



**Marcin Gruszczyński**

Uniwersytet Warszawski  
Wydział Nauk Ekonomicznych  
Katedra Makroekonomii  
i Teorii Handlu Zagranicznego  
mgruszcz@wne.uw.edu.pl

**Katarzyna Dąbrowska-Gruszczyńska**

Uniwersytet Warszawski  
Wydział Nauk Ekonomicznych  
Katedra Bankowości, Finansów  
i Rachunkowości  
dabrowska@wne.uw.edu.pl

## **WALUTY NARODOWE PO OPUSZCZENIU STREFY EURO. KURS CIEŃ DEM/GRD W KONTEKŚCIE PRESJI SPEKULACYJNEJ W LATACH 2001-2018**

**Streszczenie:** Kryzysowi finansowemu w Grecji towarzyszyły rozważania na temat możliwości bankructwa kraju wchodzącego do strefy euro oraz konsekwencji związanych z wystąpieniem ze strefy wspólnej waluty. Istotną kwestią związaną z przywróceniem waluty narodowej jest jej nowy kurs, co zdeterminuje bilans kosztów i korzyści związanych z tym posunięciem. Celem niniejszej pracy jest estymacja kursu cienia drachmy greckiej względem marki niemieckiej podczas członkostwa Grecji w strefie euro. W pracy postawiono tezę, że kurs cień poprawnie odwzorowuje potencjalny kurs rynkowy, który powinien być kwotowany po wyjściu Grecji ze strefy wspólnej waluty. W pierwszej części przedstawiono dyskusję na temat bilansu Grexitu w kontekście wydarzeń kryzysowych lat 2009-2018. W części drugiej obliczono wartości kursu cienia DEM/GRD korzystając z indeksu presji spekulacyjnej.

**Słowa kluczowe:** integracja europejska, rynki walutowe, przepływy kapitałowe, kryzysy finansowe.

**JEL Classification:** F21, F31, F37, F38, G15.

### **Wprowadzenie**

Problemy finansowe krajów Unii Europejskiej i członków strefy euro, takich jak Irlandia, Włochy, Grecja, Hiszpania i Portugalia, które nastąpiły po wybuchu światowego kryzysu finansowego w 2008 r. przywróciły zainteresowanie teorią optymalnych obszarów walutowych oraz bilansem korzyści i strat związanym z członkostwem w strefie wspólnej waluty. Zachwianie płynności, a następnie zaburzenie wypłacalności Grecji, ujawniły wewnętrzne napięcia

w mechanizmie funkcjonowania strefy euro oraz jedności państw członkowskich Unii Europejskiej. Zaczęto brać pod uwagę zarówno bankructwo państwa członkowskiego Unii Walutowej i Gospodarczej, jak i możliwość opuszczenia przez niego strefy wspólnej waluty. Jednym z najbardziej interesujących aspektów potencjalnego Grexitu byłyby kwestia pojawienia się nowej waluty, a także jej kursu względem dotychczasowego parytetu.

Celem niniejszej pracy jest estymacja tzw. kursu cienia dla kursu DEM/GRD w okresie przebywania Grecji w strefie wspólnej waluty w latach 2001-2018. Kurs cień, wyznaczany za pomocą klasycznych parametrów monetarnych, powinien właściwie odzwierciedlać sytuację rynkową i poprawnie wskazywać kurs, do jakiego dążyłaby waluta kraju opuszczającego strefę euro. Posiadając szacunki dotyczące potencjalnego kursu po wyjściu ze strefy euro możliwa byłaby merytoryczna dyskusja nad korzyściami i zagrożeniami płynącymi z tego kroku. Dzięki znajomości kursu cienia można także ocenić skuteczność programów pomocowych dla Grecji. Autorzy pracy dotychczas nie napotkali w literaturze przedmiotu szacunków kursu alternatywnego drachmy greckiej opartych na analizie naukowej.

W pierwszej części pracy przedstawiono kwestię Grexitu w kontekście zaburzeń oraz programów pomocowych i stabilizacyjnych, stanowiącą tło dla badania kursu cienia. W części drugiej ukazano koncepcję kursu cienia oraz indeksu presji spekulacyjnej, a następnie obliczono wartości kursu cienia DEM/GRD w okresie przebywania Grecji w strefie euro, wykorzystując indeks presji spekulacyjnej dla okresu sprzed adopcji oraz w okresie korzystania z wspólnej waluty.

## **1. Grexit w perspektywie przyjęcia euro, kryzysu finansowego oraz stabilizacji fiskalnej**

Pierwsze spekulacje na temat możliwego opuszczenia unii walutowej przez członka strefy euro zaczęły się pojawiać już w 2010 r., chociaż termin Grexit – oznaczający opuszczenie strefy euro przez Grecję – pojawił się po raz pierwszy w lutym 2012 r. [Buiter i Rahbari, 2012]<sup>1</sup>. Symptomy kryzysu greckiego obserwowane były już w 2009 r., mimo że specyfika gospodarcza (preferencyjne traktowanie przedsiębiorstw państwowych, wysoki poziom regulacji rynku pracy i jego nadmierne usztywnienie, przeregulowanie podatkowe, patologie systemu

---

<sup>1</sup> Analitycy Citibanku podnieśli wtedy oszacowanie prawdopodobieństwa opuszczenia przez Grecję strefy euro w ciągu najbliższych 18 miesięcy z 20-30% do 50%.

zabezpieczeń społecznych [Rozkrut i Woreta, 2005]) oraz problemy z wypełnianiem kryteriów konwergencji były znane już od dawna [Baran, 2011].

Po objęciu teki premiera przez Jorgosa Papandreu przeprowadzony w październiku 2009 r. audyt wykazał, że deficyt budżetowy miał osiągnąć 12,7% PKB (a nie zakładane 6% w notyfikacji fiskalnej z kwietnia czy 8% z wrześniowej prognozy)<sup>2</sup>. Rewizję przeprowadzono także dla lat ubiegłych. W rezultacie agencje ratingowe dokonały obniżenia ocen wiarygodności kredytowej<sup>3</sup>. Wywołało to znaczny spadek cen obligacji greckich oraz wzrost ich rentowności aż do 17% w kwietniu 2010 r.<sup>4</sup>

Na przełomie 2010 i 2011 r. rozważano w dyskusjach publicznych, literaturze przedmiotu oraz analizach fachowych dwa możliwe scenariusze dla zmagającej się z problemami finansowymi Grecji. Pierwszym z nich było **ogłoszenie bankructwa** przez Grecję. Z dzisiejszej perspektywy wydaje się, że był to jedyny (i ostatni już) moment, kiedy było to możliwe. Oczywiście należałoby się liczyć z konsekwencjami niewypłacalności, znanymi z doświadczeń innych krajów, np. Argentyny. Głównymi poszkodowanymi w tej sytuacji byłyby głównie banki greckie (40 mld euro, z czego 32 mld euro w obligacjach), francuskie (ok. 72 mld euro) oraz niemieckie (ok. 45 mld euro). Holandia, Wielka Brytania, Stany Zjednoczone oraz Portugalia straciłyby po ok. 12-15 mld euro. Jedną z konsekwencji byłoby ograniczenie możliwości wykorzystania greckich instrumentów finansowych w transakcjach rynku pieniężnego<sup>5</sup>. Podkreślano także inne negatywne konsekwencje bankructwa, takie jak: konieczność znacznej poprawy w krótkim okresie salda budżetu, utrata zaufania do Grecji, znaczne ograniczenie lub nawet wstrzymanie transferu międzynarodowego kapitału do greckich przedsiębiorstw (lub zwiększenie kosztu jego pozyskania). Z drugiej strony ogłoszenie niewypłacalności przy ówczesnym układzie otwierałoby jednak pewne możliwości dla władz greckich, które obecnie już nie istnieją.

Równocześnie zaczęto rozważać drugi scenariusz alternatywny, a mianowicie przymusowe (lub dobrowolne) opuszczenie przez Grecję strefy euro (czyli **Grexit**). Tu podkreślano jednak, że zapisy Traktatu Lizbońskiego (artykuł 50) nie przewidują możliwości wykluczenia (bądź dobrowolnego wystąpienia) kraju ze strefy euro przy jednoczesnym zachowaniu statusu państwa członkowskiego

<sup>2</sup> Eurostat oszacował deficyt za 2009 r. na 13,6% [por. Provopoulos, 2010].

<sup>3</sup> W listopadzie agencja Fitch jako pierwsza obniżyła rating Grecji z A do A-, BBB+, a następnie do BB+, Moody's z A1 do A2, A3, a w końcu do Ba1, Fitch z A do A-, BBB+ aż do BB+.

<sup>4</sup> Szczegółowa i wnikliwa analiza przyczyn, przebiegu i konsekwencji kryzysu greckiego w pracy Sporka (2013).

<sup>5</sup> EBC jako minimalny akceptowany poziom ratingu stosował ocenę BBB-.

UE [Ministerstwo Finansów, 2010]<sup>6</sup>. Pojawiły się także niejasności dotyczące technicznych kwestii opuszczenia strefy euro przez jej członka [Athanassiou, 2009]. W takim przypadku należałoby ustalić szczegóły dotyczące wprowadzenia nowej waluty lub przywrócenia starej, transferu kompetencji w zakresie prowadzenia polityki pieniężnej z EBC do krajowego banku centralnego poprzedniej waluty narodowej oraz zwrotu krajowemu bankowi centralnemu udziału w kapitale EBC oraz w rezerwach walutowych strefy euro. W dyskusjach podkreślano zarówno korzyści, jak i zagrożenia związane z tym posunięciem. Do argumentów za opuszczeniem przez Grecję strefy euro zaliczano: odzyskanie, przynajmniej częściowe, autonomii (suwerenności) w zakresie polityki gospodarczej oraz fiskalnej [www 1]. Dewaluacja nowej waluty (szacowana na nawet 30%) powinna pomóc przywrócić konkurencyjność i zredukować deficyt na rachunku obrotów bieżących. Grexit umożliwiłby prowadzenie niezależnej polityki pieniężnej, zamiast realizowania polityki deflacyjnej. Z kolei pozostawanie w strefie euro nic Grecji nie dawałoby, za to polityka oszczędnościowa, podcinając długoterminowy wzrost, podsyciłaby niepokoje społeczne, a dług i tak nadal by rósł. Dla porównania, Islandia zanotowała silny wzrost gospodarczy pomimo kryzysu bankowego oraz dużej deprecjacji waluty krajowej.

Wysuwane zastrzeżenia dotyczyły możliwości potencjalnej ucieczki kapitału z Grecji w obliczu opuszczenia strefy euro, potężnego ciosu dla wiarygodności Grecji i potencjalnej niemożności pożyczania w przyszłości. Takie posunięcie Grecji byłoby niesolidarne i wywołałoby większą presję na inne kraje strefy euro, które musiałyby się zmagać z problemami na rynku pieniężnym oraz obligacji. Podnoszono także kwestię kosztów związanych z nową walutą. O ile wprowadzenie do obiegu euro cieszyło się społecznym poparciem i konsensem politycznym, o tyle poniesienie kosztów przywrócenia drachmy (lub wprowadzenia innego pieniądza) mogłoby być trudne do zaakceptowania. Wyjście ze strefy euro oznaczałoby gwałtowny wzrost kosztów transakcyjnych oraz zabezpieczenia terminowego transakcji. Pojawiłaby się kwestia przeliczenia depozytów oraz kredytów (np. hipotecznych). Kluczowym problemem byłoby zachowanie się nowego kursu walutowego. Jeśli byłby on przez uczestników rynku uznany za wysoki, to można byłoby oczekiwać odpływu kapitału do innych krajów, w których depozyty są lepiej gwarantowane czy nawet runu na banki w obawie przed dewaluacją. Jeśli byłby za niski to mogłaby pojawić się presja ze strony związków zawodowych na wzrost płac nominalnych w celu skompen-

<sup>6</sup> Jednakże w wywiadzie prasowym ministra finansów Niemiec sprawy te nie są postawione razem [Schäuble: *Athen muss nötige Reformen machen*, 2016].

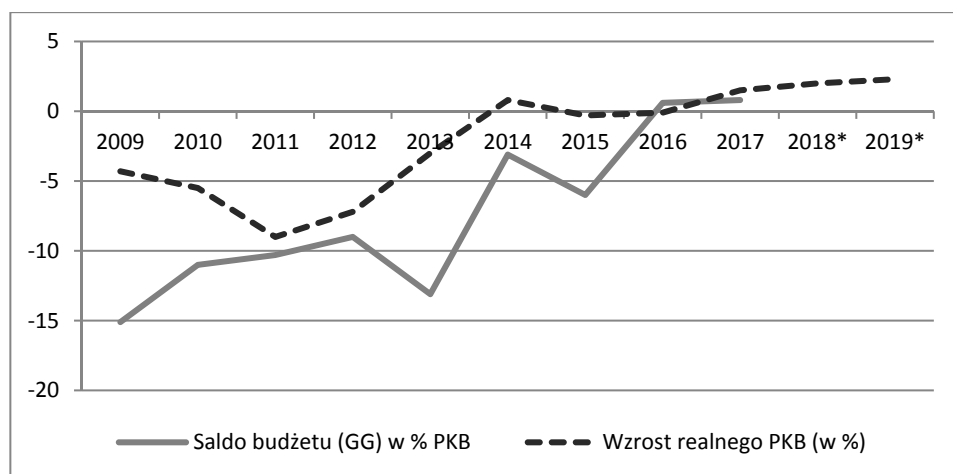
sowania spadku siły nabywczej [www 2]. Należy też zauważyć, że wprowadzie władze mogłyby zwiększyć emisję nowego pieniądza i spłacić zadłużenie wobec osób fizycznych i prawnych, jednakże mogłoby to oznaczać poważną presję inflacyjną. Także korzyści z dewaluacji mogłyby zostać zniwelowane przez wzrost kosztów importu (maszyn, samochodów, ropy naftowej, produktów chemicznych, żywności) i to głównie z krajów ze strefy euro. Więcej argumentów przedstawił George Provopoulos, prezes Banku Grecji. Dług publiczny zmieniłby się w dużej części w zadłużenie zagraniczne, co przy dewaluacji greckiej waluty automatycznie zwiększyłoby obciążenie kraju. Wzrosłyby ceny towarów importowanych, prowadząc do inflacji i obniżenia standardu życia. Nie mając możliwości współpracy z EBC, polityka pieniężna miałaby niższą wiarygodność, podsycając oczekiwania inflacyjne. Provopoulos podkreślał także brak korzyści skali, z których można by skorzystać. Wzrost niepewności co do kursu walutowego utrudniłby prowadzenie działalności gospodarczej, a wzrost nominalnych stóp procentowych przesunąłby rezerwy z sektorów produkcyjnych na rynki aktywów, a rosnące ryzyko walutowe prowadziłyby do dalszej dewaluacji rzędu 50%, jak szacowało niemieckie ministerstwo finansów [www 3].

W maju 2010 r. Grecja otrzymała pomoc w wysokości 110 mld euro od Unii Europejskiej oraz Międzynarodowego Funduszu Walutowego i zobowiązała się do przeprowadzenia reform pod ich nadzorem [Departament Zagraniczny, 2011]. Natomiast 27 października 2011 r. dokonano redukcji długu wobec banków o 50% dzięki czemu dług wobec banków zmniejszył się o 107 mld euro. W marcu 2012 r. Grecja otrzymała w ramach II programu pomocy ESFS oraz MFW 130 mld euro. Podwyższono stopę redukcji do 53,5%, wymieniając obligacje skarbowe na nowe i wydłużając okres ich spłaty z 15 do 30 lat. Dzięki programowi oszczędnościowemu w latach 2009-2012 deficyt budżetowy spadł z 16% do 8% PKB, zaś deficyt pierwotny z 10% do 1%. Warto zauważyć, że w latach 2011-2012 nastąpiła pewna zmiana w percepcji możliwości opuszczenia przez Grecję strefy euro przez media i biznes niemiecki [www 4]. W prasie pojawiły się opinie, że dotychczasowa polityka względem Grecji poniosła porażkę i kraj ten **powinien wystąpić ze strefy euro w swoim własnym interesie**. Za niepowodzenie dotychczasowych prób ratowania Grecji obwiniano tamtejszą klasę polityczną, która miała sabotować reformy [Akropolis Adieu!, 2012].

Ponowne obawy co do możliwości Grexitu pojawiły się w maju 2015 r. i były one związane z negocjacjami władz greckich, mającymi na celu pozyskanie kolejnych funduszy i jednoczesnym referendum społecznym w kwestii przyjęcia warunków ich przyznania [Grexit is a Possibility..., 2015; Lagarde-

*schließt...*, 2015]. Kolejny, III program pomocowy był uwarunkowany reformą emerytalną, właściwą strategią fiskalną oraz uruchomieniem funduszu prywatyzacyjnego w wysokości 50 mld euro, w którego skład, prócz państwowych przedsiębiorstw przeznaczonych do prywatyzacji, miały wejść wyspy, rezerwy przyrody czy działki z antycznymi ruinami.

Pomoc była uwarunkowana spełnianiem warunków politycznych obejmujących weryfikację budżetu Grecji na 2018 r., rewizję świadczeń socjalnych, reformę rynku pracy, kwestie związane z administracją publiczną, wdrażaniem strategii względem kredytów zagrożonych, reformy energetyki oraz prywatyzację.



**Rys. 1.** Saldo budżetu (w % PKB) oraz wzrost realnego PKB (w %) w Grecji w latach 2009-2017 (\*2018, \*2019 – prognozy)

Źródło: [www 5].

W grudniu 2017 r. rząd Grecji zgodził się na dalszą redukcję wydatków, zmniejszenie emerytur, dokończenie przeglądu kwalifikacji pracowników sektora publicznego i sprzedaż elektrowni węglowych. Eurogrupa pozytywnie oceniła przeprowadzone reformy oraz osiągnięte rezultaty makroekonomiczne (deficyt sektora władz rządowych i samorządowych, wzrost PKB) 21 czerwca 2018 r. oraz uzgodniła założenia zakończenia III programu pomocowego – co zostało uznane za koniec kryzysu greckiego. Rezultaty te widoczne są na rys. 1. Zakończenie programu oznacza, że Grecja nie będzie już formalnie zobowiązana do spełniania rygorystycznych warunków dotyczących dyscypliny finansów i reform gospodarczych. Rząd będzie mógł emitować papiery dłużne i sprzedawać je na rynkach finansowych. Dotychczas Grecja w ramach programów pomoco-

wych otrzymała 288,7 mld euro (256,6 mld euro z Unii i 32,1 mld euro z MFW). Aby spłacić zadłużenie względem partnerów unijnych powinna wypracowywać nadwyżkę pierwotną w budżecie przez najbliższe 42 lata<sup>7</sup>.

## 2. Kurs cień DEM/GRD w kontekście presji spekulacyjnej

Zagadnieniem wymagającym szczególnej analizy w przypadku wyjścia Grecji ze strefy euro jest potencjalny kurs nowej lub starej waluty. Tu można rozważać różne możliwości: przywrócenie starej drachmy (GRD) czy wprowadzenie nowej waluty parytetowej (której jednostka byłaby równa dotychczasowemu euro). W niniejszym rozdziale dokonano estymacji kursu cienia DEM/GRD w okresie przebywania Grecji w strefie wspólnej waluty w latach 2001-2018. Wybór kursu DEM/GRD, a nie np. EUR/GRD podyktowany był koniecznością policzenia indeksu presji spekulacyjnej dla okresu 1989-2000, na początku którego euro jeszcze nie istniało i wykorzystywanie go do obliczeń byłoby ahisteryczne. Z kolei marka niemiecka nadal jest obecna w pamięci instytucjonalnej uczestników rynku<sup>8</sup>.

Kurs cień jest szeroko wykorzystywany w literaturze ekonomicznej w kontekście handlu międzynarodowego [Balassa, 1974; Tsakok, 1990] oraz finansów [Piersanti, 2012]. W tym drugim przypadku kurs cień pomaga oszacować rzeczywistą siłę nabywczą lub wyznaczyć kurs walutowy, który obowiązywałby na rynku, gdyby nie było istniejących ograniczeń obrotów kapitałowych lub kontroli kursu walutowego.

Flood i Garber (1984) definiują kurs cień jako płynny kurs walutowy po załamaniu się systemu stałego kursu walutowego i jego upłynnieniu. Kurs ten nastąpi, gdy uczestnicy rynku wykupią wszystkie rezerwy walutowe przeznaczone do obrony parytetu, a bank centralny powstrzyma się od dalszych interwencji. W modelu Krugmana (1979) kurs cień równoważy rynek pieniężny po wyczerpaniu wszystkich rezerw walutowych. Flood i Marion (1998) określają kurs cień jako kurs, który równoważy rynek pieniężny po ataku, w którym wyczerpują się rezerwy walutowe.

W celu estymacji kursu cienia DEM/GRD wykorzystano koncepcję indeksu presji spekulacyjnej [Eichengreen, Rose i Wyplosz, 1994], która pojawiła się po kryzysie systemu ERM w latach 1992-1994 [Gruszczyński, 2013]. Twórcy in-

<sup>7</sup> Co przy relacji długu publicznego w stosunku do PKB wynoszącego ok. 180% będzie bardzo trudne.

<sup>8</sup> Przyjęcie euro po stałym kursie 340,75 drachmy za euro oznaczało jednocześnie ustalenie kursu względem marki niemieckiej po kursie DEM/GRD 174,23.

deksu zauważyli, że władze, w celu utrzymania pożądanego poziomu kursu, mogą stosować interwencje walutowe za pomocą rezerw oraz wpływać na stopy procentowe. Zatem szczególną uwagę należy zwracać nie tylko na kurs (który może być kontrolowany lub usztywniony), ale także i na wahania rezerw oraz różnicy stóp procentowych (premię za ryzyko). Autorzy indeksu wykorzystali zmodyfikowany model monetarystyczny kursu walutowego (zastępując bazę monetarną sumą kredytu krajowego  $D$  oraz rezerw walutowych  $R$ ):

$$e + (i - i^*) - (r - r^*) = (d - d^*) - \beta(y - y^*) + (1 + \alpha)(i - i^*) \quad (1)$$

gdzie:

$e$  – nominalny kurs walutowy,

$i$  – stopy procentowe,

$r$  – rezerwy walutowe,

$d$  – kredyt krajowy,

$y$  – PKB,

$*$  oznacza zagranicę,

$\beta(\alpha)$  – elastyczność popytu na pieniądź (względem dochodu/stóp procentowych).

Lewa strona powyższego równania jest indeksem presji spekulacyjnej, który definiuje wzrost presji jako deprecjację kursu walutowego, spadek poziomu rezerw, wzrost różnicy stóp procentowych<sup>9</sup>.

W celu estymacji kursu cienia w okresie kontroli wykorzystano powyższy indeks dokonując jego dekompozycji ze względu na kurs walutowy i wykorzystując oszacowania parametrów z okresu sprzed kontroli. W pierwszym etapie badania oszacowano indeks presji spekulacyjnej dla okresu, w którym w Grecji obowiązywała waluta narodowa, grecka drachma (GRD) oraz dla okresu, w którym drachma została zastąpiona po stałym kursie przez euro. W drugim etapie wyliczono kurs cień z rzeczywistą presją spekulacyjną uzyskaną z indeksu w drugim okresie jednakże z oszacowaniami parametrów presji sprzed okresu uczestnictwa w unii walutowej (zakładając dla kursu cienia, że rzeczywista presja na walutę w okresie wspólnej waluty rozkładałaby się w sposób podobny jak w okresie posiadania waluty narodowej).

Dane pochodzą ze strony serwisu statystycznego Międzynarodowego Funduszu Walutowego (data.imf.org)<sup>10</sup>, strony internetowej Banku Grecji

<sup>9</sup> Eichengreen, Rose i Wyplosz (1994) wykorzystali powyższy indeks do zidentyfikowania znaczącej (powyżej 2,5 odchylenia standardowego) presji spekulacyjnej podczas ataków na kontrolowane kursy walutowe w 22 krajach w latach 1967-1992 (szczególną uwagę zwracając na 7 krajów członkowskich ERM).

<sup>10</sup> Kursy walutowe: USD/GRD, USD/EUR, USD/DEM – ENDE\_XDC\_USD\_RATE; stopy procentowe: Grecja – FIDR\_PA, FILR\_PA (do 2000), FIGB\_PA (od 2001), Niemcy, Strefa Euro – IMM\_PA, rezerwy walutowe: Grecja – RAXG\_USD.



(www.bankofgreece.gr) oraz sprawozdań finansowych Europejskiego Banku Centralnego (www.ecb.europa.eu).

Formuły indeksu presji spekulacyjnej dla okresów sprzed wprowadzenia euro oraz w czasie przebywania w strefie wspólnej waluty są następujące:

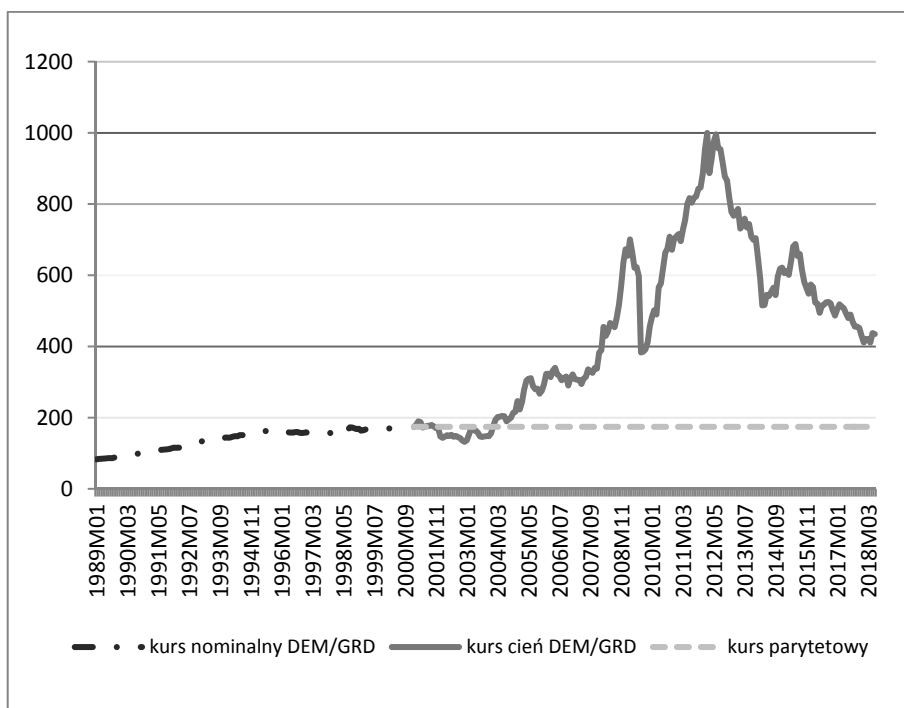
styczeń 1989 – grudzień 2000 (okres drachmy)

$$IPS1 = 0,013342(\Delta e_t) + 0,0356(\Delta(i - i^*)_t) - 0,134241(\Delta r_t) \quad (2)$$

styczeń 2001 – czerwiec 2018 (okres euro)

$$IPS2 = 0,154056(\Delta(i - i^*)_t) - 0,092553(\Delta r_t) \quad (3)$$

Na rys. 2 przedstawiono wartości kursu cienia DEM/GRD w okresie styczeń 2001– czerwiec 2018. Kurs nominalny w tym okresie wynosił DEM/GDR 174,23. Jak można zauważyć, kurs cień po wprowadzeniu euro przez pierwsze trzy lata ulegał aprecjacji, a do 2008 r. stabilizacji, by w czasie światowego kryzysu finansowego w tym roku osiągnąć poziom 700 drachm za markę (ok. 1400 GRD za EUR).



**Rys. 2.** Kurs nominalny DEM/GRD (styczeń 1989 – grudzień 2000), kurs cień DEM/GRD oraz kurs paritetowy (styczeń 2001– czerwiec 2018)

Źródło: Obliczenia własne.

Jednakże szczyt utraty wartości drachmy miał dopiero nadejść w latach 2011-2012, kiedy to kurs cień osiągnąłby poziom 1000 drachm za markę (lub ok. 2000 GRD za EUR). Co by to oznaczało w praktyce? Gdyby wtedy (w drugiej połowie 2011 r.) Grecja opuściła strefę euro i dokonała konwersji po stałym kursie z momentu akcesji, to należałoby się spodziewać, że wskutek runu na banki oraz kryzysu bankowego i zadłużeniowego nowa-stara waluta natychmiast straciłaby ok. 80% swojej wartości. Spowodowałyby to natychmiastowe załamanie importu i paraliż gospodarczy.

Następne lata przyniosły uspokojenie sytuacji oraz aprecjację kursu cienia. W tym miejscu należy podkreślić, że najwyraźniej plany pomocowe oraz stabilizacyjne odniosły sukces, przynajmniej w tym aspekcie. Gdyby obecnie Grecja planowała lub była zmuszona do opuszczenia strefy euro, nastąpiłoby to na znacznie lepszych warunkach niż w latach 2011-2012. Oczywiście potencjalna skala wstrząsowej deprecjacji nowej-starej waluty byłaby nadal znaczna (do ok. 430 GRD za DEM lub 860 GRD za EUR), ale być może już nie tak destrukcyjna i dokonywałaby się w o wiele lepszym otoczeniu makroekonomicznym i przy zrównoważonym budżecie.

## **Podsumowanie**

Z perspektywy czasu widać, że kryzys grecki był jednym z największych wyzwania, jakiemu musiała stawić czoła strefa euro oraz sama idea integracji europejskiej. Potencjalne bankructwo Grecji doprowadziło do wzięcia pod rozważenie zarówno problemu bankructwa członka strefy euro, jak i opuszczenia przez niego strefy wspólnej waluty. Oba scenariusze uwzględniały w pewnym stopniu wprowadzenie nowej waluty lub przywrócenie starej drachmy. Takie posunięcia niosłyby za sobą pewne korzyści, jak i zagrożenia. Ich bilans byłby jednak w dużym stopniu uzależniony od nowego kursu walutowego, który rynkowo determinowałby wartość kredytów, depozytów, kontraktów handlowych.

W niniejszym artykule dokonano estymacji kursu cienia DEM/GRD, wykorzystując metodologię indeksu presji spekulacyjnej. Otrzymane rezultaty wskazują, że największa skala oczekiwanej deprecjacji nowej waluty wystąpiłaby na przełomie 2011 i 2012 r. oraz w nieco mniejszej skali w 2015 r. Podjęte działania stabilizacyjne przyczyniły się do uspokojenia sytuacji. Gdyby obecnie władze Grecji postanowiły opuścić strefę euro, to dokonałoby się to w o wiele lepszej sytuacji makroekonomicznej i związane byłoby to ze znaczną, ale już mniejszą, skalą deprecjacji nowej waluty. Teraz można stwierdzić, że zarówno Grecja, jak

i Unia Europejska potrafiły zapobiec niekontrolowanemu rozpadowi strefy euro oraz ustabilizować sytuację. Wymagało to jednak zaangażowania znaczących środków oraz przeprowadzenia trudno akceptowalnych politycznie i społecznie reform.

Dzięki wykorzystaniu metodologii kursu cienia oraz indeksu presji spekulacyjnej udało się wyznaczyć potencjalny, alternatywny kurs drachmy w przypadku opuszczenia przez Grecję strefy euro. Można także było ocenić skuteczność poszczególnych programów pomocowych. Doświadczenia płynące z tego badania można wykorzystać do wyznaczania oczekiwanego poziomu kursu walutowego w przypadku zmiany systemowej.

## Literatura

- Akropolis Adieu! Warum Griechenland jetzt den Euro verlassen muss* (2012), <https://www.spiegel.de/spiegel/print/d-85734053.html> (dostęp: 15.09.2018).
- Athanassiou P. (2009), *Withdrawal and Expulsion from the EU and EMU*, ECB Legal Working Paper, No. 10, European Central Bank, Frankfurt am Main.
- Balassa B. (1974), *Estimating Price of Foreign Exchange in Project Appraisal*, "Oxford Economic Papers", Vol. 26, s. 147-168.
- Baran B. (2011), *Geneza i skutki kryzysu finansów publicznych w Grecji*, „Gospodarka Narodowa”, nr 5-6, s. 49-67.
- Buiter W., Rahbari E. (2012), *Global Economics View Rising Risks of Greek Euro Area Exit*, Citigroup Global Markets, New York, 6 February.
- Departament Zagraniczny (2011), *Programy pomocowe dla Grecji, Irlandii i Portugalii – stan na sierpień 2011 r.*, Narodowy Bank Polski, Warszawa.
- Eichengreen B., Rose A., Wyplosz C. (1994), *Speculative Attacks on Pegged Exchange Rates: An Empirical Exploration with Special Reference to the European Monetary System*, Working Paper, No. 4898, NBER, Cambridge, MA.
- Flood R., Garber P. (1984), *Collapsing Exchange-Rate Regimes. Some Linear Examples*, "Journal of International Economics", Vol. 17, s. 1-13.
- Flood R., Marion P. (1998), *Perspectives on the Recent Currency Crisis Literature*, Working Paper, No. 98, International Monetary Fund, Washington.
- Grexit Is a Possibility, Warns Head of IMF* (2015), <https://www.theguardian.com/world/2015/may/28/greece-economy-bankruptcy-high-level-political-trade-needed> (dostęp: 15.09.2018).
- Gruszczyński M. (2013), *Kryzysy walutowe bankowe i zadłużeniowe w gospodarce światowej*, CeDeWu, Warszawa.

- Krugman P. (1979), *A Model of Balance-of-Payments Crises*, "Journal of Money, Credit and Banking", Vol. 11, Issue 3, s. 311-325.
- Lagarde *schließt Grexit nicht aus* (2015), <https://www.faz.net/aktuell/wirtschaft/euro-krise/griechenland/schuldenkrise-lagarde-schliesst-grexit-nicht-aus-13617538.html> (dostęp: 15.09.2018).
- Ministerstwo Finansów (2010), *Kryzys grecki – geneza i konsekwencje*, Warszawa.
- Piersanti G. (2012), *The Macroeconomic Theory of Exchange Rate Crises*, Oxford University Press, Oxford.
- Provopoulos G. (2010), *The Greek Economic Crisis and the Euro*, BIS, Basel.
- Rozkrut M., Woreta R. (2005), *Sukcesy i porażki Grecji na drodze do strefy euro. Wnioski dla nowych krajów UE*, Materiały i Studia, nr 188, NBP, Warszawa.
- Schäuble: *Athen muss nötige Reformen machen* (2016), <https://www.bild.de/geld/aktuelles/wirtschaft/schaeuble-athen-muss-noetige-reformen-machen-49064258.bild.html> (dostęp: 15.09.2018).
- Sporek T. (2013), *Globalne konsekwencje kryzysu finansowego w Grecji*, „Studia Europejskie”, nr 3, s. 57-86.
- Tsakok I. (1990), *Agricultural Price Policy: A Practitioner's Guide to Partial-Equilibrium Analysis*, Cornell University Press, Ithaca, NJ.
- [www 1] [www.thenation.com/article/should-greece-leave-the-euro/](http://www.thenation.com/article/should-greece-leave-the-euro/) (dostęp: 15.09.2018).
- [www 2] [www.economicshelp.org/2010/03/leaving-euro.html](http://www.economicshelp.org/2010/03/leaving-euro.html) (dostęp: 15.09.2018).
- [www 3] [www.gurufocus.com/news/132641/should-greece-abandon-the-euro](http://www.gurufocus.com/news/132641/should-greece-abandon-the-euro) (dostęp: 15.09.2018).
- [www 4] [www.spiegel.de/wirtschaft/unternehmen/drohender-euro-austritt-tui-sichert-sich-gegen-comeback-der-drachme-ab-a-796083.html](http://www.spiegel.de/wirtschaft/unternehmen/drohender-euro-austritt-tui-sichert-sich-gegen-comeback-der-drachme-ab-a-796083.html) (dostęp: 15.09.2018).
- [www 5] <https://ec.europa.eu/eurostat/web/government-finance-statistics/data/database> (dostęp: 15.09.2018).

#### NATIONAL CURRENCIES AFTER LEAVING THE EURO AREA. SHADOW EXCHANGE RATE DEM/GRD CORE IN THE CONTEXT OF THE SPECULATIVE PRESSURE IN 2001-2018

**Summary:** The financial crisis in Greece was accompanied by considerations regarding the bankruptcy of the Euro area member state and the consequences of leaving the EU zone. An important issue related to the reintroduction of the national currency is its new exchange rate, which will determine the balance of costs and benefits of this move. The aim of this work is to estimate the shadow exchange rate DEM/GRD during the membership of Greece in the euro area. The research hypothesis is that the shadow exchange rate more or less correctly estimates the potential market rate, which should be quoted after Grexit. The first part presents a discussion on the Grexit in the context of crisis

events in 2009-2018. In the second part, the DEM/GRD shadow exchange rate was estimated using the speculative pressure index methodology.

**Keywords:** European integration, FX markets, capital flows, financial crises.