

Czy E-obligacje uratują strefę euro?

Autor: Maciej Bitner

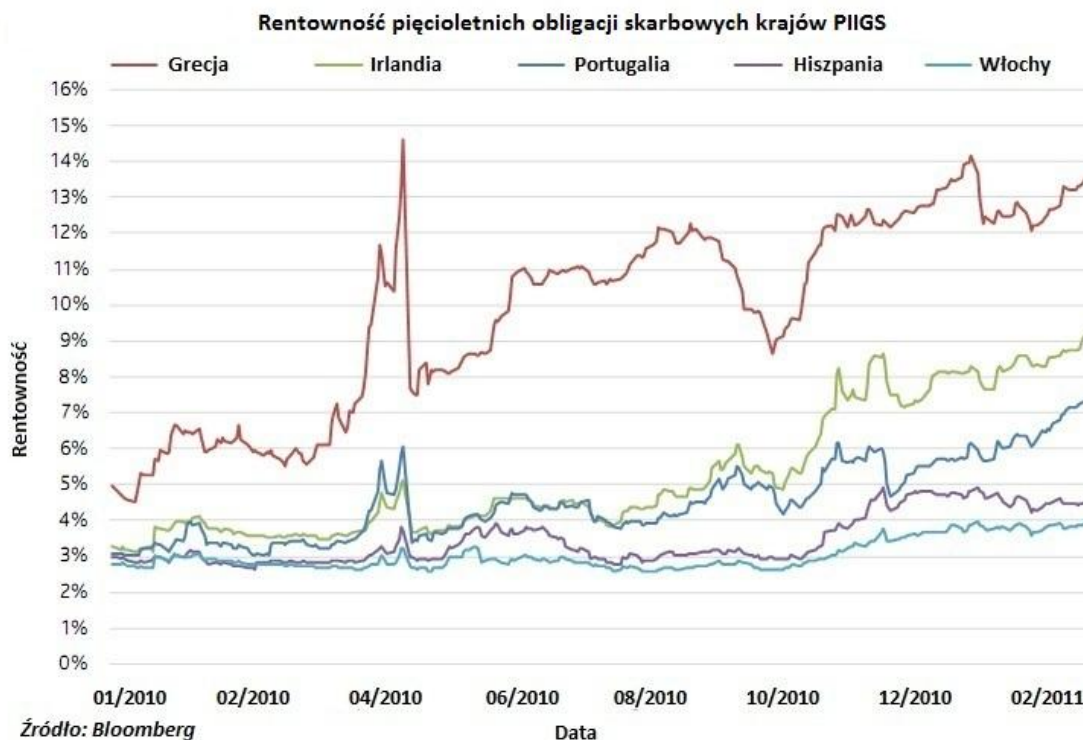
Problemy w strefie euro zostały ostatnio niemal całkowicie przysłonięte przez doniesienia z Libii i drożącą ropę. Europejska waluta umacnia się zaś na skutek zapowiedzianego przez Jeana-Claude'a Tricheta na kwiecień rozpoczęcia cyklu podwyżek stóp procentowych. Nie dajmy się jednak zmylić, że wszystko jest już w porządku. Mimo że nie mówi się o tym tak często jak w kwietniu czy w grudniu zeszłego roku, rentowność obligacji niektórych państw na peryferiach strefy euro znowu znalazła się na rekordowo wysokim poziomie. Z pewnością niedługo na nowo rozgorzeje dyskusja na temat przyczyn tego stanu rzeczy oraz możliwych środków zaradczych.



Nim to nastąpi, warto się przygotować na pewne stwierdzenia, które mogą padać ze strony lewicowych krytyków wspólnej waluty. Przekonują oni, że Unia Europejska jest za mało solidarna, dlatego przeżywa kryzysy, takie jak ten, który obecnie obserwujemy. Jednym z najwybitniejszych przedstawicieli takiego myślenia jest Paul Krugman; 14 stycznia opublikował w „International Herald Tribune” ogromny artykuł, w którym wyklada swoje poglądy na temat europejskiej unii walutowej. By zaoszczędzić czytelnikom czasu, pozwolę sobie przedłożyć tu jego najważniejsze tezy (zwłaszcza że tekst jest niedostępny w Internecie).

Amerykański ekonomista zaczyna od tego, że unia walutowa przynosi niewątpliwie korzyści. Wskazuje przede wszystkim na zmniejszenie kosztów transakcyjnych, co implikuje intensyfikację wymiany towarowej między państwami. Stwierdza jednak, że na skutek wprowadzenia euro obroty handlowe wzrosły jedynie o 10-15%, a to nie daje podstaw do mówienia w tym względzie o jakimś przełomie. Wyraźniej za to widać koszty walutowej integracji. Zdaniem

Krugmana należą do nich przede wszystkim brak możliwości dewaluacji kursu oraz wyjścia z pułapki zadłużenia za pomocą inflacji.



Autor każe nam wyobrazić sobie sytuację kraju, który przeżywał boom zakończony załamaniem. W trakcie ekspansji bardzo wzrosły płace, ale recesja doprowadziła do likwidacji wielu zbędnych miejsc pracy. Ponieważ jednak płace są nieelastyczne, pozostawieni bez pracy ludzie nie mogą znaleźć zatrudnienia – ich żądania płacowe są zbyt wygórowane w stosunku do tego, co mogą im w obecnej sytuacji zaproponować nowi pracodawcy. Podobna sytuacja ma miejsce w zakładach, które wprawdzie przetrwały kryzys, ale nie są w stanie płacić pracownikom tak dużo jak wtedy, kiedy panowała dobra koniunktura. Zamiast obniżyć płace (co jest niemożliwe, ponieważ te są nieelastyczne), zwalniają pracowników, którzy powiększają szeregi bezrobotnych. Czy można w jakiś sposób sprawić, żeby ten proces realokacji siły roboczej i dostosowania płac był mniej bolesny?

Zdaniem Krugmana odpowiedzią rządu może być dewaluacja kursu. Osłabienie krajowej waluty ułatwia problem obniżenia płac i zwiększenia konkurencyjności sektorów eksportowych – tysiące trudnych indywidualnych dostosowań zastępuje jedno pociągnięcie w skali makro. Podobny mechanizm ma zdaniem Krugmana miejsce w sytuacji zagrożenia nadmiernym, trudnym do

spłacenia zadłużeniem. Zamiast pozwalać na to, by przez gospodarkę przetoczyła się fala bankructw wzmaganych dodatkowo spadkiem cen (co podnosi realną wartość długów), wystarczy zwiększyć podaż pieniądza, by za pomocą inflacji obniżyć zadłużenie do bezpiecznego poziomu.

Unia walutowa natomiast znacząco utrudnia uruchomienie ekspansji monetarnej, za takim rozwiązaniem musi się bowiem opowiedzieć większość krajów posiadających wspólną walutę. To zaś może być niełatwe do osiągnięcia, ponieważ wspomniane trudności rzadko kiedy pojawiają się naraz we wszystkich państwach. Kraje dotknięte utratą konkurencyjności lub deflacją muszą zostać poświęcone na ołtarzu wspólnej polityki pieniężnej.

Skoro zatem posiadanie walut narodowych przynosi potencjalnie tak duże korzyści, to dlaczego nie podzielić na przykład Stanów Zjednoczonych na kilka obszarów walutowych? Krugman odpowiada na to pytanie, posługując się przykładem stanu Nevada, który podobnie jak Irlandia został dotknięty ciężką recesją związaną z pęknięciem bańki na rynku nieruchomości. Tak samo jak Zielona Wyspa należy przy tym do wspólnego obszaru walutowego i nie może prowadzić własnej polityki pieniężnej. Czy w takiej sytuacji los Nevady jest również nie do pozazdroszczenia?

Krugman uważa, że nie. Po pierwsze, Nevada łatwiej zniosła kryzys, dlatego że nie stanowił on aż takiego wyzwania dla budżetu stanowego. Z jednej strony nie trzeba było obniżać transferów socjalnych, ponieważ za większość z nich płaci rząd federalny. Z drugiej — stan Nevada nie sfinansował sam planu pomocowego dla banków, mimo że duża część poniesionych przez nie strat wiąże się z boomem na rynku domów właśnie w tym stanie. Irlandia zaś musiała drastycznie obciąć wydatki, sięgając nawet do kieszeni emerytów, co wymusiło jeszcze dalej idące dostosowania w gospodarce, a także sama sfinansowała plan ratunkowy dla swojego sektora bankowego. Po drugie, duża mobilność mieszkańców Stanów Zjednoczonych powoduje, że obywatele z łatwością mogą znaleźć pracę w innym stanie, nie czekając, aż poprawi się sytuacja w ich małej ojczyźnie. Na kontynencie europejskim, ze względu na bariery kulturowe i językowe, migracja zarobkowa ma ograniczony zasięg.

Amerykański ekonomista nie idzie jednak aż tak daleko, by doradzać dotkniętym głębokim kryzysem krajom opuszczenie unii walutowej. Uważa, że jest to niemożliwe ze względów technicznych – deklaracja o opuszczeniu strefy

euro wywołałaby runy na banki. Ewentualne zablokowanie przelewów i wypłat spowodowałoby, że na wymianie pieniędzy bardzo dużo zarobiliby ci, którzy mieli szczęście być w posiadaniu banknotów nadal przyjmowanych w strefie euro. Zamiast opuszczenia unii Krugman doradza pójście drogą amerykańską. Nie precyzuje dokładnie, co ma na myśli, jednak wydaje się, że popiera między innymi ideę E-obligacji¹.

E-obligacje to instrumenty dłużne, których emitentem miałyby być Unia Europejska i które miałyby zastąpić w części lub w całości dług krajów zagrożonych bankructwem. Za wypłatę kuponów i nominału E-obligacji odpowiadałyby solidarnie wszystkie państwa strefy euro. Dzięki temu, że gospodarki pozostałych krajów unii walutowej (wyłączywszy PIGS) są — póki co — w nienajgorszym stanie, taki instrument miałby wysoki rating i pozwoliłby znacząco obniżyć koszty obsługi długu na peryferiach strefy euro. To dałoby im czas na przeprowadzenie niezbędnych reform i zrównoważenie finansów publicznych. Pomysł E-obligacji przedłożył w grudniu premier Luksemburga, ale został on wstępnie odrzucony przez Niemcy.

Zapoznawszy się z zarysem teorii unii walutowej przedstawionej przez Krugmana, można się pokusić o wskazanie punktów, w których owa wizja odbiega od rzeczywistości. Warto to zrobić choćby dlatego, że te same argumenty, które wysuwają lewicowi ekonomiści przeciwko unii walutowej, są stosowane do zwalczania idei pieniądza towarowego.

Trudno się oprzeć wrażeniu, że Krugman przesadnie wychwala pozytywne skutki dewaluacji, a zarazem zupełnie pomija jej negatywne strony. Wahania kursu walutowego odbijają się bowiem nie tylko na cenach sprzedanych przez eksporterów produktów. Mają znaczenie dla kosztów importowanych surowców oraz podzespołów, a także dla struktury popytu i podaży dóbr krajowych. W wyniku zmiany kursu wiele dóbr staje się względnie droższych lub tańszych, co wywołuje bardzo rozległe dostosowania w całej gospodarce. Ponieważ zaś efekty dewaluacji są nietrwałe (wzrost płac i cen w kraju na skutek wzrostu podaży pieniądza koniecznego do uzyskania efektu dewaluacji powoduje, że dobra importowane stają się tańsze, a krajowi pracownicy mniej konkurencyjni), powyższy proces będzie musiał zachodzić po jakimś czasie w odwrotną stronę.

Manipulacja kursem walutowym skutkuje tym, że podejmuje się wiele inicjatyw, które są bezsensowne z punktu widzenia długofalowego rozwoju. Z

tych powodów zwolennicy dewaluacji nie postulują raczej obniżania wartości krajowego pieniądza o 80% — dla gospodarki byłby to przecież zbyt duży szok. Skąd jednak wiadomo, jak dużo ma stracić na wartości krajowa waluta? Trudno się oprzeć wrażeniu, że, wobec złożoności problemu, wszelkie wyliczenia byłyby co najmniej mało wiarygodne.

Skuteczność obniżania płac przez kurs walutowy jest wątpliwa także z innego powodu. Nie ma przecież wcale pewności, że niekonkurencyjność eksportu w interesujących rząd branżach wynika ze zbyt wysokich płac. Może być przecież tak, że pracownicy kulejącego sektora eksportowego mają komparatywną przewagę w czymś innym i powinni sobie poszukać nowej pracy. Sztuczne zwiększanie przychodów zakładu, w którym są zatrudnieni, manipulacją kursem walutowym tylko petryfikuje nieefektywną ekonomicznie sytuację.

Jeśli zaś chodzi o możliwość uwalniania się z długów za pomocą inflacji, to sama w sobie jest ona jedną z przyczyn kryzysu. Inną jest solidarność z bankrutami, do której także gorąco namawia Krugman. Czy do kłopotów sektora bankowego oraz bańki na rynku rządowego długu przyczyniła się również unia walutowa? Jeśli już, to wyłącznie pośrednio — przez brak warunków do jej sprawnego funkcjonowania. Nie mam tu jednak na myśli wspólnej polityki fiskalnej ani solidarności członków unii, lecz warunek posiadania odpowiedzialnego systemu finansowego, jakoś mało obecny w teoriach unii walutowej.. Solidarność z bankrutami może poprawić sytuację tylko na krótką metę, nie likwidując obecnego w systemie zagrożenia. Być może — paradoksalnie — to właśnie niepełnemu zintegrowaniu strefa euro zawdzięcza to, że połączone zobowiązania sektora finansowego i rządowego są w UE mniejsze niż w Stanach Zjednoczonych (164% PKB, podczas gdy w USA jest to 193% PKB).

Pozostaje więc mieć nadzieję, że dążenia do pogłębienia fałszywie rozumianej solidarności zostaną jednak powstrzymane. Wydaje się na przykład, że propozycja E-obligacji jest sprzeczna z artykułem 125 *Traktatu o funkcjonowaniu Unii Europejskiej*, który mówi wyraźnie, że „Unia nie odpowiada za zobowiązania rządów centralnych [...] Państwa Członkowskiego ani ich nie przejmuje”. Praktyce ratowania bankrutów przeczy też dotychczasowe orzecznictwo niemieckiego sądu konstytucyjnego, który w 2006 roku wydał postanowienie, że trudna sytuacja sama w sobie nie może być powodem

udzielenia wsparcia dla będącego wtedy w kłopotach landu Berlin. Jeżeli podobny wniosek zapadłby w (ciągle jeszcze nierozstrzygniętej) sprawie udzielenia pomocy Grecji, to uczestniczenie Niemiec w dalszym wspieraniu bankrutów byłoby wykluczone, co automatycznie przekreśliłoby powodzenie wszelkich planów ratunkowych. Mijmy nadzieję, że te siły w UE, które nie popierają wszechobecnego interwencjonizmu, nie polegną z kretesem w tym prawnopolitycznym starciu — chociaż przykład skupu obligacji skarbowych przez EBC, którego także zabrania *Traktat* (art. 123), nie napawa optymizmem.

¹ E-obligacje to nazwa mająca odróżnić ten instrument od euroobligacji, którym to mianem przywykło się określać obligacje emitowane poza krajem dłużnika.