z kolei z perspektywy Niemiec, w trakcie kryzysu doszło do arbitralnej zmiany reguł w imię wyższej wartości, jaką było ratowanie unii walutowej. Wymagało

to interwencji fiskalnych, których obowiązujące wówczas reguły zabraniały. Na płaszczyźnie rządowej, z pominięciem parlamentów narodowych, zgodzono się na transfery funduszy uznanych za konieczne dla ratowania strefy euro. Dobitnie wyraziła tę konieczność A. Merkel, twierdząc, że ta polityka jest bezalternatywna, gdyż jeśli upadnie euro, upadnie Unia Europejska. Tak zdefiniowany przymus wywołał protest w społeczeństwie manifestujący się w dwojaki sposób: po pierwsze, powstała nowa partia, która w swojej nazwie Alternatywa dla Niemiec bezpośrednio nawiązywała do twierdzenia A. Merkel o bezalternatywności polityki ratowania strefy euro. Drugą formą reakcji były skargi do niemieckiego Trybunału Konstytucyjnego w Karlsruhe. Obydwie formy sprzeciwu łączyła wola zatrzymania ewolucji regulacji unijnych w kierunku głębszego uwspólnotowienia unii walutowej i budowania kanałów transferu środków publicznych do zagrożonych państw członkowskich. Rządowi A. Merkel zarzucano, że siłą faktów dokonanych próbuje skrycie, na koszt niemieckich podatników zmieniać warunki traktatowe funkcjonowania unii walutowej. Swoją polityką ogranicza prerogatywy budżetowe Bundestagu, przesądzając o jego przyszłych wydatkach, wynikających z podjętych zobowiązań dla ratowania unii walutowej. Krytykom przyświecała idea powrotu do polityki zgodnej z „duchem Traktatów”[54].

Przedmiotem licznych skarg do Federalnego Trybunału Konstytucyjnego był również deficyt demokracji. Skarżący zarzucali, że instrumenty pomocowe są niezgodne z zasadami solidności finansowej, monetaryzują publiczne długi i ograniczają demokratyczne prerogatywy Bundestagu. FTK oddalał na ogół te skargi, zaznaczając jednak, że pomoc dla innych kończy się tam, gdzie dotyka ona prerogatyw Bundestagu, jakim jest kontrola nad budżetem. Odmiennie FTK zareagował w przypadku skargi złożonej w 2016 r. na PSPP, kolejny instrument pomocowy EBC. Wnoszący skargę zarzucali, że instrument ten służy głównie potrzebom fiskalnym państw członkowskich i nie jest uzasadniony mandatem EBC. W ocenie FTK sytuacja była na tyle niejednoznaczna, że skierował on w 2017 r. prośbę o wyjaśnienie do Europejskiego Trybunału Konstytucyjnego (TSUE). Ten uznał w 2018 r., że zastrzeżenia są bezpodstawne, a działania EBC zgodne z mandatem. Jednak FTK w Karlsruhe tylko częściowo zaakceptował takie stanowisko TSUE. W maju 2020 r. wydał szeroko komentowany wyrok, w którym zwracał uwagę na fakt, że TSUE niedostatecznie sprawdził, czy między kosztami wynikającym z PSPP a korzyściami dla polityki monetarnej zachowana jest proporcjonalność. To z demokratycznego punktu widzenia uzasadnione zastrzeżenie, że koszty decyzji politycznych w jednej jurysdykcji nie mogą być bez uzasadnienia i kontroli transferowane do innej, spotkało się z dużą krytyką na poziomie unijnym i bra-

[54] O. Issing, *Notenbanken…*

kiem zrozumienia. Z logiki unii jako całości wynikało, że transfery te były jak najbardziej pożądane.

Dla przebiegu procesu demokratycznego w Niemczech i uzyskania akceptacji Bundestagu decydującym punktem było wykazanie, że środki przeznaczone na zabezpieczanie programów naprawczych są ograniczone, kontrolowane i mają szansę przynieść pozytywne rezultaty. Wiązało się to z definicją przekonywających warunków przyznania tych środków. Szczególnie te warunki brzegowe, tak istotne z perspektywy niemieckiego procesu demokratycznego, stanowiły powód irytacji w państwach dotkniętych kryzysem. Przy obecnych regulacjach bez zgody Bundestagu wszelkie transfery do innych jurysdykcji są nielegalne. Rząd niemiecki musiał wykazać, że transferując środki niemieckiego podatnika ma kontrolę nad tym, czy polityka państwa obdarowanego zabezpiecza przed ponowną koniecznością transferów. Określenie warunków dla tych transferów było z tej perspektywy kluczowe, ale kłóciło się z prerogatywami demokratycznymi państw obdarowanych. Ten konflikt interesów, który będzie się ujawniał przy każdym kolejnym kryzysie, może być rozwiązany jedynie poprzez uwspólnotowienie budżetów w ramach unii politycznej. Alternatywą był zaproponowany model niemiecki, polegający na zapobieganiu powstawaniu tego typu konieczności poprzez przestrzeganie zasad solidnych finansów.

6. Euro i ponadwymiarowy przywilej (exorbitant privilege)

Jednym z argumentów na rzecz budowy strefy euro było stworzenie alternatywy dla dolara jako waluty rezerwowej. Miało to zapewnić europejskiej walucie „ponadwymiarowy przywilej" (Valery Giscard d'Estaing), jaki oferuje waluta rezerwowa. Szczególnie we Francji dominacja dolara postrzegana była w kategoriach władzy i dominacji nad rynkami. W Niemczech ten argument rzadko był podnoszony. Podobnie zresztą było z dominującą pozycją marki zachodniej wśród walut europejskich. Był to temat dla Francuzów, ale już nie dla Holendrów, Duńczyków czy Szwajcarów, którzy dobrowolnie poddawali się „reżimowi" Bundesbanku.

W związku z użyciem przez USA systemu dolarowego jako instrumentu sankcji wobec Rosji oraz z polityką celną prezydenta Donalda Trumpa ożywiła się debata wokół szans euro na stanie się walutą globalną i zbudowania alternatywy wobec dolara. Największy udział w światowych rezerwach walutowych, jaki osiągnęło euro, wynosił 29% w 2009 r. W 2022 r. poziom ten spadł do 21%. Jest to zbliżony poziom, jaki osiągała marka niemiecka (20,3%) w 1990 r.[55] W literaturze podkreśla się trzy atrybuty, decydujące o statusie dolara jako waluty o globalnym zasięgu. Są to wielkość gospodarki, głębokość i szerokość rynku finansowego oraz przewidywalność, bazująca na dojrzałości instytucjonalnej i respekcie wobec prawa"[56]. W dwóch ostatnich punktach strefa euro wykazuje nadal, mimo upływu ponad 20 lat od powstania, strukturalne słabości.

Prezes EBC Christina Lagarde następująco zdefiniowała te instytucjonalne braki: „*Skutecznych emitentów charakteryzują trzy kluczowe cechy: silny wzrost, aby przyciągnąć inwestycje; głębokie i płynne rynki kapitałowe, aby wspierać duże transakcje; oraz duże zasoby bezpiecznych aktywów. Europa jednak stoi przed wyzwaniami strukturalnymi. Jej wzrost pozostaje uporczywie niski, rynki kapitałowe są wciąż rozdrobnione, a — mimo silnej łącznej pozycji fiskalnej, z relacją długu do PKB na*

---

[55] C. Bachański, *Niemcy: czy rzeczywiście zyskały na wprowadzeniu euro?* Warszawa 2025, https://wei.org.pl/2025/aktualnosci/cezary-bachanski/niemcy-czy-rzeczywiscie-zyskaly-na-wprowadzeniu-euro/

[56] M. El-Erian, *Economies face stark choices on de-risking*, „Financial Times" 26.05.2023, s. 9.

poziomie 89 procent w porównaniu do 124 procent w USA — podaż wysokiej jakości bezpiecznych aktywów pozostaje w tyle"[57].

Aby euro mogło zwiększyć swoje udziały jako waluta rezerwowa, państwa członkowskie unii walutowej muszą stać się kreatorem solidnych i bezpiecznych aktywów, zarówno podmiotów publicznych, jak i prywatnych. W porównaniu z USA rynek europejski jest znacznie słabiej rozwinięty. Dotyczy to zarówno obligacji skarbowych jak i papierów wartościowych emitentów prywatnych. Według danych przytoczonych przez Ch. Lagarde wartość wyemitowanych obligacji skarbowych z ratingiem co najmniej AA wynosi w UE nieco poniżej 50% PKB, natomiast w USA ponad 100%.

Niska podaż papierów wartościowych jest jedną z największych słabości unii walutowej od początków jej powstania. Wprawdzie zgodnie z Traktatem o funkcjonowaniu Unii Europejskiej warunkiem uczestniczenia w transakcjach finansowych w strefie euro jest oferowanie zabezpieczeń z odpowiednim ratingiem, mimo to nie podjęto starań, aby stworzyć porównywalne warunki dostępu do technik kreowania tego typu papierów w unii walutowej. Państwa członkowskie różnią się w związku z tym zasadniczo w kwestiach dostępności do instrumentów rynku kapitałowego i możliwością generowania aktywów koniecznych dla zabezpieczania transakcji. Region Europy Środkowo-Wschodniej, niezależnie czy państwa są członkami unii walutowej, czy poza nią, praktycznie nie uczestniczy, z wyjątkiem obligacji polskiego rządu, w kreowaniu tych instrumentów ze względu na brak regulacji prawnych, a nie kapitału.

W efekcie w strefie euro dochodzi do dwóch istotnych zaburzeń. Z jednej strony dopuszczona jest wielość standardów zadłużania, co pozwala na arbitralne pomnażanie transakcji finansowych bez solidnego ich zabezpieczenia, z drugiej strony istnieją całe regiony, które są wykluczone z kreowania instrumentów finansowych. Potrzebny jest europejski instrument finansowy, który na wzór niegdyś weksla stałby się instrumentem pozyskiwania kapitału dla wszystkich.

Oceniając z powyższej perspektywy strategię niemieckich ekspertów negocjujących warunki unii walutowej, należy uznać, że popełnili oni zasadniczy błąd. Chcieli ograniczyć poziom ryzykownego zadłużenia poprzez definiowanie górnych limitów. Skuteczniejszą metodą byłaby definicja standardu zadłużenia obowiązująca we wszystkich państwach członkowskich unii walutowej, czyli stworzenie instrumentu finansowego dla wszystkich.

---

[57] Ch. Lagarde, *This is Europe's 'global euro' moment*, „Financial Times" 17.06.2025, https://www.ft.com/content/4d5dea18-bc4b-4ccf-94d3-1973fd1467cc

Podsumowanie

Decyzja Niemiec o przystąpieniu do unii walutowej była w dużej mierze motywowana politycznie i ściśle związana z procesem zjednoczenia. Zgoda kanclerza Helmuta Kohla na wspólną walutę była postrzegana przez partnerów europejskich, zwłaszcza Francję, jako instrument neutralizujący siłę zjednoczonych Niemiec. Aby umożliwić realizację unii walutowej, Niemcy zrezygnowali z tradycyjnego stanowiska, że unia polityczna i konwergencja gospodarcza muszą poprzedzać unię walutową.

Architektura instytucjonalna strefy euro odzwierciedlała początkowo niemieckie priorytety: niezależność EBC, stabilność cen jako główny cel, zakaz bezpośredniego finansowania fiskalnego oraz transferów (tzw. klauzula non-bail-out) oraz wymóg solidnych finansów publicznych. Kryzys finansowy w 2008 r., a następnie walutowy w 2010 r., rozpoczął stopniowe odchodzenie od „niemieckiego wzorca" i pierwotnych zapisów traktatowych.

Wynikało to ze strukturalnych słabości strefy euro, które ujawniły się w czasie kryzysu. Brakowało instytucjonalnych rozwiązań, które pozwoliłyby na zażegnanie kryzysu.

Obecny model funkcjonowania strefy euro różni się zasadniczo od wzorca działania Bundesbanku. Wprowadzenie instrumentów takich jak TPI w 2022 r. umożliwia EBC nieograniczone i bezwarunkowe interwencje na rynku obligacji rządowych, co niweluje dyscyplinującą siłę rynków i osłabia bodźce do konsolidacji budżetów i reform strukturalnych. Ta instytucjonalna ewolucja sprzyja zachowaniom „jazdy na gapę", kiedy część państw korzysta z solidności budżetowej innych.

W debacie publicznej dominuje przekonanie, że Niemcy są największym beneficjentem euro. Opiera się to na wyliczeniach Centre for European Policy, z którego wynika, że w przeliczeniu PKB na głowę Niemcy zyskały najwięcej gospodarczo na euro, natomiast państwa na południu Europy takie jak Włochy czy Francja najwięcej straciły. Ma to wynikać z utraty konkurencyjności na skutek niemożności dewaluacji ich waluty. Jednak porównanie dynamiki rozwoju Niemiec z gospodarkami takimi jak USA czy Szwajcaria pokazuje, że Niemcy utraciły swój impet rozwojowy. Trudno zdefiniować jednoznaczną tego przyczynę. Za jedną z nich

uchodzi słabość euro w porównaniu z marką, która „uśpiła" presję na innowacyjność Niemiec. Ponadto wyliczenia te nie uwzględniają monetarnych korzyści dla innych państw z członkostwa Niemiec. Jako „kotwica" stabilności euro dzięki niskiemu poziomowi zadłużenia wpływają one pozytywnie na ratingi i koszty zadłużenia innych gospodarek. Spojrzenie to nie uwzględnia również kosztów dla Niemiec z tytułu pogorszenia się ram instytucjonalnych. Dotyczy to warunków finansowania dla małych i średnich przedsiębiorstw, jak i rozliczania w ramach systemu Target, które przekłada się na spadek jakości aktywów Bundesbanku. W unii walutowej przestała być promowana solidność finansowa. Wzrosły również napięcia między państwami zainteresowanymi transferami środków a Niemcami podkreślającymi priorytet solidności finansów.

IZ Policy Papers

W serii ukazały się:

Nr 1(I) Historia i pamięć: masowe przesiedlenia 1939-1945-1949
History and Memory: mass expulsions and transfers 1939-1945-1949
Geschichte und Erinnerung: Zwangsaussiedlung und Flucht 1939-1945-1949

Nr 2(I) Odradzanie się społeczeństwa obywatelskiego. Rozwój polskiego trzeciego sektora w latach 1989-2008
Revival of the civil society. Development of the third sector in Poland 1989-2008
Wiederbelebung der Zivilgesellschaft. Der dritte Sektor in Polen1989-2008

Nr 3(I) Międzynarodowa solidarność. Operacje pokojowe ONZ – NATO – UE
International solidarity. UN, NATO and EU peace operations
Internationale Solidarität. Die Friedensoperationen der UN, NATO und EU

Nr 4(I) Polska i Niemcy w Unii Europejskiej (2004-2009). Główne problemy i wyzwania

Nr 5(I) Przyszłość NATO – trudne decyzje

Nr 6(I) Mocarstwowe aspiracje Niemiec w Europie XXI wieku: realia i perspektywy (Raport z badań)

Nr 7(I) Stany Zjednoczone wobec kryzysów regionalnych – aspekt transatlantycki

Nr 8(I) Dynamika niemieckiej opinii publicznej. Wizerunek Polski i Polaków w Niemczech

Nr 9(I) Dynamika niemieckiej opinii publicznej. Pozycja partii politycznych na podstawie sondaży i wyników wyborów do parlamentów krajowych (2011-2012)

Nr 10(I) Europa w strategii Baracka Obamy (2009-2012)

Nr 11(I) Polityka polonijna w ocenie jej wykonawców i adresatów

Nr 12(I) Polacy i Niemcy wobec przyszłości Unii Europejskiej. Aspekty gospodarcze

Nr 13(I) Polityki pamięci i dyskursy pamięci w 100-lecie wybuchu I wojny światowej

Nr 14(I) Niemiecki system kształcenia obywatelskiego. Wnioski dla Polski

Nr 15(I) Tendencje w wykorzystaniu czasu pracy w państwach wysoko rozwiniętych na początku XXI wieku

Nr 16 Outward FDI Policies in Visegrad Countries. Final Report

Nr 17(I) Bilans 25 lat Traktatu między Rzecząpospolitą Polską a Republiką Federalną Niemiec o dobrym sąsiedztwie i przyjaznej współpracy z dnia 17 czerwca 1991 r.

Nr 18(I) Przemiany Unii Europejskiej, rola Niemiec i implikacje dla stosunków polsko-niemieckich. Trzy scenariusze

Nr 19(I) Obama i Merkel – budowanie partnerstwa. Relacje amerykańsko-niemieckie (2009-2016)
Obama and Merkel – Building a Partnership. German-American Relations (2009-2016). A Polish View

Nr 20(I) Prezydentura Trumpa i układ transatlantycki Trump Presidency and Transatlantic Relations

Nr 21(II) Ethnische Ökonomie – eine Fallstudie über in Berlin lebende Polen

Nr 22(I) Reparacje i odszkodowania w stosunkach między Polską a RFN (zarys historyczny)
Reparations and damages in Polish-German relations (Historical overview)
Reparationen und Entschädigungen in den Beziehungen zwischen Polen und der Bundesrepublik Deutschland (ein historischer Überblick)

Nr 23(I) O postrzeganiu przez Niemców polskiej historii. Trzy wywiady

Nr 24(I) Über die Wahrnehmung der polnischen Geschichte durch die Deutschen. Drei Interviews

Nr 25 Aktywność Niemiec na arenie międzynarodowej w 2017 r.

Nr 26 (I) Working time in the economy of OECD countries at the beginning of the 21st century

Nr 27(I) Raporty Służb Naukowych Bundestagu w sprawie reparacji wojennych dla Polski i odszkodowań dla polskich obywateli

Nr 28 (I) Nowa debata w Polsce o reparacjach Die neue Reparationsdebatte in Polen

Nr 29 (I) Prezydentura Trumpa i kryzys w stosunkach amerykańsko-niemieckich Aktywność Niemiec na arenie międzynarodowej w 2018 r. – wybrane aspekty

Nr 30 Wybrane aspekty prawne niezawisłości władzy sądowniczej w RFN
Selected Legal Aspects of Judicial Independence in the Federal Republic of Germany

Nr 31 Wybory do Parlamentu Europejskiego 2019 – programy partii w Niemczech, Francji i Austrii

Nr 32 Wybory w Niemczech w 2019 r. ‑ próba bilansu

Nr 33 (I) Niemiecki dług reparacyjny po drugiej wojnie światowej.
Podsumowanie badań/ Die deutsche Reparationsschuld nach dem Zweiten Weltkrieg. Eine Forschungsbilanz

Nr 34 Polityka migracyjna i azylowa Unii Europejskiej w kontekście kryzysu migracyjnego

Nr 35 Układ transatlantycki w okresie prezydentury Donalda Trumpa

Nr 36 Bilans prezydencji Niemiec w Radzie Unii Europejskiej (1 lipca 2020 r. – 31 grudnia 2020 r.)

Nr 37 Wybory do Bundestagu 2021: programy partii politycznych

Nr 38 Niemcy w Radzie Bezpieczeństwa ONZ. Kadencja 2019-2020

Nr 39 Kanclerz Merkel i relacje transatlantyckie

Nr 40 Niemcy wobec Rosji. Zarys historii niemieckiej *Russlandpolitik*

Nr 41 *Zeitenwende*. Działania Niemiec wobec wojny w Ukrainie

Nr 42 Asymetria odszkodowań dla obywateli Polski za szkody poniesione w II wojnie światowej w stosunku do odszkodowań wypłaconych obywatelom innych państw

Nr 43 Wybrane aspekty *Zeitenwende* w niemieckiej polityce zagranicznej i działaniach wewnętrznych

Nr 44 Globalny szok 2022/2023 i postępujące osamotnienie Zachodu. Wyzwania dla pokoju i bezpieczeństwa

Nr 45 „Dom Niemiecko-Polski": koncepcja polityki historycznej RFN wobec II wojny światowej i okupacji Polski

Nr 46 Trzeci rok *Zeitenwende* – bilans wybranych aspektów polityki wewnętrznej i zagranicznej RFN

Nr 47 Relacje amerykańsko-niemieckie w okresie prezydentury Bidena

Nr 48 Polityka historyczna AfD – normalizacyjny rewizjonizm