

Nr 2(67) 2017

ISSN 1429-2939

BEZPIECZNY BANK

BFG

BANKOWY FUNDUSZ GWARANCYJNY

BEZPIECZNY BANK jest czasopismem wydawanym przez Bankowy Fundusz Gwarancyjny od 1997 roku, poświęconym zagadnieniom stabilności systemu finansowego, ze szczególnym uwzględnieniem systemu bankowego.

KOMITET REDAKCYJNY:

Jan Szambelańczyk – redaktor naczelny
Małgorzata Iwanicz-Drozdowska
Ryszard Kokoszczyński
Monika Marcinkowska
Jan Krzysztof Solarz
Ewa Kulińska-Sadłocha
Ewa Miklaszewska
Małgorzata Polak – sekretarz redakcji
Ewa Teleżyńska – sekretarz redakcji

RADA PROGRAMOWO-NAUKOWA:

Piotr Nowak – Przewodniczący
Paola Bongini
Santiago Carbo-Valverde
Dariusz Filar
Andrzej Gospodarowicz
Leszek Pawłowicz
Krzysztof Pietraszkiewicz
Jerzy Pruski

Artykuły publikowane w **BEZPIECZNYM BANKU** są recenzowane.

Za publikację naukową w **BEZPIECZNYM BANKU** Minister Nauki i Szkolnictwa Wyższego przyznał trzynaście punktów.

Od nr 2 (67) 2017 czasopismo **BEZPIECZNY BANK** wydawane jest wyłącznie w wersji elektronicznej.

REDAKCJA:

Krystyna Kawerska

WYDAWCA:

Bankowy Fundusz Gwarancyjny
ul. Ks. Ignacego Jana Skorupki 4
00-546 Warszawa

SEKRETARIAT REDAKCJI:

Ewa Teleżyńska, Małgorzata Polak
Telefon: 22 583 08 78, 22 583 05 74
e-mail: ewa.telezynska@bfg.pl; malgorzata.polak@bfg.pl

Informacje dotyczące wymogów formalnych i edytorskich dla autorów publikacji znajdują się na stronie: www.bfg.pl

www.bfg.pl



Opracowanie komputerowe, druk i oprawa:
Dom Wydawniczy ELIPSA
ul. Inflancka 15/198, 00-189 Warszawa
tel./fax 22 635 03 01, 22 635 17 85
e-mail: elipsa@elipsa.pl, www.elipsa.pl

Recenzje

Andrzej Sławiński

Złote łańcuchy strefy euro

Stefan Kawalec, Ernest Pytlarczyk

Paradoks euro. Jak wyjść z pułapki wspólnej waluty?

Poltext, Warszawa 2016, ISBN: 978-83-7561-621-7

W 1992 r. Barry Eichengreen opublikował książkę pt. *Złote łańcuchy: System waluty złotej a Wielki Kryzys, 1919–1939*¹. Wyjaśnił w niej, dlaczego sztywne reguły systemu waluty złotej przyczyniły się do rozprzestrzenienia i pogłębienia kryzysu gospodarczego lat 30.

Treść publikacji Stefana Kawalca i Ernesta Pytlarczyka pt. *Paradoks euro. Jak wyjść z pułapki wspólnej waluty?* jest z tego punktu widzenia podobna. Autorzy starają się wykazać, że Europa ponosi zbyt duże koszty (w tym polityczne) stosowania sztywnych reguł wspólnej waluty i należy od niej odejść, by móc – już bez ponoszenia tych kosztów – kontynuować proces integracji europejskiej.

Dzisiaj wiemy, że skutki przedwczesnego wprowadzania euro były w pewnym sensie podobne do konsekwencji decyzji, aby w ramach podjętej we wrześniu 1944 r. operacji *Market Garden* – przedstawionej w filmie Richarda Attenborough *O jeden most za daleko* – desant spadochronowy objął także Arnhem. Decyzja taka zapadła, mimo że zwiad powietrzny wykrył stacjonujące w pobliżu niemieckie jednostki pancerne. Efekt był taki, że brytyjska 82 dywizja powietrzno-desantowa poniosła duże straty, podobnie jak nasza brygada spadochronowa, która przybyła jej na pomoc.

¹ B. Eichengreen, *Golden Fetters: The Gold Standard and the Great Depression, 1919–1939*, Oxford University Press 1992.

Zagrożenia związane ze zbyt wczesnym utworzeniem unii walutowej w Europie też były znane². Uznano jednak, że kraje członkowskie w wystarczającym stopniu spełniają kryteria optymalnego obszaru walutowego³, a utworzenie strefy euro uruchomi procesy sprzyjające zacieśnianiu się integracji gospodarczej państw członkowskich⁴.

Oczekiwania te zmaterializowały się w rozczarująco małym stopniu⁵. Nie nastąpiło szybkie i samoczynne zrośnięcie się gospodarek państw strefy euro w jeden w pełni zintegrowany organizm. W przypadku części gospodarek strefy euro (Portugalia, Włochy) zaczął się trwający już od dłuższego czasu wyraźny proces dywergencji. PKB na głowę w Portugalii i we Włoszech – w relacji do Niemiec – od wielu już lat maleje. We Włoszech PKB *per capita* wynosi teraz 75% niemieckiego, podczas gdy w 1999 r., a więc na początku funkcjonowania strefy euro, było to 90%.

Książka Stefana Kawalca i Ernesta Pytlarczyka pokazuje, że negatywne konsekwencje wprowadzenia euro są na tyle poważne, iż należy wycofać się ze stosowania wspólnej waluty, by zachować i zwiększać korzyści osiągane z integracji europejskiej.

W pierwszej części mojej recenzji piszę o czynniku, który uwypukla przyczyny pojawienia się propozycji powrotu do walut krajowych. Jest nim słabość przesłanek, które zdecydowały o zbyt wczesnym utworzeniu strefy euro. W drugiej części recenzji analizuję główną tezę recenzowanej książki.

1. Przyczyny zbyt wczesnego utworzenia strefy euro

O momencie utworzenia strefy euro już w 1999 r. zdecydowała w części historia. Francuzi chcieli, aby – poprzez unię walutową – związać silniej Niemcy z Europą i zneutralizować w ten sposób potencjalne zagrożenia, jakie wiązano z ich zjednoczeniem.

W dużej jednak mierze powodem zbyt wczesnego utworzenia strefy euro były dominujące w instytucjach europejskich poglądy dotyczące systemów kursowych i znaczenia polityki pieniężnej.

Jeśli chodzi o politykę kursową to, pomimo że rosnąca od lat 70. skala przepływów kapitałowych spowodowała rozpowszechnienie się stosowania płynnych kursów walutowych, Europejczycy od początku – od momentu rozpadu systemu

² Zob. L. Jonung, E. Drea, “The euro: It can’t happen. It’s a bad idea. It won’t last. US economists on the EMU, 1989–2002”, *European Economy* no. 395. European Commission 2009.

³ J. Aizenman, Optimal Currency Area: A 20th Century Idea for 21st Century”, *NBER Working Paper* 2016 no. 22097.

⁴ A. K. Rose, “One Money, One Market: Estimating of Common Currencies on Trade”, *Economic Policy* 2000 no. 30, p. 7–46.

⁵ R. Baldwin, “The Euro’s Trade Effects”, *ECB Working Paper* 2006 no. 594.

z Bretton Woods – starali się zachować system kursów stałych. Najpierw był to *waż walutowy* – w latach 1973–1978, a później Europejski System Walutowy – w latach 1979–1999. Europejskie instytucje stale i niezmiennie wierzyły, że stabilność kursów walut sprzyja wymianie handlowej, pomimo że albo brakowało potwierdzeń empirycznych tej tezy, albo były one słabe⁶.

Jeśli chodzi o politykę pieniężną, to do czasu wybuchu niedawnego globalnego kryzysu finansowego, który spowodował najpoważniejszą recesję od lat 30., wierząco powszechnie, a więc także w Europie, że znaczenie polityki pieniężnej, pomimo uwagi jaką zawsze przyciąga, jest tak naprawdę dość ograniczone.

Przekonanie to wynikało z założeń – dominującej w teorii ekonomii – nowokeynesowskiej syntezy. Zaakceptowanie przez nią hipotezy racjonalnych oczekiwań prowadzi do wniosku, że wszyscy uczestnicy życia gospodarczego znają przyszły bieg zdarzeń w gospodarce. Gdyby tak było, oznaczałoby to doskonałą koordynację podejmowanych w gospodarce decyzji – dostosowywanie ich do znanej z góry przyszłości. To zaś by oznaczało, że gospodarka samoczynnie utrzymywałaby się w równowadze, szybko powracając do niej po szokach (np. technologicznych). W świecie wywiedzionym z tego rodzaju założeń potrzeba prowadzenia polityki pieniężnej (pomagającej gospodarce pozostawać na ścieżce zrównoważonego wzrostu) wynika tylko z niedostatecznej elastyczności gospodarki, jaką rodzi między innymi sztywność płac i cen.

Akceptowanie takiego obrazu rzeczywistości prowadziło do wniosku, że rezygnacja z możliwości prowadzenia polityki pieniężnej nie będzie niosła za sobą dla krajów strefy euro dużych kosztów, zwłaszcza, że ich gospodarki miały przekształcić się w jednorodny wspólny organizm.

Jednak w rzeczywistym świecie oczekiwania uczestników życia gospodarczego mają głównie charakter ekstrapolacji. W obliczu niepewnej przyszłości ludzie oczekują, że przyszłość będzie jak niedawna przeszłość⁷. Co więcej, niepewność przyszłości rodzi co jakiś czas nadmiernie optymistyczne oczekiwania powodujące pojawienie się groźnych boomów na giełdzie lub rynkach hipotecznych⁸. W takich okresach silny staje się wpływ czynników behawioralnych. Szczególnie wtedy polityka pieniężna jest potrzebna jako instrument antycykliczny.

Zilustrowały to między innymi niedawne doświadczenia wielu krajów strefy euro. Pokazały one, jak poważne mogą być konsekwencje rezygnacji z autonomii polityki pieniężnej. Gdyby na początku poprzedniej dekady Hiszpania, Portugalia i Irlandia mogły podnieść stopy procentowe i powstrzymać trwające w ich gospo-

⁶ IMF, *The Exchange Rate System: Lessons of the Past and Options for the Future*, IMF Occasional Paper 1984 No. 30 (Washington: IMF).

⁷ R. Frydman, E.S. Phelps, *Rethinking Expectations: The Way Forward for Macroeconomics*, Princeton University Press, Princeton 2013.

⁸ P. De Grauwe, "The return of Keynes", *International Finance* 2010, no. 13, vol. 1.

darkach niestabilne boomy kredytowe, jak zrobiły to w tym samym czasie Australia i Nowa Zelandia, to kryzysy bankowe w strefie euro byłyby znacznie łagodniejsze, a być może w ogóle by nie wystąpiły.

W jakiej sytuacji byłoby to możliwe? Byłoby tak, gdyby Europa – zamiast wprowadzać wspólną walutę już w 1999 r. – zachowała na dłużej funkcjonujący w Europejskim Systemie Walutowym (ESW) od 1993 r. system szerokich pasm wahań kursowych, który powstał trochę przez przypadek, jako wynik fali ataków spekulacyjnych przeciwko walutom ESW w 1992 r., co spowodowało decyzję o rozszerzeniu zakresu wahań kursów walutowych w jego ramach z 2,25% do 15%⁹.

Utrzymanie systemu szerokich (15%) pasm wahań kursowych, przez okres znacznie dłuższy niż w rzeczywistości, nie stanowiłoby żadnej przeszkody w zacieśnianiu integracji europejskiej, a bankom centralnym państw członkowskich dałoby możliwość reagowania na boomy kredytowe, które wyraźne już narastały w latach poprzedzających utworzenie strefy euro. Tego jednak, niestety, nie wzięto pod uwagę¹⁰. System szerokich pasm wahań – dający jednocześnie stabilność kursów i względną autonomię polityki pieniężnej – pozostał zupełnie niedoceniony. Nawet przez sześć lat, gdy funkcjonował, był traktowany jako coś przejściowego, o czym świadczy choćby to, że stosowanym wobec przyszłych państw członkowskich kryterium oceny stabilności kursów ich walut było „stare” pasmo 2,25%.

2. Przesłanie książki S. Kawalca i E. Pytlarczyka

Do kryzysu w strefie euro przyczyniło się w dużej mierze wygodne dla polityków przekonanie, że samoczynnie działającym czynnikiem, który będzie skutecznie sprzyjał pogłębianiu się integracji europejskiej, będzie danie jak największej swobody działania wielkim europejskim bankom¹¹. Tymczasem, podobnie jak w USA i w Wielkiej Brytanii, europejskie wielkie banki wykorzystały liberalizację regulacji i form sprawowania nadzoru nad nimi w sposób nieodpowiedzialny. Wywołały niestabilne boomy kredytowe, które silnie zdestabilizowały część gospodarek strefy euro, w tym zwłaszcza w Irlandii, Hiszpanii i Portugalii. Podjęły ryzyko, które było nadmierne nawet dla nich samych, wierząc (niestety słusznie) w dający im nietykalność status instytucji zbyt dużych, by upaść¹².

⁹ P. B. Kenen, *Economic and Monetary Union in Europe. Moving beyond Maastricht*, Cambridge University Press 1994.

¹⁰ A. Sławiński, „Strefa euro: Scenariusz alternatywny”: *Folia Oeconomica, Acta Universitatis Lodziensis* 2012, Nr. 273.

¹¹ G. Tumpel-Gugerell, „Single market for financial services – vision or reality?”. *Luxemburg Financial Market Forum* 2005, Luxemburg, 14 October.

¹² E. Tsingou, „Too Big to Fail?” [w:] *The Warwick Commission on International Financial Reform: In Praise of Unleveled Playing Fields*, The Warwick Commission, The University of Warwick 2009.

Mimo wszystko jednak kryzys bankowy jest czymś, co przeminie, jeśli nawet europejskie banki są wciąż osłabione. Warto zatem zapytać, jaki błąd zaważył na późniejszych losach strefy euro. Początkowo mało kto dostrzegł, że taki właśnie błąd został popełniony. A było nim zlekceważenie sformułowanego już w początkowym okresie funkcjonowania strefy euro ostrzeżenia ówczesnego wiceministra pracy Niemiec, Heinera Flassbecka, że trzeba powstrzymać widoczny od początku funkcjonowania strefy euro proces różnicowania się tempa wzrostu jednostkowych kosztów pracy w poszczególnych krajach członkowskich¹³.

Do ostrzeżeń Flassbecka przyłączył się z czasem Paul De Grauwe, wskazując, że ponowne odzyskanie konkurencyjności kosztowej przez kraje południa strefy będzie albo bardzo trudne i długie (przy bardzo niskim tempie wzrostu jednostkowych kosztów pracy w Niemczech), albo politycznie niemożliwe – jeśli rządy nie uzyskają społecznego i politycznego poparcia dla polityki długotrwałego ograniczania tempa wzrostu płac¹⁴.

Ryzyko utknięcia na długo w stagnacji gospodarczej, po utracie konkurencyjności kosztowej w relacji do innych krajów strefy euro, niestety, rzeczywiście się zmaterializowało. Świadczy o tym między innymi chronicznie niskie tempo wzrostu gospodarczego w Portugalii i we Włoszech. Zamiast przynieść realną konwergencję tworzących ją gospodarek¹⁵, strefa euro zaczęła powodować ich dywergencję.

Pułapka wspólnej waluty, jak określają to autorzy recenzowanej książki, polega w dużej mierze właśnie na tym, że jeśli nawet powstanie teraz, po wielu latach dyskusji, mechanizm redystrybucji dochodów w strefie euro, to i tak może to już nie wyzwolić w pełni jej potencjału wzrostowego. Zdaniem Kawalca i Pytlarczyka jest już za późno, by osiągnąć pełnię korzyści z takiej zmiany, ponieważ utrata konkurencyjności kosztowej przez część państw członkowskich strefy euro jest zbyt duża, by można było ją odzyskać inaczej niż długo utrzymując ich gospodarki w stagnacji.

W jakiej mierze tezie autorów książki mogłoby przeczyć to, że część rządów państw członkowskich strefy euro uzyskała polityczne poparcie dla prowadzenia polityki zmierzającej do odzyskiwania utraconej konkurencyjności i w części to się udało, czego przykładem jest Hiszpania. We Włoszech jednak taki proces nie nastąpił. Być może jednak jest tak – co przemawiałoby, z kolei, na korzyść głównego przesłania recenzowanej książki – że odzyskanie utraconej konkurencyjności jest – przy zachowaniu wspólnej waluty – tylko częściowo możliwe (jak w Hiszpanii) albo nie jest możliwe w dającej się przewidzieć przyszłości (jak we Włoszech).

¹³ H. Flassbeck, *The Heart of the Euro Problem*, 2012, <http://ineteconomics.org>

¹⁴ P. De Grauwe, "What have we Learnt about Monetary Integration since the Maastricht Treaty?", *Journal of Common Market Studies*, 2006, vol. 44, no. 4.

¹⁵ O. Blanchard, F. Giavazzi, "Current Account Deficits in the Euro Area: The End of the Feldstein-Horrioka Puzzle?", *Brooking Papers on Economic Activity* 2002 no. 2.

Dodajmy, że pogląd Stefana Kawalca i Ernesta Pytlarczyka o niemożności odzyskania konkurencyjności przez część krajów strefy euro – przy zachowaniu wspólnej waluty – nie jest odosobniony. Od dłuższego już czasu pisał o tym Hans-Werner Sinn¹⁶. Podobne obawy wyrażał także Olivier Blanchard – wieloletni szef Międzynarodowego Funduszu Walutowego¹⁷.

Olivier Blanchard nie stawia kropki nad „i”; być może dlatego, że nie wypada mu tego robić. Stawiają ją jednak autorzy recenzowanej książki. Piszą, że jeśli Europa ma odzyskać swój potencjał wzrostowy, to powinna – przynajmniej na dłuższy czas – wycofać się ze stosowania wspólnej waluty i przywrócić w jej miejsce system elastycznych kursów walutowych.

Autorzy książki nie są, oczywiście, przeciwko reformom instytucjonalnym w UE, takim jak stworzenie wspólnego budżetu, który dysponowałby znacznie większymi środkami niż dzisiaj, o czym dyskutuje się od lat 70.¹⁸ Uważają jednak, że dzisiaj takie zmiany już by nie wystarczyły i powinno im towarzyszyć odejście od wspólnej waluty.

Ta część recenzowanej książki, która mówi o tym, jak to zrobić, jest jednak dość skrótowa. Być może dlatego, że autorzy słusznie obawiają się, iż Europa na takie rozwiązanie na razie jeszcze się nie zdecyduje. I pewnie mają rację. Trudno jednak wykluczyć, że część krajów, jak na przykład pozostające od dwóch dekad w stagnacji Włochy, będą w pewnym momencie tak zdeterminowane, iż spróbują przeprowadzić tego rodzaju operację na własną rękę. Wówczas jednak cały proces mógłby wymknąć się spod kontroli, co było w 2002 r. udziałem Argentyny¹⁹. I choćby z tego względu Europejczycy powinni wspólnie pomyśleć o tym, by napisać scenariusz odejścia od wspólnej waluty w uporządkowany sposób – analogicznie jak od banków wymaga się napisania „testamentu” (*living will*) rysującego ich bankructwo w sposób nie powodujący poważnych zaburzeń na rynkach finansowych (*orderly liquidation*).

Formułowane w recenzowanej książce tezy są z reguły obszernie uzasadniane. Jednym z wyjątków jest ważne z punktu przesłania publikacji stwierdzenie, że uczestnictwo w strefie euro narzuca zbyt duże ograniczenia polityce gospodarczej Francji. Teza ta może być dla czytelnika nie dość przekonująca w sytuacji, w której

¹⁶ H-W. Sinn, *The Euro Trap. On Bursting Bubbles, Budgets and Beliefs*, Oxford University Press, New York 2014.

¹⁷ *The Telegraph*, Fiscal union will never fix a dysfunctional Eurozone, warns ex-IMF chief Blanchard, 2015, October 10.

¹⁸ Commission of the European Communities, Report of the Study Group on the Role of Public Finance in European Integration, Brussels 1977.

¹⁹ W jej obecnym kształcie strefa euro przypomina bardziej grupę państw stosujących izby walutowe niż rzeczywistą unią walutową (W. Buiters, “The Euro Area: Monetary Union or System of Currency Boards”, *Global Economic Views*, City Bank 2015, March 19).

utrata konkurencyjności kosztowej przez Francję, w relacji do Niemiec, nie była przecież duża. Kwestia ta wymagałaby szerszego uzasadnienia²⁰.

Jest też inne zagadnienie, które wymagałaby analizy, chociaż nie wiem, czy akurat w książce Kawalca i Pytlarczyka – pisanej przez ekonomistów. Warte zastanowienia jest pytanie, dlaczego w krajach, które najbardziej odczuły skutki dotychczasowych słabości instytucjonalnych strefy euro, a więc w Hiszpanii, we Włoszech, w Portugalii i Grecji, opinia publiczna nie domaga się opuszczenia przez ich kraje strefy euro. Przyczyną jest prawdopodobnie to, że strefa euro jest wprawdzie tylko częściowo spełnioną, ale jednak materializacją wciąż żywej nadziei na powstanie takiej Europy, jaką widziano ją, gdy zaczął się proces tworzenia jej instytucjonalnych podstaw. Autorzy recenzowanej książki powiedzą zapewne, że właśnie o taką Europę im chodzi. Chcą przecież przyspieszenia procesu integracji europejskiej. I trudno byłoby z tym się nie zgodzić. O tym rzeczywiście jest ich książka. Rzecz jednak w tym, że szanse na proponowany w książce demontaż strefy euro zmniejszają nie tylko wiążące się z tym koszty.

Generalnie zalety recenzowanej książki są niewątpliwe. Jedną z nich jest bardzo przejrzysty sposób jej napisania. Jest przyjazna dla czytelnika. Wystarczy ją przejrzeć, by wstępnie zorientować się, jakie są jej główne tezy i argumentacja autorów. Co więcej, dzięki podzieleniu treści książki na liczne rozdziały i podrozdziały – z tytułami jasno sygnalizującymi zawarte w nich wnioski – nie ma potrzeby czytać jej koniecznie od początku do końca. Można zacząć od tych części, które daną osobę najżywiej interesują.

Wyrazistość podstawowego przesłania Stefana Kawalca i Ernesta Pytlarczyka wzbudziła już wiele polemik. A to znaczy, że ta publikacja dobrze służy integracji europejskiej i – jeśli nawet zabrzmie to trochę paradoksalnie – dobrze służy przyszłości samej strefy euro. Jest tak dlatego, że prawdziwie konstruktywne propozycje mogą powstać tylko w trakcie dyskusji rzetelnie weryfikujących słuszność określonych tez – także takich, które uważa się za niepodważalne. I z tego względu niezaprzeczalną zaletą recenzowanej publikacji jest jej spokojny ton i rzeczowy sposób wywodu. Czyni to z niej użyteczny punkt odniesienia dla dyskusji na temat zmian instytucjonalnych, które zwiększyłyby potencjał gospodarczy Europy. Dla wszystkich zainteresowanych tą problematyką publikacja Stefana Kawalca i Ernesta Pytlarczyka jest lekturą obowiązkową.

²⁰ Być może, w trakcie przygotowywania swych przyszłych publikacji na temat integracji europejskiej, autorzy mogliby zbadać, czy i jakie znacznie może mieć także dzisiaj kierowanie się w przeszłości przez dwa największe kraje strefy euro różnymi „wyznaniami wiary” w polityce gospodarczej. W przypadku Niemiec był to *ordoliberalizm*, a we Francji aktywna polityka przemysłowa.