

JANUSZ SAWICKI*

Gra wokół Unii Gospodarczej i Walutowej: dokąd zmierza UGW?

Wprowadzenie

Utworzenie UGW, a wraz z nią nowej światowej waluty rezerwowej spowodowało zmiany w strukturze światowego rynku kapitałowego, który rozpoczął swego rodzaju grę ze strefą euro. W artykule, wykorzystując elementy teorii gier, przedstawiamy dynamikę narastania strukturalnych problemów, które spowodowały kryzys UGW. Przedstawiamy podejmowane po wybuchu kryzysu w Grecji decyzje oddłużeniowe, rozumiane jako elementy gry sygnalizacyjnej, prowadzonej przez UGW z rynkiem kapitałowym. Analizujemy te instrumenty fiskalne i monetarne, które miały i mają doprowadzić w UGW do naprawy bilansów zarówno w sektorze publicznym, jak i finansowym, i tym samym odbudować wiarygodność kredytową strefy euro w jej relacjach z rynkiem kapitałowym. Od oceny przez rynek skuteczności instrumentów stosowanych przez Unię Europejską i MFW będzie zależeć profil gry strategicznej prowadzonej przez rynek kapitałowy ze strefą euro w najbliższych latach. W artykule wskazujemy na te czynniki, które z punktu widzenia gry prowadzonej pomiędzy UGW i rynkiem kapitałowym mogą zdestabilizować chwiejną równowagę w strefie euro, wywołując przewartościowanie wyceny wiarygodności całej UGW. Wynikiem może być rozpoczęcie kolejnej gry wewnątrz UGW, a rezultatem głęboka przebudowa struktury unii monetarnej lub jej rozpad.

1. Strukturalne problemy UGW – wynik gry z rynkiem kapitałowym

Prognozując dynamikę przyszłych wydarzeń w UGW, istotne jest prześledzenie strategii działań w grze, jaka rozgrywała się i rozgrywa pomiędzy strefą euro i oto-

* Janusz Sawicki – Instytut Badań Rynku, Konsumpcji i Koniunktur w Warszawie; e-mail: januszsyta@neostrada.pl

zeniem (głównie rynkiem kapitałowym), czy też gry prowadzonej w samej unii monetarnej. Strategia jest przepisem, algorytmem mówiącym, jaką akcję (decyzję, posunięcie) ma wybrać każda strona wzajemnych relacji (rokowań, gry) w każdym momencie, w każdej możliwej sytuacji. Strategia obu stron (graczy) powinna wobec tego określić decyzję każdego gracza po każdej historii (ciągu akcji), po której następuje jego ruch, prowadzącą do stanu równowagi. Powołanie strefy euro stworzyło dla aktywnych uczestników rynku kapitałowego dogodne warunki do wzrostu akcji kredytowej (Sawicki 2012). Centralnym ogniwem zachodzących zmian był system finansowy. Postępująca deregulacja systemu finansowego i relatywnie słaby nadzór nad coraz bardziej powiązaną międzynarodową siecią instytucji bankowych i parabankowych, rosnący zakres transakcji przy utrzymywaniu zasady *home country control*, *host country responsibilities* prowadziły do niskiej kapitalizacji, nadmiernych lewarowań czy błędnej czasowej transformacji płynności. Krótkoterminowe zobowiązania monetarnych instytucji finansowych (MFW) w UGW były w 2008 r. o 6,6 bilionów euro większe niż krótkoterminowe aktywa sektora – co stanowiło wzrost od 1999 r. o ponad 60% (Sawicki 2011). System pozwalał na wzrost zależności pomiędzy sektorem publicznym a sektorem finansowym. W krajach peryferyjnych krajowe instytucje finansowe były głównie posiadaczami rządowego długu. Zliberalizowany system finansów realnych w połączeniu z rozwijającym się systemem metafinansów (szczególnie w sektorze *shadow banking*, w transakcjach prowadzonych na instrumentach pochodnych) umożliwiał transmitowanie nadwyżek kapitałowych krajów centrum UGW (i nadwyżkowych krajów BRICS) do wielu krajów peryferyjnych.

Zakładana przez rynek finansowy *implicite* zbiorowa odpowiedzialność unii monetarnej za długi ich członków i stosowanie w praktyce zarządzania systemem finansowym neoliberalnej doktryny ekonomicznej propagowanej od początku lat 90. (najpierw w USA, a następnie w Unii Europejskiej) zwiększały skłonność do ryzyka w sektorze finansowym. W pewnym sensie kraje UGW zachłysnęły się możliwością zmniejszenia roli *exorbitant privilege of US dollar* (Eichengreen 2011) i wykorzystywania malejącego ryzyka kursowego, stopy procentowej czy ryzyka kraju dla prowadzenia coraz bardziej ryzykownych przedsięwzięć finansowanych tanim kapitałem generowanym wewnątrz UGW i na rynku światowym.

Do podstawowych politycznych błędów funkcjonowania UGW (która od początku nie była optymalną strefą walutową) należał brak zgody na wymuszanie realizacji zapisów uzgodnionych w Maastricht (inną kwestią jest sposób dochodzenia do tych zapisów czy ich ekonomiczna zasadność (Marsh 2011)). Takie działanie wynikało z przedkładania różnych interesów narodowych nad stabilność UGW. Prowadzona polityka łamała i tak słabe fundamenty stabilności finansowej, w szczególności w sektorze publicznym. Prowadzona polityka instrumentalnego wykorzystywania UGW, jako taniego sposobu zmniejszania luki popytowej czy poziomu bezrobocia, z jednej strony pozwalała rynkom traktować UGW jako gwaranta narastających zobowiązań finansowych, zwłaszcza sektora publicznego, z drugiej wywierała wpływ na sposób prowadzenia przez Komisję Europejską (w imieniu rządów krajów członkowskich) makroostrożnościowej polityki gospo-

darczej w całej Unii Europejskiej. W szczególności w UGW wyrażano *de facto* zgodę na: 1) na rosnący w gospodarce w krajów członkowskich impuls kredytowy (udział aktywów MFW w strefie euro w PKB unii walutowej wzrósł z 235% w 1999 r. do 331% w końcu 2008 r.), 2) rosnący deficyt na rachunku bieżącym bilansu płatniczego (rosnący import kapitału), który w krajach peryferyjnych wynosił w 2008 r. 47% PKB, w porównaniu z 10% w 1999 r. oraz 3) znaczną swobodę funkcjonowania sektora finansowego opartą na wierze w efektywność autoregulacji.

Szczególnie znamienny był wzrost skłonności do ryzyka, pozwalający na akumulację nierównowag w bilansach zarówno publicznych, jak i prywatnych. Aktywa MFW wzrosły o 80% więcej niż wzrósł PKB w cenach stałych. Pomimo narastających nierównowag Komisja Europejska nie podejmowała działań w celu wypracowania skutecznego sposobu wymuszania reform mających zwiększyć, szczególnie w krajach peryferyjnych, konkurencyjność i zrównoważyć dochodami rosnącą absorpcję wewnętrzną. Projekt „Agendy 2000” został praktycznie zrealizowany jedynie w Niemczech (Hartz I–IV), gdzie od 2003 r. podjęto reformy rynku pracy, wykorzystując do ich realizacji dostęp do taniego kapitału (dług sektora publicznego wzrósł w Niemczech w okresie wprowadzania reform o 6 punktów procentowych z 60,8% w 2002 r. do 66,8% w 2008 r.). Prowadzona polityka finansowa w UGW oznaczała zgodę na rozwarstwianie zamożności finansowej w sytuacji spadającej konkurencyjności gospodarek krajów peryferyjnych i rosnącej konkurencyjności krajów centrum. Od 1999 r. do 2007 r. międzynarodowa pozycja inwestycyjna krajów centrum wzrosła o około biliona euro, podczas gdy w krajach peryferyjnych deficyt netto wzrósł z 0,5 do 1,5 biliona euro. Funkcjonowanie UGW jako całości i funkcjonowanie poszczególnych gospodarek w ramach UGW zamiast zmniejszać różnice istniejące w 1999 r., przyczyniało się do wzrostu różnic w zamożności finansowej regionów Europy. Sprzyjało to wzrostowi niestabilności finansowej unii monetarnej – tym bardziej że nie istniała platforma umożliwiająca podejmowanie decyzji w przypadku kryzysu finansowego w którejś z gospodarek unii monetarnej (Sawicki 2012).

W 2008 r., po wybuchu kryzysu finansowego, obserwujemy na rynku kapitałowym brak właściwej analizy sytuacji sektora finansowego i oceny stabilności sektora publicznego w UGW. Uznano prawdopodobnie, że UGW jest na tyle stabilna, że nie grozi jej wystąpienie w sektorze publicznym sytuacji wielorakich równowag (*multiple equilibria*). Potwierdzała taką analizę rynkowa wycena długu sektora publicznego. Do końca 2009 r. np. Grecja zaciągała dług po kosztach niewiele większych od kosztów niemieckich *bundów*. W celu przezwyciężenia recesji wprowadzano więc w UGW „the European Economic Recovery Plan” (EERP¹). Zignorowano fakt, że UGW już wcześniej okazała się podatna na sytuacje kryzysowe i zawirowania na rynkach finansowych (kryzys *dot-com* spowodował spadek tempa wzrostu gospodarczego w całej UGW (luka popytowa wzrosła o 1,2 pkt.). EERP pozwolił na złagodzenie skutków kryzysu finansowego. Kosztem był szyb-

¹ <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2008:0800:FIN:EN:PDF>

ki wzrost długu publicznego w wyniku stosowania aktywnej polityki dochodowej oraz kosztownego dla budżetu sektora publicznego *bailout* niektórych sektorów prywatnych (szczególnie przedsiębiorstw finansowych). Pożyczki netto sektora publicznego przekroczyły w UGW 6% PKB. W latach 2008–2009 relacja długu sektora publicznego do PKB wzrosła w UGW o ponad 13,8 punktów procentowych – do 80,7% w końcu 2009 r. Pomimo aktywnej polityki finansowej (wydatki państwowe rosły w tych dwóch latach o 3% PKB rocznie) nie domknięto jednak luki popytowej w większości krajów UGW. W 2009 r. faktyczny poziom produkcji we wszystkich krajach strefy euro był średnio o 3,4% poniżej potencjalnego PKB (w 2010 r. wynosił minus 2,1%). Prognoza na lata 2013–2014 podana przez Ameco mówi o utrzymującej się luce popytowej średnio na poziomie 2,64% potencjalnego PKB. W 2010 r. system finansowy w UGW został zdestabilizowany. Rynek zatrzymał kredytowanie najsłabszych ogniw Unii, oczekując na reakcję UGW – decyzję w sprawie niewypłacalności niektórych członków strefy euro (Lynn 2011; Marsh 2011).

2. Decyzje antykrzysowe jako gra sygnalizacyjna prowadzona z rynkiem kapitałowym

To, co się dzieje dzisiaj w UGW, jest więc spuścizną: strukturalnych problemów w sferze realnej i finansowej, narosłych w trakcie funkcjonowania UGW, oraz pierwszych decyzji podjętych po wybuchu światowego kryzysu finansowego w celu zapobieżeniu bankructwu sektora finansowego oraz niewypłacalności niektórych członków strefy walutowej. System finansowy w krajach UGW jest wysoce wzajemnie powiązany (i jednocześnie powiązany z sektorem publicznym), co stwarza zagrożenie wywołania łańcuchowej reakcji upadłości. Prawdopodobieństwo załamania całego systemu finansowego UGW w przypadku niewypłacalności któregoś państwa będącego członkiem strefy euro, przy braku możliwości uporządkowanego wyjścia z unii walutowej, było wysokie (szczególnie w świetle doświadczeń USA, po upadku Lehman Brothers). Jak wynika z późniejszych obserwacji i analiz, operacyjna wiedza na temat wzajemnych zobowiązań na rynku międzybankowym była słaba, a duża skala transakcji pochodnych oraz konserwatywne stanowisko EBC zmusiły kraje unii monetarnej do podjęcia rozmów w sprawie ratowania zarówno gospodarki Grecji, a później i innych krajów, jak i całego systemu finansowego Unii Europejskiej decyzjami podejmowanymi *ad hoc*.

Sposób decydowania w sprawie najpierw zadłużenia Grecji, a później innych krajów peryferyjnych, oznaczał rozpoczęcie gry sygnalizacyjnej (gry z niepełną informacją) pomiędzy UGW a rynkiem finansowym. Pomijając przyczyny i sposób wyboru strategii (Wójcik, Fahrholz 2012; Sawicki 2012) podjętej przez kredytodawców i dłużników w związku z restrukturyzacją zadłużenia krajów peryferyjnych, istotne znaczenie dla realizowanych „wypłat”, tj. celów podjętego działania przez kraje UGW, miał odbiór decyzji o restrukturyzacji długu przez rynek

kapitałowy. W świecie wielości równowag (złych i dobrych) sposób sygnalizacji, jej znaczenie, wiarygodność i odczytanie przez otoczenie ma często znaczenie decydujące dla osiągnięcia zamierzonego celu (Gintis 2009).

Określmy UGW (Unia) jako gracza 1, a rynek kapitałowy (Rynek) jako gracza 2. Decyzje podejmowane od 1999 r. do wybuchu kryzysu greckiego przez poszczególne kraje oraz Komisję Europejską zmieniały stan i typ gospodarki, jaką w chwili wybuchu kryzysu była UGW. Załóżmy, że unia monetarna mogła być gospodarką typu $T_i = 1, 2$. Typ $T = 1$ oznaczałby gospodarkę, której stan w 2010 r. był jedynie wynikiem braku płynności, spowodowanym określonymi błędami zarządzania sektorem publicznym w krajach peryferyjnych i pozwalał zakończyć kryzys decyzjami *ad hoc*, np. poprzez refinansowanie zadłużenia kraju członkowskiego czy też uruchomienie rezerw wewnętrznych zadłużonego kraju ($T = 1$ jest wektorem wskaźników opisujących taką gospodarkę). UGW mogła też być gospodarką typu $T = 2$, gdzie $T = 2$ jest wektorem wskaźników opisujących gospodarkę o problemach strukturalnych, gospodarkę wymagającą innych niż *bailout* decyzji zadłużeniowych oraz fundamentalnych zmian zarządzania systemem finansowym. W związku z tym wybór strategii po wybuchu w maju 2010 r. kryzysu greckiego, a następnie kryzysu w Irlandii i Portugalii powinien korespondować z faktyczną sytuacją gospodarczą UGW (pomijając zgodność wyboru z wymogami traktatu z Maastricht). Każda z potencjalnych decyzji oznaczała bowiem przekazanie określonego sygnału do rynków finansowych.

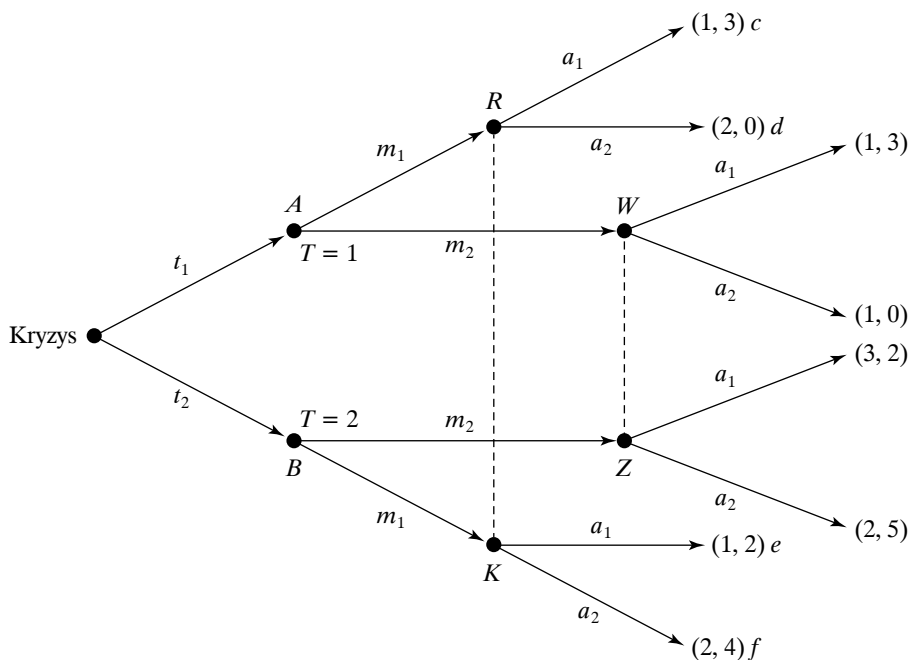
Przyjmijmy, że ze zbioru \mathbf{M} możliwych decyzji Unia rozważała dwie decyzje ms ($s = 1, 2$), gdzie m_1 oznacza refinansowanie długu, a m_2 oznacza interwencję EBC na rynku długu (żadna z tych decyzji nie był zgodna z traktatem). Możemy przyjąć, że Unia znała stan gospodarki T . Powinna bowiem potrafić określić stan nierównowagi strefy euro i na tej podstawie podjąć decyzję – wybrać ścieżkę działania t_i ($i = 1, 2$) prowadzącą do decyzji (do węzła A lub B w drzewie decyzyjnym przedstawionym na rysunku 1), której odpowiadał określony stan gospodarczy UGW. Skomplikuje analizę założenie, że Unia znała np. jedynie prawdopodobieństwo co do faktycznej kondycji finansowej strefy euro. Rynek kapitałowy nie funkcjonuje na podstawie pełnej informacji, w związku z tym inwestorzy mogli jedynie z subiektywnym apriorycznym prawdopodobieństwem określać stan gospodarki UGW czy też przyczyny powstania wielorakich równowag w sektorze publicznym w strefie euro (Blanchard 2013).

Dynamikę gry sygnalizacyjnej przedstawiamy na przykładowym drzewie decyzyjnym zilustrowanym na rysunku 1 (zob. Aliprantis, Chakrabarti 2011; Bergstrom i in. 2002; Vega-Redondo 2003).

Przyjmujemy, że obaj gracze określili apriorycznie prawdopodobieństwo (p) przypisywane do stanów gospodarki UGW $T = 1, 2$ tak, że $p(T = 1) = p$, a $p(T = 2) = (1 - p)$. Znając stan T lub prawdopodobieństwo, że UGW jest w stanie T_i , Unia wybierała decyzję ms wiedząc, że wypłata z nią związana była zależna nie tylko od stanu T_i , lecz także od decyzji rynku po otrzymaniu wysłanego przez unię sygnału ms . Rynek też wybierał własną strategię ze zbioru własnych decyzji R . Zakładamy, że zbiór ograniczał się do dwóch strategii ar ($r = 1, 2$). Strategia a_1 oznaczała

odrzućenie prawdziwości wysłanego sygnału sugerującego, że decyzja UGW prowadzi do równowagi, i w konsekwencji kontynuację przez Rynek restrykcyjnego traktowania zadłużonych gospodarek strefy euro. Strategia a_2 oznaczała akceptację, że decyzja Unii odpowiada stanowi gospodarki i normalizację warunków rynkowych w relacjach z krajami UGW. W związku z tym wypłaty (mierzone użytecznością obu graczy) były funkcją $U_i = (T_i, ms, ar)$. Wypłaty dla Unii były skorelowane z kosztami interwencji podjętej środkami publicznymi, a dla Rynku z zagrożeniem strat związanych ze spadkiem wartości aktywów (długu krajów członkowskich UGW) czy zmniejszaniem akcji kredytowej. W celu wzmocnienia sygnału dla rynku, potwierdzenia jego prawdziwości, decyzje *bailout* były wzmocniane równoległe narzucanymi krajom zadłużonym programami oszczędnościowymi.

Rysunek 1
Dynamika gry sygnalizacyjnej



Źródło: Opracowanie własne.

Do wyboru stały więc zgodnie z naszym modelem 4 czyste strategie Unii. Gracz 2 – Rynek – musiał z kolei analizować skutki każdego profilu ewentualnej strategii Unii. Rozważał więc własne strategie (mieszane) jako wynik prawdopodobieństwa wyboru przez Unię podjęcia decyzji np. m_1 w węźle A – (IIa) oraz wyboru decyzji m_1 w węźle B – (IIb). Decyzja gracza 2, czy będzie podejmował decyzje w węźle A czy B , zależy więc także od prawdopodobieństwa wyboru określonego profilu strategii przez Unię. Jeżeli przyjmiemy, że Rynek określał aprio-

ryczne prawdopodobieństwo p , że gospodarka Unii jest w stanie $T = 1$ z prawdopodobieństwem $p = 0,5$, to na tej podstawie podejmował decyzję o wyborze strategii ar . Wybór zależał od tego, w którym zbiorze informacji, $S_1\{R, K\}$ czy $S_2\{W, Z\}$ miała być podejmowana decyzja.

Przyjmujemy przykładowo, że Rynek określił, że $P(R) = q$ i $P(K) = 1 - q$ oraz że dane są wypłaty gry dla obu graczy, takie jak podane w przykładowym drzewie gry. Wtedy spodziewana wypłata gracza 2 przy podjęciu decyzji a_1 wyniesie:

$$EU_2(a_1/q) = 4q,$$

a przy podjęciu decyzji a_2 wypłata wyniesie:

$$EU_2(a_2/q) = 2(1 - q) = 2 - 2q.$$

Oznacza to, że gracz 2 (Rynek) wybierze decyzję a_1 gdy $4q > 2 - 2q$, co oznacza, że a_1 zostanie wybrane, gdy zaktualizowane prawdopodobieństwo ($P^u(R)$), że gracz 2 znajdzie się w węźle R będzie większe niż $1/3$. W przeciwnym przypadku wybierze strategię a_2 . Jeżeli $q = 1/3$, wtedy prawdopodobieństwo wyboru a_1 jest $\varepsilon \in [0, 2]$. Podobnie będzie określane prawdopodobieństwo wyboru ar w zbiorze informacji $S_2 = \{W, Z\}$. Gdy prawdopodobieństwo $P^u(W) = z > 1/2$, Rynek wybierze strategię a_1 .

Problem komplikuje się, gdy gracz 2 musi określić prawdopodobieństwo, że znajdzie się w węźle $R|S_1$ dla każdej kombinacji pary prawdopodobieństw (Πa , Πb), która definiuje profil strategiczny gracza 1. Przykładowo gdy $\Pi a = 1$ i $\Pi b = 1$ gracz 2 weryfikuje swoje subiektywne prawdopodobieństwo, że znajdzie się w zbiorze informacyjnym $S_1\{R, K\}$, które w naszym przypadku wynosi:

$$P^u(R|S_1) = 0,5 / (0,5 + 0,5) = 0,5.$$

Oczywiście prawdopodobieństwo, że gracz 2 znajdzie się z zbiorze informacyjnym $S_2\{W, Z\}$ w tym przykładzie jest równe zero. Ponieważ $P^u(R|S_1) > 1/3$, przeto Rynek wybiera strategię a_1 . Daje to wypłatę dla gracza 1, dla ścieżki $t_1 = 3$ i dla ścieżki $t_2 = 3$ oraz spodziewaną wypłatę przy założeniu, że $\Pi a = 1$ i $\Pi b = 1$, $EU_1 = 0,5 \cdot 3 + 0,5 \cdot 3 = 3$.

Trzeba zwrócić uwagę na fakt, że wynik tej gry zależy od następujących czynników: (1) poziomu apriorycznego prawdopodobieństwa przypisywanego możliwym profilom gry gracza 1 (Unii) – czyli decyzji *de facto* co do stanu gospodarki Unii i wynikającej z niej strategii gracza 1, (2) decyzji gracza 2 oraz (3) od struktury wypłat obu graczy. Porównanie wyboru decyzji wynikającej z maksymalizacji wypłaty dla gracza 2 z jego aktualizowanym prawdopodobieństwem „miejsca” wyboru decyzji wymaga analizy wielkości i struktury jego wypłat. Przyjmijmy że wypłaty wynikające ze zbioru informacyjnego S_1 są następujące: $u_2(t_1, m_1, a_1) = c$, $u_2(t_1, m_1, a_2) = d$, $u_2(t_2, m_1, a_1) = e$ oraz $u_2(t_2, m_1, a_2) = f$. W analizowanym przykładzie gracz 2 porównuje oczekiwaną wypłatę według formuły (zakładając, że jego aprioryczne prawdopodobieństwo wynosi $P(R) = q$ i $P(K) = (1 - q)$):

$$EU_2(a_1|p) = cq + e(1 - q) \text{ oraz } EU_2(a_2|q) = dq + f(1 - q).$$

Z analizy gry wynika, że aby miała ona sens (*graniczne* prawdopodobieństwo gracza 2 wynosiło $q > 0$, gdy gracz 2 podejmuje decyzję w zbiorze informacyjnym S_1), to struktura wypłat powinna spełniać warunek $\{q > (f - e) / [(f - e) - (e + d)]\}$ oraz musi zachodzić jednocześnie następująca zależność pomiędzy wielkościami wypłat dla gracza 2: $c > d$ i $f > e$, $f \neq e$ i $c \neq d$. Te formalne wymagania co do wielkości wypłat oznaczają, że spodziewane efekty (wypłaty) przypisane do każdego możliwego profilu strategii mogą być decydujące dla decyzji odnośnie do podejmowanych działań wtedy, gdy subiektywne prawdopodobieństwo stanu czy wyboru decyzji drugiego gracza jest trudne do określenia (czyli wynosi 0,5).

W grze sygnalizacyjnej gracz 1, podejmując decyzję i wysyłając sygnał, szacuje, jaką prawdopodobną decyzję podejmie gracz 2, będącą reakcją na jego własną akcję i decydującą o jego przyszłej wypłacie. Wybór decyzji przez gracza 2 zależy od jego oceny relacji pomiędzy $\Pi a \in [0, 1]$ i $\Pi b \in [0, 1]$ i wynikającej z tych relacji oceny poziomu prawdopodobieństwa $P^\mu(R|S_1)$ oraz $P^\mu(W|S_2)$. Subiektywne prawdopodobieństwo osiągnięcia określonego węzła w zbiorze informacyjnym gracza 2 poprzez jego porównanie z prawdopodobieństwem q i z określa decyzje gracza 2. Natomiast oczekiwana wypłata gracza 1 wynikająca z tej decyzji będzie zależna od prawdopodobieństwa p związanego ze stanem gospodarki T_i .

Jeżeli gracz 2 uważał, obserwując stan gospodarki w UGW, że profil strategiczny gracza 1 powinno opisywać założenie $\Pi a = 1$ i $\Pi b = 0$, oznaczałoby to, że Rynek zakładał, że w węźle A (naszego drzewa gry) gracz 1 będzie wybierał m_1 , a w węźle B nie będzie wybierał m_1 . W tej sytuacji przekonanie gracza 2, że podejmuje decyzję w węźle R i W odpowiednich zbiorów informacyjnych S_i wynosi $P^\mu(R|S_1) = 1$, a $P^\mu(W|S_2) = 0$, co oznacza w naszym przykładzie, że decyzją gracza 2 w S_1 powinien być wybór decyzji a_1 , a w S_2 decyzji a_2 . Czyli rynek powinien odrzucić decyzję o restrukturyzacji długu, a zaakceptować decyzję o interwencji EBC na rynku kapitałowym. Innymi słowy, wybór strategii gracza 2 będzie zależał od porównania warunków uzyskania maksymalnej wypłaty według prawdopodobieństwa apriorycznego i jego własnego przekonania o profilu strategii wybranej przez gracza 1.

Jeżeli aprioryczne prawdopodobieństwo co do wyboru strategii przez gracza 1 jest takie, że $p = 0 < \Pi a < 1$, wtedy przekonanie gracza 2, że podejmuje decyzje w węźle R wynosi $P^\mu(R) = \frac{\Pi a}{\Pi a + \Pi b}$, a w węźle W zbioru decyzyjnego S_2

$$P^\mu(W|S_2) = \frac{1 - \Pi a}{2 - \Pi a - \Pi b}.$$

Wybór strategii m_1 przez decydentów Unii mógł w 2010 r. wynikać z kilku powodów. Po pierwsze, traktat z Maastricht nie stwarzał możliwości wyboru strategii m_2 ; po drugie, nie potrafiono określić z istotnym prawdopodobieństwem faktycznego stanu gospodarki UGW, nieznane były koszty strategii m_2 , a niektóre państwa nie chciały też umiędzynarodowienia długu (*euro bond*); po trzecie, koszty takiego sygnału były wysokie nie tylko w wymiarze ekonomicznym. Unia mogła znać lub znała stan gospodarki, lecz postanowiła wysłać sygnał fałszywy, nieodpowiadający stanowi gospodarki, ze względów strategicznych – np. w celu osłabienia kursu euro (Rickards 2011). Nawet jeżeli stan gospodarki był zna-

ny, to prawdopodobieństwo realizacji decyzji m_2 (w związku ze znanym stanowiskiem EBC) było niskie. Decyzje UGW w sprawie wyboru strategii m_1 , czyli wysłanie sygnału, co do którego istniało wysokie prawdopodobieństwo, że nie zostanie odczytany jako prawdziwy, w świetle teorii gier nie miało sensu. Sygnał, który jest nieprawdziwy, z reguły nie jest zauważany; stąd, gdy jest on kosztowny, nie będzie wysyłany. Dlatego sygnał w postaci decyzji *bailout* uzupełniano programami reform w krajach zadłużonych czy tworzeniem w celu uwiarygodnienia informacji instytucji powołanych do obrony trwałości euro (the European Stability Mechanism – ESM czy the European Financial Stability Facility – EFSF).

Wraz z rozwojem sytuacji stawało się oczywiste, że prawdopodobieństwo podjęcia decyzji m_2 przez UGW jest niskie. Stąd Rynek szukał strategii będącej odpowiedzią na strategię m_1 , bez względu na to, w jakim stanie była gospodarka UGW. Ze stanowiska zajętego przez EBC Rynek wnioskował, że Unia nie podejmie decyzji, która spowodowałaby, że gracz 2 będzie rozważał akcje w zbiorze informacyjnym S_2 . W tej sytuacji gracz 2 zaakceptowałby decyzję UGW jedynie wtedy, gdyby wielkość wypłat związanych z taką decyzją spełniała zależność $f - e > c - d$ i $d > c$. Innymi słowy, różnica pomiędzy wypłatami (dla gracza 2) na ścieżce t_1 powinna być większa niż pomiędzy wypłatami na ścieżce t_2 , a wypłata związana z akceptacją decyzji m_1 większa niż wypłata w wyniku odrzucenia propozycji utworzenia równowagi formułowanej przez gracza 1. Decyzja w sprawie *bailout* musiałaby więc dawać jakieś specjalne, dodatkowe korzyści graczowi 2, żeby zostać testem wartości granicznej, który ustanawiał stan równowagi (*separating equilibrium*) (Spence 2001). Z takiej oceny dynamiki sytuacji i podejmowania decyzji wynika, że Unia nie powinna oczekiwać, po decyzji o restrukturyzacji długu Grecji, by Rynek podjął decyzję a_2 skutkującą powstaniem stanu równowagi w UGW.

Logikę postępowania, jaką obserwowano po wybuchu kryzysu w UGW po 2010 r., można więc podsumować następująco. W grze powtarzanej (Aliprantis, Chakrabarti 2100) gracz 1 za każdym razem wysyłał nieco zmieniony sygnał, oczekując „wybranej” przez siebie odpowiedzi drugiej strony, zmierzającej do ustanowienia *separating equilibrium* (Bergstrom i in. 2002). Jednak układ jest w równowadze tylko wtedy, gdy otrzymujący sygnał uznaje, że jego funkcja wypłaty po akceptacji sygnału jest optymalna. W związku z tym decydujący o wysłaniu sygnału (decyzji), jeżeli dąży do równowagi, powinien tak kształtować sygnał, by druga strona zareagowała zgodnie z jego przewidywaniami. Gracz 2 na tej podstawie tylko z pewnym prawdopodobieństwem może ocenić stan partnera i przekazywane informacje nie uwiarygadniały strategii Unii. W końcu UGW wraz z EBC zdecydowała o wybraniu strategii mieszanej co umożliwiło znalezienie *semi-separating equilibrium*. Należało do niej ustanowienie ESM oraz decyzja EBC w sprawie OMT (Outright Monetary Transactions), zobowiązująca bank do interwencji na rynku obligacji *sovereign*. Takie decyzje zostały zaakceptowane przez rynek. Zmniejszyła się zmienność rynku i spadły marże, pomimo ciągłego wzrostu długu sektora publicznego. Podsumowując, można więc stwierdzić, że od początku kryzysu zadłużeniowego sposób komunikowania się UGW z rynkiem finansowym do września 2012 r. nie stwarzał warunków na wyjście całej UGW z pułapki zadłużenia.

3. Mieszana strategia stosowana w grze UGW z rynkiem kapitałowym

Ponieważ decyzja o restrukturyzacji długu nie stworzyła stanu równowagi, reakcją UGW było utworzenie instytucji finansowych, mechanizmów zabezpieczenia (tworzonych z pieniędzy podatnika i MFV) jako kolejnego sygnału dla rynków o zdolności państw płatników netto do przywracania wiarygodności Unii, potwierdzającego jednocześnie jej zdolność do zarządzania kryzysem zadłużenia (stan $T = 1$). Gdyby rynek akceptował w tym przypadku proponowane rozwiązania, oznaczałoby to, że są one częścią równowagi hybrydowej, w której rynek zachowuje się różnie – raz tak, jakby większe prawdopodobieństwo przypisywał stanowi $T = 1$, innym razem $T = 2$. Jest oczywiste, że wysyłając sygnały, UGW maksymalizowała swą użyteczność przy określonym prawdopodobieństwie zachowania rynku. Z perspektywy patrząc, maksymalizacja użyteczności sprowadzała się do minimalizacji bezpośredniego zaangażowania wierzycieli, oparcia działań na gwarancjach kredytowych sektora publicznego, wierze w procesy konsolidacji finansów i efektywność reform wymuszanych na uzależnionych od pomocy finansowej gospodarkach. Zwiększanie zaangażowania środków podatników dla restrukturyzacji długu kolejnych krajów także nie było sygnałem, który ustanawiałby równowagę (*separating equilibrium*). Strukturalne problemy krajów peryferyjnych i ujawniane problemy sektora finansowego (np. prowadzone testy stresu sektora finansowego) też wzmacniały negatywne sygnały i potwierdzały słuszność oceny rynku, który uznał, że środki podjęte przez administrację (i częściowo EBC oraz MFV) nie są wystarczające, by właściwie wspierać kraje zadłużone, i nie są też właściwą odpowiedzią na strukturalne problemy UGW. To wymuszało kolejne, ale także tylko administracyjne decyzje unijne mające uwiarygodnić strategię UGW. Lecz rynek chciał otrzymać informacje, sygnał o tym, że domniemane do 2010 r. gwarancje całej Unii dla długu *sovereign* każdego kraju członkowskiego będą dotrzymane, bez względu na to, czy UGW jest typu $T = 1$ czy też typu $T = 2$.

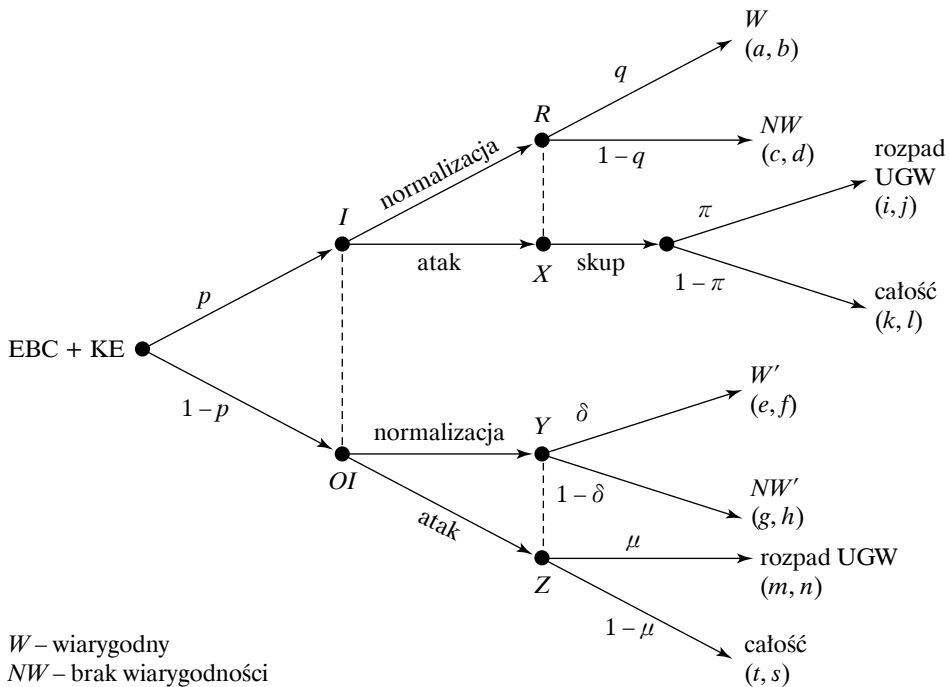
Taką informację przekazała Unia we wrześniu 2012 r. Decyzja M. Draghi w sprawie OMT była informacją, która właściwie określiła sytuację w UGW. Unia walutowa wymaga reform strukturalnych wspieranych działaniami EBC. Innymi słowy, rynek uznał, że gwarantem stabilności, przynajmniej na okres zmian strukturalnych, jest EBC. Taką decyzję rynek mógłby podjąć wcześniej, gdyby UGW mogła wysłać sygnał potwierdzający jej zdolność do gwarantowania zadłużenia *sovereign* wszystkich państw członkowskich. Lecz wysyłający sygnał zdecydował o nieujawnieniu sytuacji w UGW, o czym wspomniano wyżej. Z tych też powodów UGW znalazła się w pułapce zadłużenia, ponieważ brak zdolności do wywiązywania się z zobowiązań kredytowych przez jedno ogniwo unii monetarnej groził rozpadem całej organizacji z uwagi na brak uregulowań pozwalających na zmianę struktury podmiotowej oraz brak platformy wspólnego rozwiązywania problemów zadłużenia krajów członkowskich. Podejmowane decyzje, nawet jeżeli w ramach UGW dawały równowagę w sensie Nasha, nie prowadziły do uzyskania równowagi w stra-

tegicznej grze prowadzonej przez UGW z rynkiem kapitałowym. Refinansowanie długu, wymagało bowiem indywidualnych decyzji całej unii walutowej, prowadzenia strategicznej gry koalicyjnej (w ramach krajów centrum i peryferyjnych) itd.

Oczywiście, uzyskana we wrześniu 2012 r. równowaga może być testowana przez rynek zarówno z powodów wewnętrznych (np. społeczno-politycznych²), jak i z uwagi na rozwój sytuacji w samej UE i na rynkach światowych (wystąpienie szoku). Oceniane wtedy będą: mobilność, elastyczność ESM oraz głębokość i także elastyczność interwencji EBC w ramach OMT (m.in. z uwagi na ich warunkowość). Podejmowane w całej Unii Europejskiej coraz to nowe decyzje makroostrożnościowe, mające wpływ na równowagę wewnętrzną i zewnętrzną poszczególnych krajów, będą istotne z punktu widzenia rynku tylko wtedy, gdy będą skutecznie zmieniać strukturę i funkcjonowanie UGW i wzmacniać wiarygodność kredytową głównie w stosunku do nie-rezydentów. Z punktu prowadzonej gry pomiędzy UGW i rynkiem kapitałowym trzeba zauważyć, że w wyniku jednostronnej decyzji całej UE (z wyjątkami) makroostrożnościowe rozwiązania KE stały się integralną częścią stanu obecnej równowagi. Znaczenie tych decyzji na możliwą dynamikę sytuacji w UGW pokazuje drzewo decyzyjne przedstawione na rysunku 2.

Rysunek 2

Możliwy dalszy rozwój sytuacji w UGW



Źródło: Opracowanie własne.

² Poza Niemcami, we wszystkich krajach UGW po wybuchu kryzysu zostało zmienione kierownictwo polityczne.

Punkt EBC+KE to moment ogłoszenia przez ECB polityki OMT. Jednak z uwagi na polityczną kontrowersyjność programu nie wiadomo z $p = 1$, czy EBC będzie skupował bezwarunkowo plasowany na rynku dług. Dlatego gracz 2 (Rynek) nie wie, czy znajduje się w punkcie I (interwencja EBC), czy też w punkcie OI (np. ograniczona interwencja). Określa więc prawdopodobieństwo (*belief*) p , z jakim EBC jest w stanie I lub OI . W każdym z tych punktów zbioru informacyjnego $\{I, IO\}$ Rynek decyduje, czy normalizuje relacje kredytowe, czy też nie (prowadzi „atak”). Jeżeli gracz 2 decyduje się na normalizację, co nastąpiło pod koniec 2012 r., to musi zakładać, że gracz 1 znajduje się w punkcie R lub Y zbiorów informacyjnych $\{R, X\}$ i $\{Y, Z\}$. Od decyzji podejmowanych w ramach UGW zależy w związku z tym, czy strefa euro następnie będzie postrzegana jako wypłacalna (punkt W) czy niestabilna (niewiarygodna) – punkt NW . Rynek oczywiście będzie przypisywał do każdego ze stanów W, NW, W^*, NW^* określone prawdopodobieństwo (q, δ) , a następnie – biorąc pod uwagę uzyskaną w każdym ze zbiorów informacyjnych wypłatę $(a, b), (c, d), (e, f), (g, h)$ – wybierze w prowadzonej grze sekwencyjnej następną akcję – normalizację lub atak. Wybór ataku przez gracza 2 w punkcie I lub OI oznacza, że gracz 1 podejmie akcję skupu długu na rynku (gdy jest w punkcie I) lub będzie decydował, gdy ze względów politycznych EBC będzie wstrzymywał się od skupu, czy UGW dla utrzymania jedności strefy angażuje nowe środki, czy też ulega rozpadowi. Dla rynku kapitałowego istotna będzie wycena prawdopodobieństwa rozpadu UGW (μ, π) i związanej z nim wypłaty (i, m) oraz prawdopodobieństwo, że UGW jest w punkcie I lub OI (p). Jeżeli drzewo decyzyjne prawidłowo opisuje sekwencyjny proces gry pomiędzy UGW i rynkiem kapitałowym, to funkcjonowanie strefy jest zależne od przekonania Rynku co do: 1) determinacji EBC co do konieczności interwencji na rynku oraz 2) postępów w przywracaniu całej UGW wiarygodności kredytowej (poprzez działania w całej UE). W każdym bowiem punkcie zbioru informacyjnego $\{W, NW\}$ i $\{W^*, NW^*\}$ Rynek może rozważać normalizację lub atak. Stąd tak istotne jest, by bez względu na subiektywne prawdopodobieństwo, co do tego, w jakim stanie jest EBC (I czy OI), maksymalizować w odbiorze gracza 2 subiektywne prawdopodobieństwo q i δ , z którym unia walutowa dąży do odbudowy wiarygodności kredytowej.

W tym zakresie istotnym elementem sygnałów przekazywanych rynkom są wprowadzane, równoległe do restrukturyzacji długu, reformy systemowe, polegające na konsolidacji finansów publicznych. Programy te mają stworzyć warunki do ustabilizowania długu publicznego w krajach zadłużonych, a także w całej UE, oraz umożliwić obsługę zadłużenia (starego i nowego). Tak zwana „Trojka” (Komisja Europejska, EBC i MFW) wypracowywała programy warunkujące pomoc w refinansowaniu długu. Tak jak w przeszłości (choć po II wojnie światowej nigdy kraj należący do OECD nie negocjował restrukturyzacji swojego długu) MFW był głównym architektem pomocy finansowej, starając się, by spełnione były trzy warunki takiego porozumienia: równość traktowania, warunkowość i minimalizacja wystąpienia zjawiska zwanego pokusą nadużycia (*moral hazard*) (Sawicki 2011). W przypadku wprowadzanych programów towarzyszących restrukturyzacji długów w krajach peryferyjnych można mieć jednak kilka wątpliwości co do tego czy

tzw. złota zasada MFW w przypadku negocjowanych umów w ramach UGW była stosowana. Warunkowana pomoc MFW (a w przypadku krajów peryferyjnych – pomoc Trojki) powinna być wystarczająco wysoka, by kraje zadłużone mogły wprowadzić żądane reformy bez wpadania w głęboka recesję i jednocześnie na poziomie pozwalającym na polityczną akceptację takiej pomocy w krajach organizujących taką pomoc (Gomułka 2012). Pomoc w przypadku krajów peryferyjnych nie powinna więc ograniczać się jedynie do oferowania środków wykorzystywanych na refinansowanie zapadającego długu. Tak formułowane programy oznaczały *de facto* wymuszenie twardej polityki fiskalnej i wewnętrznej dewaluacji (m.in. cięć płacowych i emerytalnych), zakładając z jednej strony istnienie znacznych rezerw wewnętrznych dotychczas nieuruchamianych i z drugiej – funkcjonowanie relatywnie niskich mnożników fiskalnych.

Programy aplikowane przez Trojkę oparte były na dotychczasowych doświadczeniach MFW. Przyjmowały więc standardowe procedury wymagające przyjmowania założeń co do zachowania gospodarki po wprowadzeniu programu. Tymczasem wielkości mnożników branych do kalkulacji wpływu polityki konsolidacji na wielkość luki popytowej i nominalny PKB okazały się błędne i spadający szybko popyt krajowy pogarszał równowagę wewnętrzną (bezrobocie, spadek PKB, wzrost długu sektora publicznego). W końcu w opublikowanym przez IMF opracowaniu stwierdzono, że faktyczne mnożniki były większe niż wynikało to z prognoz (Blanchard, Leigh 2013). Niezgodna z prognozą reakcja gospodarek była zdaniem autorów wynikiem prowadzonej przez banki centralne polityki stóp procentowych (bliskich zeru). Dyskutowane zastrzeżenia, uwarunkowania dotyczące funkcjonowania mnożników fiskalnych (wydatkowych, dochodowych) w różnego typu gospodarkach i na różnych etapach rozwoju (Blanchard, Leigh 2013; Baum i in. 2012; Chinn 2012) dotyczyły charakteru wpływu podjętej polityki finansowej. Zauważono też, że twardą politykę finansową wprowadzano w sytuacji zupełnie odmiennej od tej, w której historycznie stosowane środki polityki finansowej dawały określone rezultaty (mnożniki, elastyczności). Istotnym zastrzeżeniem był też, niedostrzegany wcześniej fakt, że mnożniki dla całej strefy euro (gdzie mamy do czynienia ze współzależnością różnych sektorów w różnych krajach) mogą być znacznie wyższe niż dla każdego kraju osobno. Słuszność tych spostrzeżeń wykazuje rozwój sytuacji w UGW. Inną sprawą jest fakt, że wprowadzane programy były reakcją na działanie rynku, gdzie koszty długu są z reguły mocno skorelowane z programami konsolidacji finansów (Grauwe, Ji 2013).

Problem polega obecnie na taktycznej i strategicznej trudności wycofania się z nietrafionej strategii szybkiego „zaciskania pasa”. Polityka oszczędności jest bowiem częścią sygnału mieszanej strategii zastosowanej wspólnie we wrześniu 2012 r. przez administracje krajów członkowskich strefy euro i EBC. Politykę oszczędności wspierają ciągle kraje centrum (główni płatnicy netto utworzonych instrumentów wspierania gospodarek zadłużonych), uznając, że jest to opóźniona płatność za nadmierną absorpcję wewnętrzną w okresie poprzednim oraz że konsekwentna polityka finansowa powinna poprawić konkurencyjność i stworzyć (z pewnym opóźnieniem) warunki do wzrostu i obsługi długu. Oczywiście chodzi

o poprawę sytuacji finansowej krajów zadłużonych, ale także o poprawę wiarygodności całej strefy euro, w tym utrzymanie euro jako światowej waluty rezerwowej. Ponieważ nie są nawet dyskutowane sprawy szybkiego oddłużenia krajów peryferyjnych, a jedynie zahamowania wzrostu długu³, oznacza to, że prowadzona będzie polityka stabilizacji procesu rolowania zadłużenia krajów peryferyjnych. Taka polityka równowagi zewnętrznej, przy wysokim poziomie długu nie jest do utrzymania jedynie poprzez fakt, że kraje zadłużone dokonują dużych przedsięwzięć konsolidacyjnych. Do tego potrzebna była deklaracja EBC z września 2012 r. Lecz rezygnacja z polityki oszczędności, która była częścią sygnału przekazywanego rynkom kapitałowym, może oznaczać zachwianie osiągniętego *pooling equilibrium* i możliwą zmianę zachowania rynku (atak dla sprawdzenia wiarygodności deklaracji EBC z 2012 r.). Jeżeli każdy sygnał przesyłany przez jedną ze stron gry kooperacyjnej daje z określonym prawdopodobieństwem subiektywnym informacje o stanie drugiej strony, to zmiana sygnału (będącego częścią przyjętej strategii mieszanej) musi oznaczać zmianę zachowania drugiego gracza (jeżeli jego decyzje zmierzają do równowagi w sensie Nasha).

4. Problemy odzyskiwania równowagi wewnątrz UGW

Prowadzona przez Radę Europy, KE i EBC polityka gospodarcza, pomimo osiągnięcia równowagi Nasha w grze z rynkiem finansowym, nie powoduje powrotu do równowagi w całej UGW i w poszczególnych krajach Unii. Zahamowany wzrost i utrzymujące się bezrobocie (wzrost w E-17 od 2010 r. o 3,4 mln osób) utrudniają realizację reform strukturalnych. Porównując zmiany wysokości wydatków sektora publicznego (% PKB) w okresie 2010–2014 ze zmianą udziału długu sektora publicznego w PKB zauważamy w większości badanych krajów ujemną korelację (spada udział wydatków sektora publicznego w PKB i rośnie udział długu w PKB). Jednocześnie w większości dużych krajów UGW (poza Niemcami, Holandią i Portugalią) spadek wydatków sektora publicznego powodował także spadek tempa wzrostu PKB.

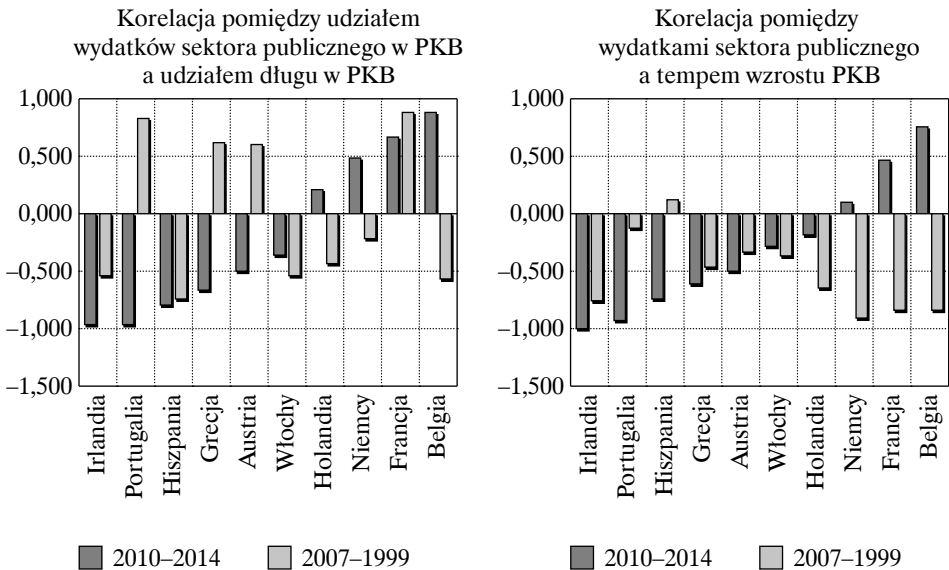
Utrzymywanie twardej polityki dochodowej utrudnia proces ożywiania gospodarki. W latach 2010–2014 dług sektora publicznego w krajach UGW rósł średnio rocznie o 5,8%, podczas gdy PKB wzrastał w całej UGW średnio o 2,0% rocznie (obraz zmian zadłużenia sektora publicznego w UGW jest jednak mocno zróżnicowany). Dochodzi do tego asymetria sytuacji finansowej i segmentacja sektora finansowego. Mając jednak na uwadze wysokość długu w większości krajów UGW, trudno oczekiwać, że rynek będzie wyceniał dług wysoko zadłużonych krajów peryferyjnych na poziomie obserwowanym przed 2010 r. CDS są zdecydowanie wyższe dla krajów centrum i gospodarek peryferyjnych w porównaniu

³ Zakłada się zmniejszenie negatywnego wpływu efektu kuli śnieżnej (dla E-17) do minus 0,5% w 2014 r. i uzyskanie dodatniego salda pierwotnego na poziomie 0,3%.

z okresem przed 2010 r. Trzeba też pamiętać, że rosnący dług publiczny w krajach peryferyjnych przed utworzeniem UGW (we Włoszech relacja dług/PKB w 1999 r. była na poziomie 113%) był zarządzany przy wykorzystaniu takich instrumentów jak dewaluacja czy monetyzacja długu, czyli instrumentów niedostępnych w unii walutowej. Po utworzeniu unii walutowej dług był natomiast relatywnie łatwo obsługiwany dzięki taniemu dostępowi do rynku długu. Średnia (arytmetyczna) długookresowej stopy procentowej w krajach peryferyjnych w latach 1988–1998 kształtowała się na poziomie 11,4%. W latach 1999–2010 średnia wynosiła 4,65%. Krótkookresowa stopa procentowa, która przed utworzeniem unii wynosiła średnio 11,85%, w latach 1999–2010 obniżyła się średnio do 3,14%. Oznacza to *ceteris paribus*, że pierwotne deficyty mogłyby być teraz dwukrotnie większe, jeżeli oceny rynkowe z okresu przedkryzysowego zostałyby utrzymane. Kwestie kosztów długu w strefie euro będą stanowiły podstawowy czynnik poziomu stabilizacji sytuacji. OMT nie spowoduje jedynie przez fakt jego ogłoszenia zunifikowania marż, jak to obserwowaliśmy przed kryzysem 2010 r. (Honohara 2013). Przeciwnie, należy oczekiwać, że w dłuższym okresie koszty kapitału, chociaż nie tak zróżnicowane jak w okresie szczytu kryzysu, będą o 2–3 punkty procentowe wyższe niż w przypadku niemieckich *bundów* dla Hiszpanii, Włoch czy jeszcze wyższe dla Portugalii, Grecji czy Irlandii.

Rysunek 3

Wydatki państwa, dług publiczny i tempo wzrostu PKB



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Ameco.

W tym miejscu pojawia się też problem relacji pomiędzy kosztem kredytu sektora publicznego (*sovereign*) a kosztami dla sektorów prywatnych. Szereg badań

(Greenlaw 2013; Gruber, Kamin 2012) wskazuje na statystyczną, nieliniową korelację pomiędzy kosztami kredytu a poziomem długu publicznego. Korelacja wskazuje na nieliniowy wzrost kosztów przy relacji długu do PKB oscylującym około 80% (szczególnie w przypadku małych krajów UGW). Wskazuje się też na rosnące prawdopodobieństwo wzrostu kosztów kapitału wraz ze wzrostem deficytu na rachunkach bieżących. Nieliniowość takich zależności powoduje, że w praktyce maleje prawdopodobieństwo określenia „punktu bifurkacji” zachowań rynku. Oznacza to, że wraz ze wzrostem długu rośnie prawdopodobieństwo ujawnienia się wielości równowag⁴. W sytuacji gdy implementacja podejmowanych w UGW reform wymaga czasu, stabilność sytuacji finansowej zależy od zdolności nie tylko krajów peryferyjnych, lecz wszystkich krajów Unii Europejskiej do rolowania istniejącego długu, w szczególności długu sektora publicznego, po akceptowanych dla danej gospodarki kosztach.

5. Obecna polityka oddłużeniowa UGW

Można przyjąć, że na obecnym etapie UGW kieruje się dwoma założeniami w polityce zadłużeniowej – „nie” dla umiędzynarodowienia „starego” długu oraz przyjęcie zasady *bail-in* zamiast *bail-out*. Ta ostatnia wynika z pragmatyzmu – dług *sovereign* i aktywa banków dużych krajów peryferyjnych są zbyt duże, by być restrukturyzowane środkami państw centrum. W tej sytuacji warunkiem utrzymania równowagi w systemie finansowym w UGW, często utożsamianej z zakończeniem kryzysu zadłużeniowego, będzie zdolność do obsługi „starego” i nowego długu sektora publicznego, w tym również szybkość procesu przejmowania długu *sovereign* z rąk instytucji finansowych przez instytucje sektora publicznego (ESM, EBC), a także zmniejszanie ekspozycji długu w rękach zagranicznych rezydentów. W grudniu 2012 r. w rękach nie-rezydentów pozostawało od 52% długu publicznego Portugalii do 36% długu Hiszpanii⁵. Dynamika procesu negocjacji zadłużeniowych spowodowała, że celem nie było szybkie zmniejszenie długu sektora publicznego (np. jego redukcja przez wierzycieli), lecz odzyskiwanie przez wszystkie kraje zdolności do obsługi istniejącego długu. Problem polega na tym, że w wielu przypadkach dług jest na wyższym poziomie niż ten, który notowano, gdy załamała się równowaga w 2010 r. Powodzenie strategii reformowania gospodarek przy wysokim poziomie długu jest więc zależne od wielu czynników, z których część ma charakter egzogeniczny i zależy od oceny przez rynek finansowy skuteczności reform (porównaj drzewo decyzyjne). Część zależy jednak np. od sposobu wyceny *sovereign* w aktywach banków, czyli od zmian sposobu sterowania sekto-

⁴ Por. „Economist” – <http://www.economist.com/blogs/freeexchange/2011/10/illustrated-euro-crisis>

⁵ Według European Banking Authority (cyt. za CIB NATIXIS – <http://cib.natixis.com/flushdoc.aspx?id=72411>) w czerwcu 2012 r. w księgach banków rezydujących w danym kraju były obligacje emitowane przez rząd kraju rezydenta odpowiednio: w Niemczech 77%, we Francji 45%, Hiszpanii 90%, Włoszech 81%, Holandii 48% .

rem finansowym w UGW. Z tej bowiem perspektywy inwestorzy lokujący środki w bankach będą uwzględniać możliwość ryzyka, że dostarczony *funding* bankowy będzie wykorzystywany do finansowania potrzeb sektora publicznego gospodarek ciągle wysoko zadłużonych. Jeżeli banki zaczną ponownie zwiększać wycenę ryzyka związanego z finansowaniem sektora publicznego (obawiając się wystąpienia stanu „mnogości równowag”), może to oznaczać przenoszenie oceny wiarygodności przypisywanej sektorowi publicznemu na sektor finansowy. Będzie to wynik wypierania przez sektor publiczny sektora prywatnego i ograniczania kredytu dla przedsiębiorstw niefinansowych. Prawdopodobieństwo takiej sytuacji wzrośnie, gdy zaczną obowiązywać nowe regulacje bankowe w UGW, a EBC zacznie hamować dostęp do taniego refinansowania systemu bankowego. Duża płynność system bankowego nie oznacza bowiem skłonności do finansowania sektora prywatnego.

Nierozwiązany problem poziomu zadłużenia wielu krajów UGW będzie stanowić słaby punkt systemu finansowego, dopóki poszczególne kraje narażone będą na efekt kuli śnieżnej. W 2012 r. roku efekt kuli śnieżnej w UGW zwiększył dług o 2,5%. Zakłada się spadek znaczenia tego efektu do 0,5% w 2014 r., przy spadku tzw. *implicit interest* o 0,3% i prognozowanym nominalnym wzroście PKB o 2,8%. Przyjęta strategia głębokich reform wraz z polityką obsługi rosnącego długu może być utrzymywana jednak jedynie przy zakładanej przez rynek aktywnej obronie stabilności sytuacji na rynku kapitałowym przez EBC oraz przy niskich kosztach kapitału na rynkach światowych, co jednak już w mniejszym stopniu zależy od EBC. Ponieważ dług *sovereign* krajów peryferyjnych jest w około 90% w posiadaniu instytucji finansowych krajów UGW (z wyjątkiem Irlandii), przeto rola EBC w prowadzeniu polityki zadłużeniowej będzie kluczowa (prawdopodobieństwo, że $p(I) \rightarrow 1$). Prowadzona od 2010 r. polityka zadłużeniowa krajów UGW nie rozwiązuje też problemu podziału kosztów, jakie powstaną w związku z antykrzysowym działaniem ESM i EBC, w szczególności gdy osiągnięta w końcu 2012 r. chwiejna równowaga byłaby testowana przez rynek kapitałowy, ujawniając ponownie powstanie wielości równowag.

Dotychczas prowadzona w UGW strategia spowodowała uspokojenie sytuacji na rynku kapitałowym. Nie uzyskano jednak poprawy sytuacji gospodarczej w całej UGW. Jedyne widoczne rezultaty to spadek deficytu na rachunku bieżącym bilansu płatniczego⁶ (oczywisty przy zmniejszeniu zadłużenia sektora prywatnego i publicznego) i nieznaczna poprawa deficytu budżetowego. Oba zdarzenia towarzyszy jednak narastające zadłużenie sektora publicznego (*snowball effect*) i wysokie bezrobocie (12,2%). Poprawa REERULC⁷ w wyniku prowadzonej polityki fiskalnej (płacowej) powoduje poprawę konkurencyjności. Wzrósł więc udział eksportu towarów i usług w PKB we wszystkich analizowanych krajach. Nie zmienił się wkład eksportu netto w PKB w krajach centrum (około 0,45%), natomiast w wyniku spadku popytu krajowego (spadek importu) wzrósł udział

⁶ Po raz pierwszy od utworzenia UGW uzyskano dodatni wynik na rachunku bieżącym bilansu płatniczego 1,75% PKB.

⁷ Efektywny kurs walutowy deflowany jednostkowymi kosztami pracy.

eksportu netto w tworzeniu PKB w krajach peryferyjnych ze średniego poziomu minus 0,5% do 2,06% w latach 2010–2013 (wg prognozy Eurostat). Nie rozwiązuje to jednak kwestii elastyczności podaży oraz niezbędnego wzrostu popytu na ofertę eksportową wśród krajów peryferyjnych oraz zdolności innowacyjnej gospodarek UGW. Wszystkie rozpatrywane kraje zwiększą według prognoz KE w okresie 2010–2014 udział eksportu w PKB. Ale w okresie 2009–2012 UGW zmniejszyła swój udział w światowym handlu towarami i usługami o 4,3%. Wszystkie rozpatrywane w artykule gospodarki zmniejszyły swój udział w handlu światowym. W latach 2009–2013, według KE, kraje peryferyjne zmniejszyły swój udział w światowym eksporcie średnio o 0,3%, a kraje centrum średnio o 0,6%.

Dalsze zwiększanie dynamiki eksportu będzie utrudnione z uwagi na rosnącą konkurencję wewnątrz UGW. Jeżeli porównamy projekcję dynamiki wzrostu eksportu krajów UGW (na lata 2013–2014) ze średnią krajów OECD, to wszystkie kraje UGW, poza Finlandią plasują się poniżej średniej OECD⁸. We wszystkich krajach UGW (poza Włochami) także *terms of trade* negatywnie wpływa na realny dochód, co będzie zmniejszało pozytywny wpływ wzrostu eksportu netto na dynamikę PKB w krajach strefy euro.

Wewnętrzna dewaluacja, która przyniosła w ostatnich latach pozytywne wyniki w eksporcie, przyczyniając się do poprawy sald na rachunkach bieżących, nie rozwiązuje jednak problemów podaży. Prowadzona przez poszczególne kraje polityka proeksportowa – wzorowana na gospodarce niemieckiej – nie odpowiada na pytanie, gdzie ma być eksportowany kapitał i bezrobocie z krajów, które dla wzrostu produkcji same potrzebują nowych inwestycji, w szczególności innowacyjnych. Jeżeli formułowane obecnie stosunkowo niezłe prognozy makroekonomiczne na 2014 r. okażą się błędne, można oczekiwać ponownego testowania przez rynki kapitałowe poziomu odporności UGW na stres finansowy.

6. Rola EBC w utrzymaniu stabilności finansowej UGW

Działania podjęte przez EBC od wybuchu światowego kryzysu finansowego zmierzające głównie do poprawy płynności sektora finansowego – redukcja stóp procentowych, dwie transze *Long Term Refinancing Operations* (gdzie zaangażowano ponad 1 bilion euro), bardziej swobodne zasady stosowania ELA, zmniejszanie wymagań co do zabezpieczeń operacji *repo*, czy w końcu decyzja o OMT (*Outright Monetary Transactions*) – miały nie tylko stanowić uzupełnienie działań administracji związanych z kryzysem zadłużenia, lecz również umożliwić wzrost podaży kredytu i aktywności sektora prywatnego. Pomimo tych działań nie obserwujemy zmiany skłonności do kredytowania sektora prywatnego. W pierwszej połowie 2013 r. wielkość udzielonych kredytów zmniejszyła się, utrzymują się wysokie koszty kredytów w krajach peryferyjnych (znacznie powyżej kosztów kredytu w Niem-

⁸ „OECD Economic Outlook” 2012, nr 2(92).

czech i we Francji). Decyzjom EBC, które zwiększały płynność systemu finansowego i obniżały cenę pieniądza, towarzyszyły od pewnego czasu poszukiwania właściwych makroostrożnościowych instrumentów i procedur mających usprawnić zarządzanie finansami w UE⁹. Dotyczyły one: a) warunków określających poziom stabilność finansowej, b) metod automatycznego dyscyplinowania gospodarek (sektorów), c) sposobu wykluczenia z UGW oraz d) zmiany sposobu tworzenia, wysokości i struktury budżetu UGW (Asmussen 2013). W związku ze sprzecznością pomiędzy obecnym poziomem demokratycznej legitymizacji UE a pożądanym stopniem zdolności egzekwowania podejmowanych decyzji, proponowane *Policy Guidelines* są jednak w praktyce znacznie ograniczane. Wynika to z trzech powodów:

- niedostatecznego mandatu KE,
- braku analitycznej zdolności do oceny polityki prowadzonej przez każdy kraj na podstawie własnych rozwiązań i zapisów budżetowych,
- braku skutecznych instrumentów kontroli i przymusu.

Decyzje KE co do reformowania struktury umowy z Maastricht nie spowodowały powrotu do stanu równowagi w grze prowadzonej pomiędzy UGW a rynkiem kapitałowych. Jednocześnie implementacja semestru europejskiego, europejski nadzór bankowy, rozszerzenie zadań EMS, opublikowany we wrześniu 2012 r. przez Komisję Europejską SSM – *Single Supervisory Mechanism* (później CRR – *Capital Requirements Regulation* i CRD-IV – *the Fourth Capital Requirements Directive*) system rezolucji (SRM – *Single Resolution Mechanism*), gwarancji (DGS – *deposit guarantee scheme*), wzmocniony nadzór budżetowy itp. – nie są rozwiązaniami nawet zbliżonymi do postulatów A. Merkel z lutego 2011 r. (Overtveldt 2011) (rezygnacja z indeksacji płac, wspólna baza CIT, reforma emerytur, reżim kryzysowy dla systemu finansowego, wprowadzenie ograniczeń zadłużenia sektora publicznego do konstytucji, wprowadzenie automatyzmu karania za nieprzestrzeganie przyjętych reguł czy ułatwienia w uznawaniu dyplomów szkół wyższych). Postulaty te pokazywały kierunek przemian mających ustrzec przed błędami poprzedniej dekady. Efektem dotychczasowych negocjacji jest przyjęcie w grudniu 2012 r. planu działania mającego prowadzić do utworzenia faktycznej (pełnej) Unii Gospodarczej i Walutowej (*genuine EMU*), planu obejmującego zarówno działania w zakresie integracji ram finansowych, jak i ram budżetowych. Problem polega na tym, że ten plan jest jedynie pewnym pomysłem politycznym. Swego rodzaju nadbudową nad SGP, TSCG (*Treaty on Stability, Coordination and Governance*) i sześciopakiem jest uchwalony w marcu 2013 r. tzw. gospodarczy „dwupak”, który ma nie tylko wzmocnić zarządzanie sferę finansową, ale i pomóc wzrostowi gospodarcemu.

Proponowane reformy, choć ogólnie akceptowane co do kierunku, nie rozwiązują kwestii co najmniej kilku problemów związanych z makroostrożnościowym funkcjonowaniem UGW: *home country control – host country responsibilities*,

⁹ Uzgodniony w grudniu 2011 r. *Treaty on Stability, Coordination and Governance (fiscal compact)* został podpisany 1 marca 2012 r. przez 25 krajów UE.

dualizmu odpowiedzialności pomiędzy instytucjami unijnymi a krajowymi, harmonogramu wprowadzenia nowych rozwiązań regulacyjnych. Brakuje też wprowadzenia postanowień TSCG do prawa unijnego, zgody na automatyzm sankcji za łamanie postanowień czy uporządkowania (ujednoczenia) sposobu konstruowania budżetów narodowych, zarówno od strony ujęcia memoriałowego czy też gotówkowego, jak i precyzyjnego określenia takich kategorii jak np. *stock flow adjustments*.

Przyczyny takiego stanu rzeczy można zdefiniować następująco:

- brak warunków dla uzyskania pewności, że nowe regulacje unijne o charakterze norm planistycznych nie spowodują podobnych wyników jak poprzednio;
- mała skuteczność polityki makroostrożnościowej w wyniku słabości decyzyjnej KE;
- wątpliwości co do merytorycznej zasadności polityki semestru europejskiego – tj. procedury korygowania struktury budżetu;
- wydłużający się okres wprowadzania nowych regulacji bankowych oraz brak zgody na wspólne rozwiązania co do rezolucji i gwarancji hamują wzrost kredytu i utrudniają wzrost gospodarczy;
- ciągle wysoki dług sektora publicznego wielu krajów peryferyjnych stwarza niebezpieczeństwo wystąpienia wielośći równowag – jak w 2010 r.

Patrząc z punktu widzenia taktyki oddłużeniowej, prowadzona obecnie polityka konsolidacji fiskalnej nie optymalizuje relacji pomiędzy *implicit interest* a wzrostem gospodarczym w zadłużonych krajach. Wynika to z jednej strony z nadmiernego usztywnienia parametrów oceny makroostrożnościowej prowadzonej przez KE, a z drugiej strony – z dość automatycznej oceny zmian w finansach państw członkowskich. W związku z tym Komisja Europejska w celu łagodzenia sztywności ocen deficytów nominalnych wprowadza np. oceny deficytu strukturalnego (wysiłek fiskalny, strukturalny) oparte na własnych modelach, własnych szacunkach elastyczności itp. Komplikuje to przejrzystość ocen i rekomendacji, stwarzając możliwość dowolnej interpretacji przez dany kraj zobowiązań wobec KE oraz utrudnia demokratyczną ocenę prowadzonej polityki w danym kraju. Niemiecka doktryna, że każda konsolidacja fiskalna w końcu przynosi możliwość wzrostu produkcji, nie bierze pod uwagę doświadczeń Niemiec z okresu wprowadzania Agendy 2000. Natomiast prowadzone reformy rynku pracy, rozwiązań socjalnych itd., przy jednoczesnym *deleverage* sektora publicznego i prywatnego, będą napotykać ograniczenia polityczno-społeczne (bezrobocie w czerwcu 2013 r. wynosiło 12,2%).

W UGW obecny poziom zadłużenia wszystkich sektorów – w większości krajów – oraz utrzymujące się problemy z uzyskaniem równowagi pomiędzy deklarowaną polityką dochodową (konsolidacją finansów publicznych) a tempem zmian stosunku zadłużenia sektora publicznego do PKB ograniczają potencjał wzrostowy, a wraz z pogarszającą się strukturą demograficzną ujawniają istnienie wysokiego strukturalnego bezrobocia. Pomimo tego, że UGW jako jednolity organizm gospodarczy ciągle cechuje: niski dług zagraniczny netto (ok. 12% PKB), rosnący dodatni rachunek bieżący bilansu płatniczego (eksport kapitału), niskie marże

swapowe (EIB, EFSF, EFSM), spadająca stopa inwestycji prywatnych (ok. 5% w 2013 r.) i rosnący poziom samofinansowania przedsiębiorstw niefinansowych nie ma zgody na sposób uruchomienia tego wspólnego potencjału – np. poprzez uruchamianie wspólnych przedsięwzięć infrastrukturalnych. Pilotażowe *project bonds* EBI (w Belgii, Włoszech, Hiszpanii, Słowacji) są dopiero pierwszą próbą wspólnego finansowania projektów infrastrukturalnych z wykorzystaniem środków całego rynku finansowego. Ciągłe dominują obawy krajów centrum odnośnie do możliwego wystąpienia zjawiska politycznego *moral hazard*.

Jeżeli federalizm fiskalny, nawet w formie umiędzynarodowienia (części) zadłużenia publicznego nie jest możliwy, to rozwiązaniem *second best* nie jest pozostawienie decyzji w sprawie szczegółowego kierowania finansami krajów w rękach administracji Brukseli. Kierowanie przez KE indywidualnie formułowanymi decyzjami finansowymi adresowanymi do każdego z 28 krajów UE musi mieć ogólny, często stochastyczny charakter. Zamiast przekazywania decyzji w ręce brukselskiej „Komisji Planowania” należałoby dążyć np. do ujednoczenia zasad zarządzania finansami państwa, zasad budżetowania (zasady memoriałowe czy kasowe itp.), uniformizacji pewnych rozwiązań fiskalnych, zmierzając także w kierunku wspomnianego paktu o konkurencyjności proponowanego przez A. Merkel w 2011 r. Natomiast głosy zachęcające kraje centrum do diametralnej zmiany ich polityki dochodowej w celu wzmocnienia jedności UGW abstrahują od dynamiki dotychczas prowadzonej gry strategicznej zarówno wewnątrz UGW, jak i pomiędzy UGW a otoczeniem. Podstawową sprawą, poza konsolidacją finansów publicznych, jest sposób zarządzania całym sektorem finansowym poszczególnych gospodarek i UGW jako całości – sektorem publicznym i sektorem finansowym. Dług (prywatny i publiczny) został wykreowany przez instytucje finansowe za zgodą władz publicznych, władz nadzoru finansowego, a także przez sektor para-bankowy (*shadow banking* w UGW obejmuje 50% aktywów sektora bankowego). Trzeba więc podjąć próbę uzyskania większej spójności unii walutowej poprzez uporządkowanie sektora finansowego w skali UGW i zmniejszenie jego związków z sektorem publicznym (zredukowanie korelacji pomiędzy ryzykiem *sovereign* a ryzykiem bankowym¹⁰). Jest to próba trudna, bo musi pogodzić często różne indywidualne interesy głównych aktorów, a jej rezultat wpłynie na zdolność systemu do kredytowego finansowania wzrostu. W krajach UGW, podobnie jak w innych krajach rozwiniętych, wzrost produkcji został w pewnym sensie uzależniony od dostępu do zewnętrznych źródeł finansowania. Relacja kredytu w gospodarce UGW do PKB wzrosła z 137% w 1999 r. do 196% w 2010 r. Elastyczność dochodowa kredytu (obliczana na podstawie przyrostów obu szeregów) rosła od 2005 r. do 2009 r., a od 2010 r. maleje (w 2010 r. i 2012 r. była ujemna). Chodzi zarówno o poziom kredytu w relacji do PKB, jak i strumień przyrostu kredytu (tzw. akcelerator kredytowy). Natomiast wydłużający się proces tworzenia nowych regulacji (w ramach tworzonej unii bankowej mającej zmienić profil ryzyka sektora finansowego) bę-

¹⁰ Wymagałoby to określania wag płynności i bezpieczeństwa dla długu sektora publicznego w aktywach bilansów instytucji finansowych.