ANDRZEJ SŁAWIŃSKI*

Granice globalizacji: przypadek strefy euro

„Potencjalne korzyści z dalszego pogłębienia globalizacji handlu i finansów będą niewielkie dokąd świat nie będzie politycznie zintegrowany".
Dani Rodrik (2007)

Wprowadzenie

Utworzenie strefy euro miało być ukoronowaniem trwającego od ponad półwiecza procesu stopniowego integrowania się Europy. Wierzono, że jeśli pojawią się trudności, to staną się one czynnikiem jednoczącym Europejczyków w dążeniu do ich przezwyciężenia.

W części rzeczywiście tak się stało. Kryzys w strefie euro sprawił, że zaczęto tworzyć zręby systemu koordynacji polityki gospodarczej pomiędzy państwami strefy euro, by uniknąć ponownego powstania dużych nierównowag w ich gospodarkach (European Commission 2011). Europejski Bank Centralny wyraził gotowość powstrzymywania spekulacji na wtórnych rynkach obligacji skarbowych państw strefy euro. Utworzono fundusz stabilizacyjny (ESM – European Stability Mechanism), który będzie zapewne z czasem pełnił w strefie euro podobną rolę, jaką Międzynarodowy Fundusz Walutowy odgrywa w skali globalnej.

W części jednak problemy związane z przezwyciężeniem kryzysu w strefie euro okazały się tak duże, że konieczność zmierzenia się z nimi zaczęła nie tylko łączyć, ale także dzielić Europę. Przyczyną była asymetria kosztów dostosowania się gospodarek strefy euro do kosztów kryzysu, a mówiąc dokładniej sytuacja, w której koszty te ponoszą w nieproporcjonalnie większym stopniu kraje najbardziej dotknięte kryzysem (de Grauwe 2012).

* Prof. dr hab. Andrzej Sławiński – Katedra Rynków i Instytucji Finansowych, Szkoła Główna Handlowa, aslawi@sgh.waw.pl. Autor dziękuje dr Tomaszowi Chmielewskiemu i dr Michałowi Rubaszkowi za uwagi dotyczące treści artykułu.

Analizy kryzysu w strefie euro prowadzą do wniosku, że ważną przyczyną jej obecnych problemów był niedostatek reform strukturalnych w krajach członkowskich i brak koordynacji w ich wprowadzaniu. Paul de Grauwe porównał tę sytuację do występowania permanentnego szoku asymetrycznego, który był jednym z głównych czynników powodujących narastanie nierównowag w gospodarkach krajów strefy (de Grauwe 2006a). Bezpośrednią jednak przyczyną obecnych problemów strefy euro były wcześniejsze zmiany w bankowości, prowadzące w skali globalnej do przeorientowania się banków w kierunku masowego udzielania kredytów hipotecznych (Wilmarth 2002). Zmiany te doprowadziły do pojawienia się w wielu krajach, w tym także w strefie euro, niestabilnych boomów kredytowych, których załamanie przyniosło globalny kryzys bankowy i recesję. W strefie euro konsekwencją recesji były kryzysy fiskalne w państwach członkowskich. W przypadku Grecji, Portugali i Irlandii nastąpiło tak głębokie załamanie się zaufania inwestorów do wypłacalności ich rządów, że wszystkie trzy kraje utraciły możliwość zaciągania pożyczek na rynkach finansowych. Przed ogłoszeniem niewypłacalności uchroniły je kredyty uzyskane od innych krajów strefy euro i MFW. W Hiszpanii i we Włoszech kryzys fiskalny przybrał formę ponawianej przez rynki finansowe spekulacji na spadek cen obligacji skarbowych obu krajów. Gdyby nie zapowiedź Europejskiego Banku Centralnego, że w razie potrzeby będzie interweniował na rynku obligacji strefy euro, to prawdopodobnie także rządy Hiszpanii i Włoch utraciłyby możliwość zaciągania pożyczek na rynkach finansowych.0

Celem artykułu jest uwypuklenie przyczyn braku dostatecznie efektywnych mechanizmów redystrybucji dochodów w strefie euro, które – gdyby istniały – mogłyby ochronić strefę euro przed kryzysem fiskalnym.

W pierwszej części artykułu przypominam, że założenia, jakie przyjęto w okresie tworzenia strefy euro, pozwoliły uznać, iż unia monetarna może funkcjonować bez mechanizmu redystrybucji dochodów. W drugiej części podkreślam, że główną przyczyną kryzysu zadłużeniowego w strefie euro nie była polityka budżetowa państw członkowskich, lecz niestabilne boomy kredytowe, których załamanie się przyniosło recesję i skokowy wzrost wielkości deficytów budżetowych. W trzeciej części wskazuję, że jedyny mechanizm redystrybucji dochodów, na jaki na razie zdecydowano się w strefie euro, ma stanowić unia bankowa. Zdecydowano się jednak na taką konstrukcję unii bankowej, która w dużej mierze petryfikuje europejski system bankowy w jego dotychczasowej postaci, co tworzy ryzyko powtórzenia się kryzysów bankowych w przyszłości. W czwartej części piszę o konieczności uwzględniania przez reguły unijne specyfiki tworzących ją gospodarek. W zakończeniu formułuję wnioski końcowe.

1. System zarządzania strefą euro

Często zwraca się uwagę na to, że kryteria z Maastricht nie odzwierciedlają głównych wniosków teorii optymalnych obszarów walutowych (OCA – *Optimal Currency Area*).

Gdyby je odzwierciedlały, to jednym z kryteriów z Maastricht byłaby np. mobilność siły roboczej, skoro jednym z wniosków OCA była konieczność występowania odpowiednio dużej mobilności siły roboczej, by gospodarki państw stosujących wspólną walutę zachowały zdolność do samoczynnego powracania do stanu równowagi pomimo rezygnacji z wykorzystywania zmienności kursu walutowego i autonomicznej polityki pieniężnej jako instrumentów polityki antycyklicznej (Mundell 1961).

Mówi się często, że na kształt kryteriów z Maastricht wpłynęło w dużej mierze dążenie, aby uśmierzyć obawy Niemiec, iż państwa strefy euro mogłyby prowadzić nazbyt ekspansywną politykę fiskalną i nie byłyby odpowiednio przygotowane do funkcjonowania w środowisku niskiej inflacji. W części rzeczywiście tak było. Rzucający się jednak w oczy brak ścisłego powiązania kryteriów z Maastricht z teorią optymalnych obszarów walutowych wynika także z tego, że założenia, które przyjęto przy konstruowaniu systemu zarządzania strefą euro nie są założeniami wziętymi z teorii optymalnych obszarów walutowych, która wywodzi się z teorii keynesowskiej. Zdaniem P. de Grauwe (2006, 2006a) założenia te są w dużej mierze charakterystyczne dla monetaryzmu i teorii realnych cykli.

1.1. Przyczyny braku mechanizmu redystrybucji dochodów

Teoria keynesowska, z której wywodzi się teoria optymalnych obszarów walutowych, przyjmuje, że niepewność przyszłości, w warunkach adaptacyjności oczekiwań, powoduje naprzemienne pojawianie się optymizmu albo pesymizmu oczekiwań dotyczących przyszłego stanu koniunktury. Oczekiwania te stają się samospełniającymi się prognozami (De Grauwe 2013). Optymizm (pesymizm) oczekiwań dotyczących stanu przyszłej koniunktury powoduje wzrost (spadek) konsumpcji i inwestycji, co poprawia (pogarsza) koniunkturę. W takiej sytuacji istnieje potrzeba prowadzenia antycyklicznej polityki pieniężnej i antycyklicznej polityki fiskalnej. W tym samym duchu Hyman Minsky, przedstawiciel szkoły postkeynesowskiej, zwrócił uwagę, że adaptacyjność oczekiwań rodzi tendencję, iż w okresach dobrej koniunktury banki mają skłonność do niedoszacowywania ryzyka i podejmowania go na coraz większą skalę, co prowadzi co pewien czas do poważnych kryzysów bankowych (Minsky 1986).

W przeciwieństwie do teorii keynesowskiej, nowa klasyczna synteza (NCS – *New Classical Synthesis*), z której założeń wywiedziono – zdaniem P. de Grauwe (2009) – konstrukcję systemu zarządzania strefą euro, zakłada racjonalność oczekiwań. Przyjęcie założenia racjonalności oczekiwań implikuje wniosek, że uczestnicy życia gospodarczego znają najbardziej prawdopodobny bieg przyszłych zdarzeń w gospodarce i dostosowują do niego swoje decyzje. Gdyby rzeczywiście tak było, to prowadziłoby to do skoordynowania decyzji uczestników życia gospodarczego w sposób zapewniający utrzymywanie się równowagi w gospodarce. W świecie założeń NCS nie występują niestabilne boomy kredytowe, ponieważ racjonalność oczekiwań oznacza, że uczestnicy życia gospodarczego zaciągają kredyty tylko w takiej wielkości, w jakiej będą w stanie je spłacić z przyszłych dochodów (King, Plosser 1984).

„Ekonomista" 2014, nr 2
http://www.ekonomista.info.pl

Dzisiaj wiemy, że bieg zdarzeń w strefie euro nie potwierdził adekwatności tego rodzaju założeń. Bezpośrednią przyczyną kryzysu w strefie euro były właśnie niestabilne boomy kredytowe, a powodem ich pojawienia się były w części keynesowskie nadmiernie optymistyczne oczekiwania gospodarstw domowych dotyczące przyszłej koniunktury, wysokości ich przyszłych dochodów, a tym samym możliwości spłacania zaciągniętych kredytów (Blanchard 2007).

De Grauwe (2006a) sugeruje, że przyjęcie przy konstruowaniu systemu zarządzania strefą euro założeń wziętych z monetaryzmu i teorii realnych cykli pomagało uniknąć podjęcia politycznie trudnej decyzji o utworzeniu wspólnego budżetu dla strefy, mimo że postulat utworzenia go był formułowany w teorii optymalnych obszarów walutowych (Kenen 1969) oraz był obecny w dyskusjach i dokumentach Komisji Wspólnot Europejskich (Commission of the European Communities 1993, 1977).

Podjęciu politycznie wygodnej decyzji, że dla niezakłóconego funkcjonowania strefy euro wystarczy centralny bank dbający o stabilność cen i zobowiązanie się państw członkowskich do utrzymywania równowagi budżetowej sprzyjało także to, że działo się to w okresie trwania Wielkiej Stabilizacji (*Great Moderation*), co pozwalało wierzyć, że modele równowagi ogólnej dobrze odzwierciedlają rzeczywistość. Co więcej, wierzono, że postęp w metodach zarządzania ryzykiem w zasadzie wyklucza możliwość kryzysów bankowych w krajach mających rozwinięte systemy finansowe.

W efekcie stworzono system zarządzania strefą euro, który – uciekając się do żartobliwego porównania de Grauwe – zawierał instrukcję przeciwpożarową w postaci Paktu Stabilności i Wzrostu, kładącego nacisk na równowagę w budżecie, ale nie przewidywał powołania straży pożarnej w postaci mechanizmu redystrybucji dochodów na wypadek, gdyby np. kryzys bankowy wywołał w jakimś państwie członkowskim strefy euro poważny kryzys fiskalny w wyniku recesji i silnego spadku wpływów podatkowych (de Grauwe 2010). Koronnym argumentem przeciwko utworzeniu mechanizmu redystrybucji dochodów była obawa przed pokusą nadużycia, a więc sytuacją, w której rządy poszczególnych krajów – mogąc liczyć na pomoc wspólnoty – prowadziłyby nieodpowiedzialną politykę fiskalną.

I dzisiaj szermuje się argumentem pokusy nadużycia, gdy chce się podważyć potrzebę tworzenia mechanizmów redystrybucji dochodów w strefie euro. Nie bierze się pod uwagę, że w czasie funkcjonowania strefy euro tylko w Grecji następował wzrost relacji długu publicznego do PKB. We wszystkich pozostałych krajach strefy (do czasu wybuchu globalnego kryzysu bankowego i nadejścia wywołanej nim recesji) relacja długu publicznego do PKB była stabilna albo malała, tak jak w Irlandii i Hiszpanii[1]. Nierozważna okazała się natomiast polityka kredytowa europejskich banków. Zawiodła wcześniejsza wiara w zdolności systemu bankowego do samoregulacji i dostosowany do niej zbyt liberalny charakter nadzoru nad bankami.

[1] Aby nie popaść w jednostronność, dodajmy, że poprawiająca się sytuacja w budżetach Irlandii i Hiszpanii była w części efektem silnych boomów mieszkaniowych, jakie wystąpiły w obu krajach, oraz będącego ich skutkiem wzrostu dochodów budżetowych.

1.2. Konsensus Berlińsko-Waszyngtoński

Całokształt zaleceń dla polityki gospodarczej wywodzących się z monetaryzmu i teorii realnych cykli został nazwany Konsensusem Waszyngtońskim (Williamson 2004). Zalecał on dążenie do maksymalnego zmniejszania ingerencji państwa w funkcjonowanie gospodarki oraz dążenie do zwiększania (dzięki reformom strukturalnym) efektywności funkcjonowania mechanizmu rynkowego. Zalecenia Konsensusu Waszyngtońskiego odnosiły się do gospodarek wschodzących, ale *de facto* przyjęła je w dużej mierze także strefa euro. Dlatego część ekonomistów zaczęła nazywać – nie bez szczypty ironii – zespół założeń, na których opierał się system zarządzania strefą euro, Konsensusem Brukselsko-Frankfurcko-Waszyngtońskim (Fitoussi, Saraceno 2004) lub Konsensusem Brukselsko-Frankfurckim (de Grauwe 2006, 2009).

Konsensus Waszyngtoński opierał się na konstatacji, że gospodarka samoczynnie i szybko wraca na ścieżkę zrównoważonego wzrostu. Przyjmował, że polityka antycykliczna (stabilizowania popytu) nie jest potrzebna. Zalecenia Konsensusu Waszyngtońskiego koncentrują się przede wszystkim na reformach strukturalnych, mających zwiększyć elastyczność gospodarki, a więc jej zdolność do samoczynnego powracania na ścieżkę zrównoważonego wzrostu. Ostatecznym zaś celem stosowania się do zaleceń Konsensusu Waszyngtońskiego jest podwyższenie potencjalnego tempa wzrostu jakiegoś kraju i zwiększenie konkurencyjności jego gospodarki (Williamson 2004).

Za wzór kraju, który z bardzo dobrym skutkiem przeprowadził reformy strukturalne, podawane są Niemcy. Dlatego z czasem część ekonomistów zaczęła mówić o Konsensie Berlińsko-Waszyngtońskim (Fitoussi, Saraceno 2013), ponieważ to głównie Niemcy promują konieczność przeprowadzania reform strukturalnych, a ich niedostatek uważają za główną przyczynę kryzysu w strefie euro i trudności związanych z jego przezwyciężaniem.

Najbardziej promowaną z reform strukturalnych była i jest liberalizacja rynku pracy, prowadząca do uelastycznienia płac i zmniejszania kosztów zwolnień. Już w 1996 r. rząd niemiecki zawarł umowę ze związkami zawodowymi, na mocy której związki zgodziły się, by płace realne w Niemczech mogły rosnąć wolniej niż wydajność, co miało zwiększyć zyski firm i zachęcić je do zwiększania zatrudnienia (Flassbeck, Spiecker 2011). W następnej dekadzie przeprowadzono kolejne zmiany liberalizujące rynek pracy w Niemczech, określane jako reformy Hartz (Jacobi, Kluve 2006).

Liberalizacja rynku pracy była czynnikiem, który spowodował zmniejszenie tempa wzrostu jednostkowych kosztów pracy w Niemczech. Sprzyjało to szybkiemu odzyskiwaniu przez Niemcy konkurencyjności cenowej ich eksportu, która zmalała w pierwszej połowie lat 90. w wyniku dewaluacji wielu walut ówczesnego Europejskiego Systemu Walutowego w stosunku do marki niemieckiej (Kenen 1994) oraz dużych kosztów zjednoczenia Niemiec.

Niskie tempo wzrostu płac w Niemczech i osiągnięta dzięki temu poprawa konkurencyjności niemieckiego eksportu były efektem nie tylko liberalizacji

rynku pracy, ale także bardzo dużej skali – w porównaniu z innymi państwami strefy euro – przenoszenia przez niemieckie firmy pracochłonnych faz produkcji do krajów o niższych kosztach wytwarzania, w tym do państw naszego regionu. Ilustracją różnic skali przenoszenia produkcji za granicę, jakie występowały pomiędzy Niemcami i pozostałymi dużymi gospodarkami strefy euro, jest to, że od czasu utworzenia strefy relacja eksportu do PKB w Niemczech szybko rosła, podczas gdy we Włoszech i we Francji była względnie stabilna. *Offshoring* przyczyniał się do obniżania jednostkowych kosztów pracy w Niemczech także pośrednio. Związki zawodowe musiały liczyć się z możliwością, że ich żądania płacowe mogą zwiększyć skalę przenoszenia miejsc pracy za granicę.

Czynnikiem, który wpłynął na obniżenie się tempa wzrostu płac w Niemczech, był także *outsourcing* znacznej części obszarów działalności dużych firm sektora eksportowego do sektora usług, gdzie koszty pracy są niższe. Niemieckie duże przedsiębiorstwa starały się, by obniżać dzięki temu koszty pracy, nie obniżając płac wysoko kwalifikowanych pracowników. Tego rodzaju polityka płacowa wielkich firm przemysłowych stała się jednym z czynników powodujących relatywne obniżanie się płac w sektorze usług, co dodatkowo poprawiało konkurencyjność kosztową niemieckiego eksportu (Hassel 2011).

1.3. Zróżnicowanie tempa wzrostu ULC

Reforma rynku pracy pomogła Niemcom zachować konkurencyjność kosztową na rynku globalnym. Jednocześnie jednak niskie tempo wzrostu płac skomplikowało sytuację gospodarczą w Niemczech i w pozostałych krajach strefy euro. Trwałe obniżenie się tempa wzrostu płac, poniżej tempa wzrostu wydajności, spowodowało w Niemczech chroniczną słabość popytu krajowego i relatywnie niski poziom wydatków na inwestycje. W jeszcze większym stopniu niż w przeszłości niemieckie firmy musiały szukać rynków zbytu za granicą. Nadwyżka handlowa Niemiec stała się proporcjonalnie większa niż kiedykolwiek wcześniej.

O tym, że nastąpiła w tym względzie zmiana jakościowa, świadczy to, że jeszcze w latach 90. w gospodarce niemieckiej występowała podręcznikowa sytuacja, w której oszczędności powstawały w gospodarstwach domowych, po czym trafiały do przedsiębiorstw poprzez banki i rynek kapitałowy. Liberalizacja niemieckiego rynku pracy – powodująca, że tempo wzrostu płac stało się trwale niższe niż tempo wzrostu wydajności – sprawiła, że w okresie funkcjonowania strefy euro oszczędności powstawały nie tylko w gospodarstwach domowych, ale także w niemieckich przedsiębiorstwach (Coricelli, Wörgötter 2012). Z natury rzeczy zwiększyło to zależność Niemiec od eksportu (Flassbeck, Lapavitsas 2013).

Kłopotliwą dla pozostałych krajów strefy euro konsekwencją liberalizacji niemieckiego rynku pracy było to, że gdy płace realne w Niemczech przestały rosnąć, pozostałe gospodarki strefy euro zaczęły tracić konkurencyjność kosztową w stosunku do gospodarki niemieckiej. Już w połowie ubiegłej dekady część ekonomistów zaczęła obawiać się, że okres odzyskiwania utraconej w stosunku do Niemiec

konkurencyjności będzie musiał być w przypadku wielu krajów strefy euro okupiony stosunkowo długą stagnacją gospodarczą (Fitoussi 2006; de Grauwe 2006; Mooslechner 2006).

W początkowym okresie funkcjonowania strefy euro sugerowano, że w celu zapobieżenia różnicowaniu się konkurencyjności kosztowej krajów strefy euro potrzebna byłaby koordynacja ich polityki płacowej. Proponował to m.in. ówczesny wiceminister finansów Niemiec, Heiner Flassbeck (Flassbeck 2012). Koordynacja taka byłaby zapewne skuteczna, jeśli weźmiemy pod uwagę skuteczność polityki dochodowej w wielu krajach europejskich w okresie funkcjonowania Europejskiego Systemu Walutowego. Propozycja Flassbecka nie została jednak zaakceptowana. Prawdopodobnie liczono, że konkurencja cenowa na wspólnym rynku będzie dostatecznie silna, by nie dopuścić do znacznego różnicowania się tempa wzrostu płac i jednostkowych kosztów pracy w państwach członkowskich (European Commission 2008). Założenie to zmaterializowało się jednak tylko w gospodarkach szczególnie silnie zintegrowanych z gospodarką niemiecką, takich jak m.in. Austrii i Holandii. Pozostałe kraje strefy euro stopniowo traciły konkurencyjność kosztową w stosunku do Niemiec, co stało się jedną z przyczyn trwałego obniżenia się tempa wzrostu w ich gospodarkach (Horn, Logeay, Rietzler 2008; Dauderstädt 2012).

Wszystko to nie znaczy, że istnieje łatwe rozwiązanie powyższego problemu. Niskie tempo wzrostu płac w Niemczech rzeczywiście przyczyniło się do pogłębienia się nierównowag w części gospodarek strefy euro, ale było ono w dużej mierze ubocznym skutkiem dążenia niemieckich firm do zachowania konkurencyjności ich eksportu na rynku globalnym. Dostosowania płacowe w Niemczech były w dużej mierze nieuniknione, jeśli wziąć pod uwagę to, że gospodarki Japonii i Stanów Zjednoczonych charakteryzuje jeszcze niższe niż w Niemczech tempo wzrostu jednostokowych kosztów pracy.

2. Globalny kryzys bankowy jako bezpośrednia przyczyna kryzysu w strefie euro

Zróżnicowanie się konkurencyjności kosztowej gospodarek krajów członkowskich stawało się z biegiem czasu poważnym problem strukturalnym w strefie euro, prowadząc do narastania nierównowagi w gospodarkach krajów członkowskich. Bezpośrednią jednak przyczyną kryzysu w strefie euro był globalny kryzys bankowy, który przyniósł najpoważniejszą recesję od czasów Wielkiego Kryzysu lat trzydziestych. Silny spadek wpływów budżetowych spowodował skokowy wzrost deficytów budżetowych i zadłużenia publicznego. W konsekwencji kryzys bankowy spowodował w strefie euro poważny kryzys fiskalny, będący konsekwencją obaw rynków finansowych o wypłacalność części rządów krajów strefy. Rządy trzech państw członkowskich (Grecja, Portugalia i Irlandia) straciły możliwość zaciągania pożyczek na rynkach finansowych. Od ogłoszenia niewypłacalności uchroniły

je kredyty uzyskane od rządów pozostałych państw strefy euro i od MFW. Groźbę niewypłacalności Hiszpanii i Włoch, w wyniku powtarzających się fal spekulacji na wzrost oprocentowania obligacji obu krajów, powstrzymała dopiero zapowiedź ECB, że będzie interweniował na rynkach papierów skarbowych obu krajów.

2.1. Konsekwencje powstania wielkich uniwersalnych banków

Procesowi tworzenia się w Europie wielkich uniwersalnych banków towarzyszyły nadzieje, że staną się one instytucjami, których transgraniczne operacje przyspieszą gospodarczą i polityczną integrację Europy (Tumpell-Gugerell 2005).

Dzisiaj wiemy, że stało się zupełnie inaczej. To wielkie paneuropejskie banki ściągnęły obecne kłopoty na Europę. Główną przyczyną kryzysu w strefie euro były boomy kredytowe na rynkach hipotecznych, których załamanie się przyniosło recesję i skokowy wzrost deficytów budżetowych w wielu krajach. Źródłem finansowania niestabilnych boomów kredytowych były zaś w bardzo dużej mierze transgraniczne pożyczki wielkich paneuropejskich banków (Sławiński, Tymoczko 2013).

Jedną z głównych przyczyn niedawnego globalnego kryzysu bankowego było to, że od lat 80. ubiegłego wieku pozwolono bankom udzielać kredytów mieszkaniowych, które wcześniej były udzielane przez banki hipoteczne i kasy mieszkaniowe (Green, Wachter, 2007). Dokąd źródłem finansowania kredytów mieszkaniowych były oszczędności wykorzystywane na zakup emitowanych przez banki hipoteczne długoterminowych listów zastawnych lub oszczędności składane w kasach mieszkaniowych (*building societies*), podaż kredytów hipotecznych rosła proporcjonalnie do tempa wzrostu PKB, a więc w tendencji zgodnie z możliwościami ich spłaty przez gospodarstwa domowe. W sytuacji gdy źródłem finansowania kredytów mieszkaniowych zaczęły być krótkoterminowe pożyczki międzybankowe, ich podaż zaczęła rosnąć znacznie szybciej niż PKB, a więc szybciej niż możliwości ich spłaty przez gospodarstwa domowe. Rodziło to ryzyko kryzysu zadłużeniowego i recesji wynikającej m.in. z sytuacji, w której gospodarstwa domowe są zmuszone spłacać kredyty mieszkaniowe kosztem zmniejszenia wydatków na inne dobra i usługi.

2.2. Sprzężenie zwrotne pomiędzy kryzysem bankowym i fiskalnym

Czynnikiem, który kilka lat temu zapoczątkował globalny kryzys bankowy, były straty poniesione przez banki w wyniku spadku cen strukturyzowanych obligacji, określanych dzisiaj jako toksyczne[2]. Straty banków i obawy o ich wypłacalność

[2] W tekście dotyczącym strefy euro warto przypomnieć, że europejskie banki przedstawiające się dzisiaj jako niewinne ofiary amerykańskich banków inwestycyjnych, od których kupiły *toksyczne* obligacje (głównie CDO – *Collateralized Debt Obligations*), w rzeczywistości same brały udział w finansowaniu ich emisji (Shin 2012).

sprawiły, że banki przestały sobie wzajemnie ufać. Masowo wycofywały udzielane sobie wzajemnie pożyczki. Mając w pamięci doświadczenia Wielkiego Kryzysu, banki centralne nieomal natychmiast udzieliły bankom pomocy płynnościowej.

W Europie toksycznymi papierami wartościowymi okazały się nieoczekiwanie obligacje skarbowe wyemitowane przez rządy tych krajów strefy euro, w których kryzys bankowy doprowadził do kryzysu fiskalnego. Spadek cen obligacji skarbowych wielu krajów strefy euro spowodował straty bilansowe banków, zwiększając ryzyko ich niewypłacalności. Zagrożenia z tym związane zmniejszyły się, gdy Europejski Bank Centralny (w ramach ilościowego łagodzenia swej polityki pieniężnej) przejął od europejskich banków dużą część ich portfeli obligacji skarbowych, dając im w zamian emitowane przez siebie płynne rezerwy. Sens tych operacji polegał na tym, że rynkowa wartość płynnych rezerw (środków banków na ich rachunkach bieżących w EBC) nie może spaść, co ograniczało ryzyko ponoszenia przez banki dalszych strat bilansowych[3].

Nie wystarczyło to jednak dla wyeliminowania diabolicznego, jak zaczęto je nazywać, sprzężenia zwrotnego pomiędzy kryzysem bankowym i fiskalnym. Nadal bowiem istniało ryzyko, że wzrost obaw o wypłacalność rządów krajów południowej części strefy euro spowoduje spadek cen emitowanych przez nie obligacji skarbowych, co zwiększyłoby straty bilansowe banków, rodząc obawy o wypłacalność rządów, gdyby musiały użyć pieniędzy podatników do ratowania banków.

Występowanie tego rodzaju obaw sprzyjało spekulacji na spadek cen włoskich i hiszpańskich obligacji skarbowych. Instytucje finansowe (w tym fundusze arbitrażowe – *hedge funds*) podejmowały spekulację na wzrost długoterminowych stóp procentowych, wykorzystując w tym celu instrumenty pochodne (IRS i CDS). Reszta (wzrost stóp dochodowości na rynku obligacji skarbowych) następowała samoczynnie, ponieważ silny arbitraż występujący pomiędzy rynkami pochodnymi i kasowymi powoduje równoległość dokonujących się na nich zmian cen – w tym przypadku długoterminowych stóp procentowych. Gdy spekulacja tego rodzaju okazywała się skuteczna, w mediach i komentarzach analityków rynkowych pojawiały się obawy o możliwą niewypłacalność rządów Hiszpanii i Włoch w wyniku znacznego wzrostu kosztów obsługi długu publicznego. Z natury rzeczy zwiększało to skalę wyprzedaży obligacji skarbowych obu krajów (de Grauwe, Ji 2012).

W strefie euro spekulacja tego rodzaju była szczególnie łatwa, ponieważ banki centralne krajów strefy, nie mogąc emitować pieniądza krajowego, nie mogą interweniować na rynku obligacji skarbowych (de Grauwe 2011). Rolę instytucji przeprowadzającej takie interwencje musiał przejąć na siebie Europejski Bank Centralny (EBC). Uczynił to ogłaszając w sierpniu 2012 r. program OMT (*Outright Monetary Transactions*), w ramach którego zobowiązał się do interweniowania na rynku obligacji skarbowych, jeśli stopy ich dochodowości wzrosną powyżej poziomu, jaki EBC uzna za uzasadniający jego interwencję. W ten sposób EBC

[3] Recz jasna, w największym stopniu tym, co uwalniał banki komercyjne od ryzyka poniesienia strat bilansowych było kupowanie od nich przez ECB obligacji komercyjnych, w tym (podobnie jak w USA) obligacji MBS (*Mortgage Backed Securities*), powstałych w wyniku sekurytyzacji kredytów hipotecznych.

ukrócił bezkarną wcześniej spekulację na spadek cen obligacji skarbowych Włoch i Hiszpanii. Oznaczało to, że EBC wyraził gotowość pełnienia funkcji pożyczkodawcy ostatniej instancji nie tylko wobec banków, ale także wobec rządów.

OMT może jednak stanowić tylko częściową i tylko tymczasową zaporę przed uruchomieniem się niekorzystnego dla strefy euro sprzężenia zwrotnego pomiędzy kryzysem bankowym i fiskalnym w strefie euro. Trwałym rozwiązaniem może być tylko ustanowienie mechanizmu redystrybucji dochodów na rzecz krajów najsilniej dotkniętych kryzysem.

3. Potrzeba stworzenia mechanizmu redystrybucji dochodów

Do czasu wybuchu globalnego kryzysu bankowego latem 2007 r. powszechnie wierzono, że zdarzenie tego rodzaju jest niemożliwe w krajach wysoko rozwiniętych ze względu na duży postęp, jaki dokonał się w stosowanych przez banki metodach zarządzania ryzykiem. Jednym z przejawów powszechności takiego przekonania było to, że ceny kontraktów CDS wystawianych na wielkie banki malały aż do samego wybuchu kryzysu bankowego, co oznaczało, że do samego końca uważano ich niewypłacalność za rzecz bardzo mało prawdopodobną (Financial Services Authority 2009)[4].

Pośród nielicznych ekonomistów, którzy uważali, że zmiany w metodach zarządzania ryzykiem bankowym mogą zwiększyć procykliczność akcji kredytowej banków, a tym samym ryzyko kryzysów bankowych, był Charles Goodhart (Danielsson i in. 2001; Goodhart, Segoviano 2004). Dlatego uważał, że gdy konstruowano system zarzadzania strefą, należało wziąć pod uwagę doświadczenia historyczne, które mówiły, że co pewien czas zdarzają się tak poważne kryzysy bankowe, które pociągały za sobą koszty sięgające kilkudziesięciu procent PKB, powodując w różnych państwach kryzysy fiskalne (Schularik 2012). Goodhart obawiał się, że jeżeli w strefie euro zdarzy się poważny kryzys bankowy, który spowoduje recesję, silny spadek wpływów podatkowych i konieczność rekapitalizacji banków, to rozsadzi on dyscyplinę fiskalną nałożoną przez Pakt Stabilności i Wzrostu. Prowadziło go to do wniosku, że unia monetarna, by mogła przetrwać, powinna być także unią polityczną. Umożliwiłoby to stworzenie mechanizmu redystrybucji dochodów na rzecz krajów najsilniej dotkniętych kryzysem bankowym, aby ochronić je przed kryzysem fiskalnym (Goodhart 2004).

Argument ten był jednym z kluczowych, jakich używano w zgłaszanych w przeszłości propozycjach utworzenia w planowanej unii monetarnej wspólnego budżetu, który m.in. udzielałby pomocy krajom członkowskim w okresach kryzysowych (Commission of the European Communities 1993). Propozycje te zostały jednak

[4] CDS (*Credit Default Swap*) pełnią na rynku finansowym rolę polis ubezpieczeniowych, chroniących ich nabywców od skutków niewypłacalności emitentów papierów dłużnych. Te, o których tu mowa, były wystawione na największe globalne banki.

odrzucone. Przeważyła niechęć najbardziej zamożnych krajów europejskich do takiego rozwiązania (Goodhart, 2004). W efekcie niedawny globalny kryzys bankowy uderzył w strefę euro w sytuacji, gdy nie istniał w niej mechanizm redystrybucji dochodów na rzecz krajów, w których wywołana kryzysem bankowym recesja spowodowała najbardziej dotkliwe kryzysy fiskalne.

3.1. Konsekwencje zróżnicowanej zdolności gospodarek strefy euro do generowania oszczędności krajowych

Kryzysy fiskalne nie wystąpiły w tych krajach strefy euro, które mają relatywnie duże sektory eksportowe, dzięki czemu ich gospodarki są w stanie generować relatywny nadmiar oszczędności. Skokowy wzrost deficytów budżetowych w Niemczech, Holandii i Finlandii nie wywołał obaw rynków finansowych o wypłacalność ich rządów. Było tak dlatego, że rynki finansowe wiedziały, iż gospodarki tych krajów generują relatywną nadwyżkę oszczędności. Ich rządy mogłyby w razie potrzeby obyć się bez zagranicznego finansowania. Wzrost emisji obligacji mógłby być wchłonięty przez krajowe instytucje finansowe.

Inna sytuacja występowała w Grecji i Portugalii. Ich gospodarki nie generują nadwyżek oszczędności krajowych. W obu krajach skokowy wzrost deficytów budżetowych wywołał obawy o ich wypłacalność. Rządy Grecji i Portugalii utraciły możliwość sprzedaży obligacji na rynkach finansowych. Od ogłoszenia niewypłacalności uchroniła je międzynarodowa pomoc kredytowa, a w przypadku Gracji dokonano także częściowego umorzenia jej zadłużenia. Hiszpania i Włochy zachowały zdolność do sprzedawania obligacji na rynkach finansowych, ale przed poważnym zaostrzeniem się kryzysu fiskalnego uchroniło je dopiero przypomniane powyżej ogłoszenie przez ECB gotowości do interweniowania na rynku obligacji skarbowych obu państw.

Irlandia, a więc kraj mający duży sektor eksportowy, którego gospodarka generuje relatywny nadmiar oszczędności, także straciła – podobnie jak Grecja i Portugalia – zdolność do sprzedaży swych obligacji skarbowych na rynkach finansowych. Było to jednak wynikiem szczególnej ostrości kryzysu bankowego w tym kraju. Nie zmienia to jednak faktu, że długoterminowa zdolność irlandzkiej gospodarki do generowania relatywnego nadmiaru oszczędności sprawiła, iż powrót Irlandii na międzynarodowe rynki finansowe okazał się rzeczą znacznie łatwiejszą niż w przypadku Portugalii. Inwestorzy zdawali sobie sprawę, że nowoczesna i proeksportowa gospodarka Irlandii generuje w długim okresie relatywy nadmiar oszczędności krajowych, co zapewnia długookresową wypłacalność jej rządu. Dlatego, gdy tylko rząd Irlandii zmniejszył znacząco deficyt budżetowy, mógł ponownie emitować obligacje na rynkach finansowych. W przypadku Portugalii jej powrót na rynki finansowe okazał się znacznie trudniejszy. Inwestorzy obawiali się, czy i jak długo Portugalia będzie w stanie kontynuować politykę drastycznych oszczędności budżetowych, potrzebną dla wygenerowania oszczędności, których nie generuje w sposób naturalny portugalska gospodarka.

3.2. Unia bankowa

Zróżnicowany wpływ kryzysu na poszczególne gospodarki strefy euro pokazuje jak doktrynalne było przyjęte przy konstrukcji systemu zarzadzania strefą euro założenie, że deficyt budżetowy jest tak samo szkodliwy w przypadku państw, których gospodarki generują w sposób naturalny relatywny nadmiar oszczędności oraz w przypadku państw, które – ze względu na strukturę swych gospodarek – są importerami kapitału (Goodhart 2011).

Doświadczenia strefy euro ilustrują, że utworzenie unii monetarnej z gospodarek, z których jedne są eksporterami kapitału, a inne muszą go importować wymaga współpracy politycznej potrzebnej dla ustanowienia mechanizmu redystrybucji dochodów na rzecz państw najsilniej dotkniętych ewentualnym kryzysem. Z trzech możliwości – wspólny budżet, emisja wspólnych obligacji i utworzenie unii bankowej – politycznie możliwy okazał się (na razie) tylko ten ostatni[5].

Grzechem pierworodnym unii bankowej było jednak to, że dążeniu do jej utworzenia nie towarzyszyła decyzja o zmniejszeniu wielkości europejskich banków i uproszczeniu ich struktury poprzez podział na banki komercyjne i inwestycyjne, tak jak było w Stanach Zjednoczonych w latach 1933–1999, gdy ustawa Glassa-Steagalla (wprowadzająca taki właśnie podział) uwolniła gospodarkę amerykańską na ponad pół wieku od kryzysów bankowych. Nie jest przypadkiem, że poważny kryzys bankowy, który wywołał niedawną globalną recesję, nastąpił w niecałą dekadę po zniesieniu ustawy Glassa-Steagalla.

Nie ma ekonomicznych uzasadnień dla istnienia wielkich uniwersalnych banków. Niepodejmowanie decyzji o ich podziale wynika jedynie z siły lobbingu bankowego (Warwick Commission 2009; Lall 2012; Jabko, Massoc 2012; Lall 2010; Johnson, Kwak 2010). Dyżurnym zaś alibi dla ich istnienia jest podtrzymywanie przekonania, że możliwe są ich uporządkowane upadki.

Aby ocenić, czy i na ile jest to rzeczywiście możliwe, warto w tym miejscu przypomnieć, o jakich instytucjach mówimy. Chodzi tu bowiem o międzynarodowe konglomeraty finansowe, z których każdy zatrudnia setki tysięcy osób w dziesiątkach krajów, a składa się z setek lub tysięcy oddziałów i spółek zależnych (Johnson 2013). W sytuacji tego rodzaju podjęcie decyzji o uporządkowanym upadku wielkiego banku, nawet gdy będzie to już formalnie możliwe, będzie rzeczą tak ryzykowną, iż można wątpić, czy decyzje tego rodzaju będą podejmowane. Rzecz w tym, że uporządkowany początkowo upadek wielkiego konglomeratu finansowego może łatwo przekształcić się u upadek nieuporządkowany, jeśli tylko rynki finansowe zaczną się tego obawiać, a konsekwencje takiego obrotu zdarzeń są znane od czasu upadku Lehman Brothers. Doświadczenia utworzonej jeszcze w 1933 r. amerykańskiej FDIC (*Federal Deposit Insurance Corporation*) mówią, że uporządkowane upadki banków (bez zatrzymania prowadzonej przez nie akcji kredytowej) były dotąd możliwe tylko w przypadku

[5] Być może dlatego, że bankami najbardziej wymagającymi rekapitalizacji nie są bynajmniej banki hiszpańskie lub włoskie, lecz francuskie i niemieckie (Vestergaard, Retana 2013).

małych i średnich banków, a nie dużych międzynarodowych konglomeratów finansowych.

Bez podjęcia decyzji o podziale wielkich uniwersalnych banków na komercyjne i inwestycyjne tworzona obecnie w Europie unia bankowa będzie swoistą ochronką dla wielkich paneuropejskich banków w sytuacji, gdy wiadomo, że rządy poszczególnych państw nie byłyby w stanie same ich ratować. Utworzenie takiej unii bankowej, chroniącej europejskie banki w ich obecnej postaci, oznaczałoby również utrzymanie subsydiowania wielkich banków, skoro ich status „zbyt dużych, by upaść" nadal umożliwiałby im zaciąganie tańszych pożyczek niż w przypadku pozostałych banków (Admati i in. 2012; Bloomberg 2013).

Zachowanie w Europie wielkich banków uniwersalnych umożliwi im także dalsze utrzymywanie ogromnych portfeli tradingowych, co będzie rodziło ryzyko ponoszenia przez nie dużych strat bilansowych w okresach nieoczekiwanych spadków cen na rynkach finansowych. Natura rynków finansowych jest taka, że na co dzień działają jak ruletka, oferując grę o sumie zerowej, gdy jedni jej uczestnicy obrotów zyskują, a inni tracą. Co pewien czas jednak, w najmniej oczekiwanych dla inwestorów momentach, gra na rynkach finansowych przemienia się w rosyjską ruletkę, gdy nagłe i długotrwałe załamania indeksów przynoszą duże straty dla większości uczestników rynków (Taleb 2001).

Przypomnijmy, że niedawny globalny kryzys bankowy zaczął się od poniesienia przez wielkie międzynarodowe banki poważnych strat bilansowych w wyniku nieoczekiwanego załamania cen na rynkach finansowych (Morris, Shin 2008). Ryzyko ponownego poniesienia przez banki dużych strat na rynkach finansowych jest tym bardziej prawdopodobne, że w warunkach niskiego wzrostu gospodarczego (co czeka zapewne Europę) popyt na kredyty będzie relatywnie mały, a niskie stopy procentowe sprawią, że wielkie europejskie banki będą szukać okazji do osiągania zysków z przeprowadzania krótkoterminowych transakcji spekulacyjnych na rynkach finansowych. Dodajmy, że ryzyko to wynika w dużej mierze z sytuacji, w której lobbing wielkich międzynarodowych banków spowodował ustanowienie jeszcze w Bazylei II bardzo niskich wymogów kapitałowych na trading, co jest w praktyce niczym innym jak dotowaniem krótkoterminowej spekulacji na drodze obniżania jej kosztów (Lall 2009).

Wszystko to prowadzi do smutnej konstatacji, że przedstawia się unię bankową jako ostateczną zaporę przed kryzysem, którą istotnie mogłaby być, ale w jej obecnie proponowanym kształcie petryfikuje ona model bankowości, z którym nadal wiążą się w dużej mierze te same czynniki ryzyka, które doprowadziły do niedawnego globalnego kryzysu bankowego.

4. Demokratyczny nadzór nad polityką gospodarczą

Kilka lat temu Dani Rodrik sformułował tezę, że stopień integracji produkcji i handlu w gospodarce światowej jest już na tyle wysoki, iż przejście do fazy

hiperglobalizacji – poprzez zastosowanie przez dany kraj izby walutowej lub jego wejście do unii monetarnej – przynosi relatywnie małe korzyści, a wiąże się z potencjalnie dużymi kosztami związanymi z brakiem możliwości wykorzystywania polityki kursowej i pieniężnej do powstrzymywania narastających w gospodarce nierównowag i łagodzenia skutków ewentualnych kryzysów (Rodrik 2007).

W swojej znanej książce *Paradoks globalizacji: demokracja i przyszłość światowej gospodarki* Rodrik sformułował tezę, że czynnikiem, który może zahamować hiperglobalizację są społeczne i polityczne koszty sytuacji, w której rządy poszczególnych krajów są w oczach opinii publicznej odpowiedzialne za niekorzystny bieg zdarzeń w gospodarce, na który w rzeczywistości albo nie mają wpływu, albo jest on zbyt mały. Może to doprowadzić z czasem do spowolnienia globalizacji w tym sensie, że poszczególne kraje będą starały się wprowadzać najrozmaitsze ograniczenia w swobodzie przepływów kapitałowych, by odzyskać potrzebny im zakres autonomii polityki gospodarczej (Rodrik 2011)[6].

Globalizacja rzeczywiście prowadzi do znaczącego osłabienia skuteczności polityki gospodarczej rządów. Odpowiada to międzynarodowym firmom, zmniejszając konieczność ich stosowania się do regulacji, które rządy mogą im narzucać (Rodrik 2012). Wprawdzie globalne regulacje są często ustalane przez instytucje międzynarodowe, a więc przez pracujących w nich kompetentnych technokratów, ale na ich decyzje może mieć wpływ lobbing wielkich międzynarodowych firm. Ilustracją takiego zagrożenia jest kształt regulacji bankowych proponowanych przez Komitet Bazylejski. Od samego początku pozostawał on pod przemożnym wpływem lobbingu wielkich międzynarodowych banków w warunkach braku demokratycznego nadzoru nad pracami Komitetu (Griffith-Jones, Persaud 2003)[7]. Ostatecznie lobbing wielkich międzynarodowych banków doprowadził do tak daleko posuniętej deregulacji, że stało się to główną przyczyną globalnego kryzysu bankowego (The Warwick Commission 2009).

Teoretycznie mogłyby być tworzone na poziomie międzynarodowym instytucje, które miałyby – analogicznie jak rządy – demokratyczny mandat i byłyby poddane demokratycznej kontroli, uwzględniając w swej działalności specyfikę potrzeb poszczególnych krajów. Na razie jednak perspektywa powstania takiej sytuacji wydaje się odległa. Jeśli tak jest, to – zdaniem Rodrika – rządy krajowe będą nadal

---

[6] Najprawdopodobniej proces ten właśnie się zaczyna w postaci rodzącego się konsensusu dotyczącego konieczności ograniczenia swobody przepływów kapitałowych. Na razie dotyczy to przepływów kapitałów krótkoterminowych, które silnie ograniczają autonomię polityki pieniężnej w krajach wschodzących. Instrumentem ograniczania skali przepływów kapitałów krótkoterminowych stanie się zapewne także polityka makroostrożnościowa – m.in. na skutek tego, że jednym z jej celów będzie ograniczanie możliwości wykorzystywania przez banki krótkoterminowych transgranicznych pożyczek międzybankowych jako źródła finansowania ich akcji kredytowej (Shin 2012; Rey 2013).

[7] Nie stosowano nawet tak elementarnych zasad w tym względzie jak choćby publikowanie *minutes* po posiedzeniach Komitetu (Lall 2010).

odgrywały rolę instytucji, które demokratyczny nadzór skłania do podejmowania decyzji zgodnych w potrzebami i preferencjami wyborców. Dlatego w wielu publikacjach Daniego Rodrika przewija się teza, że ogłaszanie zmierzchu znaczenia rządów w wyniku globalizacji jest przedwczesne.

Wnioski Rodrika, wskazujące na brak współpracy politycznej, jako głównej bariery globalizacji, odnoszą się do strefy euro. „Głęboka" integracja krajów strefy euro (jak autor ten określa zamiennie hiperglobalizację) nie przyniosła w strefie euro oczekiwanych wcześniej korzyści. Nie nastąpił skokowy wzrost skali handlu pomiędzy państwami strefy. Pojawiły się natomiast problemy, w tym polityczne, związane z tym, że rządy poszczególnych państw są nadal odpowiedzialne za niekorzystne zjawiska pojawiające się w ich gospodarkach, pomimo że możliwości ich wpływu na gospodarkę są już bardzo ograniczone.

Ani w strefie euro, ani w Unii Europejskiej nie stworzono jeszcze instytucji poddanych dostatecznie silnemu demokratycznemu nadzorowi, które podejmowałyby decyzje, kierując się w dostatecznym stopniu także potrzebami poszczególnych gospodarek. Co więcej, pogłębia się w strefie euro proces unifikacji reguł, które nie zawsze uwzględniają strukturalne różnice, jakie występują pomiędzy poszczególnymi gospodarkami strefy (Minford 2008). Tego rodzaju „mechaniczna" harmonizacja może zmniejszać autonomię polityki gospodarczej poszczególnych rządów, nie poprawiając skuteczności działania całego systemu zarządzania strefą euro (Rodrik 2012).

Przykładem jest polityka fiskalna. Tworzy się takie same reguły jej prowadzenia dla krajów, których gospodarki generują stale nadwyżki oszczędności, i dla krajów, które są importerami kapitału, nie biorąc pod uwagę, że wielkość salda budżetu zależy w dużej mierze od strukturalnych cech poszczególnych gospodarek (Łaski, Osiatyński 2013). Efektem takiej sytuacji jest m.in. asymetria kosztów dostosowań do niedawnego kryzysu (de Grauwe 2012). Niemcy i Holandia, dysponujące nadmiarem oszczędności krajowych, mogły wybrać tempo zmniejszania deficytu budżetowego. Grecja, Portugalia i Hiszpania, których gospodarki nie generują nadmiaru oszczędności, musiały dokonywać głębokich cięć budżetowych w dużej mierze niezależnie od tego, jak wpływało to na pogłębienie się recesji w ich gospodarkach.

Gdyby nastąpiło częściowe choćby uwspólnotowienie długu w strefie euro (Delpla, Weizsäcker 2011), kryzysy fiskalne w krajach południowej części strefy euro albo w ogóle by nie wystąpiły, albo miałyby znacznie łagodniejszy przebieg. Proces przywracania równowagi budżetowej mógłby być mniej bolesny, a jednocześnie bardziej skuteczny.

Mechanizm redystrybucji dochodów byłby strefie euro niepotrzebny, gdyby – jak zakładano jeszcze w początkowych latach po jej utworzeniu – należące do niej kraje deficytowe szybko rozwinęły wydajne sektory eksportowe, co zwiększyłoby zdolność ich gospodarek do generowania oszczędności krajowych (Blanchard, Giavazzi 2002; Ca'Zorzi, Rubaszek 2012). Dzisiaj jednak wiemy, że długo jeszcze tak się nie stanie.

Uwagi końcowe

Wzrost globalizacji jest z natury okupiony zmniejszeniem się zakresu autonomii krajowej polityki gospodarczej. Tworzy to wybór pomiędzy korzyściami z rosnącej globalizacji i kosztami, jakie niesie z sobą rezygnacja z możliwości wykorzystywania krajowej polityki pieniężnej i fiskalnej, by pomagać gospodarce utrzymywać się na ścieżce zrównoważonego wzrostu.

Koszty ograniczonej autonomii krajowej polityki gospodarczej są szczególnie wysokie w okresach kryzysów. Możliwość ich zmniejszenia zależy od zwiększania się zakresu współpracy politycznej na szczeblu międzynarodowym i tworzenia mechanizmów redystrybucji dochodów na rzecz krajów najsilniej dotkniętych kryzysem. Niedawne doświadczenia strefy euro zilustrowały powyższą zależność. Brak dostatecznej współpracy politycznej i utworzenia dzięki niej mechanizmów udzielania skutecznej pomocy krajom najsilniej dotkniętym kryzysem stworzył sytuację, w której część państw członkowskich strefy euro poniosła znaczne koszty przedwczesnego utworzenia w Europie unii monetarnej (Sławiński 2012).

Brak efektywnego mechanizmu redystrybucji dochodów w strefie euro spowodował z jednej strony konieczność dokonywania przez państwa najsilniej dotknięte kryzysem relatywnie dużych cięć budżetowych w czasie trwania recesji. Z drugiej zaś strony spowodował niemożność dokonania szybkiej rekapitalizacji banków, co ułatwiłoby wychodzenie z recesji.

Wada konstrukcyjna strefy euro, w postaci braku mechanizmu redystrybucji dochodów, ma znaczenie głównie w okresach kryzysowych, jak miało to miejsce w ciągu ostatnich kilku lat. Stopniowe wychodzenie Europy z recesji powinno sprawić, że będzie to relatywnie mniej wpływało na bieżący bieg zdarzeń.

Jednocześnie kryzys w strefie euro stworzył sytuację zwiększającą prawdopodobieństwo stopniowego tworzenia się mechanizmów redystrybucji dochodów w strefie euro. Jednym z nich są rosnące potencjalne koszty, jakie mogłyby ponieść kraje nadwyżkowe w wyniku rozpadu strefy euro (Aizenman 2013), jakkolwiek – biorąc pod uwagę ewoluujący stosunek Niemiec do strefy euro (Cichocki 2011; Cichocki 2013) – trudno określić, jaka będzie dynamika i zakres zwiększania się integracji politycznej w strefie euro, a tym samym pole do tworzenia mechanizmów redystrybucji dochodów.

Relatywnie małe na razie szanse na szybkie utworzenie wspólnego budżetu strefy euro, uwspólnotowienie długu publicznego i utworzenie pełnej unii bankowej (Goodhart 2013) sprawiają, że najbardziej prawdopodobnym scenariuszem jest stopniowe przekształcanie się ESM w proponowany kilka lat temu Europejski Fundusz Walutowy (Mayer 2009). W tym jednak przypadku o sposobie jego funkcjonowania zdecyduje zakres współpracy politycznej, na jaką zdecydują się państwa członkowskie strefy euro. Zakres autonomii takiego funduszu zdecyduje, na ile zostanie zmniejszona typowa w okresach kryzysu asymetria kosztów dostosowań ponoszonych przez kraje deficytowe i nadwyżkowe.

Tekst wpłynął: 17 lutego 2014 r.

Bibliografia

Admati A.R. i in., *Debt Overhang and Capital Regulation*, Rock Center for Corporate Governance, Working Paper nr 114, Max Planck Institute, Bonn 2012.
Aizenman J., *Reflections on the Euro Crisis: Prioritizing the Road Ahead*, 2013, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2286465
Blanchard, *Adjustment within the euro. The Difficult Case of Portugal*, „Portuguese Economic Journal" 2007, nr 6.
Blanchard O., Giavazzi F., *Current Account Deficits in the Euro Area. The End of the Feldstein Horioka Puzzle?*, Massachusetts Institute of Technology Department of Economics, Working Paper, nr 03–05, 2002.
Bloomberg, *Why should Taxpayers Give Big Banks $83 Billion a Year?*, 20 February 2013, http://www.bloombergview.com/articles/2013-02-20
Ca'Zorzi M., Rubaszek M., *On the Intertemporal Current Account Model for the euro are Countries*, „Review of Development Economics" 2012, nr 1.
Cichocki M.A., *Samotność hegemona*, „Rzeczpospolita", 28–29.09.2013.
Cichocki M.A., *Zmiana niemieckiego paradygmatu w Europie*, „Analizy natolińskie" 2012 nr 2.
Commission of the European Communities, *Stable Money – Sound Finances*, „European Economy" 1993, nr 53.
Commission of the European Communities, *Report of the Study Group on the Role of Public Finance in European Integration*, Bruksela 1977.
Coricelli F., Wörgötter A., *Structural Change and the Current Account: The Case of Germany*, OECD Economic Department Working Paper, nr 940, 2012.
Danielsson J., *An Academic Response to Basel II*, „Financial Markets Group Special Paper" nr 130, London School of Economics, London 2001.
Dauderstädt M., *Germany's Economy: Domestic Laggard and Export Miracle*, International Policy Analysis, Friedrich Ebert Stiftung, kwiecień 2012.
De Grauwe P., *Design Failures in the Eurozone – Can They Be Fixed?*, „Economic Papers" 2013, nr 491, European Commission.
De Grauwe P., *In Search of Symmetry in the Eurozone*, „CEPS Policy Brief" 2012, nr 268.
De Grauwe P., *The Governance of a Fragile Eurozone*, „CEPS Working Document" 2011, nr 346.
De Grauwe P., *A Mechanism of Self-destruction of the Eurozone*, „Intereconomics" 2010, nr 6.
De Grauwe P., *Some Thoughts on Monetary and Political Union*, w: *The Future of EMU*, red. L.S. Talani, Palgrave, Macmillan, Londyn 2009.
De Grauwe P., *What Have we Learnt about Monetary Integration since the Maastricht Treaty?*, „Journal of Common Market Studies" 2006, nr 4.
De Grauwe P., *On Monetary and Political Union*, „CESifo Forum" 2006a, nr 4.
De Grauwe P., Ji Y., *Mispricing of Sovereign Risk and Multiple Equilibria in the Eurozone*, CEPS Working Document nr 361, 2012.
Delpla L., Weizsäcker J., *Eurobonds: The Blue Bonds Concept and its Implications*, European Parliament, Bruksela 2011.
European Commission, *Scoreboard for the Surveillance of Macroeconomic Imbalances: Envisaged Initial Design*, Commission Staff Working Paper, 2011, http://ec.europa.

eu/economy_finance/economic_governance/macroeconomic_imbalance_procedure/index_en.htm
European Commission, EMU@10: *Successes and Challenges after 10 Years of Economic and Monetary Union*, „European Economy" 2008, nr 2.
Fitoussi J.-P., *Diverging Tendencies of Competitiveness*, Committee for Economic and Monetary Affairs, European Parliament, Bruksela 2006.
Fitoussi J.-P., Saraceno F., *European Economic Governance: the Berlin-Washington Consensus*, „Cambridge Journal of Economics" 2013, nr 37.
Fitoussi J.-P., Saraceno F., *The Brussels-Frankfurt-Washington Consensus. Old and New Tradeoffs in Economics*, OFCE Working Paper, nr 2004–02, 2004.
Flassbeck H., *The Heart of the Euro Problem*, 2012, http://ineteconomics.org
Flassbeck H., Lapavitsas C., *The Systemic Crisis of the Euro – True Causes and Effective Therapies*, „Studien" 2013, Rosa-Luksemburg-Stiftung.
Flassbeck H., Spiecker F., *The Euro – A Story of Misunderstanding*, „Intereconomics" 2011, nr 4.
Financial Services Authority, *The Turner Review. A Regulatory Response to the Global Banking Crisis*, 2009.
Goodhart Ch., *Europe After the Crisis*, Institute for New Economic Thinking, Oxford Martin School, Oxford 2011.
Goodhart Ch., Segoviano M., *Basel and Procyclicality: A Comparison of the Standardised and IRB Approaches to an Improved Credit Risk Method*, Financial Markets Group Discussion Paper, nr 524, London School of Economics, London 2004.
Goodhart Ch., *Financial Management in the Euro Zone*, Eesti Pank, Tallinn, 2004.
Goodhart Ch., *Lessons for Monetary Policy from the Euro-area Crisis*, „Special Conference Paper: The Crisis in the Euro Area" 2013, May 23–24.
Green R.K., Wachter S.M., *The Housing Finance Revolution*, University of Pennsylvania Institute for Law and Economics, Research Paper Series, nr 09–37, 2007.
Griffith-Jones S., Persaud A., *The Political Economy of Basel II and Implications for Emerging Economies*, Seminar on Management of Volatility, Financial Liberalization and Growth in Emerging Economies, ECLAC, Santiago de Chile 2003.
Hassel A., *The Paradox of Liberalization – Understanding Dualism and the Recovery of German Political Economy*, LEQS Paper, nr 42, 2011.
Horn G., Logeay C., Rietzler K., *Much Ado About Nothing? Recent Labor Market Reforms in Germany – a Preliminary Assessment*, „Management Revue" 2008, nr 19.
Jabko N., Massoc E., *French Capitalism Under Stress: How Nicolas Sarkozy Rescued the Banks*, „Review of International Political Economy" 2012, nr 19.
Jacobi L., Kluve J., *Before and After the Hartz Reforms: The Performance of Active Labor Market Policy*, „IZA Discussion Paper" 2006, nr 2100.
Johnson S., *The Myth of a Perfect Orderly Liquidation Authority for Big Banks*, „The New York Times", 16.05.2013.
Johnson S., Kwak J., *13 Bankers. Wall Street Takeover and the Next Financial Meltdown*, Pantheon, New York 2010.
Kenen P.B., *Economic and Monetary Union in Europe: Moving beyond Maastricht*, Cambridge University Press, Cambridge 1994.
Kenen P.B., *The Theory of Optimum Currency Areas: An Eclectic View*, w: *Monetary Problems of the World Economy*, red. R. Mundel, A. Swoboda, University of Chicago Press, Chicago 1969.

King R.G., Plosser Ch., *Money, Credit and Prices in Real Business Cycle*, „American Economic Review" 1984, nr 74.
Lall R., *From Failure to Failure: The Politics of International Banking Regulation*, „Review of International Political Economy" 2012, nr 19.
Lall R., *Reforming Global Banking Rules: Back to the Future?*, DIIS Working Paper, nr 16, Danish Institute for International Studies, 2010.
Lall R., *Why Basel II Failed and Why Any Basel III is Doomed*, GEG Working Paper, nr 52, Global Economic Governance, Oxford University 2009.
Łaski K., Osiatyński J., *Konsolidacja finansów publicznych a kryzys w strefie euro*, „Ekonomista" 2013, nr 1.
Mayer T., *The Case for a European Monetary Fund*, „Intereconomics" 2009, maj/czerwiec.
Minford P., *Why the United Kingdom Should Not Join the Eurozone*, „International Finance" 2008, vol. 11, nr 3.
Minsky H.P., *Stabilizing an Unstable Economy*, Yale University Press, New Haven–London 1986.
Morris S., Shin H.S., *Financial Regulation in a Systemic Context*, Brookings Institution Papers on Economic Actrivity, jesień 2008.
Mundell R., *The Theory of Optimal Currency Areas*, „American Economic Review" 1961 nr 51.
Mooslechner P., *Surprise, Surprise: Exchange Rates do Matter within a Monetary Union*, „Focus. Economic Monitor", UniCredit Group 2006, nr 2.
Rey H., *Dilemma not Trilemma: The Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence*, referat na konferencję Global Dimensions of Unconventional Monetary Policy, 2013.
Rodrik D., *Who Needs the Nation State?*, CEPR Discussion Paper, nr 9040, 2012.
Rodrik D., *The Globalization Paradox: Democracy and the Future of the World Economy*, W.W Norton & Company 2011.
Rodrik D., *How to Save Globalization from Its Cheerleaders*, „The Journal of International Trade and Diplomacy" 2007, jesień.
Schularik M., „Public Debt and Financial Crises in the Twentieth Century", School Of Business and Economics Discussion Paper, nr 1, 2012.
Shin H.S., *Global Banking Glut and Loan Risk Premium*, paper presented at 12th Jacques Polak Annual Research Conference Hosted by the International Monetary Fund, Waszyngton 2012.
Sławiński A., *Strefa euro: Scenariusz alternatywny*, „Folia Oeconomica" 2012, nr 273.
Sławiński, A., Tymoczko D., *Polityka makroostrożnościowa jako instrument ograniczania wykorzystywania przez banki krótkoterminowego finansowania hurtowego*, „Zarządzanie i Finanse" 2013, nr 2.
Taleb N., *Fooled by Randomness. The Hidden Role of Chance in the Markets and in Life*, Texere, New York 2001.
The Warwick Commission, *The Warwick Commission on International Financial Reform: In Praise of Unleveled Playing Fields*, University of Warwick, Coventry UK, 2009.
Tumpel-Gugerell G., *Single Market for Financial Services – Vision or Reality?*, Financial Market Forum, Luksemburg 2005.
Vestergaard J., Retana M., *Behind Smoke and Mirrors*, DIIS Report nr 10, Danish Institute for International Studies 2013.
Williamson J., *A Short History of the Washington Consensus*, referat na konferencję „From the Washington Consensus Towards a New Global Governance", Barcelona 2004.

Wilmarth A.E., *The Transformation of the U.S. Financial Services Industry, 1975–2000: Competition, Consolidation and Increased Risks*, „University of Illinois Law Review" 2002, nr 2.

BOUNDARIES OF GLOBALIZATION: THE CASE OF THE EURO ZONE

Summary

Intensification of globalization is achieved at the cost of limiting the scope of autonomy of economic policy at the national level. This produces a trade-off between the benefits derived from globalization and the costs caused by resigning from possibility to conduct autonomous policy to keep the economy on an equilibrium growth path. The costs of limited autonomy of domestic economic policy grow during a time of crisis. The possibility to reduce these costs depends on international political cooperation that would enable to create mechanisms of income distribution towards countries particularly hit by a crisis. The euro zone crisis illustrated this relationship in a spectacular way. Deficiency of political cooperation made it impossible to create an effective mechanism that would enable financial assistance to some euro-zone countries most hit by the crisis, which in effect have suffered considerable costs of their earlier resignation from possibility to conduct autonomous stabilization policy.

Key words: globalization, monetary union, euro area, financial crisis

ГРАНИЦЫ ГЛОБАЛИЗАЦИИ: СЛУЧАЙ С ЗОНОЙ ЕВРО

Резюме

Рост глобализации естественным образом ведет к уменьшению диапазона автономии экономической политики в отдельных странах. Такое положение вынуждает страны делать выбор между выгодами от растущей глобализации и издержками, связанными с отказом от возможности использовать отечественную денежную и фискальную политику, служащую сохранению уравновешенного роста национальной экономики. Издержки ограниченной автономии отечественной экономической политики особенно высоки в период кризисов. Возможность их сокращения зависит от увеличения диапазона политического сотрудничества на международном уровне и создания механизмов перераспределения доходов в пользу стран, наиболее сильно затронутых кризисом. Недавний опыт зоны евро является отображением выше указанной зависимости. Отсутствие политического сотрудничества сделало невозможным создание эффективных механизмов оказания финансовой помощи странам, наиболее сильно затронутым кризисом. Эти страны не имели возможности вести стабилизационную политику на отечественном уровне и в результате понесли значительные издержки.

Ключевые слова: глобализация, монетарный союз, зона евро, финансовый кризис