



**Czy Polska powinna przystąpić
do strefy euro?
Raport Instytutu Misesa**

Zespół ekspertów Instytutu Misesa
wrzesień 2013

Spis treści

Wstęp	3
1. Argumenty przeciwników integracji ze strefą euro	5
1.1. Istotna rola autonomicznej polityki pieniężnej.....	5
1.2 Optymalne Obszary Walutowe	8
1.3 Skrępowana polityka fiskalna	11
2. Argumenty zwolenników integracji ze strefą euro	16
2.1. Eliminacja kosztów transakcyjnych.....	16
2.2. Rozwój wymiany handlowej.....	19
2.3. Obniżenie stóp procentowych i napływ inwestycji	22
2.4. Inne korzyści – integracja ze strefą euro wymusi reformy	23
3. Spory o euro wewnątrz austriackiej szkoły ekonomii	25
3.1. Obrona euro według Jesusa Huerty de Soto.....	25
3.2. Philipp Bagus o przyczynach kryzysu w strefie euro.....	31
4. Polityka pieniężna EBC i NBP – próba porównania	35
4.1 Zmiany podaży pieniądza.....	35
4.2 Zmiany bazy monetarnej i wielkości sumy bilansowej.....	38
4.3 Szerokość korytarza stóp procentowych.....	40
4.4 Podsumowanie	41
Podsumowanie.....	42
Bibliografia	43

Wstęp

Strefa euro regularnie powiększa się o kolejnych członków – wkrótce przystąpi do niej Łotwa. Wydaje się, że pomimo kłopotów Grecji, Portugalii czy Hiszpanii dla wielu państw euro dalej jest atrakcyjnym projektem. Przystąpienie do strefy euro nadal jest celem także polskich władz. O zasadności takiego kroku zdążyło już wypowiedzieć się wielu ekonomistów. Wśród tych głosów nie ma jednomyślności – istnieją wyraźne podziały na zwolenników i przeciwników wprowadzenia euro.

Przeciwnicy pożegnania się ze złotym wskazują zwykle na to, że autonomiczna polityka pieniężna to ważny element dbania o dobrobyt Polaków. Przywoływany w tym kontekście bywa także argument z teorii optymalnych obszarów walutowych – Polska i strefa euro według niektórych ekonomistów takim obszarem nie są. Wśród licznych argumentów przeciwników integracji ze strefą euro często przywoływany bywa także fakt, że wejście do strefy euro uniemożliwi Polsce prowadzenie ekspansywnej polityki fiskalnej.

Z kolei zwolennicy przyjęcia euro zwracają uwagę na potencjalne korzyści pozbycia się złotego. Przyjęcie euro miałyby według nich zmniejszyć koszty transakcyjne. Wspólna waluta to także możliwość poszerzenia handlu zagranicznego i międzynarodowego podziału pracy. Wejście do strefy euro miałyby także oznaczać niższe stopy procentowe i większy napływ inwestycji. Samo przygotowanie do integracji monetarnej powinno także przyspieszyć reformy gospodarcze w Polsce.

Z różnych względów te argumenty nas nie przekonują. Dlatego też dwie pierwsze części raportu poświęciliśmy na ich nieco bardziej szczegółowe omówienie. Literatura o integracji Polski ze strefą euro rośnie z dnia na dzień, więc wybraliśmy tylko kilka konkretnych przykładów raportów czy artykułów, które według nas dobrze charakteryzują podejście obu stron dyskusji¹. Poddajemy je krytycznej analizie w pierwszym i drugim rozdziale.

Skoro dotychczasowe argumenty do nas nie przemawiają, to pozostaje pytanie, czy ekonomiści mogą w ogóle powiedzieć coś ciekawego o procesie międzyrządowej integracji monetarnej. Tak się składa, że dwóch ekonomistów z austriackiej szkoły ekonomii – Philipp Bagus i Jesús Huerta de Soto –

¹ Listę tych raportów i artykułów można znaleźć w Bibliografii na końcu tego raportu.

przedstawiło dość stanowcze, acz przeciwstawne, analizy europejskiej integracji monetarnej. Ich argumenty referujemy w trzecim rozdziale naszego raportu.

Całość raportu wieńczy rozdział zawierający porównanie tego, jak Narodowy Bank Polski i Europejski Bank Centralny prowadziły politykę pieniężną w przeciągu ostatnich kilkunastu lat. Próbujemy tam odpowiedzieć na pytanie, czy któryś z tych banków wydaje się bardziej niechętny inflacyjnej polityce pieniężnej.

Zapraszamy do lektury i mamy nadzieję, że nasz raport skłoni Państwa do refleksji nad skomplikowaną materią europejskiej integracji monetarnej.

1. Argumenty przeciwników integracji ze strefą euro

1.1. Istotna rola autonomicznej polityki pieniężnej

Wśród wyzwań związanych z integracją Polski ze strefą euro wymienia się często niemożność dostosowania europejskiej polityki pieniężnej do potrzeb polskiej gospodarki. Autorzy raportu NBP o integracji ze strefą euro utratę niezależnej polityki pieniężnej uznają za jeden z najważniejszych długookresowych kosztów ewentualnego zastąpienia złotego przez euro. Sporo miejsca poświęcają tam m.in. sposobowi podejmowania decyzji w Europejskim Banku Centralnym oraz wadze głosu prezesa NBP przy ustalaniu polityki pieniężnej strefy euro. Podobne głosy podnoszą także sceptycy wobec integracji ze strefą euro polscy ekonomiści, m.in. dr hab. Eryk Łon, który wskazuje, że polscy przedsiębiorcy nie będą mogli wpływać na politykę EBC. Nie da się zaprzeczyć temu, że obecnie to polskie organy kontrolują politykę pieniężną w Polsce i przystąpienie do strefy euro tę sytuację radykalnie zmieni. Aby to jednak stanowiło rzeczywisty problem, spełnionych musi być kilka warunków:

- 1) możliwość zdefiniowania „potrzeb” polskiej gospodarki w kategoriach jakiegoś zobiektywizowanego makroekonomicznego celu,
- 2) możliwość osiągnięcia tego celu za pomocą efektywnie realizowanej polityki pieniężnej,
- 3) polityka „optymalna” dla Polski musi różnić się od tej „optymalnej” dla strefy euro.

Już pierwszy punkt budzi pewne wątpliwości, gdyż konkurencyjne cele makroekonomiczne wzbudzają kontrowersje. Generalnie zakłada się triadę celów: wysokiego wzrostu gospodarczego, wysokiego zatrudnienia oraz niskiej inflacji. Na tym generalnym sformułowaniu jednak zgodność się kończy. Wynika to z faktu, że kontrowersyjne są pomiary wzrostu gospodarczego – czy na przykład celem jest osiągnięciem wysokiego tempa PKB, czy też może zrównoważonego tempa wzrostu. Dyskusyjne jest, czy ten wskaźnik powinien być najważniejszy, oraz to, czy nie należy w polityce pieniężnej zwrócić najpierw uwagi na możliwość generowania przezeń „inwestycyjnych baniek”. Podobnie jest w wypadku strategii celu inflacyjnego – wprawdzie ekonomiści zgadzają się co do zalet „stabilności cenowej”, ale przedmiotem sporu jest to, czym się manifestuje. Możemy bowiem mówić o stabilności np. obierając konkretną inflację (np. 2,5%), albo inflację zerową, albo nawet deflację na skutek wzrostów produktywności. Oprócz faktu zróżnicowania konkretnych celów makroekonomicznych dyskusyjny

jest również ich *tradeoff* – wymiennosc jednego celu na drugi. Oprócz tego ekonomiści, którzy próbują tego rodzaju cele wyeksplikować, wnikają się nieuchronnie w arbitralne osądy etyczne, w ferowaniu których adepci ekonomii nie są specjalnie lepsi od reszty społeczeństwa².

Przyjmijmy jednak, że o związkach etyki z ekonomią możemy na chwilę zapomnieć i uzgodnimy kilka celów polityki gospodarczej, np. stabilność cen, niskie bezrobocie, dynamiczny przyrost PKB bez gwałtownych kryzysów. Stajemy wtedy przed pytaniami – czy i jaka polityka pieniężna jest w stanie te cele osiągnąć? Przeważająca większość ekonomistów sądzi, że aktywna polityka pieniężna może pozytywnie wpłynąć na dobrobyt, choć spierają się co do tego, jak powinna rzeczywiście przebiegać. Istnieje jednak grupa analityków, głównie związanych z austriacką szkołą ekonomii lub z teorią wyboru publicznego, którzy podważają ten aksjomat i wskazują, że gospodarka bez banku centralnego (czyli z systemem tzw. wolnej bankowości) może odnosić na polu stabilności cen czy niskiego bezrobocia lepsze rezultaty niż gospodarka z centralnie sterowaną polityką pieniężną. Twierdzenia te są popierane dwojako: przez wskazywanie na wyniki badań historycznych i przez różnorodne rozważania teoretyczne.

Banki centralne na co dzień zajmują się kontrolą krótkoterminowych stóp procentowych na rynku międzybankowym. Ma to być kanał transmisyjny, którym przesyłane są do gospodarki impulsy regulujące koniunkturę i krytyczne wskaźniki makroekonomiczne. W wyborze odpowiednich stóp procentowych bank staje jednak przed poważnym problemem poznawczym, mianowicie, skąd czerpać wiedzę o ich optymalnym poziomie. Stopy procentowe to specyficznego rodzaju ceny – ceny za pożyczanie pieniędzy. Tak jak przy innych dobrach mamy tutaj popyt na pożyczanie pieniędzy i podaż pożyczanych pieniędzy. W ten rynek zaangażowanych jest mnóstwo podmiotów – uczestniczy w nim każdy, kto bierze kredyt, czy też wpłaca pieniądze na lokatę bankową. Czy bank centralny może

² Podobny problem dotyczy koncepcji „dobrobytu”, gdyż trudno będzie znaleźć dwóch ekonomistów, którzy pod tym hasłem będą rozumieć to samo. W tradycji austriackiej szkoły ekonomii popularne jest np. odwoływanie się do zasady zademonstrowanej preferencji stron dobrowolnej transakcji jako podstawie osądu, że doszło do wzrostu dobrobytu. Nie jest to jednak pogląd powszechny – w ramach głównego nurtu ekonomii powszechnie za tworzące dobrobyt uważa się finansowane z podatków (przymusowo) publiczne wydatki na zakup dóbr i usług (wliczają się one do PKB – najpopularniejszego miernika dobrobytu).

wiedzieć, jaka stopa procentowa doprowadzi do równowagi na tym rynku? Niestety, taka wiedza jest niemożliwa do uzyskania, a bank centralny nie aspiruje nawet do roli zrównoważenia rynku kredytowego. Ludzkich preferencji oraz specyficznych okoliczności miejsca i czasu, w jakich znajdują się ludzie, nie da się sensownie zagregować w ekonomiczny model, który powie nam, jaka powinna być optymalna cena. Na tym spostrzeżeniu zasadza się krytyka centralnego planowania, jaką przeprowadził Friedrich von Hayek. Wskazał on, że dopiero ludzkie działania na rynku dają nam ceny, które są wskazówką dla działań innych ludzi i które umożliwiają koordynację działań całego społeczeństwa. Nie inaczej jest w przypadku banku centralnego i rynku krótkoterminowych pożyczek międzybankowych. Dopóki nie pozwoli się ludziom i firmom na swobodne zawieranie transakcji bez z góry założonego korytarza cen, to nie dowiemy się, jaka jest podaż oszczędzanych pieniędzy i jaki jest na nie popyt. Ani Europejski Bank Centralny, ani Narodowy Bank Polski nie mają skutecznych narzędzi do zaplanowania rynku pożyczek. Nie jest ona nawet obiektem ich zainteresowania, ponieważ stopa jest zazwyczaj traktowana jako mechanizm koordynowania zmiennych makroekonomicznych w oderwaniu od ich mikroekonomicznego charakteru, nie zaś skonkretyzowanego rynku kredytowego.

Jeśli przyjmiemy stanowisko zwolenników istnienia banków centralnych i uznamy, że jakaś polityka pieniężna powinna być prowadzona, to brakuje powszechnej zgody co do tego, jaka polityka pieniężna jest dla gospodarki „optymalna”. Monetaryści starej daty chcieliby stabilizowania wzrostu określonych agregatów pieniężnych, nowsi monetaryści czy nowi keynesiści skłaniają się często do stabilizowania wzrostu nominalnego PKB lub do postępowania zgodnie z tzw. regułą Taylora, która politykę stóp procentowych uzależnia od poziomu inflacji i odchyień realnego PKB od PKB potencjalnego. Istnieje też wielu zwolenników strategii celu inflacyjnego, do której przywiązane są zarówno władze Narodowego Banku Polski, jak i Europejskiego Banku Centralnego. Wśród ekonomistów możemy też spotkać zwolenników polityki pieniężnej opartej nie na abstrakcyjnych regułach, lecz raczej prowadzonej bardziej *ad hoc*. Chodzi o to, by władze monetarne miały szerokie spektrum zastosowania możliwych środków polityki pieniężnej w zależności od tego, jak oceniają sytuację gospodarczą. Nie istnieje jednoznaczne kryterium oceny tego, która z tych strategii jest najlepsza, ani która pasuje najbardziej do polskiej lub w ogóle europejskiej gospodarki. Nie jesteśmy też w stanie przewidzieć, jaką

politykę będą w przyszłości prowadziły władze NBP i EBC. Nie można zatem łatwo uznać, że scedowanie polityki pieniężnej na drugą z tych instytucji będzie wyraźnym kosztem dla polskiej gospodarki.

1.2 Optymalne Obszary Walutowe

Jednym z często powtarzanych argumentów przeciwko przyjęciu euro jest teza jakoby Polska nie była wraz ze strefą euro „optymalnym obszarem walutowym”. Argument sam w sobie brzmi dosyć przekonująco, natomiast należy dodać, że opiera się na założeniu słuszności teorii „optymalnych obszarów walutowych”. Innymi słowy, jeśli teoria optymalnych obszarów walutowych może zostać podana w wątpliwość, to nieodłącznie z tym może upaść również ten kontrargument wobec koncepcji przyjęcia euro jako wspólnej waluty.

Na teorię OOW wskazuje raport NBP (s. 165-169), mówiąc o niektórych „szokach popytowych i podaźowych”, które mogą być „absorbowane” przez odpowiednie zmiany kursu walutowego. W największym możliwym uproszczeniu i skrócie chodzi oczywiście o dewaluację kursu krajowej waluty, która ma pozwolić na potaniecie produktów eksportowych (w zagranicznej walucie) i przez to poprawę konkurencyjności producentów.

Oparcie się na wskaźniku PKB i przyjęcie krótkookresowej perspektywy na zmiany kursów walutowych bez wątpienia prowadzą do konkluzji, że w pewnych sytuacjach dewaluacja kursu walutowego sprzyja eksporterom. Trudno jednak zaprzeczyć, że musi się to odbyć (także w krótkim okresie) kosztem jakiejś innej grupy korzystającej z krajowej waluty. Gdybyśmy sobie wyobrazili pełną adaptację i konsekwentną dewaluację krajowej waluty, to nie może na niej tak naprawdę nikt zyskać, na co wskazuje ilościowa teoria pieniądza. Załóżmy, że w Polsce dochodzi do znacznego dewaluacyjnego zwiększenia podaży pieniądza (np. o 50%) i euro zamiast kosztować 4 złote zaczyna kosztować 6 złotych. Jeśli dostosowanie byłoby w pełni idealne (wiedziałyby o nim „od zawsze” wszystkie podmioty tak jak w scenariuszu teorii równowagi ogólnej), to wszyscy krajowi konsumenci i producenci nie odczuliby żadnych realnych zmian. Nawet eksporterzy, ponieważ mimo zwiększenia o 50% przychodów, doświadczyliby również inflacji po stronie krajowej (wzrost płac pracowników, kosztów lokalnych), a także zagranicznej (wzrost kursu walut, w których importuje się potrzebne technologie, surowce i inne czynniki produkcji). W tym doszłoby

również do podrożenia kosztów kapitału i finansowania (nominalnie w taki sposób, aby realnie nie doszło do zaistnienia różnicy).

W rzeczywistości nigdy nie dochodzi do takiego neutralnego dostosowania, a nierealistyczny scenariusz ilościowej teorii pieniądza nie zostaje osiągnięty. Przy natychmiastowej dewaluacji eksporterzy zaczynają zyskiwać, gdyż ich przychody rosną. Koszty finansowania z zagranicy również (surowce, importowane produkty). Nie ma jednak równie natychmiastowego dostosowania po stronie cen krajowych, więc koszty pozostają na podobnym poziomie. W efekcie dochodzi do zaistnienia efektów Cantillona, a z tego względu eksporterzy zyskują na dewaluacji. Jednakże ten zysk musi zostać proporcjonalnie okupiony nałożeniem kosztów na pozostałych uczestników procesu rynkowego. Za wyższe przychody eksporterów płacą krajowi importerzy, krajowi producenci, których produkcja jest importochłonna, a także sami konsumenci, którzy muszą płacić więcej za zagraniczne produkty, oraz wszyscy ci, którzy za jakiś czas odczują generalny wzrost inflacji, wynikający z dewaluacji. Fakt, że te koszty zostają nieproporcjonalnie ujęte w PKB (w przeciwieństwie do zysków eksporterów) nie zmieni faktu, że dewaluacja musi się odbywać zawsze czyimś kosztem.

Do teorii OOW (choć w trochę zmodyfikowany sposób) odwołuje się również profesor Andrzej Kaźmierczak. Wskazuje w nim na cechy dwóch obszarów, które można by uznać za wspólny obszar walutowy. Zdaniem Profesora powinny się charakteryzować: (a) zbieżnymi cyklami koniunkturalnymi i tempem wzrostu gospodarczego (aby polityka pieniężna wywierała w tych samych fazach te same efekty), (b) zbliżonym reagowaniem na szoki podażowo-popytowe (np. gwałtownego wzrostu cen określonego surowca), (c) podobną elastycznością cen i płac, która wraz ze swobodą przepływu czynników produkcji pozwoli na zadziałanie „prawa jednej ceny”; tymczasem tak nie jest, ponieważ w każdym w krajów strefy euro dochodzi do zakłóceń mechanizmu rynkowego poprzez interwencje.

Z pierwszym punktem jest o tyle problem, że w literaturze ekonomicznej nie jest jednoznaczne, czym rzeczywiście jest „cykl koniunkturalny”. W zależności od tego, jaką perspektywę przyjmujemy, dochodzimy do odmiennych konkluzji. Załóżmy na przykład, że wtórujemy teoriom pieniężnym o tym, że powodem wahań cyklicznych jest polityka monetarna. Wtedy oczywiste jest, że kraje z różnymi walutami mają inne cykle koniunkturalne, ponieważ prowadzona jest w nich inna polityka pieniężna. I nie stanowi to kontrargumentu przeciwko

stworzeniu wspólnej strefy walutowej, ponieważ przy istnieniu jednej waluty cykle automatycznie się zbiegną, skoro będzie prowadzona jedna polityka.

Z drugiej strony możemy uważać, że cykle koniunkturalne są na przykład powodowane czynnikami realnymi i wiążą się z konkretnymi branżami. Wtedy można by uważać, iż ze względu na strategiczność poszczególnych branż każdy rejon będzie wymagał innej interwencji pieniężnych. Tutaj argument wydaje się mocniejszy, ale jest to pozorne, ponieważ różnorodność branż występuje także w poszczególnych krajach.

Podobnie ma się rzecz z argumentem pokrewnym z punktu (b). Każda gospodarka inaczej zareaguje na wzrosty cen ropy, jedna mniej, druga bardziej. Nie inaczej jest z regionami w poszczególnych krajach. Polska A inaczej zareaguje na wzrosty cen energii niż Polska B, a jeszcze nie przesądza to o tym, że obydwa rejony potrzebują innej polityki pieniężnej. Podobnie rzecz ma się z regionami, które mają inne tempo wzrostu gospodarczego. Jeden rejon rozwija się w tempie 6%, a inny w tempie 1%. Nie ma powodu uważać, że nie mogą korzystać z jednej waluty. Analogicznie w społeczeństwie możemy mieć grupy zawodowe, których płace rosną w odmiennym tempie (np. 6% i 1%), a nie oznacza to przecież, iż muszą zarabiać w innych walutach.

Główną cechą pieniądza jest możliwość otwierania handlu między asymetrycznymi kupcami i sprzedawcami. Także takimi, w przypadku których powstają ogromne różnice zarówno w poziomie życia jak i strukturze produkcji. Dlatego argument o ogromnej odmienności poszczególnych rejonów jest raczej argumentem za wspólną walutą aniżeli przeciwko.

Niezależnie od tego warto zwrócić uwagę, że argument o różnorodności gospodarczej wymaga zaakceptowania konkretnej teorii ekonomicznej, która wcale nie jest powszechnie uznawana za poprawną. Po pierwsze, należy uznać, że cykle koniunkturalne są powodowane przez czynniki „realne”, podażowe, oderwane od działań politycznych. Po drugie, należy uznać, że polityka pieniężna jest w stanie skutecznie przeciwdziałać działaniu tychże czynników. Jeśli jako ekonomiści odrzucamy chociażby jedną z tych tez, to argument przeciwko euro o niedostosowaniu cykli i tempa wzrostu upada.

Pozostaje jeszcze trzeci argument o elastyczności i jej zakłóceniach powodowanych przez ograniczenia w przepływie czynników produkcji. Warto pamiętać, że w wielu przypadkach „prawo jednej ceny” nie zostaje osiągnięte, ponieważ nie istnieje coś takiego jak „idealna mobilność czynników produkcji”.

Czasami może ona wynikać z ograniczeń czysto fizycznych – przykładowo identyczne mieszkania położone w innych częściach miasta (np. w centrum i na obrzeżach) nie będą miały takich samych cen. Czasami wynika to też z natury samego procesu rynkowego jako dynamicznego i nieprzewidywalnego zjawiska (np. gdyby jakiś sprzedawca doświadczył w przeciągu dwóch tygodni dwukrotnego spadku sprzedaży, to „idealnie elastyczne” obniżenie przez niego dwukrotnie cen byłoby najprawdopodobniej wielkim błędem, więc dobrze dla przedsiębiorczości, że ceny są sztywne; jedne mniej, innej bardziej). Czasami również może to wynikać z czynników pozaekonomicznych, politycznych (np. dotacji, regulacji, barier etc.), które z punktu widzenia rynkowego mogłyby zostać usunięte, aby zwiększyć efektywność konkurencji.

To, jakie czynniki decydują o braku elastyczności cen i płac, jest obiektem istotnych badań ekonomicznych. Co jednak ważne dla debaty o euro, brak takiej równomiernej elastyczności nie oznacza wcale nieefektywności. Wprost przeciwnie, brak elastyczności cen i jej nierównomierność jest nieodłącznie wpisany w logikę funkcjonowania mechanizmu cenowego. Z interwencją państwa czy bez, ceny odzwierciedlają istniejące w danym momencie rynkowe warunki. W dodatku wątpliwe jest, że ewentualne defekty takiej niewspółmiernej elastyczności można zniwelować poprzez prowadzenie polityki pieniężnej. Podobnie jak w powyższym wypadku, akceptacja argumentu przeciwko euro o nierównych elastycznościach wymaga zaakceptowania specyficznej teorii ekonomicznej, która nie jest powszechnie uznawana: o tym, że identyczna elastyczność byłaby pożądana z punktu widzenia efektywności, a także o tym, że brak takiej elastyczności wymaga prowadzenia aktywnej polityki pieniężnej.

1.3 Skrępowana polityka fiskalna

Wśród kosztów integracji ze strefą euro ekonomiści wymieniają też inne zjawiska niż te omówione wcześniej. Prof. A. Kaźmierczak wskazuje na przykład, że do takich kosztów należy zaliczyć zbytnie skrępowanie polityki fiskalnej przez kryteria przyjęte w Maastricht. Na to samo zjawisko zwraca uwagę dr hab. E. Łon.

Przypomnijmy, że państwa Unii Europejskiej powinny utrzymywać deficyt finansów publicznych na poziomie poniżej 3% PKB, a ich dług publiczny powinien nie przekraczać 60% PKB. Zauważmy, że polski system prawny jest w kwestii

długu publicznego nawet bardziej rygorystyczny niż zalecenia unijne, gdyż zakaz zaciągania długu publicznego powyżej 60% PKB jest wpisany w polską konstytucję, czyli akt wyższej rangi. Jako że obecnie polski dług publiczny przekracza 50% PKB, to nie da się prowadzić w Polsce polityki deficytu finansów publicznych znacznie wyższego niż 3% PKB przez długi okres. Zalecenia unijne są więc tutaj zbieżne z polskim prawem i samo wstąpienie do strefy euro wiele w tym punkcie nie zmieni.

Należałoby także zwrócić uwagę na jeszcze jedną kwestię – zalecenia z Maastricht, przed którymi przestrzegają niektórzy polscy ekonomiści, były do tej pory przez wiele europejskich państw ignorowane i nie spotykało się to zazwyczaj ze zdecydowaną reakcją europejskich władz. Ten problem dostrzeżono także w Brukseli i dlatego zdecydowano się na wprowadzenie paktu fiskalnego, który lepiej dyscyplinowałby finanse państw Unii Europejskiej. Pytanie, czy okaże się on bardziej skuteczny od Paktu Stabilności i Wzrostu, jest jak na razie sprawą otwartą.

Przejdźmy jednak do sedna problemu – czy rzeczywiście aktywna polityka fiskalna będzie dla Polski korzystna. Nawoływania do zwiększenia deficytu budżetowego są szczególnie silne podczas sytuacji kryzysowych. Zazwyczaj sytuacja kryzysowa polega na nagromadzeniu strat – wiele dotychczas planowanych przedsięwzięć okazuje się nie odpowiadać potrzebom konsumentów. Kryzys jest wobec tego specyficzną kapitalizacją strat, której nie da się zlikwidować. Można co najwyżej rozłożyć je na większą część społeczeństwa (np. podatników), dotując nierentowne sektory lub przejmując niektóre aktywa, na które trudno znaleźć kupca (jak robiły to europejskie rządy z systemem bankowym podczas ostatniego kryzysu). W wyniku tego postępowania błędne inwestycje nie stają się rentowne – zmienia się jedynie dystrybucja strat w systemie gospodarczym. Konieczna jest nadal restrukturyzacja borykających się z problemami przedsiębiorstw oraz realokacja czynników produkcji (co może oznaczać ich tymczasowe bezrobocie).

Warto także pamiętać, że każde działanie, w tym wydawanie publicznych pieniędzy, ma swoje koszty alternatywne. Jeśli np. rząd pożycza pieniądze, emitując obligacje, to zmniejsza tym samym pulę oszczędności pozostającą do dyspozycji prywatnych podmiotów, co podnosi koszty finansowania prywatnych przedsięwzięć. Zbieranie pieniędzy z podatków ogranicza z kolei środki pozostające do dyspozycji producentów, zmniejszając krańcowe przychody z

pracy czy inwestowania kapitału, co do tego rodzaju działań zniechęca. Zakupy dóbr i usług przez państwo wpływają na ceny czynników produkcji wykorzystywanych przez sektor prywatny. Jeśli Polska buduje dużo stadionów czy dróg, to tym samym podnosi płace robotników budowlanych czy ceny materiałów wykorzystywanych przy takich inwestycjach. Oznacza to, że podjęte zostanie mniej prywatnych przedsięwzięć związanych z tym sektorem (np. budowa mieszkań czy biurów). Jako że państwo nie stosuje kalkulacji ekonomicznej, to trudno odgadnąć, jaki jest rzeczywisty zwrot z inwestycji w drogi czy stadiony. Niedawny przykład Hiszpanii, która bardzo rozbudowała swoją infrastrukturę transportową, a obecnie przeżywa silny gospodarczy kryzys, wskazuje raczej, że z ilością państwowych inwestycji łatwo przesadzić.

Czasami podnosi się argument, że wydatki publiczne w niektórych sytuacjach i tak warto zwiększać, ponieważ istnieją niezatrudnione zasoby (np. ludzie nie mogą znaleźć pracy). Jako że sektor prywatny nie chce najwyraźniej kupić usług określonych czynników produkcji, to nie można mówić o konkurencji państwa z przedsiębiorcami o te usługi. Dlatego też ich zatrudnienie i ponowne włączenie w system podziału pracy przyniesie mnożnikowe efekty – nowo zatrudnieni zaczną przecież wydawać pieniądze na dobra i usługi, zwiększając przychody przedsiębiorców i zachęcając ich do rozszerzania działalności.

Takie podejście ma jednak kilka słabości. Trzeba bowiem pamiętać o tym, że czynniki produkcji nie są zatrudnione z konkretnych przyczyn – nikt nie chce zapłacić stawek za wynajem ich usług, jakich żądają właściciele. Mówiąc inaczej, przedsiębiorcy wyceniają produktywność tych czynników niżej niż ich posiadacze. Jeśli ktoś nie może wynająć swojej powierzchni biurowej, żądając określonej stawki za metr kwadratowy, to znaczy, że przedsiębiorcy nie widzą projektów, które byłyby zyskowe przy takiej cenie. Niewykluczone, że chętni na wynajem zgłosiliby się, gdyby ceny były niższe. Odmawiając obniżenia cen wynajmu, właściciele czynników produkcji *de facto* zatrudniają je do poszukiwania pracy – uznają, że jest to najlepsza dla nich alternatywa. Poważne rozbieżności pomiędzy wyceną przedsiębiorców a tą właścicieli są charakterystyczne dla czasów kryzysowych. Jak już pisaliśmy – kryzys oznacza, że gospodarka potrzebuje przemeblowania – czynniki produkcji były zbyt drogie w porównaniu do przychodów, jakie generowały. Wydatki rządowe tej sytuacji nie zmieniają – nie sprawiają, że stworzone zostaną rentowne projekty inwestycyjne – powstaną raczej projekty inwestycyjne, które nie mogły się utrzymać bez wsparcia

państwa. Tym samym raczej zwiększy się, a nie zmniejszy, poziom niedostosowań.

Są także ekonomiści, którzy twierdzą, że ekspansywna polityka fiskalna jest uzasadniona, jeśli miałyby zapobiec spadkom nominalnych wydatków pieniężnych. Jeśli bowiem mamy do czynienia z silną deflacją (np. na skutek drastycznego kurczenia się kredytu), to grozi nam popadnięcie w spiralę spadających cen i niespłaconego zadłużenia. Nawet przedsiębiorcy, którzy dalej mają licznych klientów, mogą mieć problem z obsługą zadłużenia, jeśli ich przychody nominalnie maleją. Oprócz zadłużenia mamy także przypadek długoterminowych kontraktów, gdzie zapisane ceny mogą nie uwzględniać nagłych spadków cen – to także prowadzi przedsiębiorców do bankructwa.

Na początek wypada zauważyć, że wypadki silnej deflacji praktycznie nie mają miejsca we współczesnej gospodarce. W większości państw istnieją państwowe gwarancje depozytów bankowych, które chronią banki przed runami klientów żądających wypłat depozytów, co mogłoby zmusić banki do wstrzymania akcji kredytowej i nagłej wyprzedaży aktywów, a nawet mogłoby skutkować ich bankructwami. Właśnie takie warunki byłyby potrzebne, by wspomniana sytuacja zaistniała. Nie wydaje się to prawdopodobne na dzień dzisiejszy. Nawet gdyby jednak takie warunki zaistniały, to i tak można wysunąć kilka kontrargumentów wobec zaprezentowanej analizy. Można zwrócić uwagę na to, że firmy i ich fizyczny kapitał nie przestają istnieć w wyniku bankructwa – są po prostu przejmowane przez wierzycieli. Mamy więc raczej do czynienia z procesem przechodzenia własności od osób, które nie przewidziały deflacji do osób, które lepiej spekulowały na temat przyszłej siły nabywczej – czyli najlepiej wypełniały funkcję przedsiębiorcy: przewidywania przyszłych stanów rynku.

Do tego państwowa interwencja mająca zwiększyć nominalne wydatki i przeciwdziałać zjawisku spadających cen może mieć dla gospodarki nie najlepsze konsekwencje. Silny spadek cen jest zwykle objawem nagłych zmian preferencji konsumentów i przedsiębiorców – jest typowy dla czasów kryzysu. Przedsiębiorcy przyjmują do wiadomości, że ich dotychczasowe szacunki okazały się błędne i ograniczają nierentowną produkcję, znacznie zmniejszając popyt na czynniki produkcji. Skutkuje to ogólnym spadkiem cen, zwłaszcza czynników produkcji i bywa nazywane wtórną deflacją. Wydaje się, że im spadek cen szybszy i co za tym idzie większe rozbieżności między cenami dóbr konsumpcyjnych i czynników produkcji, tym szybciej przedsiębiorcy zechcą ponownie inwestować.

Przedsiębiorcy mogą wątpić w swoje umiejętności podczas kryzysu – ich firmy są przecież w kiepskiej kondycji – potrzebują zatem silnych sygnałów do podjęcia nowych przedsięwzięć. Takim sygnałem są właśnie duże rozbieżności między cenami czynników produkcji a cenami dóbr konsumpcyjnych. Zwiększanie wydatków publicznych może zatrzymać proces spadku cen czynników produkcji i tym samym odłożyć w czasie decyzje przedsiębiorców o nowych inwestycjach.

Do powyższych uwag można jeszcze dodać kilka spostrzeżeń. Wydatki publiczne sprawiają, że czynniki produkcji i dobra konsumpcyjne są wyłączone ze sfery kalkulacji ekonomicznej. Tym samym nabywcy tych dóbr nie mają informacji zwrotnej w postaci zysków i strat o sensowności wykorzystania tych dóbr. Te braki wiedzy sprawiają, że użyteczność publicznych wydatków jest co najmniej wątpliwa. Ponadto, na co wskazują ekonomiści ze szkoły wyboru publicznego, politycy i urzędnicy mają do czynienia z zupełnie innym systemem bodźców niż przedsiębiorcy i prywatni konsumenci. Ich wynagrodzenie nie zależy od skuteczności zaspokajania potrzeb konsumentów, a raczej od umiejętnego wykorzystywania swojej pozycji do np. zdobycia głosów wyborców. Do tego w procesie politycznym uprzywilejowani wydają się ci, którzy uskuteczniają pogoń za rentą – liczą na zdobycie specjalnych, skoncentrowanych na niewielu podmiotach zysków, obarczając ich kosztami liczną rzeszę obywateli, którym często nie opłaca się nawet szukać informacji na ten temat ze względu na rozproszeni kosztów takiego przedsięwzięcia. Dlatego też często wątpliwe jest, aby z publicznych pieniędzy były finansowane projekty zwiększające dobrobyt.

Te wszystkie rozważania skłaniają do konkluzji, że ewentualne ograniczenia nałożone na politykę fiskalną w Polsce, wcale nie muszą być dla naszej gospodarki szkodliwe, trudno zaliczać je zatem do kosztów integracji ze strefą euro.

2. Argumenty zwolenników integracji ze strefą euro

Wiele z argumentów przytaczanych w raportach na temat przystąpienia Polski do strefy euro – wśród nich wyróżniają się te Narodowego Banku Polskiego, demoesEUROPY i Forum Obywatelskiego Rozwoju – za przystąpieniem do unii monetarnej są bezspornymi; wśród ekonomistów ze świecą szukać braku konsensusu co do pozytywnego wpływu na handel eliminacji kosztów transakcyjnych i ryzyka kursowego, ułatwienia przedsiębiorcom prowadzenia działalności handlowej między krajami unii i choćby zmniejszenia się kosztów administrowania odrębnymi walutami (poza kwestiami księgowymi to koszty zarządzania ryzykiem kursowym czy konieczności gromadzenia sald gotówkowych w wielu walutach). Wspólny pieniądź niewątpliwie przyczynia się do rozwoju gospodarczego, choć oczywiście nie stanowi panaceum.

Trzeba jednakowoż pamiętać o dwóch istotnych dla dyskusji o przystąpieniu do strefy euro kwestiach. Po pierwsze, jest ona tylko jedną z wielu możliwych postaci unii monetarnej. To konkretne rozwiązanie ma swoją specyficzną strukturę, obarczoną konkretnymi rozstrzygnięciami instytucjonalnymi i prawnymi, których koszty mogą teoretycznie być bardziej znaczące niż zapewniane dzięki niej korzyści. Po drugie, część argumentów jest być może zasadna, lecz pozostaje w co najwyżej luźnym związku z tematem debaty, bo unii monetarnej *per se* nie dotyczy.

2.1. Eliminacja kosztów transakcyjnych

Spośród bezpośrednich skutków przyjęcia euro warto wymienić eliminację kosztów transakcyjnych. Jest to argument niezaprzeczalny, choć w literaturze ekonomicznej nie brakuje głosów podnoszących kwestię względnie niskiego wpływu tego efektu na handel międzynarodowy (Eichengreen 1993). Owszem, koszty konwersji są względnie wysokie dla choćby turystów, wynosząc ok. 2,5% wartości wymienianych walut, lecz już wydatki przy większych transakcjach (powyżej 5 milionów dolarów) spadają nawet do 0,05%. Średnia wartość tego składnika kosztów dla przedsiębiorstw i konsumentów ze Wspólnoty Europejskiej w badanym okresie wynosiła jedynie 0,4% PKB.

Inny niezaprzeczalny koszt walut narodowych stanowi premia za ryzyko kursowe obecna w wymianach handlowych. Lecz wielkość jej wpływu także pozostaje dyskusyjna (Broda i Romalis, 2003), szczególnie wzięwszy pod uwagę możliwość zabezpieczania większych transakcji za pomocą hedgingu. W

przypadku większych gospodarek wpływ kosztów transakcyjnych i ryzyka kursowego jest niewielki (Huchet-Bourdon i Korinek 2011), choć dla mniejszych, takich jak Polska, może być znaczący. Decydująca o skali tego wpływu wydaje się być względna siła gospodarki, która wynika w znacznej mierze z przejrzystości reguł własnościowych, swobody prowadzenia działalności gospodarczej i niskich obciążeń (fiskalnych oraz regulacyjnych) dla przedsiębiorców.

W przypadku dobrze pod tym względem przygotowanej Słowenii przyjęcie euro oznaczało wyraźny wzrost eksportu do krajów eurozony i prawie niezauważalny wzrost importu poprzedzony bardzo wyraźnym sześcioprocentowym spadkiem na skutek wprowadzenia podatku VAT (Aristovnik i Meze 2010). Zgodnie z badaniami empirycznymi przeciętnie handel krajów strefy wynikający z przyjęcia wspólnej waluty wzrósł o ok. 10-15%. Trudno jednak jednoznacznie stwierdzić, na ile jest to wynik samego usunięcia walut narodowych, a na ile adopcji regulacji uwalniających wspólnotowy rynek (wzrostu swobody obrotu towarowego, migracji pracowników etc.), gdyż oba czynniki są ze sobą skorelowane – przyjęcie do strefy euro implikuje wszak spadek prawdopodobieństwa ewentualnego rozluźnienia zobowiązań wynikających z obecności we Wspólnocie Europejskiej. Innymi słowy, przedsiębiorcy mają powody, aby oczekiwać np. przetrwania układu z Schengen pomiędzy członkami unii monetarnej, co już nie jest aż tak prawdopodobne w przypadku państw nieznajdujących się w tym gronie.

Trzeba tu zauważyć, że przyjęcie jakiegokolwiek wspólnej waluty – w każdej formie – pociąga za sobą ten sam skutek likwidacji kosztów transakcyjnych wynikających z przewalutowań. Gdyby kierować się tylko tym motywem, wystarczyłoby więc jednostronne przyjęcie euro, tj. euroizacja. W takim przypadku wprowadzenie naszego kraju zrezygnowałoby z wpływu na politykę monetarną, lecz dla większości zwolenników przyjęcia euro nie powinien to być żaden problem, skoro jednym z argumentów na rzecz strefy jest importowanie zaufania do prowadzonej przez EBC polityki pieniężnej. Dalej, skoro politycy polegają na władzach monetarnych z EBC tak dalece, że chcą złożyć na ich ręce suwerenność pieniądza krajowego (rozumianą jako kontrolę polityczną tych urzędników nad walutą), to *eo ipso względnie* mniej wiarygodni muszą być przedstawiciele lokalnego banku centralnego. Z punktu widzenia zwolenników zrzeczenia się tak rozumianej suwerenności pieniężnej wprowadzanie tych

samych przedstawicieli do władz EBC powinno być zatem niepożądane. Jeśli kłopot leży nie w ludziach, a w rozwiązaniach systemowych, to wówczas mogłoby wystarczyć skopiowanie tych ostatnich. Jeśli natomiast problem wynika z rozmiarów systemu (a właściwie rozproszenia mocy decyzyjnej na przedstawicieli państw członkowskich), to wtedy tym bardziej głos jednego tylko kraju nie ma takiego znaczenia.

Rezygnacja z bezpośredniego wpływu na działania strefy euro oznaczałaby też zrzeczenie się przywileju politycznego, który stał się zmorą gospodarek Europy: możliwości dyskrecjonalnego wspierania instytucji finansowych, które wpadły w tarapaty. Gospodarki obudowane gwarancjami finansowymi – czy raczej osłonami politycznymi – dla silniejszych firm „zbyt dużych, aby upaść” są szczególnie wrażliwe na pokusę nadużycia możliwości *bailoutu*. Krajowi wielkości Polski, pozostającemu formalnie poza strefą euro, praktycznie nie grozi wejście na rynek graczy skłonnych podejmować się najryzykowniejszych przedsięwzięć i dyskontujących to ryzyko o możliwość uzyskania wsparcia politycznego w razie niepowodzenia. Mniejszego państwa zwyczajnie nie stać na to, aby paść ofiarą ekonomicznego szantażu takich firm. Oczywiście celem każdego narodu powinno być bogacenie się, więc w dalszej perspektywie takie firmy mogą się pojawić. Jeśli jednak rozwój gospodarczy nie będzie podejmowany na kredyt, lecz skutkiem zmniejszenia skali fiskalnego i regulacyjnego ucisku przedsiębiorców oraz spadku rozmiarów państwa, to samo ograniczenie obecności administracji publicznej w gospodarce stanie się gwarantem skurczenia się potencjału wsparcia politycznego.

Możliwością zmniejszenia znaczenia kosztów transakcyjnych niewymagającą wstępowania do strefy euro – a ze wszech miar korzystną, a która powinna być ze względów oczywistych priorytetem dla wszystkich rządów – jest zasugerowane wyżej (także w raporcie NBP) wzmocnienie polskiej gospodarki poprzez konsekwentną realizację reform uwalniających rynek. Koszty transakcyjne tracą znaczenie dla handlu choćby przez wzgląd na obecność bezpieczniejszych i tańszych dzięki efektom skali instrumentów ochrony przed ryzykiem walutowym. Taka sprawniejsza gospodarka mogłaby wolać swoich uczestników nadal przystąpić do strefy euro, gdyby było to korzystne, choć jej przedstawiciele przy stole negocjacyjnym startowaliby już z silniejszej pozycji.

2.2. Rozwój wymiany handlowej

Choć przeprowadzane jeszcze w ubiegłym wieku wczesne badania ekonometryczne wskazywały, że wejście do unii monetarnej (niekoniecznie euro) wiązać się może nawet z potrojeniem wolumenu wymiany handlowej, to jednak bardziej realistyczne estymacje plasują ten wynik na poziomie zdecydowanie niższym, bo kilkunastoprocentowym (Aristovnik i Meze 2010). Unia monetarna bez żadnych wątpliwości jest sama w sobie korzystna dla gospodarek w niej uczestniczących, co nie wyklucza zastosowania innych nie mniej znaczących instrumentów, przykładowo (nawet jednostronnego) zniesienia granic i ceł. Należy tu jednak podkreślić, że strefa euro nie jest czystą unią monetarną, lecz strukturą będącą tylko jednym z elementów bardzo rozbudowanej instytucji Unii Europejskiej. Choć więc wszystkie argumenty za unią monetarną mają tu zastosowanie, to jednak w ocenie strefy euro jako całości nie należy zapominać o innych konsekwencjach przystąpienia do niej.

Jednym z argumentów za akcesją właśnie do strefy euro jest możliwość przyływu bezpośrednich inwestycji zagranicznych z UE spowodowany łatwością obrotu (któremu trudno zaprzeczać) i wzrostem zaufania inwestorów do gospodarki spełniającej względnie rygorystyczne kryteria przynależności. Lecz skoro to ich spełnienie decyduje o uznaniu gospodarki za godną zaufania, a nie samo przystąpienie do strefy euro, to nie jest to argument za akcesją. Nieprzypadkowo przedstawiciele agencji ratingowej Fitch jeszcze w 2009 roku twierdzili, iż są gotowi podnieść ocenę Polski o dwa punkty, o ile nasz kraj przeprowadzi reformy gospodarcze i przystąpi do strefy. W przypadku spełnienia tylko jednego *dowolnego* z tych dwóch warunków uznawali, że mogą podnieść ocenę o jeden punkt. Nic dziwnego – obydwie ewentualności w ocenie analityków agencji wiązałyby się z wyrzeczeniami trudnymi dla polityków – pozbawieniem się części władzy – i korzystnymi dla gospodarki³.

³ To stwierdzenie jest pewnym uproszczeniem. Choć postawienie tamy wzrostowi długu i deficytów publicznych jest bez wątpliwości korzystne, to już konieczność podtrzymywania kursu walutowego czy poziomu inflacji za pomocą państwowych interwencji w miejsce rozwiązań bardziej rynkowych może budzić wątpliwości. Pojawiają się coraz częściej wśród ekonomistów głosy, że wobec państwowego monopolu prowadzenia polityki monetarnej za pomocą banku centralnego istnieją alternatywy rynkowe, jak choćby wyłączenie praw legalnego środka płatniczego i demonopolizacja instytucji emitenta pieniądza. W ostatnich latach nawet niektórzy ekonomiści głównego nurtu napomykają

Kryteria konwergencji muszą zostać spełnione wolą polityków kontrolujących kraj. Skoro tak, to prawdziwa jest tylko jedna z następujących opcji:

- a) Chęć spełnienia kryteriów konwergencji jest dla nich niezależna od przyjęcia euro.
- b) Pozbawieni motywacji w postaci korzyści z uczestnictwa w strefie euro nie chcieliby spełnić kryteriów konwergencji (i innych ograniczeń w prowadzeniu przez siebie polityki, w tym ograniczenia przynajmniej pośredniej kontroli nad polityką pieniężną banku centralnego).

W pierwszym przypadku argument o prowadzeniu zdrowej polityki monetarnej nie ma związku z przystąpieniem do strefy euro. Przestaje to zatem być argument za przyjęciem euro, a zaufanie inwestorów Polska może zdobyć (poza reformami) np. wpisując kryteria konwergencji do konstytucji.

W drugim przypadku można domniemywać, że politycy czy urzędnicy działający racjonalnie, tj. działający we własnym interesie, mają cel inny niż tylko kosztowne dla nich zrzeczenie się części władzy. W procesie negocjacji mogliby w zamian za określone przywileje uzyskać inne. W takim wypadku uzasadnionym wydaje się przypuszczenie, że *summa summarum* urzędnicy lub politycy nie tylko utrzymają swój wpływ na rzeczywistość polityczną, ale nawet ją poszerzą, przechodząc na inne pola działalności. Dobrym przykładem na poparcie tej tezy jest choćby gwałtowny wzrost liczby urzędników i drastyczne powiększenie budżetów administracji publicznej (wraz z defycytami) w ostatnich latach. Ową eksplozję wydatków publicznych w znacznej mierze zasilają środki unijne uzyskane w drodze negocjacji przy stołach polityków debatujących w Brukseli. Choć niektórzy ekonomiści twierdzą, że wydatki te pobudzają wzrost gospodarczy, to brak tu wyraźnego konsensusu, a wielu teoretyków twierdzi wręcz, iż przynajmniej część publicznych wydatków zaliczyć należałoby raczej do sfery konsumpcji kapitału niż do inwestycji. Wydane w ostatnich latach raporty na temat marnotrawstwa środków unijnych, by nie wspominać o tak oczywistych kwestiach jak piramidalny wzrost zadłużenia Polski i zaprzepaszczenie wszelkich szans na wyjście z klinczu długu emerytalnego, stanowią znaczące poparcie dla tej ostatniej tezy.

nieśmiało o możliwości likwidacji centralnych instytucji prowadzenia polityki pieniężnej, na czele z polityką stóp procentowych.

Kolejnym padającym nierzadko argumentem za wprowadzeniem euro jest wzrost przejrzystości cenowej, mającej skutkować zwiększeniem wymiany handlowej. Nietrudno jednak zrozumieć, że o wiele większe znaczenie dla przedsiębiorców mają kwestie kultury, lokalizacji i regulacji czy problemy ograniczeń celnych lub kwotowych w handlu. Skutki rzekomego braku przejrzystości trudno skwantyfikować i oddzielić od wymienionych czynników różnicujących ceny. Ten aspekt wydaje się mieć znaczenie wyłącznie dla wymiany detalicznej pomiędzy odległymi (geograficznie czy z innych względów) lokacjami, gdzie koszt samego procesu porównywania cen (nawet wyrażonych w jednej walucie) może łatwo przekroczyć potencjalne zyski z arbitrażu cenowego. Natomiast biznesmeni biorący się za większe przedsięwzięcia z łatwością poradzą sobie z tak trywialnym problemem, jakim jest przemnożenie cen przez kurs waluty.

Innym problemem pozostaje zmienność kursu i wynikająca z tego trudność w ocenie przyszłych wyników finansowych uzyskiwanych z inwestycji międzynarodowych. Autorzy raportu FOR uznają, że szczególnie groźne są „koszty dostosowawcze, ponoszone przez przedsiębiorstwa w wyniku utrzymywania się długotrwałych odchylenia kursu walutowego od wartości oczekiwanej przez nie w momencie podejmowania decyzji inwestycyjnych” (raport FOR 2008, s. 15).

Jednak długotrwałe odchylenia kursu od wartości oczekiwanej nie pojawiają się same z siebie, lecz są wynikiem określonych procesów ekonomicznych, takich jak inflacjonistyczna polityka monetarna czy długookresowe zmiany w sytuacji gospodarczej (wywołujące zmiany relacji cen).

Co do pierwszej sytuacji, to za takie zmiany odpowiada sam bank centralny (jako przyczyna lub, wedle części teorii, czynnik stabilizujący inflację), zatem ewentualna walka z takimi wahaniami sprowadzałaby się do prowadzenia przezeń odpowiedniej polityki pieniężnej: zależnie od teorii ekonomicznej od rezygnacji z prób interwencji, poprzez powstrzymanie się od kreacji kredytu i trzymanie się konserwatywnej polityki stóp procentowych, do usiłowań sterowania ręcznym rynkiem za pomocą interwencji monetarnych. W ostatnim przypadku nie usuwa to niestety poważniejszego problemu, jakim jest fakt, że przedsiębiorcy w swoich inwestycjach kierują się głównie nie przeciętnym poziomem cen, lecz relacjami cen pomiędzy sektorami i gospodarkami.

W przypadku drugiej sytuacji mamy do czynienia z błędem przedsiębiorcy w ocenie przyszłych warunków w konkretnych sektorach gospodarki. Według części ekonomistów do zadań państwa w takich przypadkach należy takie stabilizowanie wzajemnych relacji cen, aby przedsięwzięcia względnie nieefektywne wyciągać z tarapatów i sztucznie pompować ich rentowność. Inni teoretycy uznają jednak, że takie interweniowanie w normalny bieg ewolucji rynku utrudnia powstanie nowych, efektywniejszych przedsięwzięć, które mogłyby zastąpić stare i mniej wydajne. Również i w tym przypadku przeciętny poziom cen jest wskaźnikiem o cokolwiek iluzorycznej mocy.

2.3. Obniżenie stóp procentowych i napływ inwestycji

Zwolennicy przystąpienia do unii walutowej powołują się na argument o premii za ryzyko kursowe doliczanej przez zagranicznych inwestorów do stóp procentowych państwa posiadającego walutę narodową. Innymi słowy, w ocenie zyskowności przedsięwzięć w danym kraju ryzyko zmian kursu może być istotną składową. Jak wspomnieliśmy wyżej, w celu eliminacji tego rodzaju ryzyka można skorzystać z zabezpieczeń instrumentami finansowymi. W przypadku większych przedsięwzięć koszty takiego zabezpieczenia będą znikome, więc aby zmniejszyć znaczenie tej premii, poza możliwością przyjęcia waluty wykorzystywanej przez inwestorów, można byłoby skorzystać z instrumentów prawnych ułatwiających im operowanie na krajowym rynku. Służyć temu mogłyby stabilniejsze gwarancje ochrony prywatnej własności, zniesienie nadmiaru regulacji i *last, but not least*, zmniejszenie fiskalizmu i „podatku” inflacyjnego.

Zauważmy, że także euroizacja byłaby względnie prostą metodą pozbycia się premii za ryzyko kursowe. Należy też wskazać, że jedną z metod likwidacji tego kosztu mogłoby być zdaniem niektórych analityków umożliwienie rynkowi dokonania przez samych przedsiębiorców standaryzacji waluty poprzez likwidację praw legalnego środka płatniczego utrzymujących na terytorium kraju monopol złotówki. Gdyby zysk ze zniesienia waluty narodowej przekraczał koszty zmiany standardu pieniężnego przez rynek, to jego uczestnicy bez wątplenia na taką zmianę by się zdecydowali, co byłoby tym łatwiejsze, im większa swoboda wymiany handlowej byłaby na nim obecna.

Obecny w dyskusji o akcesji jest również argument o eliminacji zagrożenia kryzysem walutowym. Warto przypomnieć, że kryzysy walutowe

pojawiają się wyłącznie wtedy, gdy bank centralny będący emitentem waluty stara się z wykorzystaniem rezerw walutowych bronić pewnego założonego poziomu kursu. Zagrożenie to pojawia się przejściowo w związku z kryteriami konwergencji (konieczność utrzymania złotówki w wąskim przedziale kursowym względem euro), lub trwale w przypadku prób utrzymywania bilansu handlu i zazwyczaj wtedy, gdy mniejsza gospodarka pragnie „wspomóc” zagranicznych inwestorów czy lokalnych eksporterów.

Wspólna waluta rzeczywiście może skutecznie chronić przed mniejszymi spekulacjami uderzającymi w rezerwy walutowe. Jednak wtedy, gdy władze monetarne starają się za wszelką cenę utrzymać pewien arbitralny poziom kursu wbrew sytuacji rynkowej eksporterów i importerów, oraz na przekór realnej wartości chronionej rezerwy, kryzys w długim terminie jest nieuchronny (Obstfeld i Rogoff 1995), nawet dla większych i bardziej odpornych na wstrząsy organizmów pieniężnych. Usztywnianie kursu jest w gruncie rzeczy ekwiwalentem próby długoterminowego wprowadzenia ceny minimalnej bądź maksymalnej na „chroniony” zasób rezerwy. Zgodnie z powszechnie przyjmowaną teorią ekonomii, dla każdego dobra, w przypadku którego występuje znaczny dysparytet wartości realnej i nominalnej, generowane są formy obchodzenia narzuconej gospodarce interwencji, skutkujące powstawaniem mafii, czarnych i szarych rynków i innych uznawanych zwykle za niepożądane form. Co być może ważniejsze, ta interwencja państwa skutkuje przewlekłym utrzymywaniem się w gospodarce przedsięwzięć nieefektywnych kosztem tych potencjalnie skuteczniejszych ekonomicznie.

2.4. Inne korzyści – integracja ze strefą euro wymusi reformy

Bardzo częstym argumentem zwolenników wejścia do strefy euro jest wymuszenie na lokalnych politykach (i społeczeństwie) reform, których w scenariuszu alternatywnym by nie podjęto. Z tym twierdzeniem wiąże się kilka podstawowych problemów.

Po pierwsze, decyzję o przystąpieniu do strefy euro podejmują ci sami politycy, którzy mają być własną decyzją zmuszeni do przeprowadzenia wspomnianych reform – ta kwestia była już rozważana wyżej.

Po drugie, pakiet reform, które Polska musi przyjąć w związku z akcesją, jest niezwykle złożony i ogarnia szereg zagadnień życia gospodarczego. Nie da się nie zauważyć, że obok rozwiązań pozytywnych – jak otwarcie granic czy

ułatwienie przepływów kapitałowych – harmonizacja prawodawstwa Polski z unijnym oznacza wprowadzenie rozwiązań wręcz szkodliwych. Warto wymienić w tym kontekście przykłady kwot produkcyjnych, rygorystycznych regulacji dotyczących hodowli, produkcji żywności czy ograniczeń wynikających z polityki ochrony środowiska, takich jak ograniczenia emisji CO₂, które są niezwykle kosztowne dla względnie słabo rozwiniętego i w dużym stopniu uzależnionego od węgla kraju. Tak głęboka ingerencja w swobodę działalności gospodarczej jest znaczącą przeszkodą dla potencjału rozwoju gospodarczego Polski. Tymczasem wielu ekonomistów uważa, że praktyczne problemy ochrony środowiska można byłoby rozwiązać skuteczniej i efektywniej w ramach lepiej zdefiniowanych i chronionych przez zreformowane sądy praw własności. Niestety, jeśli chodzi o łatwość gospodarowania, Polska pozostaje na peryferiach cywilizowanego świata.

Poważnym mankamentem wejścia do strefy euro jest też zagrożenie losem Grecji, Portugalii, Hiszpanii, Francji, Włoch i innych państw, u których dyscyplina budżetowa eufemistycznie mówiąc szwankuje. Jak pokazały niedawne wydarzenia, na czele ze zniesieniem ustawowego progu relacji długu publicznego do PKB, także polscy politycy są zarażeni wirusem nonszalancji wobec kwestii zadłużania obecnych i przyszłych pokoleń podatników. Natomiast politycy Unii Europejskiej, jak pokazują doświadczenia ostatnich lat, dbają raczej o unijny projekt polityczny niż powodzenie gospodarcze swoich krajów, stąd skłonni są raczej do tymczasowego zasypywania problemów strumieniami łatwych pieniędzy z EBC. Wykupując niewiarygodne obligacje rządów lub dokonując pośredniego *bailoutu* banków znajdujących się w kłopotach, nie pozwalają na ich bolesną, lecz krótkotrwałą i potrzebną z ekonomicznego punktu widzenia porażkę.

Po trzecie wreszcie, zakładając, że owe reformy są pożądane w tej postaci, jaką widzimy, to wejście do strefy euro samo w sobie nie jest konieczne do ich przyjęcia. Wystarczy – jak od lat czynią kolejne rządy w Polsce – pozostawać poza strefą i pragmatycznie, choć prawdopodobnie niezbyt elegancko, odkładać akcesję *ad Kalendas Graecas*, spokojnie harmonizując prawodawstwo Polski z tym unijnym. Termin akcesji nie został dotąd ustalony i – patrząc na tę sprawę cynicznie – ustalony być nie musi, pozostając co najwyżej obietnicą, z której politycy mogą korzystać w trakcie negocjacji.

3. Spory o euro wewnątrz austriackiej szkoły ekonomii

3.1. Obrona euro według Jesusa Huerty de Soto

W obronie strefy euro padają też głosy spoza głównego nurtu, jak ten należący do ekonomisty afiliującego się przy austriackiej szkole ekonomii, Jesús Huerta de Soto. W swoim artykule *Austriacka obrona euro* podaje on liczne argumenty na poparcie tezy o przewadze wspólnej waluty euro wprowadzonej poprzez Unię Gospodarczą i Walutową (UGW) nad systemem wielu walut krajowych, który, w jasny sposób nawiązując do artykułu Friedricha Augusta von Hayeka pod tytułem *Monetary Nationalism and International Stability*, nazywa „nacionalizmem monetarnym”.

Huerta de Soto ledwie półgębkiem wspomina o tych korzyściach, które ekonomiści głównego nurtu wymieniliby na samym czele: likwidacji kosztów transakcyjnych i eliminacji ryzyka kursowego. Zamiast tego hiszpański ekonomista kładzie główny nacisk na te cechy wspólnej waluty istniejącej w ramach UGW, które zbliżają ją do standardu złota, uznawanego przez niego za system monetarny najdoskonalszy z dotychczasowych.

Kluczowym punktem analizy autora *Pieniądza, kredytu bankowego i cykli koniunkturalnych*, obranym tu za punkt wyjścia, jest przyjęcie obserwacji, której miał dokonać już Hayek i Ludwig von Mises, o nierozzerwalnym związku między historycznym standardem złota a sztywnymi kursami wymiany. W tej wizji sztywne kursy wymiany mają wzmacniać standard złota, ponieważ, zgodnie z tym argumentem, gdy na skutek druku papierowego pieniądza złamany zostanie parytet pomiędzy wartością posiadanej przez bank centralny czy państwo złotej bazy monetarnej a podażą banknotów w cyrkulacji, niechybnie pojawia się efekt drenażu rezerw złota w państwie prowadzącym inflacjonistyczną politykę. Jedynym ratunkiem przed bankructwem jest w takiej sytuacji powrót do parytetu (poprzez deflację podaży papierowych pieniędzy w obiegu lub zwiększenie ilości złota w skarbcu). Błędy polityki pieniężnej ujawniają się bardzo szybko, co stanowi potężny bodziec do ich naprawy. Jesús Huerta de Soto zdaje się tu traktować sztywny kurs walutowy czysto instrumentalnie – nie jako implikację stosowania standardu złota przez uczestników rynku, ale wręcz jako odrębne narzędzie służące do ujawniania przez rynek inflacjonistycznej polityki rządów. Co więcej, popełnia przy tym karygodny błąd, odrywając aspekt sztywności kursowej od standardu złota, gdy używa jej do wsparcia euro, będącego zupełnie innym i funkcjonującym na innych zasadach standardem monetarnym.

Wyjaśnijmy: w ramach standardu złota papierowy „pieniądz” jest li tylko kwitem magazynowym, umożliwiającym odbiór prawdziwego pieniądza – pieniądza towarowego – jakim jest złoto. Jeśli więc np. dolara zdefiniujemy jako jedną dwudziestą uncji złota, a funta jako jedną czwartą uncji, to tym samym implikujemy sztywny kurs wymiany dolara na funta na poziomie 1:5. Ten stosunek kursowy nie jest skutkiem np. uprzedniego (choćby traktatowego) porozumienia władz co do wymian kursowych, lecz po prostu zwykłą tautologią: jedną uncję złota wymienia się na jedną uncję złota. Kurs wymiany banknotów jest jedynie pochodną tego „kursu” pieniądza towarowego – złota. Gdy jednak władze monetarne lub komercyjne banki kraju A zaczną podrabiać owe kwity magazynowe na odbiór złota, spowodują powstanie dysparytetu między rynkową wartością pieniądza papierowego a rezerwami złota. Skoro papier na rynku będzie wart mniej niż złoto, które stanowi jego bazę monetarną, sprawi to, że będzie chętnie wymieniany na owo złoto. Co więcej, ze względu na krajowe efekty inflacyjne, obywatele kraju A zechcą się pozbywać banknotów w wymianach międzynarodowych, uzyskując względnie taniej towary zagraniczne. Spowoduje to powstanie negatywnego bilansu płatniczego w kraju A, a w ramach normalnego funkcjonowania instytucji clearingowych innych krajów, w tym B, doprowadzi to do drenażu rezerw pieniądza towarowego, tj. złota, z kraju A. To nieodmiennie doprowadzi do kryzysu walutowego, z którego kraj A będzie mógł wyjść tylko dwiema metodami: (1) poprzez przywrócenie starego parytetu podaży papierowej waluty do złota za pomocą sterylizacji nadmiernej podaży pieniądza (np. przez fizyczne zniszczenie posiadanych przez władze monetarne rezerw pieniądza gotówkowego) i/lub zgromadzenia odpowiednich do powiększonej podaży pieniądza papierowego rezerw złota (choćby przez przykręcenie obywatelom śruby fiskalnej), lub (2) dewaluację papierowego pieniądza, czyli *ipso facto* zmianę kursu walutowego i jednorazową ekspropriację właścicieli złota.

Huerta de Soto ma rację o tyle, o ile cytowanie przez niego słowa Hayeka i Misesa osadzone są w kontekście standardu złota. Deflacja to tutaj konieczne i bardzo bolesne dostosowanie, za które musi zapłacić rząd; dewaluacja to wywłaszczenie obywateli, przymusowa nacjonalizacja, obciążająca całą gospodarkę. Sztywne kursy są więc wyłącznie skutkiem funkcjonowania standardu złota, opartego na prawach własności obywateli do złota, czyli do składników bazy monetarnej. W tym systemie wprowadzenie przez rządy

płynnych kursów jednoznacznie wiąże się z uznaniem owego prawa własności za niebyłe, ze wszystkimi tego konsekwencjami ekonomicznymi, na czele z faktycznym usankcjonowaniem inflacjonistycznej polityki władz monetarnych. Zamiast wymiany jeden do jednego (uncja złota w kraju A za uncję złota w kraju B) mamy uznaniowe wielkości wymian, zależne od bieżącej skali druku pieniądza bez pokrycia w złocie, skutkującej destabilizacją bilansu płatniczego, efektami redystrybucyjnymi czy zaburzeniami funkcji cen. Przeciwno temu ekonomiści w tych czasach musieli ostro protestować.

Zgodnie z klasyczną (Mises-Hayek) wersją austriackiej teorii cyklu koniunkturalnego kryzysy ekonomiczne takie jak Wielki Kryzys, Wielka Recesja czy Kryzys w Strefie Euro powodowane są – w wielkim skrócie – przez inflacjonizm państwa prowadzący do powstania błędnych, niemożliwych do rynkowego utrzymania inwestycji. Istnienie inflacjonistycznej pokusy jest tylko w drobnym stopniu zależne od modelu kursowego – w tym sensie, że prawdopodobnie nieco łatwiej jest politykom ukryć prowadzoną przez długi okres inflacjonistyczną politykę monetarną w ramach płynnych kursów, niż w ramach sztywnych kursów. Nie jest to jednak w żadnym razie warunek konieczny czy wystarczający, a z pewnością nie najważniejszy. Tym samym trudno uznać go za jakąś ekonomiczną konieczność; ma on raczej charakter spekulatywny, bazujący na trudnych do precyzyjnego oszacowania założeniach pragmatyki politycznej. Stanowi przy tym jedynie rozszerzenie praktyki dewaluacji, choć zamiast punktowej, przybiera formę dostosowania ciągłego, a stąd mniej zauważalnego, może być więc zastąpiony przez szereg drobnych dewaluacji, węża walutowego czy kurs sztywny wspomagany operacjami otwartego rynku i kreacją kredytu lub drukiem (co oczywiście prowadzi do inflacji cen, o ile nie jest skutecznie kontrowane przez politykę stóp procentowych banku centralnego i rozmaite rozwiązania kartelowe, opierające się na międzynarodowej współpracy z innymi państwami prowadzącymi politykę inflacjonizmu). Można też poddać go krytyce w duchu obiekcji Gary’ego Northa (North 2012, June 27), zgodnie z którą zasadniczo płynne kursy są rynkową alternatywą dla kursów sztywnych, identyfikowanych jako odgórna centralistyczna regulacja stosunków cenowych w gospodarce (więc, wprowadzając możliwość rynkowej korekty do systemu, pozwalają uczestnikom rynku przynajmniej częściowo skompensować skutki inflacjonistycznego wyłączenia prowadzonego przez rząd).

Z tych powodów obrona sztywnych kursów walut autorstwa Misesa i Hayeka powinna być rozumiana jako argumentacja za utrzymaniem standardu złota – a i to, trzeba pamiętać, w warunkach domniemania państwowego monopolu bicia monety⁴.

Z tych samych przyczyn trudno jest zgodzić się z domniemaniem Huerty de Soto, że euro jest pieniądzem ponadnarodowym w rozumieniu Hayekowskim. Hayek jasno wyróżniał nacjonalizm monetarny jako odejście od rynkowego standardu złota, tj. standardu homogenicznego pieniądza towarowego, podlegającego obrotowi przez jego prywatnych posiadaczy na równych prawach we wszystkich krajach (Hayek 2008, s. 339-340 i 343), na rzecz walut przejętych (w tym rozumieniu dosłownie znacjonalizowanych) i produkowanych przez poszczególne państwa. Zacytujmy autora *Monetary Nationalism and International Stability* (*Ibidem*, s. 331-422, cytata na s. 339, tłumaczenie własne):

*Nacjonalizm monetarny rozumiem jako doktrynę stanowiącą, że nie powinno się pozwolić, aby udział waluty danego kraju w światowej podaży pieniądza był determinowany za pomocą tych samych mechanizmów, które określają względny wolumen pieniądza w poszczególnych regionach tegoż kraju.*⁵

Hayek w rzeczy samej wskazywał niebezpieczeństwa wynikające z rozbicia dotychczasowego ponadnarodowego pieniądza na odrębne systemy walut narodowych (*Ibidem*, s. 403-404), takie jak groźba konkurencyjnej deprecjacji walut czy nawrót polityki merkantylizmu. Odsuwając te niewątpliwie ważne kwestie na bok, napotkamy na inny kłopot. Otóż, po pierwsze, według samego Hayeka dotychczasowy standard złota w praktyce nie spełniał tej

⁴ Alternatywna koncepcja konkurencji wielu prywatnych walut jako taka, praktycznie rzecz biorąc, nie funkcjonowała w powszechnej świadomości ekonomistów tego okresu. Standard złota wydawał się więc jedynym rozwiązaniem pozwalającym pogodzić państwowy monopol na bicia monety z prawem obywateli do posiadania pieniądza towarowego.

⁵ Hayek pisze dalej (*Ibidem*, s. 339-340, tłumaczenie własne): „W prawdziwie międzynarodowym systemie pieniężnym cały świat posiadałby jednorodną walutę, taką samą we wszystkich krajach, i której przepływ pomiędzy regionami pozostałby rezultatem indywidualnych działań każdego z ludzi”.

definicji (*Ibidem*, s. 340), oraz, po drugie, musimy przyznać, że nie spełnia jej euro.

Pierwsze spostrzeżenie wynika z tego, że praktycznie wszystkie kraje drukowały papierowe pieniądze bez pokrycia w kruszcu, jednocześnie starając się utrzymać iluzję stabilności waluty przez próby podtrzymywania kursów walutowych odgórnym nakazem ich sztywności wbrew sytuacji rynkowej, a potem szeregu interwencji w rynek. Drugie jest jedynie obserwacją faktu: relacje w podaży pieniądza pomiędzy krajami strefy euro są ściśle kontrolowane przez Krajowe Banki Centralne (KBC) w porozumieniu z Europejskim Bankiem Centralnym (EBC). To nie rynek ustala podaż pieniądza w poszczególnych krajach, lecz koordynujące swą politykę z EBC KBC. Celem jest utrzymanie stabilnych relacji cenowych pomiędzy krajami strefy, a tym samym głęboka ingerencja w relacje cenowe pomiędzy regionami. Nijak się to ma do wizji Hayeka.

Co więcej, nie likwiduje to głównego problemu strefy euro, jakim pozostaje dla zwolenników szkoły austriackiej prawo monopolistycznej kontroli pieniądza i jego podaży, egzekwowane przez Europejski System Banków Centralnych (ESBC), a pozwalające na prowadzenie działań inflacyjnych – czy to przez bezpośredni druk pieniądza, czy to rozkręcanie akcji kredytowej z korzyścią dla władzy politycznej.

Jeśli natomiast chodzi o podejmowany przez Huertę de Soto argument o reformatorskich tendencjach czy bodźcach ukonstytuowanych *via* UGW, to jest to argument nie tyle teoretyczny, tj. dotyczący wszystkich konstrukcji w rodzaju strefy euro w ogólności, lecz argument historyczny, mający swoje źródło wyłącznie w konkretnych uwarunkowaniach związanych z narodzinami tego projektu politycznego, co zresztą w znakomity i zajmujący sposób opisuje Philipp Bagus w swojej *Tragedii euro* (Bagus 2011, s. 39-51). Nie jest zatem jasne, czy euro w tym konkretnym kształcie przetrwa i czy przypadkiem nie rozpadnie się (jak wcześniej bywało z tego rodzaju tworcami; patrz [raport Variant Perception](#), February 2012), albo choćby zdegeneruje się do formy pieniądza o takich samych inflacjogennych cechach jak federacyjny dolar w USA. Kluczem do odpowiedzi na to pytanie wydaje się dostrzeżenie roli banku centralnego jako ostatecznego monopolistycznego emitenta i pożyczkodawcy ostatecznej instancji, zdolnego w każdej chwili na dyskrecyjne uruchomienie inflacji – jak w

przypadku każdego pieniądza, nad którego bazą monetarną rynek nie ma pełnej kontroli.

Niemal bez komentarza należałoby pozostawić naiwny w istocie argument o wychowawczej roli kryzysów walutowych. Kto miałby być odbiorcą tych nauk? Prawdopodobnie cierpiące z ich powodu społeczeństwo. Jaki miałby być ich skutek? Najpewniej zmiana władzy prowadzącej błędną politykę pieniężną. Kłopot z tym, że związek przyczynowo-skutkowy pomiędzy jednym a drugim jest cokolwiek odległy, szczególnie wzięwszy pod uwagę kwestię niezależności banku centralnego, nie wspomniawszy nawet o odległości conceptualnej (asocjacyjnej) między kryzysami walutowymi a kwestią polityki pieniężnej EBC. Dość powiedzieć, że przykładowo do dziś kryzys wywołany przez politykę kursową Banku Anglii w 1992 roku jest kojarzony niemal wyłącznie z Georgem Sorošem i jego Quantum Fund, czyli instytucją, która *de facto* była tylko dostarczycielem wiadomości o dysparytecie kursowym. Doprawdy, nazbyt łatwo jest obciążyć spekulantów winą za błędną politykę kursową. Nawet jeśli jednak społeczeństwo dostrzeże prawdziwe źródło problemu, to trzeba odpowiedzieć sobie na pytanie, czy ma sens, aby wyłącznie z tytułu wątpliwej „nauczki” miało ono ponosić w całości potężne straty związane z kryzysem. Płynne kursy walutowe pozwalają rynkowi na dostosowanie się do zmiennej sytuacji monetarnej i naturalnych zmian gospodarczych. W sytuacji, gdy pieniądz został już znacjonalizowany, może to być najlepsza metoda na złagodzenie skutków dokonanej wcześniej za pomocą podatku inflacyjnego ekspropriacji ich własności.

Innym argumentem autora *Pieniądza...* jest twierdzenie, że po kryzysowych problemach strefy euro wszystko zdaje się wracać do normalności, jej państwa członkowskie zaczynają wreszcie oszczędzać, a sama strefa stała się skutecznym inhibitorem inflacyjnych zachowań poszczególnych państw. Nic nie może być jednak odleglejszego od prawdy. Jak pokazują głosowania Rady Prezesów EBC dotyczące rozszerzenia listy zabezpieczeń przyjmowanych pod pożyczki kreowane w ramach strefy euro przez EBC, w tym fakt przegłosowania przedłużenia obowiązywania tych zmian, a także wprowadzenie programu Emergency Liquidity Assistance (ELA), kraje, które potrzebują doraźnego finansowania (głównie PIIGS⁶), mogą w razie powstania bieżącej potrzeby – a ich

⁶ Skrót od Portugal, Ireland, Italy, Greece, and Spain, czyli Portugalii, Irlandii, Włoch, Grecji i Hiszpanii.

pojawienie się jest nieuchronnym skutkiem rozpędzania się inflacyjnej lokomotywy – przeforsować rozwiązania poluzowujące dyscyplinę strefy euro.

Podstawowy błąd wiary Huerty de Soto w euro zdaje się wynikać ze statyczności jego analizy, a konkretniej zatrzymania się w wybranym arbitralnie momencie historycznym, w którym wydawało się, że deklarowane cele strefy euro są zgodne z podstawowymi założeniami polityki twardego pieniądza charakterystycznego dla Bundesbanku. Stąd z dzisiejszej perspektywy kuriozalne wręcz twierdzenie znakomitego hiszpańskiego ekonomisty, że „w pewnym sensie (...) euro przewyższa standard złota”. Gdyby ten wybitny badacz wyszedł poza historyczny moment narodzin euro, musiałby dostrzec, że jest ono – szczególnie w optyce szkoły austriackiej – li tylko kolejnym standardem pustej waluty, który ma podobną szansę upaść jak jego prototypy, na podobne zagrożenia będąc narażonym. Euro nie wiąże się z usunięciem samej teoretycznej możliwości kreacji pieniądza, immanentnej dla pieniądza dekretowanego, tylko znosi ją dyskrejonalnie – traktatowo – pozostawiając wyłom wolicjonalnego ustanawiania jego fundamentów. Co więcej, pozostaje zawsze możliwość stosowania rozmaitych obejść traktatowych ograniczeń, z czego skwapliwie strefa euro korzystała przed i, ze szczególnym natężeniem, w trakcie kryzysu, na co niewątpliwym dowodem jest wzrost agregatów monetarnych PIIGS i późniejsza widoczna dzięki systemowi TARGET 2 ucieczka kapitału do Niemiec, będąca konsekwencją rozbuchanej akcji kredytowej w krajach PIIGS.

3.2. Philipp Bagus o przyczynach kryzysu w strefie euro

Philippowi Bagusowi z całą pewnością należy się szczerza pochwała za stworzenie *Tragedii euro*, opracowania zwięzłego, pouczającego i nieprzeładowanego prawniczym językiem tak charakterystycznym dla wszystkich spraw wiążących się z zawikłaną biurokracją Unii Europejskiej. Jednocześnie nie można nie poddać krytyce jednej kwestii, która pozostaje słabą stroną dokonanej przez niemieckiego ekonomistę analizy kryzysu w strefie euro.

Podstawowy kłopot wynika z niedostosowania austriackiej teorii cyklu koniunkturalnego do współczesnego systemu pieniężnego, o lata świetlne odległego od dawno już zdemontowanego standardu złota, o jakim pisali tacy luminarze austriackiej szkoły ekonomii jak Ludwig von Mises i Friedrich August von Hayek. Rzecz w tym, że, choć generalnie rzecz biorąc słuszna, wersja opierająca się o rozważanie inflacjonistycznego charakteru strefy jest zbyt ogólna

– osadzona raczej w ramach archaicznego modelu standardu złota – i stąd nietrafna⁷. Głównym problemem współczesnych systemów pieniężnych dawno już przestało być drukowanie papierowego pieniądza ponad rezerwy pieniądza bazowego albo proste wzrosty akcji kredytowej. Do arsenału banków centralnych dołączyły specjalne instrumenty czasowych pożyczek (ELA, TSLF, TALF, AMLF i cały wachlarz innych) oraz *de facto* możliwość bezpośredniego wkroczenia na rynek i przejęcia wybranych przedsięwzięć rynkowych przez bank centralny. Kreacja pieniądza nie ma już swojego źródła w samym tylko banku centralnym i nie ogranicza się do skupu długu zaciągniętego za sprawą deficytów budżetowych, lecz może być generowana przez tandem banku centralnego i systemu banków komercyjnych także niezależnie od konkretnej polityki wydatkowej rządów. Uwagę należy także zwrócić na kwestię mającego miejsce w XX wieku raptownego wzrostu płynności rozmaitych instrumentów finansowych, w tym pochodnych, skutkującego gwałtownym rozciągnięciem się definicji pieniądza w obiegu gospodarczym, *nota bene* czego rezultatem jest dziś praktyczna niemożliwość jego jednoznacznej identyfikacji.

Według Bagusa (*Ibidem*, s. 80-93), u podstaw kryzysu strefy euro po 2008 roku legła specyficzna konstrukcja strefy euro, pozwalająca poszczególnym krajom należącym do niej na kreację deficytów i zaciąganie długów na ich pokrycie przy wykorzystaniu asysty EBC w roli kupca tak wytworzonych obligacji skarbowych. Tragedia wspólnot polegać miała na tym, że biedniejsze kraje strefy euro ulegałyby pokusie nadużycia tej możliwości skupowania długu przez EBC. Pragnąc bowiem wykorzystać transfery realnych środków opłacone dzięki deficytom w stopniu maksymalnym, musiałyby one wyprzedzić dostosowania cenowe i możliwość wykorzystania tego samego mechanizmu przez inne kraje, kreując większe deficyty niż ich „konkurenci”. Tak przynajmniej w gigantycznym skrócie wygląda mechanizm, który hipotetycznie miałby tu zaistnieć.

⁷ Trzeba podkreślić, że teoretyczna zasadność teorii cyklu koniunkturalnego nie podlega tu kwestii. Rzecz raczej w zwykłej aktualizacji konkretnych nośników i bodźców tego samego kryzysogenego mechanizmu. Tam, gdzie kiedyś mieliśmy do czynienia z drukiem pieniądza i ścieraniem złotej monety, dziś mamy kreację akcji kredytowej *ad infinitum* i wzmocnienie roli banku centralnego jako pożyczkodawcy ostatecznej instancji, obdarzonego potencjałem niemal dowolnego wykupu długów i możliwością przeprowadzenia daleko posuniętej interwencji w rynkowe stopy procentowe. Mechanizm, co do zasady, nie uległ jednak zmianie.

Wszystko to byłoby zasadne, gdyby nie fakt, że niektóre z krajów PIIGS (mowa o Hiszpanii i Irlandii) przed popadnięciem w kłopoty nie tylko nie miały problemów z deficytami, ale wręcz przeciwnie – generowały nadwyżki budżetowe⁸. Jednakże zgodnie z austriacką teorią cyklu koniunkturalnego okres sztucznego kredytowego boomu jest niezbędny przed pęknięciem bańki. Analiza Bagus nie bierze pod uwagę tego elementu, bo poprzestaje na kwestii deficytów budżetowych, pomijając próbę prześledzenia innych zmiennych systemu kreacji kredytu. W tym przypadku Bagus nie dostrzega, że system bankowy krajów PIIGS napędzał akcję kredytową dzięki wykorzystaniu możliwości udzielania krótkoterminowych płynnościowych pożyczek bankom komercyjnym przez KBC. Te pożyczki byłyby dzięki polityce EBC tanie i można je było kreować bez końca, nawet do nieskończoności. Badacze problemu wywodzący się spoza tradycji austriackiej, Hans-Werner Sinn i Timo Wollmershaeuser, zwracają uwagę na ten problem, dość dokładnie i logicznie analizując mechanizm działania systemu rozliczeniowego euro TARGET 2 (Sinn i Wollmershaeuser 2011, November). Niestety – przynajmniej z punktu widzenia austriackiej teorii cyklu koniunkturalnego – z niejaką dezynwolturą przechodzą do porządku dziennego nad kwestią zaciąganych przez banki komercyjne w KBC kredytów refinansowych (choć wskazują na obniżenie ich stawki przez EBC z 4,25% do 1% w przeciągu zaledwie paru miesięcy w latach 2008-2009), mających na celu pokrycie bieżących zobowiązań wynikających z deficytów bilansu płatniczego, dostrzegając wprawdzie, że mechanizm TARGET 2 musi prowadzić do ekwiwalentu drenażu rezerw walutowych, tj. drenażu pieniądza bazowego z kraju PIIGS w kierunku krajów silniejszych, przede wszystkim Niemiec, i zauważając, że na skutek kreacji pieniądza w tych krajach poziom pieniądza bazowego mimo tego utrzymał się na stałym poziomie (musiał być więc uzupełniany sukcesywnie kreacją podaży pieniądza przez KBC), to jednak już zupełnie ignorują skutki, jakie te machinacje wywarły na podaż kolejnych po M0 agregatów pieniężnych, których przecież wzrost był wyraźny.

Gdyby Bagus wziął te kwestie pod uwagę, z pewnością jego analiza byłaby ciekawsza, ponieważ uwzględniałyby – w odróżnieniu od zyskującej na popularności hipotezy Sinna i Wollmershaeusera – dostrzegane przez austriacką

⁸ Na przykład Hiszpania w latach 2006-2008. Patrz: <http://www.tradingeconomics.com/spain/government-budget> [aktualizacja 24-09-2013].

szkołę ekonomii kwestie relacji cen w gospodarkach PIIGS. Dobrze wyjaśniony zostałby też prawdopodobnie mechanizm wpływu wzrostu szacowanego ryzyka na rynkach finansowych (na skutek pęknięcia bańki na rynku nieruchomości w USA) na ucieczkę kapitału z krajów PIIGS i związaną z nią konieczność doraźnego zaciągania kredytów refinansowych. Uwzględniony zostałby odpływ rezerw wskutek przeszacowania wartości lokalnej waluty euro mierzonej jej krajową siłą nabywczą względem siły nabywczej euro w innych obszarach systemu. Ucieczka kapitału mogłaby też być względnie łatwo wytłumaczona zbyt wysokimi kosztami i cenami dóbr w krajach PIIGS w stosunku do ich rzeczywistej sytuacji gospodarczej, sztucznie utrzymywanymi za sprawą polityki fiskalnej, nadmiernych regulacji (szczególnie regulacji pracy i ograniczeń działalności gospodarczej) oraz, wreszcie, polityki stóp procentowych EBC. Philipp Bagus częściowo bierze te kwestie pod uwagę w swoim nowszym artykule (Bagus 2012, June 15), gdzie dostrzega rolę systemu TARGET 2 jako mechanizmu umożliwiającego do pewnego stopnia prowadzenie polityki bailoutu PIIGS, w pewnym sensie zastępującego też osławione Eurobondy. Warto byłoby te elementy rozwinąć w dalszych wydaniach *Tragedii euro*, lub w zupełnie innej, ale już bardziej wnikliwej, pozycji.

4. Polityka pieniężna EBC i NBP – próba porównania

Zarówno Europejski Bank Centralny, jak i Narodowy Bank Polski to banki centralne wyposażone w znamiona niezależności – władza wykonawcza nie ma łatwego sposobu na bezpośrednie wpływanie na politykę tych banków. Instytucje te stawiają przed sobą podobne cele – NBP dąży do tego, by wskaźnik inflacji wahał się wokół wartości 2,5%; EBC z kolei dąży do tego, by inflacja była nieco niższa niż 2%. Banki te stosują także podobny model polityki pieniężnej – dostarczają płynności bankom poprzez transakcje repo, podczas gdy w Stanach Zjednoczonych czy Wielkiej Brytanii dzieje się to zwykle w drodze bezpośrednich zakupów aktywów. Nie może zatem dziwić, że wobec takich zbieżności instytucjonalnych, niełatwo jest przewidzieć, który z tych banków centralnych będzie prowadził mniej ekspansywną politykę pieniężną, dzięki której można by uniknąć silnych wahań koniunktury.

Spróbujmy zatem podejść do tematu z nieco innej strony – zbadajmy, jak dotychczas kształtowała się polityka NBP i EBC. EBC działa już kilkanaście lat, więc wydaje się, że jest to dostateczny okres, by tego typu porównania przeprowadzić. W tym celu spróbujemy porównać zmiany w kilku obszarach:

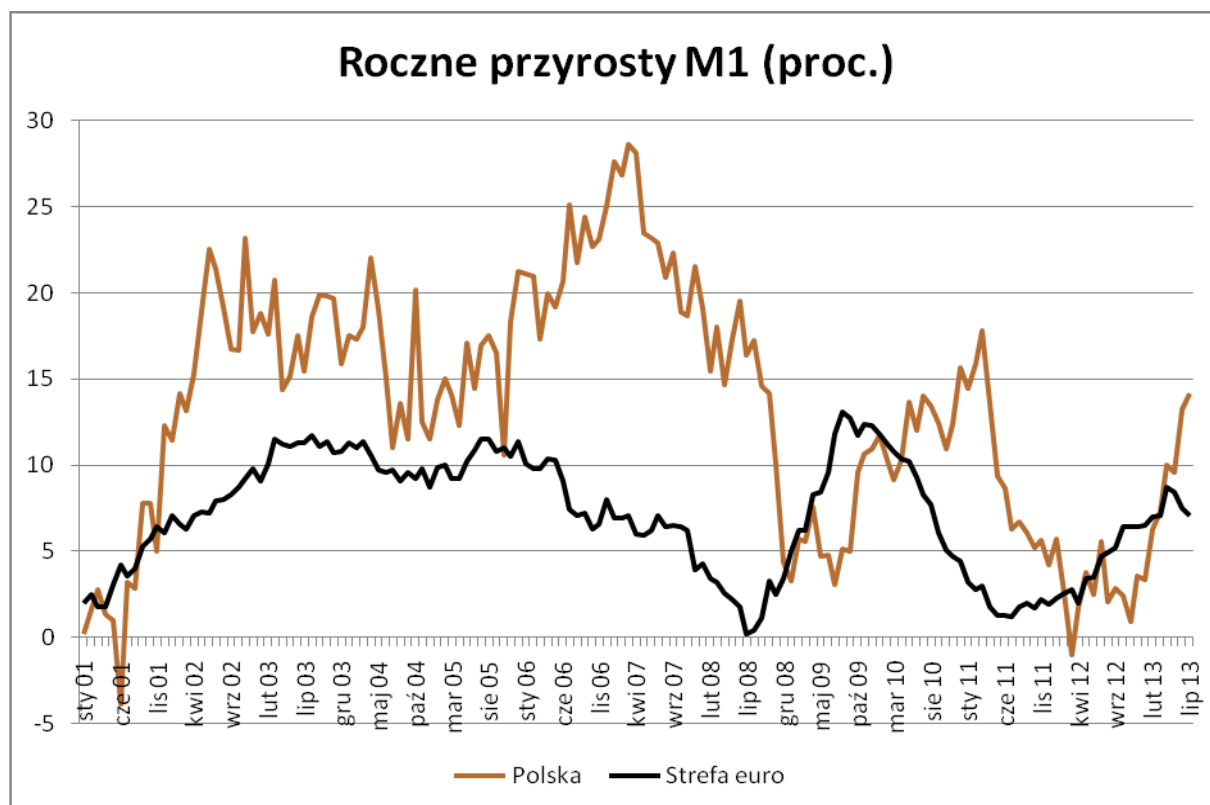
- tempo przyrostu M1, M3, bazy monetarnej i sumy bilansowej obu banków,
- wahania szerokości korytarza stóp procentowych obu instytucji.

4.1 Zmiany podaży pieniądza

Zmiany podaży pieniądza są w dzisiejszym świecie w dużej mierze wynikiem decyzji politycznych. To właśnie instytucja polityczna – bank centralny – albo sama tworzy nowy pieniądz, albo też przez manipulacje stopami procentowymi wpływa na tempo ekspansji kredytowej, jaką prowadzą banki komercyjne. Co do zasady – im silniejsza ekspansja kredytowa (szybszy przyrost podaży pieniądza), tym większe zagrożenie wystąpienia deformacji gospodarczych, jakie opisuje teoria cyklu koniunkturalnego. Dlatego też dla stabilności gospodarczej lepszy byłby taki bank, który zezwalałby jedynie na niewielkie przyrosty ilości pieniądza w obiegu.

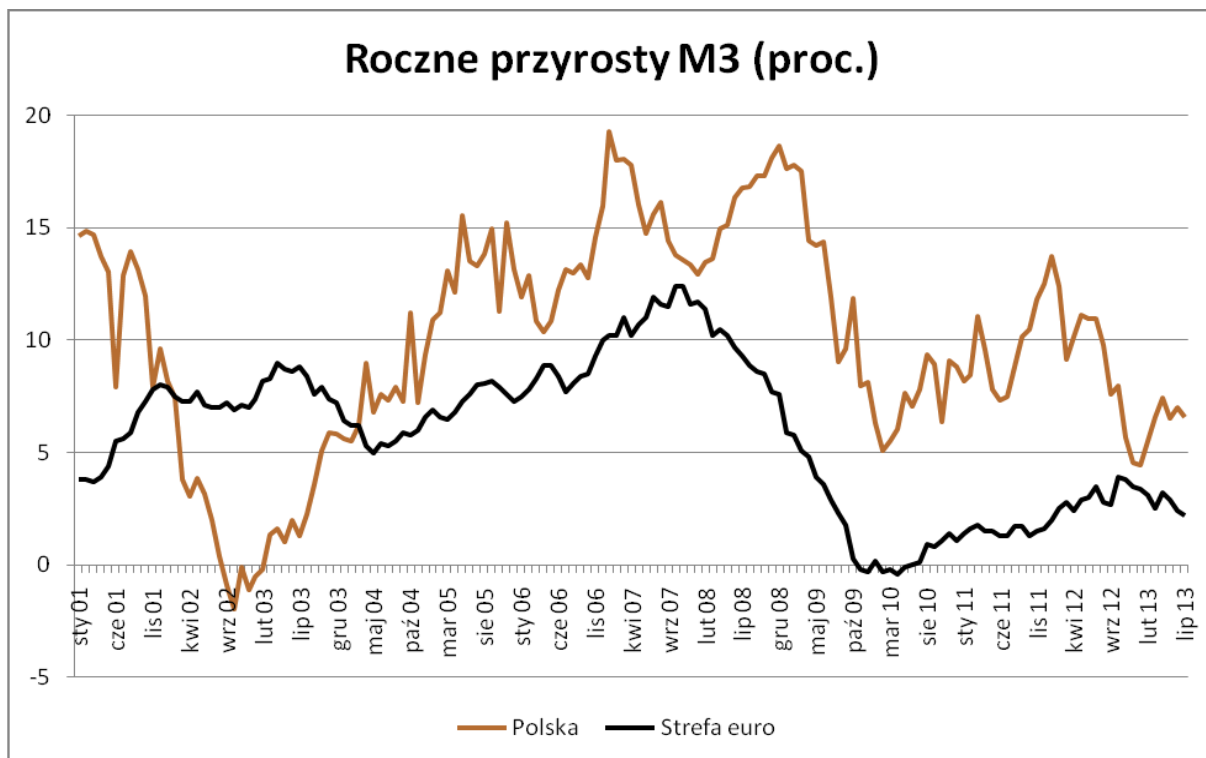
Powstaje jednak problem – co w dzisiejszym świecie jest pieniądzem, a co nie. Pewne elementy wydają się dość oczywiste – gotówka czy depozyty na żądanie to z pewnością elementy podaży pieniądza. Co jednak zrobić z innymi rodzajami depozytów – na przykład na kontach oszczędnościowych. Trudno znaleźć dziś ekonomistów, którzy byliby skłonni ze znacznym stopniem pewności

podać pełną listę tych instrumentów finansowych, które trzeba zaliczać do podaży pieniądza. Nie będziemy tu podawać własnej interpretacji prawidłowej definicji podaży pieniądza. Porównamy po prostu zmiany dwóch agregatów – M1 i M3 – używanych najczęściej w powszechnie dostępnych informacjach gospodarczych⁹.

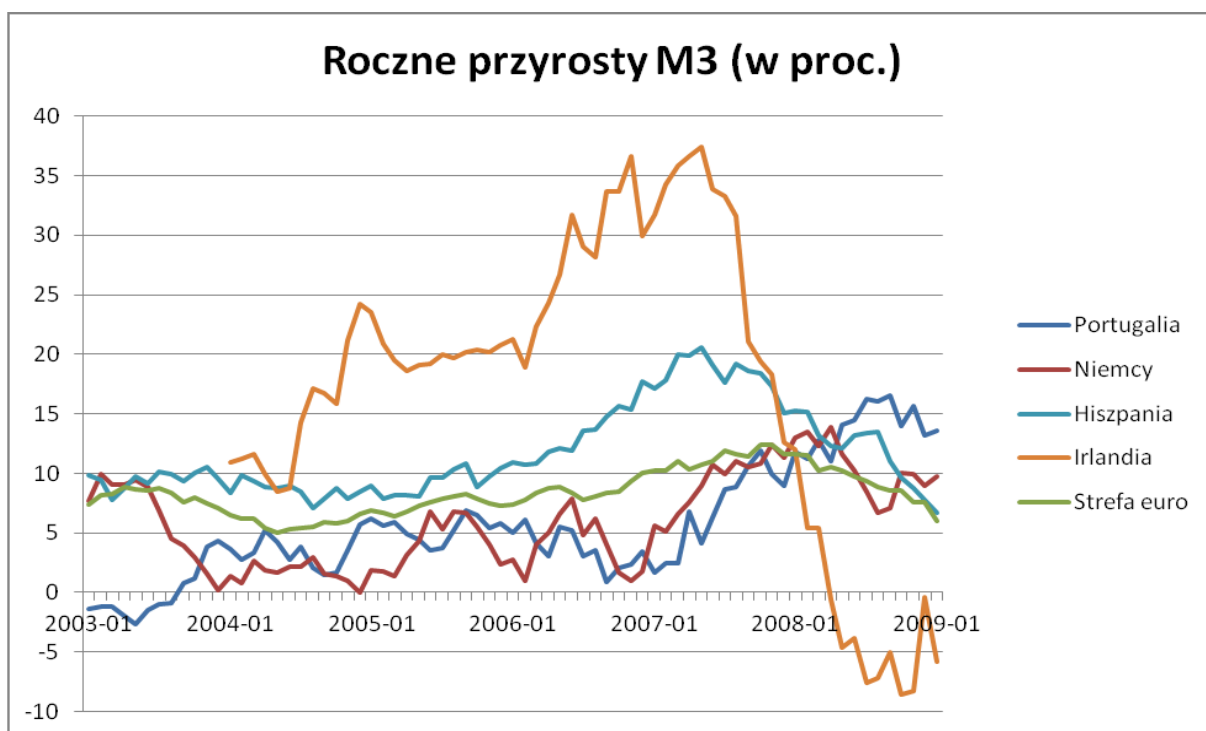


Na pierwszy rzut oka wydaje się, że w strefie euro podaż pieniądza rośnie nieco wolniej. W latach 2002-2008 M1 cały czas przyrastał szybciej w Polsce niż w strefie euro. Wskazywałyby to na jakąś wyższość strefy euro w prowadzeniu odpowiedniej polityki pieniężnej. Zauważmy jednak, że różnice w przyroście M1 znacznie zmalały od wybuchu kryzysu w 2008 roku. Od tego czasu przyrost M1 Polski i strefy euro jest dość podobny.

⁹ Wszystkie dane do wykresów i tabel w tym rozdziale zostały zaczerpnięte ze stron internetowych Narodowego Banku Polskiego i Europejskiego Banku Centralnego.



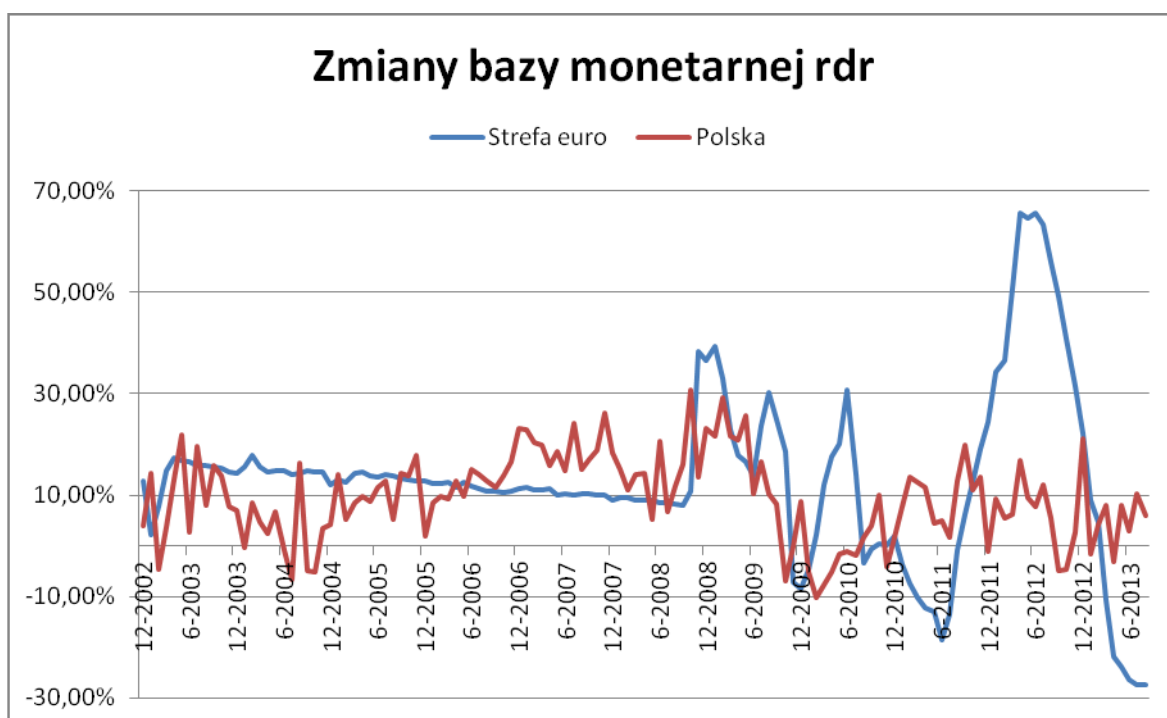
Podobny obraz daje nam porównanie zmian w agregacie M3. Od 2004 roku konsekwentnie M3 rośnie w Polsce szybciej niż w strefie euro. Czy miałyby to oznaczać, że wejście do strefy euro dałoby Polsce wolniejszy przyrost podaży pieniądza? Taka konkluzja byłaby zdecydowanie przedwczesna. Żeby zrozumieć dlaczego, warto spojrzeć na kolejny wykres, który pokazuje, jak zmieniało się M3 w wybranych państwach strefy euro.



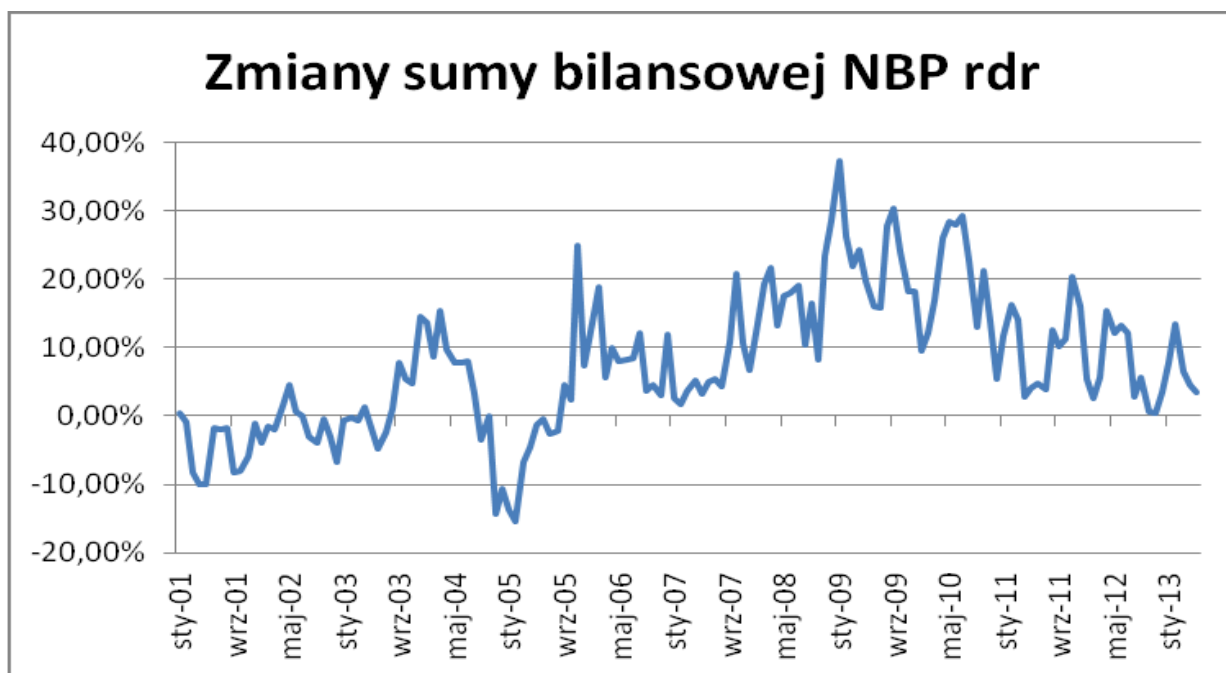
Zauważmy, że przyrosty M3 w Hiszpanii dorównywały zmianom w Polsce, a dynamika irlandzkiego M3 znacznie przewyższała nawet to, co mogliśmy zaobserwować w naszym kraju. Niewykluczone zatem, że w Polsce po wstąpieniu do strefy euro zaobserwowalibyśmy podobne zjawisko i tempo kreacji nowego pieniądza wcale nie byłoby mniejsze niż przy zachowaniu złotego jako pieniądza.

4.2 Zmiany bazy monetarnej i wielkości sumy bilansowej

Innym wskaźnikiem umożliwiającym pewien ogląd polityki pieniężnej jest śledzenie zmian w bilansach banków centralnych i w wielkości bazy monetarnej. Co do zasady – im większa baza monetarna, tym większa możliwość ekspansji kredytowej banków i tym samym większe prawdopodobieństwo silnych wstrząsów koniunktury. Większa baza monetarna nie prowadzi automatycznie do takich efektów – stwarza jedynie potencjał dla działań banków. Banki są jednak ograniczone m.in. regulacjami kapitałowymi, które mogą uniemożliwić przeprowadzenie tak silnej ekspansji, jak wynikałoby to z prostego zastosowania mnożnika kreacji pieniądza. Podobnie możemy spoglądać na zmiany sumy aktywów banku centralnego – im większą liczbę aktywów kontroluje bank centralny, tym bardziej przypomina centralnego planistę zarządzającego rynkami finansowymi, osłabiając procesy rynkowej wyceny instrumentów finansowych. Dlatego też mniejsze wzrosty sumy bilansowej można odczytywać za wskazujące na ostrożniejszą, bardziej prorynkową politykę pieniężną.



Do czasu wybuchu kryzysu w 2008 roku baza monetarna rosła bardzo stabilnie w strefie euro – nieco szybciej niż 10% rocznie. W tym samym czasie w Polsce obserwowaliśmy wzrosty podobnego rzędu, choć zdecydowanie mniej stabilne. Od czasu wybuchu kryzysu baza monetarna jest bardziej niestabilna w strefie euro i po gwałtownych jej przyrostach zdarzają się także jej gwałtowne spadki. W rekordowym pod tym względem 2012 roku wzrost bazy w strefie euro doszedł nawet do 60 procent, choć obecnie baza się kurczy w tempie prawie trzydziestu procent. Obecnie to raczej Polska jest w tym względzie oazą stabilności i ma bardziej przewidywalny bank centralny.



Do podobnych wniosków skłania spojrzenie na wykresy sumy bilansowej obu banków centralnych. Od wybuchu kryzysu EBC działa w bardzo gwałtowny sposób, doprowadzając do nagłych przyrostów sumy bilansowej (nawet o 60% rocznie), a czasami pozwala na jej szybki spadek. Silny wzrost bilansu EBC po 2008 roku każe dość sceptycznie podchodzić do działań tego banku, choć trawjące od mniej więcej roku kurczenie się bilansu tego banku, daje nadzieję na powrót do nieco bardziej antyinflacyjnej polityki pieniężnej.

4.3 Szerokość korytarza stóp procentowych

Jeszcze innym wskaźnikiem działań banków centralnych może być szerokość korytarza stóp procentowych. Banki centralne ustalają stopę depozytową i stopę pożyczkową, wyznaczając tym samym granice, w jakich będzie poruszał się rynek międzybankowy. Im te granice szersze, tym bardziej rynek międzybankowy przypomina wolny rynek – więcej jest w nim bowiem miejsca na indywidualne osądy banków co do solidności ich partnerów w transakcjach. Dlatego też szerszy korytarz stóp procentowych może prowadzić do mniejszych deformacji rynku pożyczkowego przez bank centralny.

Poniższa tabel przedstawia rozpiętość pomiędzy stopą pożyczkową a depozytową w NBP i EBC. EBC przez większość badanego okresu utrzymywał korytarz stóp procentowych w wysokości 2%, choć podczas kryzysu zmniejszył on ten korytarz do 1%. Z kolei NBP do połowy 2003 roku konsekwentnie zawężał korytarz stóp, schodząc z 6% w kwietniu 2002 roku do 3% w maju 2003. Od tamtej pory NBP utrzymuje korytarz stóp procentowych na poziomie 3%. Widzimy zatem, że to polski bank centralny zostawia nieco więcej swobody rynkowi międzybankowemu.

Okres	NBP	EBC
IV 2002 – VIII 2002	6 %	2 %
VIII 2002 – X 2002	5 %	2 %
X 2002 – II 2003	4 %	2 %
II 2003 – V 2003	3,5 %	2 %
V 2003 – X 2008	3 %	2 %
X 2008 – I 2009	3 %	1 %
I 2009 – V 2009	3 %	2 %

V 2009 – V 2013	3 %	1,5 %
V 2013 –	3 %	1 %

4.4 Podsumowanie

Powyższy przegląd wyników działania EBC i NBP w ostatnich latach nie pozwala na udzielanie silnych prognoz co do przyszłego kształtu polityki pieniężnej obu tych banków centralnych. O ile w Polsce generalnie szybciej rośnie podaż pieniądza, o tyle polityka EBC po wybuchu kryzysu w 2008 r. może budzić obawy co do tego, czy aby na pewno ten bank będzie stał lepiej na straży stabilności gospodarczej niż NBP.

Podsumowanie

Wspólna waluta niesie ze sobą liczne korzyści dla osób i firm działających w ramach gospodarki rynkowej. Wspólny pieniądź ułatwia handel i inwestycje, co przyczynia się do stworzenia lepszego, bardziej wydajnego systemu podziału pracy. Żeby jednak ten potencjał wykorzystać w pełni wspólna waluta nie może iść w parze z politycznymi naleciałościami w postaci: nadmiernych regulacji gospodarki, inflacyjnej polityki pieniężnej, zwiększonej roli polityki fiskalnej. Wspólnota gospodarcza z jednym pieniądzem powinna charakteryzować się wspólnym rynkiem sprowadzającym się do likwidacji ceł, utrudnień przepływu towarów, usług i pracowników – opierać się na swobodzie ruchu transgranicznego i otwarciu się na handel z krajami spoza strefy. Niestety, strefa euro w dużej mierze nie spełnia tych wymagań i razem z przyjęciem euro państwa członkowskie strefy godzą się na wzmożoną regulację działań gospodarczych i uzależniają swój dobrobyt od dobrej woli urzędników z Frankfurtu i Brukseli.

Alternatywa w postaci zachowania własnego banku centralnego też nie jest satysfakcjonująca. Narodowy Bank Polski wcale nie musi okazać się dla polskich obywateli instytucją bardziej godną zaufania niż Europejski Bank Centralny. Monopol złotego i NBP ma bardzo podobne szkodliwe konsekwencje dla gospodarki co monopol euro i EBC. Wszystkie korzyści z integracji walutowej da się osiągnąć bez angażowania się w polityczne, zbiurokratyzowane twory o ponadnarodowym zasięgu. Wymagałoby to jednak gruntownej przebudowy obecnego systemu bankowego w stronę radykalnej poprawy ochrony praw własności prywatnej i poszanowania wolności gospodarczej. Nie wydaje nam się jednak, by taka opcja była dana Polakom w najbliższym czasie.

Bibliografia

Analizowane raporty i artykuły o integracji Polski ze strefą euro:

Borowski Jakub, Czy warto przyjąć euro w Polsce?, „Zeszyty FOR” (4), Warszawa 2008.

Kaźmierczak Andrzej, *Integracja Polski ze strefą euro – szanse i wyzwania*, dostępne online (12.09.2013):

http://www.nbportal.pl/euro/materialy_papierowe_pdf/Integracja_Polski_ze_strefa_euro_szanse_i_wyzwania___AKaziemierczak.doc.

Łon Eryk, *Dyskusja o euro*, dostępne online (12.09.2013):

http://www.mises.pl/wp-content/uploads/2008/02/eryk-lon_euro.pdf.

Raport na temat pełnego uczestnictwa Rzeczypospolitej Polskiej w trzecim etapie Unii Gospodarczej i Walutowej, Narodowy Bank Polski, Warszawa 2009.

Salembier Scott, Wtorek Jakub, *Polityczno-ekonomiczne implikacje kalendarza przyjęcia wspólnej waluty euro przez nowe państwa członkowskie Unii Europejskiej*, demosEUROPA – Centrum Strategii Europejskiej, Warszawa-Sussex 2007.

Pozostałe pozycje:

Aristovnik i Meze 2010 – Aleksander Aristovnik and Matevz Meze, *The Economic and Monetary Union's Effect on (International) Trade: the Case of Slovenia Before Euro Adoption*, William Davidson Institute Working Paper Number 982 April 2010.

Bagus 2011 – Philipp Bagus, *Tragedia euro*, Instytut Ludwiga von Misesa, Warszawa 2011.

Bagus 2012, June 15 – Philipp Bagus, *Passing the Bailout Buck*, Mises Daily: Friday, June 15, 2012. <http://www.mises.org/daily/6067/>.

Broda i Romalis, 2003 – Christian Broda, John Romalis, “Identifying the Relationship Between Trade and Exchange Rate Volatility”, Chapter in NBER book *Commodity Prices and Markets, East Asia Seminar on Economics*, Volume 20 (2011), Takatoshi Ito and Andrew K. Rose, editors (p. 79 - 110) Conference held June 26-27, 2009 Published in February 2011 by University of Chicago Press.

Eichengreen 1993 – Barry Eichengreen, "European Monetary Unification", *Journal of Economic Literature*, 31, 3 (Sep., 1993), s. 1321-1357.

Hayek 2008 – F.A. Hayek, *Prices and Production and Other Works*, Ludwig von Mises Institute, Auburn, Alabama 2008.

Huchet-Bourdon i Korinek 2011 – Huchet-Bourdon, M. and J. Korinek (2011), "To What Extent Do Exchange Rates and their Volatility Affect Trade?", *OECD Trade Policy Papers*, No. 119, OECD Publishing.
<http://dx.doi.org/10.1787/5kg3slm7b8hg-en>.

North 2012, June 27 – Gary North, *Let the Euro Die ... Soon*, <http://www.garynorth.com/public/9702.cfm>, 2012, June 27.

Obstfeld i Rogoff 1995 – Maurice Obstfeld & Kenneth Rogoff, 1995. "The Mirage of Fixed Exchange Rates," *Journal of Economic Perspectives*, American Economic Association, vol. 9(4), pages 73-96, Fall.

Raport Variant Perception, February 2012 – dostępne online (12.09.2013): http://www.scribd.com/fullscreen/81942527?access_key=key-haj7c3qltzkyklsibr9.

Sinn i Wollmershaeuser 2011, Hans-Werner Sinn & Timo Wollmershäuser, 2012. "Target loans, current account balances and capital flows: the ECB's rescue facility," *International Tax and Public Finance*, Springer, 19(4), s. 468-508.