

KRYZYS W STREFIE EURO

Kryzys w strefie euro jest problemem, który przykuwa uwagę nie tylko polityków, ekonomistów, dziennikarzy, ale też wielu szerokich rzesz obywateli w całej Europie. Od trzech lat jest to jeden z głównych tematów debat publicznych. Istotnie, w strefie euro ujawniły się problemy finansowe i wychodzenie z tej trudnej sytuacji trwa długo. Kryzys ujawnił cały szereg nowych zjawisk, które pokazały, że strefa euro i szerzej – Unia Europejska – ma jeszcze liczne słabości.

Warto zacząć od zadania pytania: z czym właściwie mamy do czynienia? Gdy czytamy nagłówki gazet, oglądamy wiadomości w telewizji, słuchamy radia, to odnosimy wrażenie, że w strefie euro ma miejsce jakaś katastrofa, coś w rodzaju apokalipsy. Dowiadujemy się bowiem, że „strefa euro” jest właściwie na krawędzi rozpadu, że dni wspólnej waluty euro są policzone i że w ogóle cały pomysł z integracją walutową wprowadzający wspólną walutę był bezpodstawny. Taki jest dominujący przekaz medialny.

Czy rzeczywiście mamy do czynienia z kryzysem wspólnej waluty? Czy rzeczywiście mamy do czynienia z kryzysem „strefy euro” jako całości? Otóż moje przesłanie na dzień dzisiejszy jest całkiem inne. Chcę przekonywać, że pogłoski o śmierci wspólnej waluty i pogłoski o rozpadzie strefy euro są mocno przesadzone. Dlaczego tak sądzę? Zaczniemy od oceny kondycji wspólnej waluty europejskiej.

Po pierwsze, jeżeli mielibyśmy rzeczywiście do czynienia z kryzysem walutowym, to powinny wystąpić dwa typowe symptomy kryzysu: po pierwsze, szybka deprecjacja waluty, tzn. spadek jej kursu w stosunku do innych walut, po drugie, szybki wzrost stóp procentowych na aktywach nominowanych w tej walucie po to, żeby zatrzymać ucieczkę kapitału z obszaru danej waluty. Jeśli spojrzymy na wydarzenia w strefie euro, to chociaż zobaczymy szereg niepokojących zjawisk, to akurat nie mamy do czynienia ani z deprecjacją waluty, ani ze skokowym wzrostem stóp procentowych. Obserwując kurs walutowy, widzimy, że euro ma się nieźle w stosunku do innych walut. Choć w ciągu ostatnich lat mieliśmy do czynienia ze zwiększonymi wahaniami, to generalnie kurs euro wobec na przykład dolara USA jest nadal mocniejszy niż 8-10 lat temu, gdy euro wchodziło do obiegu. Pomimo obserwowanych w strefie euro kłopotów kurs euro wobec dolara utrzymuje się na mniej więcej na poziomie 1,3 dolara. W stosunku do pozostałych walut światowych euro jest także w całkiem dobrej kondycji.

Po drugie, jeśli popatrzymy na stopy procentowe, to stopy te w strefie euro są dziś na historycznie niskim, a nie na wysokim poziomie. Oznacza to, że nie mamy do czynienia z ucieczką od aktywów nominowanych w euro, nie mamy do czynienia z odpływem kapitału, ale wręcz odwrotnie – występuje napływ kapitału świadczący o dużym zaufaniu do wspólnej waluty. Główna stopa procentowa Europejskiego Banku Centralnego jest obecnie na najniższym w historii poziomie 0,75%, na podobnie

niskim poziomie są także rynkowe stopy procentowe. Na pewno nie jest to symptom kryzysu walutowego.

Nie mamy również do czynienia z kryzysem strefy euro jako całości, bo przecież strefa ta składa się aktualnie z 17 państw członkowskich i są wśród nich państwa, które radzą sobie znakomicie, np. Niemcy, a także Holandia, Finlandia czy Estonia. Oczywiście na drugim biegunie mamy kraje południa Europy, które przeżywają bardzo poważne kłopoty. Trudno więc mówić, że cała strefa euro jest w kryzysie.

Odpowiadając więc na pytanie, o jaki kryzys w Europie chodzi, możemy powiedzieć, że jest to po prostu kryzys zadłużenia suwerennego niektórych państw członkowskich strefy euro. Nie jest to nic dziwnego i niespotykanego. W ciągu ostatnich kilku dekad na świecie mieliśmy do czynienia z co najmniej 30 kryzysami zadłużenia suwerennych państw. Istnieje nawet specjalna instytucja międzynarodowa, która zajmuje się udzielaniem pomocy w takich sytuacjach, tą instytucją jest Międzynarodowy Fundusz Walutowy. Takie kryzysy zadłużenia państw suwerennych nie są czymś wyjątkowym. Wyjątkowe natomiast jest to, że do takiego kryzysu doszło w UE i to w gronie państw, które uchodzą za najbardziej rozwinięte na świecie. Kryzys ten ujawnił, że konstrukcja Unii Europejskiej, a zwłaszcza system zarządzania ekonomicznego w strefie euro, ma liczne słabości. Chcę podkreślić trzy z tych słabości.

Pierwsza z nich dotyczy braku skutecznej dyscypliny budżetowej. Wprawdzie twórcy UE byli świadomi, że istnieje możliwość nadmiernego zadłużania się rządów państw członkowskich i dlatego wprowadzili do prawa europejskiego cały szereg reguł i ograniczeń, które miały temu zapobiegać. Między innymi reguły te zakazywały państwom członkowskim realizowania deficytów budżetowych w wysokości ponad 3% PKB i zadłużać się powyżej poziomu 60% PKB. System ten okazał się nieskuteczny. Nieodpowiedzialna polityka rządów niektórych państw członkowskich, takich jak Grecja, a w mniejszym stopniu Portugalia czy Włochy, doprowadziła te kraje do kryzysu zadłużenia. W skrajnym przypadku, jakim jest Grecja, przez cały okres istnienia unii walutowej, czyli przez 13 lat, ani razu nie miała ona deficytu mniejszego niż 3%, a dług publiczny regularnie utrzymywał się powyżej 100% PKB. A zatem pierwsza słabość polega na tym, że zapisane w prawie europejskim reguły fiskalne, które miały zapobiegać nieodpowiedzialności budżetowej poszczególnych państw, nie były przestrzegane.

Drugą słabością jest to, że twórcy Unii po prostu nie przewidzieli, że potrzebny może być mechanizm, który pozwalałby utrzymywać dyscyplinę zadłużania się sektora prywatnego. To, co poprzednio mówiłem, dotyczyło zadłużenia rządów, ale w UE doszło również do nadmiernego, lekkomyślnego zadłużania się osób prywatnych i przedsiębiorstw w systemie bankowym. Taka sytuacja zaistniała przede wszystkim w Irlandii i Hiszpanii, gdzie na skutek braku odpowiedniego nadzoru nad bankami, ale też na skutek nadmiernych optymistycznych oczekiwań co do koniunktury gospodarczej w przyszłości, przedsiębiorstwa i obywatele tych państw wzięli zbyt dużo kredytów. W Hiszpanii kredyty te przeznaczone były na finansowanie szybko rozwijającego się rynku nieruchomości. Hiszpanie mieli nadzieję, że budowane na wybrzeżu hiszpańskim domy i apartamenty będą bez końca kupowane przez bogatych mieszkańców północnych krajów UE – Niemców, Brytyjczyków, Skandynawów. Okazało się, że

kiedy po kryzysie finansowym w USA w 2008 roku ów popyt się załamał, Hiszpanie zostali z ogromnymi długami zaciągniętymi w bankach i z pustymi domami, często niewykończonymi, które były budowane na podstawie zaciągniętych kredytów. W Irlandii sytuacja była nieco inna, tam banki też udzielały pożyczek na finansowanie rynku nieruchomości, ale oprócz tego inwestowały w bardzo ryzykowne papiery wartościowe, w słynne aktywa toksyczne, które były generowane głównie w Stanach Zjednoczonych.

W efekcie tych działań doszło do sytuacji, w której duża część aktywów sektora bankowego została zagrożona niewypłacalnością. W krajach, w których regulacje ostrożnościowe były zbyt liberalne lub nadzór bankowy mało skuteczny, doszło do nadmiernej ekspansji kredytów, co podważyło stabilność sektora bankowego. Rządy musiały przyjść z pomocą swoim bankom. Po bolesnych doświadczeniach, jakie przyniósł upadek banku Lehman Brothers w USA we wrześniu 2008 roku, żaden rząd na świecie nie dopuści już do upadku dużego banku. Bankructwo dużego banku ma bowiem daleko idące negatywne konsekwencje systemowe, które powodują, że taka upadłość może pogрузić w głębokiej recesji całą gospodarkę. A więc drugą słabością UE było to, że nie istniał system jednolitego nadzoru nad bankami, oraz system kontroli skali, stopnia i tempa zadłużania się sektora prywatnego w bankach.

Trzecia słabość, która wyszła na jaw w ciągu ostatnich kilku lat, to brak mechanizmu antykryzysowego. UE nie miała przepisów ani procedur na wypadek wystąpienia sytuacji, w której państwo członkowskie znalazłoby się na krawędzi niewypłacalności. Można powiedzieć, że twórcom UE zabrakło wyobraźni, nikomu po prostu nie przyszło do głowy, że państwo członkowskie strefy euro może zbankrutować. Jednak to, co wydawało się niewyobrażalne kilkanaście lat temu, dziś jest rzeczywistością. Mamy przypadek jednego bankruta w UE, którym jest Grecja, i mamy kilka państw, które walczą o utrzymanie wypłacalności.

Jak reagowała Unia Europejska na te wszystkie wydarzenia? Ocena podjętych działań nie jest jednoznaczna. Jeśli chodzi o pierwszy obszar słabości, czyli nieskuteczność systemu dyscypliny budżetowej, przypomnę, że Unia wprowadziła w ostatnich latach szereg zmian w przepisach dotyczących tej dziedziny, w tym zmian w słynnym Pakcie Stabilności i Wzrostu. Reformy te dają nadzieję na to, że w przyszłości nie powtórzy się już sytuacja, z jaką mamy do czynienia w Grecji. Wprowadzono cały szereg rozwiązań instytucjonalnych, które mają uniemożliwić nadmierne zadłużanie się rządów. Wśród nich najważniejszą rolę odgrywa tzw. „sześciopak”, który jest pakietem 6 legislacji, których ogólnym zadaniem jest wzmocnienie dyscypliny fiskalnej. Obowiązuje on w prawie unijnym od początku 2012 roku. Jednym z jego najważniejszych zapisów jest wymóg, aby państwa członkowskie wprowadziły reguły fiskalne w tej chwili obowiązujące tylko w prawie europejskim, czyli regułę deficytu 3% i długu 60%, i żeby wprowadziły te reguły fiskalne do krajowego porządku prawnego, najlepiej na poziomie konstytucyjnym. Jest to zapis, który daje dużo większe gwarancje, że w przyszłości państwa będą unikać nadmiernego zadłużenia. Jak się niestety okazało, przepisy europejskie w poszczególnych krajach nie są przez polityków krajowych przestrzegane, a mówiąc otwarcie – często są wręcz lekceważone. Gdyby reguły te zostały zapisane w krajowej konstytucji, to można by się spodziewać, że ich moc wiążąca byłaby nieporównanie większa. Przypomnę, że my mamy w Polsce taką regułę zapisaną w art. 216u. 5 polskiej konstytucji. Mówi ona, że państwowy dług publiczny nie może

być wyższy niż 60% PKB – jest to tzw. hamulec długu. Wszyscy zdajemy sprawę, że polski minister finansów nie będzie ryzykował zadłużenia się ponad 60% PKB, ponieważ związane by to było ze złamaniem konstytucji i konsekwencjami prawnymi, politycznymi, a nawet karnymi, musiałby przynajmniej stanąć przed Trybunałem Stanu. Taka sankcja skutecznie odstrasza od tego, aby wydawać za dużo pieniędzy.

Gdy wpisywaliśmy tę regułę do naszej konstytucji 15 lat temu, w Europie traktowano ją jako swoistą ekstrawagancję i prawną ciekawostkę. Obecnie zbliżone rozwiązania wchodzi do porządku konstytucyjnego wszystkich państw strefy euro. Obowiązek taki wynika także z paktu fiskalnego, który został przyjęty przez państwa europejskie w marcu tego roku i jest w tej chwili w procesie ratyfikacji przez państwa członkowskie UE. Można się spodziewać, że do końca roku zdobędzie on wymaganą liczbę ratyfikacji, tak aby wejść w życie od początku roku 2013. Pakt fiskalny (którego pełna nazwa brzmi Traktat na rzecz Stabilności, Koordynacji i Zarządzania w Unii Gospodarczo-Walutowej) podnosi zobowiązania fiskalne państw członkowskich na wyższy poziom traktatowy. Jego uzupełnieniem jest pakiet dwóch regulacji (tzw. dwupakt), który usprawnia proces koordynacji polityki fiskalnej i kontroli budżetowej w gronie państw strefy euro. Można więc zakładać, że reformy te, gdy zostaną w pełni wprowadzone w życie, skutecznie zapobiegą pojawianiu się kryzysów zadłużenia typu greckiego w przyszłości.

Również w dziedzinie wzmocnienia dyscypliny finansowej, zwłaszcza w odniesieniu do sektora prywatnego, Unia Europejska podjęła sporo nowych inicjatyw. Wiele wskazuje na to, że proponowane rozwiązania będą zapobiegać lekkomyślnej działalności kredytowej banków. Mam tu na myśli rozwiązania tworzące podstawy tzw. unii bankowej, o której mówi się w UE od kilku miesięcy. Taka unia bankowa jest oparta o pewien wspólny zestaw zapisów, a jej zasadniczym celem jest przede wszystkim ujednoczenie reguł, które muszą być przestrzegane przez banki na terytorium całej UE, ujednoczenie nadzoru nad bankami, a także utworzenie wspólnego systemu sanacji banków i wspólnego systemu gwarancji depozytów. Punktem wyjścia jest stworzenie jednolitego europejskiego nadzoru bankowego, nad którym prace są już zaawansowane i który wejdzie w życie prawdopodobnie w 2014 roku.

W ramach jednolitego systemu nadzoru chodzi o dwie sprawy. Po pierwsze o to, aby banki nie podejmowały nadmiernie ryzykownych decyzji inwestycyjnych i kredytowych. Dotyczy to m.in. odpowiednio bezpiecznej relacji kapitałów własnych do aktywów ważonych ryzykiem, odpowiedniej relacji kredytów do depozytów, oraz tworzenia buforów płynnościowych i kapitałowych na pokrycie ewentualnych strat. Zarazem metody liczenia i szacowania ryzyka na poszczególne aktywa powinny być ujednoczone w całej UE. Po drugie, chodzi o to, aby banki w UE były poddane jednolitemu nadzorowi, aby nie dochodziło do takich sytuacji jak np. w Irlandii, gdzie sektor bankowy poddany był bardzo lekkiej regulacji, a miejscowy irlandzki nadzór bankowy dawał zbyt dużą swobodę bankom. My w Polsce mamy na szczęście bardzo dobry nadzór bankowy, gdyż żaden z polskich banków nie znalazł się w kłopotach, wręcz przeciwnie – cały sektor bankowy jest jednym z najsilniejszych w całej Europie. To świadczy, że uniknęliśmy w przeszłości rozmaitych ekscesów prowadzących do podważenia stabilności sektora bankowego. I to jest dobra

wiadomość dla wszystkich, którzy trzymają pieniądze w polskim sektorze bankowym.

A więc w tej dziedzinie Unia krok po kroku rozwiązuje swoje problemy, choć w dalszym ciągu istnieje wiele kontrowersji i są różne opinie na temat poszczególnych rozwiązań. Najłatwiej będzie wprowadzić jednolity nadzór i jednolitą książkę reguł. Ten jednolity nadzór będzie umiejscowiony w Europejskim Banku Centralnym i co do tego istnieje zgoda państw członkowskich, jest również zgoda co do jednolitych reguł dotyczących zasad ostrożnościowych w sektorze bankowym. To wszystko zmniejsza radykalnie ryzyko, że w przyszłości mogą wystąpić kryzysy bankowe tego typu, z jakim mieliśmy do czynienia w Irlandii, Hiszpanii czy na zupełnie ekstremalną skalę w Islandii, która jednak nie jest częścią UE.

Jeśli chodzi o pozostałe rozwiązania z zakresu unii bankowej, są one ciągle przedmiotem dyskusji. W szczególności państwa członkowskie strefy euro nie porozumiały się jeszcze co do tego, jak powinien wyglądać system ratowania banku, który udzielił nadmiaru niespłacalnych kredytów. Nie ma też jasności, jak powinien wyglądać jednolity system gwarantowania depozytów w całej UE, w tej chwili państwa członkowskie regulują te kwestie indywidualnie.

Przejdę teraz do trzeciej głównej słabości konstrukcji unijnej, tj. do obszaru zarządzania kryzysem. Muszę powiedzieć, że – w przeciwieństwie do dwóch wcześniej omówionych kwestii – dokonania Unii w tej dziedzinie są głęboko rozczarowujące. I to jest właśnie główną przyczyną, że kryzys, który normalnie trwałby rok, co najwyżej dwa lata, w przypadku UE ciągnie się już od jesieni 2009 roku. I choć być może minąłbym się z prawdą, gdybym powiedział, że nie ma żadnych symptomów jego zakończenia, niemniej jednak to, że trwa on tak długo w sytuacji, kiedy mniej więcej wiadomo, co trzeba zrobić, aby go zakończyć, jest czymś rozczarującym i frustrującym.

W ciągu ostatniego 2,5 roku odbyło się 17 spotkań Rady Europejskiej, czyli spotkań szefów państw i rządów państw członkowskich UE. Premierzy i prezydenci spotkali się 17 razy, równoległe spotykali się również w wąskiej grupie państw strefy euro, i zastanawiali się, co począć z kryzysem. Za każdym razem wydawali krzepiące komunikaty, zapowiadali, że zrobią wszystko, żeby przezwyciężyć kryzys i żeby uratować wspólną walutę, a także ogłaszali polityczne deklaracje, że nie dopuszczą do bankructwa Grecji. I za każdym razem efekt był poniżej oczekiwań. Można to w bardzo syntetyczny sposób streścić w taki oto sposób, że to, co zrobiły rządy państw członkowskich, to było „za mało i za późno”. I rzeczywiście kryzys rozwijał się w najlepsze, po Grecji przyszła kolej na Irlandię, Portugalię, a w ubiegłym roku rynki finansowe zaatakowały również Włochy i Hiszpanię. A był nawet taki moment, że powstało ryzyko, że i inne kraje mogą paść ofiarą ataków spekulacyjnych.

Na czym polega tutaj główny problem? Z czego wynika ta niezdolność państw członkowskich do tego, żeby sobie poradzić z tym kryzysem? Kryzys finansowy jest zjawiskiem w równym stopniu ekonomicznym, jak i psychologicznym. W istocie rzeczy kluczową rolę w pojawianiu się i rozprzestrzenianiu zjawisk kryzysowych, a następnie w ich kontrolowaniu odgrywa zaufanie. Aby to naświetlić, posłużę się przykładem epizodów tzw. paniki bankowej. W sytuacji, gdyby pojawiły się pogłoski, że jakiś bank może mieć kłopoty z wypłacalnością, to w pierwszej kolejności wszyscy, którzy mają w tym banku rachunki oszczędnościowe, pobiegliby do niego i staraliby się wyjąć swoje

oszczędności. A dopiero potem pytaliby, czy to rzeczywiście prawda, że ten bank ma kłopoty. Tak właśnie zachowują się inwestorzy na rynkach finansowych. Gdy pojawia się możliwość, że jakieś państwo może zbankrutować, obligacje wyemitowane przez rząd tego państwa mogą stracić na wartości. A to znaczy, że trzeba się jak najszybciej pozbyć tych obligacji. W związku z tym pojawiają się „stadne zachowania”, które polegają na gwałtownej, panicznej wyprzedaży tych obligacji, co powoduje gwałtowny spadek ich cen i skokowy wzrost rentowności. A to z kolei oznacza, że państwa dotknięte takim epizodem paniki rynkowej muszą płacić o wiele więcej za zaciągane pożyczki. I to właśnie może doprowadzić je do bankructwa. A zatem mamy do czynienia z sytuacją, w której psychologiczny mechanizm zachowania stadnego, panicznego, nieracjonalnego może stać się mechanizmem samospełniających się obaw. Państwo, które w istocie jest fundamentalnie wypłacalne, jest w stanie obsługiwać swój dług po rozsądnych cenach i stopach procentowych, w wyniku takiej paniki rynkowej może znaleźć się na krawędzi bankructwa. Taka sytuacja miała miejsce w odniesieniu do Włoch i Hiszpanii w lecie ubiegłego roku i nadal zagraża Hiszpanii w tym roku. A zatem kluczem do zmiany sytuacji i przezwyciężenia kryzysu jest przywrócenie zaufania na rynkach. W jaki sposób? Poprzez skuteczne przekonanie inwestorów na rynku finansowym, że nie mają się czego obawiać, że żadne, a zwłaszcza duże państwo ze strefy euro nie zbankrutuje (pomijam Grecję jako szczególny przypadek, Grecja *de facto* jest już bankrutem). Jeżeli inwestorzy dadzą się przekonać i uwierzą, że żadne państwo nie zbankrutuje, to nie będą wyprzedawać obligacji rządów tych państw, a jak nie będą ich wyprzedawać, to nie będzie całego ciągu zjawisk w postaci spadku cen i wzrostu rentowności. W ten sposób kryzys zostałby zażegnany.

Taki też był zamysł przywódców państw europejskich na kolejnych szczytach UE, aby przekonać rynki finansowe, że naprawdę nie ma się czego obawiać i że żadne państwo nie zbankrutuje. Najpierw przekonywano, że Grecja nie zbankrutuje i że odzyska zdolność kredytową w ciągu 2-3 lat. Później mówiono, że zajmie to więcej czasu, ale nadal przekonywano, że Grecja nie upadnie. Wreszcie przyznano, że część długów greckich trzeba spisać na straty. Wszystkie te deklaracje były mało wiarygodne. Po pierwsze, od początku mało kto wierzył, że Grecja ze swoim długiem na poziomie 130-150% PKB może kiedykolwiek te długi spłacić bez radykalnego umorzenia dużej części zadłużenia. Po drugie, wśród państw strefy euro nie było zgodności co do tego, czy i w jakim zakresie pomagać Grecji, i różnice te były bardzo widoczne. Po trzecie, sama Grecja nie pomagała w tym procesie, nie realizując podjętych zobowiązań. Mimo to liderzy państw europejskich ciągle próbowali czarować rzeczywistość, powtarzając: „My sobie z tym doskonale damy radę”. Oczywiście tracili wiarygodność.

I dlatego pojawił się efekt domina, czyli rozprzestrzenianie się kryzysu na inne kraje i ogólny wzrost niepewności co do przyszłych losów strefy euro jako całości. Ten proces doprowadził do bardzo groźnej sytuacji. Po pierwsze uświadomił, że liderzy państw europejskich nie są w stanie poradzić sobie z kryzysem finansowym drogą uzgodnień wewnętrznych i poprzez zaprezentowanie spójnego, wykonalnego rozwiązania. Jedne państwa twierdziły, że Grecji trzeba dalej pomagać, a inne mówiły, że dość tej pomocy. Te różnice wynikały nie tylko z podziału na beneficjentów i donatorów. Na przykład Francja nalegała na dalszą pomoc krajom Południa, ponieważ to banki francuskie najwięcej zainwestowały w greckie obligacje.

Kraje Północy uważały, że dość pomagania, niech sami Grecy ponoszą konsekwencje własnych błędów z przeszłości. Europie brakowało wcześniej uzgodnionych procedur, kolejne decyzje były podejmowane na gorąco, bez strategicznego planu, a ich wdrażanie opóźniało się ze względu na brak politycznej zgody. Można powiedzieć, że oprócz kryzysu gospodarczego i kryzysu zadłużenia UE znalazła się także w kryzysie politycznym.

Tak dramatycznie wyglądała sytuacja na wiosnę 2012 roku. Od tego czasu miało jednak miejsce kilka ważnych wydarzeń, które pozwalają nieco bardziej optymistycznie patrzeć w przyszłość. Po pierwsze, zmieniła się polityka Europejskiego Banku Centralnego. Po okresie zajmowania biernej postawy EBC postanowił aktywnie włączyć się do działań stabilizujących. Na przełomie 2011 i 2012 roku przeprowadził dwie bardzo duże operacje pożyczkowe po bardzo niskich stopach procentowych (0,75%), zasilające prywatny sektor bankowy na kwotę ponad tysiąc miliardów euro w ramach tzw. „długookresowych operacji refinansowych”, czyli na okres 3 lat. Daje to bankom prywatnym dodatkową płynność i zwiększa ich poczucie bezpieczeństwa, ponieważ zmniejsza się ryzyko, że mogą zostać pozbawione środków na skutek strat, które ponoszą na innych aktywach.

W ostatnich tygodniach Europejski Bank Centralny ogłosił również, że rozpocznie nieograniczony skup obligacji włoskich, hiszpańskich i wszystkich innych krajów zagrożonych. Ta deklaracja spotkała się z entuzjastycznym przyjęciem rynków finansowych. Rentowności obligacji włoskich i hiszpańskich spadły o ponad 100 punktów bazowych. Dlaczego rynki natychmiast uwierzyły centralnemu bankowi europejskiemu, a nie uwierzyły szefom państw i rządów?

Szefowie państw i rządów przez 3 ostatnie lata byli w stanie wprowadzić tylko bardzo ograniczony system pomocy finansowej dla krajów zadłużonych. Tzw. Europejski Instrument Stabilności Finansowej dysponuje obecnie kwotą zaledwie ok. 250 miliardów euro (po uwzględnieniu pożyczek udzielonych Irlandii i Portugalii). To zapewne wystarcza, aby ratować niewielkie kraje takie jak Grecja czy Portugalia, ale to zdecydowanie za mało, by ratować takie kraje jak Hiszpania czy Włochy, ponieważ zadłużenie Włoch wynosi 1,9 biliona euro, a zadłużenie Hiszpanii prawie 800 mld euro. Dlatego deklaracje szefów państw i rządów o gotowości przyjęcia z pomocą tym krajom są niewiarygodne. Natomiast Europejski Bank Centralny jest wiarygodny, ponieważ jest jedynym na świecie „producentem” euro i może tych euro wyprodukować dowolną ilość. Rynki finansowe znakomicie zdają sobie z tego sprawę. Jeżeli Europejski Bank Centralny zapowiada, że jest gotów skupić wszystkie dostępne obligacje na rynku emitowane w euro, to wiemy, że może to zrobić.

Chcę podkreślić, że ta decyzja EBC stanowi przełom w polityce pieniężnej w europejskiej unii walutowej. Była to decyzja kontrowersyjna, ale została podjęta przez Radę Zarządzającą EBC tylko przy jednym głosie sprzeciwu. Sprzeciw padł ze strony nie byle kogo, bo prezesa niemieckiego Banku Centralnego (Bundesbanku) Jensa Weidmanna, który od wielu miesięcy zapowiadał, że nie zgodzi się na taką operację. Tym razem został przegłosowany, bo wszystkie inne państwa członkowskie zgodziły się na tę decyzję. Oczywiście Bundesbank miał swoje argumenty, niemniej jednak jestem przekonany i większość ekonomistów pewnie też, że takie doktrynalne, a nawet dogmatyczne stanowisko niemieckiego banku centralnego w obecnej sytuacji nie jest uzasadnione.

Przede wszystkim nie ma podstaw do obaw, że akcja EBC może wywołać inflację, ponieważ skup obligacji prowadzi do wzrostu podaży pieniądza gotówkowego. Ale inflacja nie rodzi się z tego, że zwiększa się podaż gotówki, inflacja powstaje wtedy, kiedy podaż szerokich agregatów pieniężnych M2 i M3 przyrasta zbyt szybko. Gotówka jest tylko częścią szerokiej podaży pieniądza, pozostałą część stanowią depozyty. Od samego wzrostu gotówki w obiegu inflacja nie rośnie. Kiedy weźmiemy pod uwagę statystyki, widzimy, podaż szerokiego pieniądza M3 w strefie euro rośnie od kilku lat wyjątkowo wolno, w tempie 2-3% rocznie. Jest to spowodowane bardzo słabym wzrostem akcji kredytowej, a bez wzrostu akcji kredytowej nie będzie przyspieszenia inflacji. Wynika z tego, że w obecnym stanie gospodarki europejskiej nie ma mowy o wzroście dużej skali depozytów, gdyż nie ruszyła jeszcze akcja kredytowa ze względu na dużą niepewność co do przyszłości. Jesteśmy właściwie w stanie stagnacji gospodarczej. To nie jest sytuacja, w której pojawiają się napięcia inflacyjne.

Innym sygnałem, który nastraja optymistycznie, jest decyzja niemieckiego trybunału konstytucyjnego, że pomoc dla innych krajów jest zgodna z niemiecką konstytucją. Zatem nic nie stoi na przeszkodzie (oczywiście na pewnych warunkach), aby nadal udzielać tej pomocy. Zdjęło to z porządku dnia potencjalnie wybuchowy problem, który wiązałby się z odmową przez Niemcy udzielania dalszej pomocy w ramach programów już wdrażanych, ewentualnie przy realizacji programów przyszłych. Do tego można dodać kilka pewnych wydarzeń napawających ostrożnym optymizmem w Europie, jak np. zwycięstwo partii względnie proeuropejskich w Holandii, jak i to, że po 3 miesiącach od wyborów grecka koalicja rządowa nadal trzyma się nieźle. Jest wreszcie wyraźny postęp, jeśli chodzi o reformowanie strefy euro i polityczną wolę jej dalszego integrowania.

Dalszy rozwój wydarzeń może przebiegać według dwóch scenariuszy. Scenariusz pesymistyczny zakłada, że dojdzie do wyraźnego pogorszenia sytuacji w Grecji lub w Hiszpanii. Nadal nie można wykluczyć, że Grecja w którymś momencie powie „dość”, i odmówi realizowania dalszych reform. Jak patrzymy na to, co dzieje się na ulicach Aten, to widzimy, że Grecy, przynajmniej tacy zwykli ludzie na ulicach, mają już serdecznie dosyć tych wszystkich cięć i oszczędności. Jednak decyzja o zaprzestaniu cięć finansowych byłaby decyzją zabójczą przede wszystkim dla samych Greków. W momencie, gdyby Grecy odmówili realizowania swoich zobowiązań, UE przestałaby pomagać im w finansowaniu zapadających długów, co oznaczałoby, że Grecja w tym samym momencie staje się bankrutem. Byłaby to katastrofa dla gospodarki greckiej, dlatego że bankructwo rządu greckiego oznacza automatyczne w ciągu 24 godzin bankructwo greckiego sektora finansowego, ponieważ to banki greckie mają w swych portfelach najwięcej obligacji swojego rządu. W obliczu tej sytuacji rząd grecki musiałby wyemitować jakąś walutę zastępczą, którą by zasilął swój system bankowy tylko po to, żeby utrzymać obieg gospodarczy, ale to oznacza wypadnięcie Grecji ze strefy euro i głęboką, długotrwałą recesję. Dla UE byłby to pewien kłopot, ale na pewno nie katastrofa. Grecja to jest tylko 2% gospodarki europejskiej. Natomiast Grecy ponieśli by z tego tytułu o wiele bardziej bolesne konsekwencje.

Nie możemy też wykluczyć, że coś złego wydarzy się w Hiszpanii, gdzie kryzysowi w sektorze bankowym towarzyszą rosnące napięcia polityczne. Banki hiszpańskie mogą upaść, skala złych długów w sektorze bankowym w Hiszpanii jest,

moim zdaniem, niedoszacowana. Na to nakładają się tendencje separatystyczne w niektórych prowincjach Hiszpanii, co stwarza dość trudną sytuację dla rządu centralnego.

To są dwa główne zagrożenia w tej chwili dla przyszłości strefy euro w perspektywie najbliższego roku. Gdyby miało miejsce któreś z wymienionych wydarzeń, nastąpi pogłębienie recesji w strefie euro. W tej chwili strefa euro jest dopiero na granicy recesji.

Gdyby jednak nic tak złego się nie stało, to pozytywne zjawiska, o których mówiłem, takie jak stworzenie zrębów unii bankowej, praktyczne zakończenie prac nad tworzeniem unii fiskalnej i gotowość europejskiego banku centralnego do aktywnego działania, spowoduje stopniowy powrót zaufania do strefy euro. Wiele wskazuje na to, że tak właśnie się stanie, i że poczynając od końca tego roku czy od początku przyszłego, strefa euro zacznie wychodzić na prostą.

Co to oznacza dla Polski? Polska jest bardzo silnie związana ze „strefą euro”, eksportujemy na rynki tej strefy mniej więcej 70% całego naszego eksportu, co stanowi ok. 1/3 całego polskiego PKB. Gwałtownie spadający popyt w strefie euro, w tym popyt na import z innych krajów, dotknął również i nasz eksport. W zeszłym roku nasz eksport rósł, rok do roku 15–17%, a teraz wyhamował do zera. To jest pierwszy kanał oddziaływania, który powoduje wyhamowanie wzrostu w polskiej gospodarce. Drugim kanałem jest kanał finansowy. Gdy mają miejsce negatywne zjawiska finansowe w strefie euro, przestaje napływać do nas kapitał – do naszych banków, na naszą giełdę, do naszej gospodarki w postaci inwestycji zagranicznych bezpośrednich, ponieważ ten kapitał staje się potrzebny we własnym kraju. Banki w strefie euro potrzebują więcej pieniędzy, żeby się dokapitalizować, stawić czoło różnym ryzykom związanym z recesją i w związku z tym ograniczają wsparcie dla swoich filii w innych krajach, m.in. w Polsce. Ten drugi kanał działania ogranicza nam dostępność zasobów finansowych i hamuje akcję kredytową w kraju. Dostęp do kredytów w Polsce jest obecnie trudniejszy niż kilka lat temu i niestety nie można liczyć na to, że ta sytuacja w krótkim czasie będzie się poprawiać. I wreszcie jest trzeci kanał oddziaływania, to wpływ ogólnej niepewności – w momencie kiedy pojawiają się trudności gospodarcze w strefie euro, inwestorzy uważają, że ucierpią kraje również otaczające i powiązane ze strefą euro. A zatem można się liczyć z tym, że również z tego powodu będzie mniej napływu kapitału z innych krajów, ze Stanów Zjednoczonych, z Japonii czy Chin.

Oczywiście, nie musi tak się stać. Wydarzenia ostatnich miesięcy stanowią podstawę do pewnego ostrożnego optymizmu. Nie chcę przez to powiedzieć, że wszystko zostało już załatwione, ale twierdzę, że państwa „strefy euro” nie mają żadnego interesu w tym, aby doprowadzić do rozpadu unii walutowej, po prostu to się nikomu nie opłaca. Niemniej jednak chcę zwrócić uwagę, że w demokracji decyzje rządów nie zawsze są zgodne z ekonomicznym racjonalizmem. Mamy przykłady w XX wieku decyzji podejmowanych przez demokratycznie powoływane rządy, które były decyzjami nie do końca zgodnymi z interesem tych krajów. Zakładając, że nie wystąpią akty zbiorowego politycznego szaleństwa w Grecji, Hiszpanii, czy być może w innych krajach – w Finlandii czy Holandii, myślę, że narasta zrozumienie tego, że rozpad strefy euro byłby niesłychanie kosztowny dla wszystkich w Europie i w związku z tym narasta determinacja, żeby ten stan rzeczy wreszcie przezwyciężyć.

Kończąc ten wykład, chcę wyrazić nadzieję, że za rok o tej porze będzie można prawdopodobnie ze znacznie większym optymizmem mówić nie tylko o perspektywach „strefy euro”, ale także przede wszystkim będziemy już wiedzieli, że polska gospodarka wychodzi na prostą, a to jest akurat coś, co powinno szczególnie interesować obecnych tu przyszłych absolwentów Uczelni, ponieważ to, jaką pracę znajdziecie po ukończeniu studiów, i jak ta praca będzie honorowana, będzie w dużym stopniu zależało od tego, jak ostatecznie kryzys w strefie euro zostanie rozwiązany i jaki wpływ sytuacja w strefie euro będzie wywierała na gospodarkę polską. Liczymy na to, że za rok sytuacja będzie znacznie lepsza.