

Notatki o kryzysie w strefie euro

6 września 2012

Kryzys w strefie euro pogłębia się. Nie zmieniają tego najnowsze deklaracje szefów państw całej Unii oraz Europejskiego Banku Centralnego, podobnie jak setki miliardów euro wrzucane do bankowej beczki bez dna. Dotychczasowe działania okazały się zupełnie nieskuteczne, bo wynikają z błędnej definicji genezy i natury kryzysu oraz skupienia się na doraźnym łagodzeniu skutków załamania ekonomicznego w sferze finansowej bez odniesienia do jego przyczyn tkwiących ekonomii politycznej projektu europejskiego.

Kryzys wynika raczej z wadliwych ram instytucjonalnych, niż z błędnego zestawu polityk. Owe wadliwe ramy instytucjonalne wyznaczył Traktat z Maastricht z 1992 r., nakładający ograniczenia na dopuszczalną wysokość deficytu budżetowego i określający górny pułap relacji długu publicznego do PKB. U podstaw takich uzgodnień tkwiło przekonanie, że stabilność pieniądza oznacza niską inflację, zaś kluczem do niskiego poziomu inflacji jest niski poziom długu publicznego. Wadą owych ram instytucjonalnych jest zakaz posiadania przez bank centralny obligacji skarbowych (artykuł 123 Traktatu zabrania zakupu przez bank centralny obligacji bezpośrednio od rządów). Inspiracją dla takiego rozwiązania były doktryny obowiązujące w niemieckim przedwojennym Reichsbanku, którego prezes z lat 1930., Hjalmar Schacht, uniknął wyroku w Norymberdze tylko dzięki temu, że został przez Hitlera usunięty ze stanowiska po tym, jak zaprotestował przeciwko nadmiernej emisji niemieckich bonów skarbowych, które Reichsbank miał dyskontować.

Podejście schachtowskie stanowiło odwrót od jeszcze wcześniej funkcjonującej w bankach centralnych tradycji, zgodnie z którą bank centralny był bankierem rządu. Najstarsze banki centralne, Bank Anglii i Bank Szwecji, zostały założone

właśnie po to, żeby obsługiwać zadłużenie swoich rządów. Wysoka inflacja w Niemczech w pierwszej połowie lat 1990. (po zjednoczeniu Niemiec) spowodowała wyczulenie na kwestię inflacji. Słuszność przyjętych wówczas wadliwych ustaleń instytucjonalnych zdawał się potwierdzać dłuższy okres malejącej, a w końcu niskiej inflacji, zapoczątkowany w drugiej połowie lat 1990. Bankierzy centralni nie omieszkali uznać go za swój sukces.

Nieadekwatność układu instytucjonalnego jest już dość oczywista i szeroko dostrzegana. W strefie euro funkcjonuje bank centralny bez rządu, rządy bez banków centralnych oraz banki bez skutecznie działającego kredytodawcy ostatniej instancji. Przy panującym reżimie niskiej inflacji, obecnie przechodzącej w deflację, i bez możliwości ekspansji fiskalnej, system ten nie ma żadnego mechanizmu eliminowania z gospodarki nadmiaru długu.

Defekty ustaleń z Maastricht w obecnej sytuacji najbardziej uwidaczniają się w wymogu utrzymania obecnego pułapu stosunku długu publicznego do PKB. Dziś (w październiku 2011 r.) pułap ten przekraczają praktycznie wszystkie kraje strefy, włącznie z Niemcami, których stosunek długu do PKB wynosi między 82 a 88%. W tej sytuacji rządy wszystkich państw są obowiązane utrzymywać nadwyżkę budżetową do czasu, aż ich stosunek długu do PKB znajdzie się poniżej pułapu. Nadwyżka budżetowa będzie, oczywiście, powodować spadek PKB, chyba że zostanie zrekompensowana przez nadwyżkę bilansu handlowego albo inwestycje sektora prywatnego. Nadwyżka bilansu handlowego i inwestycje sektora prywatnego musiałyby jednak łącznie przewyższać nadwyżkę budżetową, żeby PKB w ogóle zaczął rosnąć. Tymczasem faktyczny poziom inwestycji sektora prywatnego wręcz spada, co jeszcze bardziej pogłębia deflację w strefie euro. Ilustruje to niestosowność narzucania pułapu długowi publicznemu: próby dostosowania się do tego pułapu mogą tylko jeszcze bardziej oddalać od niego gospodarki krajów strefy euro, ponieważ PKB zacznie spadać dużo wcześniej niż

rządom będzie wolno (według obecnie obowiązujących reguł) zaprzestać działań deflacyjnych.

RICARDIAŃSKI POGLĄD NA PIENIĄDZ

Obok schachtowskiej nieprzychylności wobec pożyczania pieniędzy przez rząd, drugim, bardziej ugruntowanym teoretycznie źródłem chybionych ustaleń obowiązujących obecnie w strefie euro, jest ricardiańska teoria pieniądza, tkwiąca w umysłach polityków i bankierów centralnych, którzy konstruowali jej system pieniężny. Ricardiańska teoria pieniądza zakłada, że jest on posiadającym wartość wymienną towarem, a nie zobowiązaniem. Znajduje to wyraz w wysuniętej przez Roberta Mundella teorii „optymalnych obszarów walutowych”. Głosi ona, że elastyczność kursów walutowych może zastępować elastyczność płac. Stąd przeważający w strefie euro dyskurs głosi, że o poziomie zatrudnienia w poszczególnych krajach członkowskich strefy euro decyduje ich względna „konkurencyjność”. Ową „konkurencyjność” można uzyskać dzięki niskim płacom, dewaluacji waluty, albo jednemu i drugiemu naraz. Członkostwo w unii walutowej wyklucza możliwość dewaluacji, pozostaje więc obniżanie płac. Teoria ta dostarcza więc teleologicznego uzasadnienia dla deflacji, która uchodzi za wystarczający warunek podniesienia „konkurencyjności” produkcji danego kraju, a zatem zwiększenia popytu na ową produkcję za granicą.

Błąd logiczny tego rozumowania ma, rzecz jasna, związek z tym, że obniżenie płac powoduje zmniejszenie popytu na dobra konsumpcyjne wewnątrz kraju. Tymczasem obniżenie płac może nie pociągać za sobą spadku produkcji i zatrudnienia tylko przy idealistycznych założeniach konkurencji doskonałej (przy której płace realne pozostają niezmiennione dzięki niższym cenom) i nieobecności jakiegokolwiek zadłużenia (aby spadek cen nie powodował wzrostu jego realnej wartości).

Drugim powodem, dla którego taka teoria nie przystaje do rzeczywistości, jest to, że gospodarka, w której żyjemy,

przypomina raczej wicksellowską gospodarkę „czysto kredytową”, w której pieniądź jest zwykle zobowiązaniem banku (depozytem bankowym), mającym swój odpowiednik w długach gospodarstw domowych, firm lub państwa. W tego typu gospodarce inflacja i deflacja oddziałują przede wszystkim poprzez obniżanie lub podwyższanie realnej wartości długów.

EFEKTY INTEGRACJI FINANSOWEJ

W oparciu o ricardiańskie pojmowanie pieniądza, krytycy zadłużonych rządów i obecnych zasad funkcjonowania strefy euro twierdzą, że drogą wyjścia z bieżącego kryzysu jest albo obniżenie płac w krajach nadmiernie zadłużonych po to, aby odzyskały one „konkurencyjność”, albo zaprzestanie przez rządy tych państw spłacania długów, wyjście z unii monetarnej i wprowadzenie nowej waluty, którą będzie można zdevaluować w celu przywrócenia gospodarce „konkurencyjności”. Jak pokazano powyżej, pierwsza opcja – obniżenie płac – spowodowałaby spadek popytu, a co za tym idzie – zmniejszenie zatrudnienia i produkcji. Opcja druga – zaprzestanie obsługi długów i wyjście z Unii – spowodowałaby załamanie się systemu bankowego kraju, który usiłowałby stosować taką strategię: banki posiadające papiery skarbowe stałyby się niewypłacalne na skutek zmniejszenia wartości ich aktywów przy równoczesnym wzroście, wraz z dewaluacją nowej waluty, wartości wszelkich zobowiązań w euro, jakie jeszcze im pozostały. Banki te byłyby też narażone na masowe wycofywanie depozytów przez obywateli kraju opuszczającego Unię, którzy staraliby się przenieść swoje oszczędności na przybierające na wartości euro.

Inspiracją dla zwolenników strategii niespłacania długów i wyjścia z Unii jest przykład Argentyny, której władze w 2002 r. wycofały się ze zobowiązania utrzymywania sztywnego kursu peso w stosunku do dolara USA, zaprzestały spłacania długów zagranicznych, i do końca dekady czerpały polityczne korzyści z ożywienia gospodarczego. Między Argentyną a krajami strefy euro jest jednak istotna różnica, dotycząca struktury systemu bankowego. Argentyński system bankowy był stosunkowo izolowany

od międzynarodowego systemu finansowego, a równocześnie wysoko zdolaryzowany i związany ograniczeniami sztywnego kursu walutowego. Kryzys argentyński zaczął się od kryzysu bankowości, a nie kryzysu zadłużenia państwa (co prawda, ten również w Argentynie wystąpił, ale było to zadłużenie w walucie obcej, a nie tej, która jest w obiegu krajowym, jak to ma miejsce w przypadku Grecji). Kryzys bankowości wynikał z egzekwowanego przez izbę walutową wymagania, by argentyński bank centralny emitował tylko tyle banknotów, ile ma pokrycie w rezerwach dolarowych. Ograniczało to ilość wewnętrzkrajowego kredytu, który można było wymienić na gotówkę. Gdy pojawiły się wątpliwości co do możliwości funkcjonowania izby walutowej, zaczęła się panika wokół argentyńskich banków komercyjnych, gdyż deponenti starali się wycofać depozyty gotówkowe i wymienić je na dolary, zanim dojdzie do dewaluacji peso. Sytuacja została opanowana przez ustanowienie środków kontroli kapitałowej i ograniczeń kredytowych oraz rezygnację z izby walutowej połączoną z potężną obniżką kursu peso. Dewaluacja ta pozwoliła również argentyńskim eksporterom odzyskać rynki zbytu, utracone wcześniej na rzecz Brazylii i Urugwaju, kiedy to ich waluty uległy deprecjacji.

Istotna różnica między zadłużonymi krajami w strefie euro a Argentyną polega na tym, że proces integracji finansowej w obrębie strefy euro jest daleko bardziej zaawansowany niż ówczesna (czy też obecna) integracja argentyńskiego systemu bankowego z międzynarodowym systemem finansowym. Dalej posunięta integracja finansów (w tym bankowości) w Europie oznacza, że rozwiązanie polegające na niespłaceniu długów i wyjściu z Unii przez którykolwiek kraj czy też rozpad strefy euro nie może odbyć się bez katastrofalnych konsekwencji dla bilansów banków. Owe katastrofalne konsekwencje wynikałyby z masowego wycofywania depozytów w euro, dopóki byłoby możliwe ich wycofywanie w tej walucie. Wraz z odejściem od euro, wzrost wartości bankowych pasywów w tej walucie w stosunku do wartości aktywów, oraz spadek wartości ich aktywów (związany z nieściągalnością należności) sprawiłyby, że znaczna część

europejskiego systemu bankowego stałaby się niewypłacalna.

Paradoksalnie, to narażenie europejskiego systemu bankowego na załamanie, stanowi siłę rządów zadłużonych państw strefy euro. W istocie daje im do ręki „opcję nuklearną” w postaci zaprzestania spłaty zobowiązań w razie, gdyby Trojka (Międzynarodowy Fundusz Walutowy, Komisja Europejska i Europejski Bank Centralny) odmówiła refinansowania ich długów. Rządy te wiedzą, że Komisja Europejska i Europejski System Banków Centralnych (oparty na porozumieniach koordynujących współdziałanie między Europejskim Bankiem Centralnym a bankami centralnymi poszczególnych krajów) nie mogą uchylić się od odpowiedzialności za stabilność europejskiego systemu bankowego. Oznacza to, że nawet jeśli Trojka odmówi refinansowania rządów, będzie musiała refinansować banki, a przez to pośrednio udzielić kredytu rządowi. Bez względu na to, czy Trojka będzie pożyczać bezpośrednio rządowi, czy też bankom, które udzielą kredytów rządowi, efekt będzie w gruncie rzeczy taki sam.

INNOWACJE INSTYTUCJONALNE

Struktury instytucjonalne strefy euro nie były przygotowane na sytuację, w której stosunek długu publicznego do PKB będzie we wszystkich krajach naraz przekraczać limity wyznaczone w Maastricht. Tym niemniej, to oczywiste zagrożenie dla systemu bankowego w strefie euro zaprzęta umysły europejskich polityków i bankierów, i skłania ich do forsowania instytucjonalnych innowacji. Taką rzucającą się w oczy innowacją było ustanowienie Europejskiego Mechanizmu Stabilizacyjnego, będącego kontynuacją wcześniejszego, tymczasowego Europejskiego Funduszu Stabilności Finansowej. Od maja 2011 r. Europejski Bank Centralny (EBC) postępuje wbrew schachtowskim zasadom, które przyświecały jego powołaniu, skupując obligacje skarbowe, oraz udzielając olbrzymich kredytów bankom komercyjnym, będących kredytodawcami rządów. Niezależnie od przydatności tych posunięć w finansowaniu rządów na bieżąco, polegającej na stworzeniu rynku pierwotnego

dla długu publicznego, żadne z nich nie stanowi skutecznego rozwiązania, ponieważ nadal nie ma instytucji, która by realizowała właściwą funkcję bankowości centralnej i stabilizowała rynek wtórny rządowych papierów wartościowych. Bez owej stabilizacji rynku wtórnego, rynek pierwotny dla długu publicznego nie może działać sprawnie, gdyż nabywcy obligacji skarbowych nie mogą mieć pewności, że zachowają one swoją wartość.

Są dwie możliwe drogi wyłonienia się takiego mechanizmu stabilizacji rynku wtórnego. Po pierwsze, EBC, mający obecnie bardzo rozbudowany bilans z powodu zakupów aktywów dokonywanych od roku 2008, mógłby po prostu przekazywać nabywane aktywa specjalnie ustanowionej filii, która by zarządzała tym portfelem jako permanentnym „państwowym funduszem inwestycyjnym” (ang. sovereign wealth fund). Filia ta mogłaby być odpowiedzialna za utrzymywanie stabilności rynku wtórnego papierów rządowych i mieć w tym celu dostęp do instrumentów kredytowych EBC. Pozwoliłoby to jej stabilizować rynki kapitałowe, a równocześnie umożliwiałoby EBC realizowanie polityki pieniężnej niezależnie od jej wpływu na znajdujący się w jego posiadaniu portfel aktywów.

Rozwiązanie oparte bardziej na sektorze prywatnym polegałoby na tym, że banki komercyjne Europy powołałyby własną, wspólną filię z dostępem do instrumentów kredytowych EBC, która zarządzałaby rynkiem obligacji skarbowych państw europejskich. Należy przy tym zwrócić uwagę, że taki międzybankowy fundusz stabilizacji obligacji skarbowych byłby, podobnie jak owa filia EBC, komercyjnie rentowny. Przy bieżącym oprocentowaniu kredytów międzybankowych w Europie na poziomie 2-3%, branie takich kredytów w celu zakupu obligacji rządowych, dających od 6% zysku wzwyż, jest działalnością dochodową.

Po „testach warunków skrajnych”, jakie przeszły banki europejskie i przy panującej w ustawodawstwie dotyczącym bankowości doktrynie głoszącej, że warunkiem stabilizacji banków jest posiadanie dużych ilości kapitału, wśród władz

popularny jest pogląd, że niezbędnym elementem wyjścia z kryzysu strefy euro jest rekapitalizacja europejskich banków. Tymczasem jest to drugorzędna kwestia, odwracająca uwagę od ważniejszych spraw. Jak zauważył Schumpeter, system bankowy może być tylko tak mocny jak gospodarka, w obrębie której funkcjonuje. Rozrost kapitału posiadanego przez bank nie poprawia jakości jego aktywów. W obecnej sytuacji dokapitalizowanie nigdy nie będzie wystarczające, o ile nie rozwiąże się problemu długu. Dopóki rządy państw europejskich en masse mają deficyt budżetowy do sfinansowania, dzisiejsza adekwatność kapitałowa przestaje być adekwatna jutro. Rozwiązaniem długofalowym byłaby zmiana potencjalnie złych obligacji skarbowych w dobre, poprzez ożywienie ich rynku wtórnego.

REFLACJA

Jakkolwiek pożądane mogą być wyżej opisane innowacje instytucjonalne, same w sobie nie umożliwią wyjścia z obecnego kryzysu finansów publicznych w Europie. Warto przypomnieć, że kryzys ten dotyka nie tylko strefę euro, lecz ma miejsce również w Wielkiej Brytanii, USA i wielu innych krajach spoza tej strefy. Jak wskazano powyżej, kryzysów takich nie rozwiąże się poprzez podnoszenie podatków i okrajanie sfery budżetowej, ponieważ takie posunięcia nieuchronnie prowadzą do obniżenia PKB, zanim jeszcze wygenerują jakąkolwiek nadwyżkę budżetową, która by umożliwiała spłatę długu publicznego. Najważniejszym sposobem podniesienia wartości produktu krajowego brutto w stosunku do długu publicznego musi być reflacja gospodarki, tj. działania sprzyjające wzrostowi gospodarczemu. W obecnych warunkach nie dokona tego sektor prywatny, toteż inicjatywa musi wychodzić od rządu i związków zawodowych. Rząd może być pomocny, zwiększając płace w sektorze publicznym oraz podnosząc płacę minimalną.

Koszt tych posunięć dla budżetu można pokryć, zwiększając progresywność struktury opodatkowania, ale także opodatkowując zyski, które osiągną firmy sektora prywatnego w rezultacie

wzrostu ich dochodów. Ponadto, wpływy podatkowe może przynieść opodatkowanie bilansów spółek komercyjnych, z ulgami za inwestycje w kapitał trwałe. Tego rodzaju podatek zachęcałby do inwestowania, a równocześnie zniechęcał do mnożenia bilansów instytucji finansowych i banków, będącego podstawą unikania opodatkowania i omijania przepisów. Niezmiernie ważne jest podniesienie płac w całej Europie, jako sposób na pobudzenie inflacji cen detalicznych, która przyczyniłaby się do ponownego zrównoważenia stosunku długu publicznego do PKB. Także Europejski Bank Inwestycyjny mógłby przyczynić się do reflacji, finansując publiczne inwestycje infrastrukturalne.

Krytycy słusznie zwracają uwagę na potrzebę bardziej skoordynowanej polityki fiskalnej. Polityka fiskalna nie może jednak być podporządkowana polityce pieniężnej, jak by to wynikało z niewolniczego trzymania się ustaleń Traktatu z Maastricht. Równie niewłaściwe byłoby podporządkowanie polityki pieniężnej polityce fiskalnej (jak sugerują niektórzy keynesiści). Potrzebne jest raczej łączenie obu tych polityk w sposób umożliwiający skuteczne działanie każdej z nich. W obecnej sytuacji, pierwotny deficyt budżetowy państw europejskich (bilans wpływów i wydatków rządu przed płatnością jego zobowiązań finansowych) należy utrzymać do czasu, gdy wzrost nominalnego PKB zacznie obniżać stosunek długu do PKB. W razie konieczności, stosowne będzie wyznaczenie poszczególnym państwom docelowych poziomów deficytu pierwotnego, w których będą one obowiązane się mieścić do czasu, aż ów stosunek zacznie się zbliżać do pułapu określonego w Maastricht.

Oczywiste jest, że inflacja, która pojawiłaby się równocześnie w całej Europie, byłaby prawdopodobnie operacją stosunkowo szybką i bezbolesną. Jeśli jednak docelowe limity deficytu pierwotnego będą skoncentrowane wyłącznie na tych państwach, które już doświadczają deflacji (spadku cen), to mało prawdopodobne jest, aby owa reflacja wystarczyła do zmniejszenia stosunku długu do PKB. Nastąpi wówczas długi i

mozolny okres reflacji nominalnego PKB. Europejski Bank Centralny powinien wspomóc reflację, odsuwając w czasie osiągnięcie docelowego poziomu inflacji (niezapisane zresztą w Traktacie z Maastricht), tak jak to uczynił Bank Anglii. Alternatywa dla deflacji w postaci dalszego ograniczania inflacji do zakładanego obecnie poziomu, doprowadziłaby w końcu do znacznych szkód na rynku obligacji skarbowych oraz w systemie bankowym. Wspomniane przesunięcie priorytetów makroekonomicznych oraz zmiany w sposobie działania banków centralnych są więc niezbędne dla uniknięcia serii kryzysów finansowych i gospodarczych.

Autor: Jan Toporowski

Tłumaczenie: Jerzy Paweł Listwan

Fragment książki „Dlaczego gospodarka światowa potrzebuje krachu finansowego i inne krytyczne eseje o finansach i ekonomii finansowej”

Źródło: [Le Monde diplomatique – edycja polska](#)