

JERZY OSIATYŃSKI*

Czy trwale wypełnianie kryteriów konwergencji z Maastricht musi zapewniać korzyści gospodarce?*

Kryteria z Maastricht nie mają charakteru praw czy reguł, które dałoby się wprowadzić z jakiegokolwiek doktryny ekonomicznej. Nawet w stosunku do kryteriów fiskalnych, tj. relacji deficytu do PKB i długu do PKB, można co najwyżej wykazać ich wzajemny związek i powiązanie z tempem wzrostu PKB, ale ich konkretne numeryczne wartości, 3% PKB dla deficytu i 60% dla długu, na gruncie teorii ekonomii w żaden sposób nie dają się uzasadnić. To samo dotyczy kryteriów monetarnych – konkretnej wielkości celu inflacyjnego czy stopy oprocentowania 10-letnich papierów skarbowych. Są więc one raczej jak boje wytyczające kurs nawigacji w celu zapewnienia spójności polityki fiskalnej z pieniążną.

Większość ekonomistów, polityków gospodarczych i publicystów uważa, że bez względu na termin gotowości Polski do wprowadzenia euro możliwie najszybsze wypełnienie nominalnych kryteriów Maastricht, a zwłaszcza kryteriów fiskalnych, bezwarunkowo będzie dobrze służyć polskiej gospodarce. Zgadając się co do potrzeby zapewnienia spójności między polityką pieniążną i fiskalną, jak i co do rzeczywistych ograniczeń w zakresie zwiększania relacji długu publicznego do PKB, pogląd ten uważam za dyskusyjny, a w niektórych warunkach błędny.

1. Dlaczego spełnienie kryterium deficytu nie zawsze musi być korzystne?

1.1. Podstawowa tożsamość rachunków narodowych¹

Dobra i usługi wyprodukowane w danym roku, czyli PKB plus wartość szeroko rozumianego importu M (który obejmuje tu wszystkie rozchody na rachunku bieżącym bilansu płatniczego), są nabywane przez gospodarstwa domowe (prywatna

* Prof. dr hab. Jerzy Osiatyński – Wyższa Szkoła Finansów i Prawa w Bielsku-Białej, Instytut Nauk Ekonomicznych PAN; e-mail: jerzy.osiatynski@sejm.gov.pl

** Bardzo dziękuję profesorowi Kazimierzowi Łaskiemu za uwagi do wcześniejszych wersji tego artykułu.

¹ Szersza dyskusja wykorzystanych tu ram analitycznych – zob. K. Łaski i J. Osiatyński (2013).

konsumpcja CP), przedsiębiorstwa prywatne (inwestycje prywatne IP), państwo (G) oraz zagranicę (szeroko rozumiany eksport X , który obejmuje tu wszystkie przychody na rachunku bieżącym bilansu płatniczego):

$$Y + M = CP + IP + G + X. \quad (1)$$

Odejmując obustronnie podatki netto T oraz import M , otrzymujemy:

$$Y - T = CP + IP + (G - T) + (X - M) \quad (2)$$

Lewa strona (2) to dochody do dyspozycji sektora prywatnego, a jego prawa strona to całkowity popyt będący sumą: a) popytu sektora prywatnego, $CP + IP$, b) popytu sektora rządowego, $G - T$ (gdzie $G - T$ to D , deficyt budżetowy, a więc przyrost zadłużenia sektora rządowego), c) nadwyżki obrotów bieżących, $X - M > 0$, lub deficytu obrotów bieżących, $X - M < 0$; różnicę $X - M$ oznaczymy przez E .

Odejmując od obu stron CP , po lewej stronie (2) otrzymujemy oszczędności sektora prywatnego SP (tj. jego dochody do dyspozycji minus jego konsumpcję). Mamy więc: $SP = IP + D + E$ lub

$$SP - IP = D + E, \quad (3)$$

czyli różnica między oszczędnościami prywatnymi SP i prywatnymi inwestycjami IP z definicji równa się sumie różnic między wydatkami i dochodami rządu D oraz między przychodami i rozchodami na rachunku bieżącym bilansu płatniczego E . Innymi słowy, różnica między prywatnymi oszczędnościami i prywatnymi inwestycjami musi się definicyjnie równać sumie salda rachunku bieżącego i deficytu budżetowego (lub nadwyżki budżetowej). Równanie (3) reprezentuje związek między bilansami finansowymi trzech sektorów i ma krytyczne znaczenie dla zrozumienia różnych konsekwencji pierwszego fiskalnego kryterium Maastricht, dotyczącego deficytu sektora publicznego.

1.2. Prywatne oszczędności i prywatne inwestycje

W większości krajów, w tym w Polsce, występuje długofalowa tendencja do nadwyżki prywatnych oszczędności nad prywatnymi inwestycjami. Tendencja ta jest wynikiem wielu czynników. Przedsiębiorstwa na ogół inwestują więcej niż ich nierozdzielone zyski brutto, zapożyczając się w sektorze gospodarstw domowych. Te jednak oszczędzają z reguły więcej niż przedsiębiorstwa chcą pożyczyć². Po stronie gospodarstw domowych wynika to z kolei ze względów demograficznych i oszczędzania na starość czy wypadek choroby, a także ze względu na polaryzację

² W ostatnich latach w Polsce ta tendencja się odwróciła: relacja oszczędności gospodarstw domowych do PKB bardzo się obniżyła, natomiast znacznie wzrosła relacja do PKB nierozdzielnych i niezainwestowanych w kapitał trwały zysków przedsiębiorstw. Gospodarstwa domowe oszczędzają znacznie mniejszą część swoich dochodów, a firmy inwestują znacznie mniej niż wynoszą ich nierozdzielone zyski łącznie z amortyzacją. W niczym nie narusza to jednak podstawowej nierówności: oszczędności prywatne ogółem są stale większe niż prywatne inwestycje.

dochodów w kierunku wzrostu udziałów najzamożniejszych gospodarstw domowych (im wyższe dochody, tym większy w nich udział oszczędności). Z drugiej strony, inwestycje prywatne przedsiębiorstw zależą od postępu technicznego oraz rentowności inwestycji, a w nowszych czasach także dodatkowo cierpią wskutek spadku optymizmu przedsiębiorców co do przyszłej długoterminowej rentowności inwestycji, także wskutek postępującej finansjalizacji, obecnie zaś wskutek oczekiwanego nasilenia się tendencji stagnacyjnych w gospodarce światowej.

Obok tego długofalowego trendu na nadwyżkę prywatnych oszczędności po 2007 r. wpływają dodatkowe czynniki związane z delewarowaniem sektora prywatnego, to jest z obniżaniem relacji jego zadłużenia w stosunku do aktywów. Jest to zrozumiałe zważywszy, że u źródeł kryzysu 2007 r. leżało nadmierne zadłużenie gospodarstw domowych, przedsiębiorstw i banków. Zmniejszając zadłużenie, sektor ten zwiększa swoje oszczędności i bardzo ostrożnie inwestuje. Łącznym efektem trendu oraz wydarzeń ostatnich lat jest wzrost nadwyżki prywatnych oszczędności nad prywatnymi inwestycjami.

Decyzje inwestycyjne przedsiębiorców są więc skomplikowaną funkcją wielu wspomnianych wyżej czynników, które są wszakże inne niż te, które determinują decyzje co do pożądaných oszczędności, zwłaszcza oszczędności gospodarstw domowych. Decyzje o prywatnym oszczędzaniu są autonomiczne w stosunku do decyzji o prywatnym inwestowaniu i błędne jest wyobrażenie, że każdy oszczędzający jakby „na smyczy” prowadzi ze sobą inwestora, który tylko czyha na jego oszczędności, aby natychmiast je zainwestować. Jakkolwiek *post factum* zarówno inwestycje, jak i oszczędności są nieskonsumowaną częścią dochodu narodowego, i z definicji muszą być sobie równe, problem leży w tym, w jaki sposób dochodzi do tej równowagi, kiedy niekoniecznie te same podmioty oszczędzają, niż te, które inwestują, a czynniki wyznaczające rozmiary inwestycji i oszczędności są w znacznym stopniu od siebie niezależne.

Gdyby przedsiębiorstwa dostosowywały wielkość swojej produkcji bieżąco do możliwości zbytu, wtedy przy danych inwestycjach prywatnych i danej stopie oszczędności całkowita podaż zostałaby sprzedana. Kiedy jednak takiego bieżącego dostosowania brak i kiedy pożądanę prywatne oszczędności są większe niż rzeczywiste prywatne inwestycje, wówczas część produkcji nie zostanie sprzedana i odłoży się w niechcianych zapasach. Wywoła to spadek produkcji i zatrudnienia, a wobec tego także dochodów prywatnych. Te procesy będą trwały dopóty, dopóki oszczędności nie zrównają się z inwestycjami przy odpowiednio niższym poziomie produkcji, zatrudnienia i dochodów.

Nierówność $SP > IP$ nie jest bynajmniej jakimś ogólnym prawem dającym się wyprowadzić z teorii ekonomii. Jest natomiast dominującą tendencją potwierdzaną w danych statystycznych dla prawie wszystkich krajów w okresie po drugiej wojnie światowej, a dla niektórych z nich (dla których istnieją dostatecznie długie szeregi statystyczne) także w okresach jeszcze dłuższych. Tendencja ta jest zarazem podstawową przyczyną niepełnego zatrudnienia. Bezrobocie nie jest skutkiem niedostatecznej giętkości płac, lecz pozostawiania faktycznych inwestycji w tyle w stosunku do pożądaných przez sektor prywatny oszczędności. Pomijając wzrost

popytu netto zagranicy, deficyt budżetowy jest potrzebny właśnie po to, aby lukę między pożądanymi oszczędnościami prywatnymi a rzeczywistymi inwestycjami prywatnymi pokryć wydatkami rządowymi wykraczającymi poza dochody z tytułu podatków i kreującymi wobec tego dodatkowy popyt po to, aby do takiego recesyjnego dostosowania gospodarki nie dopuścić.

1.3. Stabilizowanie wahań koniunkturalnych czy recesja?

Kiedy saldo rachunku bieżącego bilansu płatniczego się nie zmienia, wtedy czynnikiem kompensującym nadwyżkę prywatnych oszczędności nad prywatnymi inwestycjami i przez to stabilizującym rozmiary produkcji i zatrudnienia mogą być dodatkowe wydatki państwa finansowane z deficytu. Tu pojawiają się dwie kwestie. Pierwsza dotyczy dopuszczalnego przez kryteria z Maastricht, a obecnie także przez pakt fiskalny, pułapu wahań deficytu w przebiegu cyklu koniunkturalnego, który ma wystarczać jedynie do tego, aby budżet spełniał powszechnie akceptowaną rolę automatycznego stabilizatora koniunktury. Ani dopuszczany przez Maastricht pułap 3% PKB, ani żaden inny arbitralnie ustalony pułap może jednak nie wystarczać dla wyrównania różnicy między prywatnymi oszczędnościami i prywatnymi inwestycjami. Potrzebny do tego deficyt zależy bowiem od głębokości spadku inwestycji prywatnych w przebiegu koniunktury. Co więcej, automatyczne stabilizatory koniunktury z reguły też nie są w stanie temu zadaniu sprostać.

Druga kwestia dotyczy dopuszczalnej wysokości deficytu strukturalnego, czyli deficytu średniego w całym przebiegu cyklu, po wyeliminowaniu skutków „automatycznych stabilizatorów koniunktury”. Pojęcie deficytu strukturalnego jest jednak niejasne, a szacunki jego wielkości są podatne na różne manipulacje³. U podstaw koncepcji deficytu strukturalnego leży koncepcja „naturalnej stopy bezrobocia”, tj. takiej stopy, która nie przyspiesza inflacji (NAIRU)⁴. Ta definicja naturalnej stopy bezrobocia opiera się na teorii inflacji wyprowadzanej z ilościowej teorii pieniądza, według której ceny zmieniają się zgodnie ze zmianami ilości pieniądza w obiegu (przy danej szybkości jego obiegu). Jednak taka zależność jest prawdziwa tylko w warunkach hiperinflacji. Badania empiryczne wskazują, że z wyłączeniem cen płodów rolnych i paliw, których zmiany są dość ściśle skorelowane ze zmianami popytu, zmiany cen artykułów przemysłowych i usług są ściśle

³ Zob. m.in. Sawyer (2013 i 2013a) oraz de Grauwe (2012 i 2013). W tej ostatniej pracy de Grauwe, który dobrze zna metodologię wyliczeń strukturalnego deficytu i sam wielkość tych deficytów liczy, wskazuje na olbrzymie metodologiczne trudności przy tym powstające i ironizuje, że gdyby jakiś rząd chciał, żeby mu wyliczył dodatnią lub ujemną wielkość tego deficytu, to bez trudu mógłby to zrobić. Wszystkie wyliczenia strukturalnego deficytu bardzo bowiem zależą od przyjmowanych początkowych założeń i hipotez, ich szacunki rokrocznie się zmieniają i mogą raz być dodatnie, a innym razem ujemne. W rzeczy samej, według wyliczeń tej samej instytucji (MFW) i dla tego samego kraju (Niemcy) deficyt strukturalny w 1999 r. miał wynieść 0,7% PKB, w kwietniu 2005 r. 1,9% PKB, w kwietniu 2008 r. 1,0% PKB, a w kwietniu 2012 r. 1,4% PKB (zob. Tober 2013; Mitchell 2009).

⁴ Lub ostatnio coraz częściej stosowana koncepcja NAWRU (*non-accelerating wage rate of unemployment*), gdzie stopa pożądanego czy „naturalnego” bezrobocia jest traktowana jako instrument utrzymywania w ryzach płac i przez to kontroli inflacji.

skorelowane nie ze zmianami ilości pieniądza, ale ze zmianami jednostkowych kosztów zmiennych, głównie kosztów robocizny. Teoria ekonomii głównego nurtu, której istotnym elementem jest koncepcja NAIRU, nie daje też wyjaśnienia, dlaczego jej wielkość w danym kraju i czasie jest akurat taka, a nie inna, ani dlaczego w tym samym kraju w jednym okresie może być nawet 1,5 razy większa niż w innym. Kiedy zaś porównać podawane wielkości NAIRU czy „strukturalnego bezrobocia” jako wielkości przeciętne w całym przebiegu cyklu z rzeczywistymi stopami bezrobocia w poszczególnych krajach w dłuższych okresach, to uderza ścisła między nimi korelacja⁵. Łatwo wtedy każdą średnią w cyklu wielkość rzeczywistego bezrobocia uznać za „strukturalne”, którego próby zmiany mogą się skończyć jedynie przyspieszeniem inflacji.

Niezależnie jednak od tych wszystkich ograniczeń koncepcji deficytu strukturalnego, kiedy jego pułap ma wynosić zero, czy choćby nawet pół procent PKB, a jednocześnie kiedy poważnie bierze się pod uwagę występującą tendencję do $SP - IP > 0$, to przy pominięciu dodatniego eksportu netto, niemożliwego do jednoczesnego osiągnięcia przez wszystkie kraje UE, ograniczenie to musi prowadzić do długotrwałej recesji i bezrobocia.

Jak już wspomniano, obok deficytu budżetowego drugim czynnikiem zamykającym lukę między pożądanymi prywatnymi oszczędnościami i rzeczywistymi prywatnymi inwestycjami może być absorpcja części produkcji krajowej przez zagranicę. Ten czynnik odgrywa decydującą rolę w Niemczech, gdzie nadwyżka na rachunku bieżącym przekraczała nawet 6% PKB. Jednak w krajach takich jak Polska, gdzie występuje na ogół ujemne saldo rachunku bieżącego, występuje dodatkowy problem. Jeśli saldo to waha się, jak w Polsce, wokół 2–4% PKB (pomijając efemeryczne nadwyżki odnotowane w 2013 r.), to wymagany deficyt budżetowy powinien zamknąć nie tylko lukę między pożądanymi prywatnymi oszczędnościami i rzeczywistymi prywatnymi inwestycjami, ale ponadto zneutralizować negatywny wpływ salda rachunku bieżącego bilansu płatniczego na całkowity popyt. Zauważmy, że nawet pomijając tendencję $SP > IP$, kiedy powiedzmy $SP = IP$, ale jednocześnie występuje tendencja do utrzymywania się deficytu na rachunku bieżącym rzędu np. 3% PKB, to aby tylko skompensować negatywny wpływ nadwyżki importowej na poziom zatrudnienia, zgodnie z równaniem (3) potrzebny jest deficyt budżetowy też rzędu 3% PKB.

Deficyt budżetowy maleje, kiedy gospodarka rośnie, deficyt rośnie, kiedy gospodarka się kurczy. Redukowanie deficytu w okresie złej koniunktury daje mało, a kosztuje dużo. Widzę wyraźną korelację między dodatnią stopą wzrostu PKB w Polsce w warunkach silnej recesji gospodarczej na świecie, a zwłaszcza w UE, w latach 2009–2010 i przeszło podwojeniem wskutek ekspansji fiskalnej relacji deficytu do PKB w tych latach z jednej strony, jak i między silnym osłabieniem dynamiki PKB i redukcją o więcej niż połowę relacji deficytu do PKB w latach następujących z drugiej strony.

⁵ Mitchell (2009) nie bez racji zauważa, że koncepcja NAIRU, na której wspiera się z kolei koncepcja strukturalnych deficytów, jest wygodnym usprawiedliwieniem odstąpienia od polityki zmierzającej do możliwie pełnego zatrudnienia na rzecz polityki samoczynnej regulacji rynkowej.

Dla kraju, w którym występuje nadwyżka prywatnych oszczędności nad prywatnymi inwestycjami, a tym bardziej kiedy, jak w Polsce, łączy się ona jeszcze z deficytem na rachunku bieżącym, ograniczenie wielkości dopuszczalnego deficytu w relacji do PKB do deficytu strukturalnego będzie wpływać depresyjnie na jego rozwój. Sztywne trzymanie się kryterium deficytu będzie w tych warunkach przynosić gospodarce trwałe szkody.

2. Kryterium długu

Kryterium długu nieprzekraczającego 60% PKB ma zapewniać stabilizację finansów publicznych przez niedopuszczenie do zbyt wysokiego obciążenia wydatków publicznych kosztami obsługi długu i przez to do podważenia zdolności danego kraju do wywiązywania się z jego zobowiązań z tego tytułu. Kiedy jednak dynamika PKB spada, a tym bardziej kiedy w latach kryzysu zmniejsza się jego absolutna wielkość, skoro tylko przeciętne stopy oprocentowania długu zaczynają przewyższać stopy wzrostu PKB, relacja długu do PKB musi rosnąć. Do czasu kryzysu, dzięki dodatnim stopom wzrostu PKB przewyższającym stopy oprocentowania długu publicznego, relacje długu do PKB w krajach UE z reguły malały. Dopiero w następstwie kryzysu relacje długu do PKB niemal we wszystkich krajach UE wrosły (zob. tab. 1), także w tych, które – jak Hiszpania czy Irlandia – prowadziły restrykcyjną politykę fiskalną i w wielu latach wykazywały nadwyżki budżetowe, a także redukowały swoje relacje długu publicznego do PKB.

U źródeł światowego kryzysu finansowego lat 2007–2008 i dalszych leżała niekontrolowana deregulacja i liberalizacja sektora bankowego i parabankowych instytucji finansowych. Celem niedopuszczenia do całkowitego załamania gospodarczego wiele państw musiało ratować swoje banki, przejmując ich zobowiązania i udzielając innych form pomocy kosztem gwałtownego wzrostu długu publicznego. Stało się to rychło pretekstem do wysunięcia tezy, że źródłem kryzysu nie były bynajmniej ledwie kontrolowane, olbrzymie finansowe spekulacje, lecz dług publiczny. W ślad za tym, zwłaszcza na gruncie Komisji Europejskiej i Europejskiego Banku Centralnego, nastąpił zwrot w rekomendowanych zaleceniach polityki fiskalnej w kierunku zmniejszania relacji długu publicznego do PKB i bezwzględnego przestrzegania polityki „zaciskania pasa”. Tymczasem w okresach kryzysu polityka ta okazuje się nieskuteczna, ponieważ wpływa ujemnie na PKB⁶. W rezultacie relacja długu do PKB rośnie, co potwierdzają jednoznacznie dane Eurostatu z 22 kwietnia 2013 r. Mimo redukcji relacji deficytu do PKB w krajach obszaru euro razem wziętych, od 6,4% w 2009 r. do 3,7% w 2012 r., przeciętna relacja długu do PKB w tych krajach wzrosła z 80% na koniec 2009 r. do 90,6% na koniec 2012 r. Podobnie było dla wszystkich krajów Unii Europejskiej ogółem:

⁶ W trakcie przygotowania tego tekstu do druku pojawiła się nowa publikacja P. de Grauwe (24 stycznia 2014 r.), który szczegółowo omawia tę ewolucję poglądów światowych instytucji finansowych i kierownictwa Unii Europejskiej i Europejskiego Banku Centralnego w sprawie narzędzi walki z kryzysem oraz pokazuje przyczyny nieskuteczności rekomendowanej przez nie polityki.

Tabela 1
Relacje deficytu i długu publicznego do PKB w wybranych krajach UE
w latach 2009–2012 (w %)

Wyszczególnienie	2009	2010	2011	2012
Strefa euro ogółem				
Deficyt budżetowy	-6,4	-6,2	-4,2	-3,7
Dług publiczny	80,0	85,4	87,3	90,6
UE ogółem				
Deficyt budżetowy	-6,9	-6,5	-4,4	-4,0
Dług publiczny	74,6	80,0	82,5	85,3
Grecja				
Deficyt budżetowy	-15,6	-10,7	-9,5	-10,0
Dług publiczny	129,7	148,3	170,3	156,9
Hiszpania				
Deficyt budżetowy	-11,2	-9,7	-9,4	-10,6
Dług publiczny	53,9	61,5	69,3	84,2
Irlandia				
Deficyt budżetowy	-13,9	-30,8	-13,4	-7,6
Dług publiczny	64,8	92,1	106,4	117,6
Włochy				
Deficyt budżetowy	-5,5	-4,5	-3,8	-3,0
Dług publiczny	116,4	119,3	120,8	127,0
Portugalia				
Deficyt budżetowy	-10,2	-9,8	-4,4	-6,4
Dług publiczny	83,7	94,0	108,3	123,6
Francja				
Deficyt budżetowy	-7,5	-7,1	-5,3	-4,8
Dług publiczny	79,2	82,4	85,8	90,2
Niemcy				
Deficyt budżetowy	-3,1	-4,1	-0,9	+0,2
Dług publiczny	74,5	82,4	80,4	81,9
Wielka Brytania				
Deficyt budżetowy	-11,5	-10,2	-7,8	-6,3
Dług publiczny	67,8	79,4	85,5	90,0
Polska				
Deficyt budżetowy	-7,4	-7,9	-5,0	-3,9
Dług publiczny	50,9	54,8	56,2	55,6
Czechy				
Deficyt budżetowy	-5,8	-4,8	-3,3	-4,4
Dług publiczny	34,2	37,8	40,8	45,8

spadkowi przeciętnej relacji deficytu do PKB od 6,9% w 2009 r. do 4,0% w 2012 r. towarzyszył wzrost relacji długu do PKB od 74,6% do 85,3%. Zmiany tych relacji w krajach najsilniej dotkniętych kryzysem w obszarze euro i w kilku innych przedstawiono w tabeli 1.

Wobec wzrostu relacji długu publicznego do PKB także oceny agencji ratingowych się nie poprawiają. To z kolei wpływa na stopy oprocentowania ich długów. Co prawda wprowadzenie mechanizmu stabilizacji finansowej w 2010 r., a przede wszystkim podjęta w połowie 2012 r. decyzja Europejskiego Banku Centralnego o warunkowym gwarantowaniu zobowiązań państw szczególnie dotkniętych kryzysem (OMT) istotnie obniżyła żądane przez rynki finansowe rentowności ich papierów skarbowych, ale sytuacja na tych rynkach jest nadal podatna na zmienne nastroje, niestabilne są także stopy oprocentowania papierów skarbowych wielu krajów strefy euro. Przywołane tu dane Eurostatu potwierdzają pośrednio tezę, że kiedy stopy oprocentowania długu publicznego pozostają wyższe niż stopy wzrostu PKB, wtedy dla stabilności finansów publicznych ważniejsze niż redukcja wielkości długu i deficytu jest dbanie o dynamikę wzrostu PKB, nawet za cenę pewnej zwłoki w obniżaniu zbyt wysokich wyjściowych relacji długu do PKB aż do czasu poprawy koniunktury i nawet wtedy, kiedy te wyjściowe relacje przewyższają 60% PKB wyznaczone przez drugie kryterium fiskalne Maastricht.

Obok relacji długu publicznego do PKB drugim ważnym czynnikiem stabilności finansów publicznych jest waluta, w której ten dług jest finansowany. Kiedy państwo ma swój własny pieniądź, a jego dług publiczny jest finansowany przede wszystkim przez podmioty krajowe, wtedy nawet tak wysokie relacje długu do PKB jak w Japonii (230% PKB w marcu 2013 r.) czy w Wielkiej Brytanii (90% PKB na koniec 2012 r.) nie mają wielkiego wpływu na koszty obsługi tego długu (w Japonii realne rentowności papierów skarbowych są nawet ujemne) ani tym bardziej na zagrożenie wypłacalności tych krajów. Inaczej jest w przypadku krajów obszaru euro, których dług jest denominowany w euro i które są zobowiązane do przestrzegania zasady swobody przepływów kapitałowych. W tych krajach wysokie relacje długu do PKB mogą prowadzić do utraty zaufania rynków finansowych co do zdolności tych krajów do dalszego wywiązywania się ze swoich zobowiązań i do wynikającego stąd kryzysu płynności, który łatwo może się przekształcić w kryzys wypłacalności.

Te różnice w mechanizmach dostosowawczych i wynikające stąd różnice w kosztach finansowania długu dobrze ilustruje de Grauwe (2011), porównując sytuację Wielkiej Brytanii i Hiszpanii. Chociaż począwszy od 2006 r. relacja długu do PKB jest w Hiszpanii stale niższa niż w Wielkiej Brytanii, jednak Wielka Brytania w przypadku niepokoju na rynkach finansowych może zawsze liczyć na płynność dostarczoną przez Bank Anglii. Gdyby zaś brytyjskich papierów skarbowych wyzbywali się nierezydenci, musieliby znaleźć nabywców tych papierów wśród rezydentów, więc płynność sektora publicznego nie zostałaby zachwiana. Mechanizm dostosowawczy szedłby tu wtedy przez osłabienie kursu funta i przyspieszenie inflacji. Natomiast w przypadku utraty zaufania do hiszpańskich papierów skarbowych następuje zmniejszenie płynności sektora publicznego Hiszpanii. Uruchomienie przez EBC procedury OMT jest trudne i czasochłonne, a kurso-

wy mechanizm dostosowawczy zamknięty. Wobec tego w przypadku Hiszpanii mechanizm dostosowawczy znajduje odzwierciedlenie w skutecznych żądaniach odpowiednio wyższych rentowności hiszpańskich papierów skarbowych i potencjalnie grozi utratą wypłacalności.

Podobne zagrożenie występuje w krajach członkowskich UE jeszcze nienależących do obszaru euro, w których znaczny udział w finansowaniu potrzeb pożyczkowych mają podmioty zagraniczne, chociaż w tym przypadku część dostosowania dokona się kanałem kursowym. W obu przypadkach – zarówno krajów obszaru euro, które nie mają kontroli nad emisją pieniądza, w jakim zaciągają długi, jak i krajów z suwerennym pieniądzem, ale z wysokimi udziałami w finansowaniu ich potrzeb pożyczkowych przez podmioty zagraniczne – nawet wymagana przez kryteria z Maastricht granica 60% relacji długu do PKB może się okazać zbyt „liberalna” z punktu widzenia utrzymania zaufania międzynarodowych rynków finansowych i możliwości co najmniej stabilizacji rentowności papierów skarbowych. Z tego też względu mówi się o potrzebie obniżenia kryterium wielkości długu publicznego do 40% PKB (wielkość równie arbitralna jak obecne 60%) lub o zmianie tego kryterium na relację długu zagranicznego do wielkości wpływów z eksportu.

Te zagrożenia dotyczą także Polski, gdzie głównym instrumentem walki z inflacją są wysokie stopy procentowe, co skutecznie skłania podmioty zagraniczne (w tym banki) do lokowania w polskich papierach skarbowych ich własnych lub powierzonych im oszczędności. Jak już wspomniano, te zagrożenia są odpowiednio większe, kiedy – jak w Polsce – obok deficytu budżetu państwa występują trwałe deficyty na rachunku bieżącym bilansu płatniczego. Wtedy część przychodów z emisji długu publicznego służy pokryciu deficytu na rachunku bieżącym. Ograniczenie ryzyk związanych z takim finansowaniem tego deficytu wymaga większej dbałości o saldo bilansu handlu zagranicznego.

Doświadczenia Polski z lat 2009–2011 wskazują jednak, że wspomniane wyżej zagrożenia bynajmniej nie muszą się zmaterializować. Mimo zwiększenia relacji deficytu do PKB z 3,7% w 2008 r. do 7,9% w 2010 r. przeciętna rentowność papierów skarbowych w tych latach bynajmniej nie wzrosła. Stało się tak dlatego, że dzięki temu wzrostowi deficytu – a także dzięki znacznej deprecjacji złotego – Polska w tych latach odznaczała się dość wysokim wzrostem PKB, co na tle powszechnej depresji koniunkturalnej w obszarze euro pozwalało rynkom finansowym utrzymać przekonanie, że jak długo gospodarka rośnie, szanse spłaty zaciągniętych zobowiązań są dobre. Jeszcze raz potwierdza to tezę, że dla rynków finansowych wzrost PKB może mieć większe znaczenie niż wzrost relacji długu do PKB.

3. Monetarne kryterium inflacji

Niewątpliwie utrzymywanie niskiej inflacji ułatwia rachunek opłacalności przedsięwzięć inwestycyjnych, chroni też siłę nabywczą pieniądza. Problem dotyczy metody

walki z inflacją. Kraje odnoszące w niej największe sukcesy zawdzięczają je porozumieniom trójstronnym, które zarazem służą realizacji polityki społecznej oraz pozycji konkurencyjnej na globalnych rynkach. Pod nieobecność takich porozumień i słabości ich głównych partnerów społecznych podstawowym instrumentem walki z inflacją staje się polityka utrzymywania dostatecznie wysokich stóp bezrobocia za pomocą restrykcyjnej polityki fiskalnej i pieniężnej, a po wejściu do strefy euro już tylko fiskalnej. Jest to społecznie i gospodarczo niezwykle kosztowny instrument. Dopóki więc nie zostaną stworzone odpowiednie silne mechanizmy uzgadniania na poziomie kraju polityki podziału dochodów między płace i zyski, a związki zawodowe i związki pracodawców nie będą zdolne te porozumienia wyegzekwować, dopóty można mieć wątpliwości, czy dla uniknięcia trwale wysokiego bezrobocia nie jest korzystniejsze wyznaczenie mniej ambitnych celów polityki antyinflacyjnej, nawet jeżeli lokują się one nieco powyżej kryterium inflacyjnego Maastricht. Na krótką, a może nawet i na dalszą metę, wysiłki zmierzające do spełnienia kryterium inflacyjnego grożą bowiem wtedy osiągnięciem, a następnie utrwaleniem tak wysokich stóp bezrobocia, które będą podważać spójność społeczną.

Obniżenie inflacji poprzez porozumienia trójstronne – zamiast wysokich stóp procentowych – pozwoliłoby zarazem uniknąć systemowych zagrożeń wynikających z zagranicznego przede wszystkim finansowania naszych potrzeb pożyczkowych. Nie usunie to, rzecz jasna, zagrożeń związanych ze spekulacyjnymi przepływami krajowego i zagranicznego kapitału na rynkach nieruchomości czy innych aktywów, ani przed marnotrawstwem zasobów na finansowanie tanim kredytem mało komu potrzebnych inwestycji rządowych i samorządowych. Omawianie narzędzi, które pozwoliłyby ograniczyć te niebezpieczeństwa, wychodzi jednak poza granice tego opracowania.

Tekst wpłynął: 17 lutego 2014.

Bibliografia

- de Grauwe P., 2011, *The Governance of a Fragile Eurozone*, Center for European Policy Studies, Working Document, nr 346, 2011.
- de Grauwe P., *Interview with Paul de Grauwe*, 2012, <http://aregan.wordpress.com/2012/03/20/interview-with-paul-de-grauw/>
- de Grauwe P., *Towards a European Growth Agenda*, w: *Towards a European Growth Strategy: Social Europe Report*, 2013, <http://www.social-europe.eu>
- de Grauwe P., *Yes, It Is the Economy, Stupid, but Is It Demand or Supply?*, CEPS Commentary, 24.01.2014.
- Łaski K., Osiatyński J., *Konsolidacja finansów publicznych a kryzys strefy euro*, „Ekonomista” 2013, nr 1.
- Mitchell B., *Structural Deficits – the Great Con Job*, 2009, <http://bilbo.economicoutlook.net/blog/?p=2326>.
- Sawyer M., *The Problematic Nature of the Economic and Monetary Union*, w: *Financial Crisis Labour Market and Institutions*, red. S. Fadda, P. Tridico, Routledge, Londyn 2013a.

Sawyer M., *Alternative Economic Policies for the Economic and Monetary Union*, „Contributions to Political Economy”, t. 32, 2013b.

Tober S., *The Fiscal Compact and the ESM will not Resolve the Euroarea Crisis*, w: *Towards a European Growth Strategy: Social Europe Report*, 2013, <http://www.social-europe.eu>

IS MEETING THE CONVERGENCE CRITERIA FROM MAASTRICHT ALWAYS BENEFICIAL FOR THE ECONOMY?

Summary

Until the world financial crisis of 2007–2008, the convergence criteria contained in the Maastricht Treaty have been commonly considered beneficial for countries that persistently observed them, although there is no economic theory from which those criteria and their specific numerical values could be derived from. Also in Poland an overwhelming majority of economists, policy makers and economic commentators claims that meeting the nominal convergence criteria, and especially the fiscal ones, will be beneficial for the Polish economy. While accepting the need to ensure consistency between fiscal and monetary policies, as well as the constraints with regard to increasing the public debt/GDP ratios in the present-day capitalism, this paper shows that the claim regarding the beneficial effects of observing those criteria is debatable and under some conditions simply wrong. In a country where there is a tendency for private savings to exceed private investments, combined with a lasting current account deficit, restricting the allowed budget deficits to merely structural deficits will depress GDP dynamics. Rigid observation of the deficit limit will then bring lasting harm to the economy. A similar conclusion is drawn regarding the public debt/GDP criterion.

As regards the inflation convergence criterion, the paper argues that the problem may arise here not in relation to the objective of the policy but the particular instruments of achieving inflation targets. When the main instrument of achieving the inflation target is a restrictive monetary and fiscal policy, leading to high unemployment and slow wage growth, this way of controlling inflation becomes economically and socially extremely costly. For avoiding high permanent unemployment, setting less ambitious inflation targets may be more advisable.

Key words: convergence criteria, macroeconomic equilibrium, economic growth

ЯВЛЯЕТСЯ ЛИ ТВЕРДОЕ ВЫПОЛНЕНИЕ МАОСТРИХТСКИХ КРИТЕРИЕВ КОНВЕРГЕНЦИИ ГАРАНТИЕЙ ОБЕСПЕЧЕНИЯ ЭКОНОМИЧЕСКОЙ ВЫГОДЫ?

Резюме

До финансового кризиса 2007-2008 гг. зафиксированные в Мaaстрихтском договоре критерии конвергенции повсеместно считались бесспорно выгодными для соблюдающих их стран, хотя ни эти критерии, ни их конкретные величины не имели обоснования в экономической теории. В Польше большинство экономистов, экономических политиков и публицистов также считает, что быстрое выполнение номинальных критериев Мaa-

стрихтского договора, особенно фискальных, будет выгодно для польской экономики. Соглашаясь с необходимостью обеспечения гармонии между денежной и фискальной политикой, а также ограничения показателя соотношения между публичным долгом и ВВП в современном капитализме, автор статьи доказывает, что мнение о безусловных выгодах от соблюдения этих критериев является как минимум дискуссионным, а в некоторых случаях ошибочным.

В стране с прочной тенденцией к преобладанию частных сбережений над частными инвестициями, где к тому же имеется дефицит текущего счета платежного баланса, ограничение величины допускаемых бюджетных дефицитов по отношению к ВВП будет оказывать депрессивное влияние на её развитие. Жесткое соблюдение лимита дефицита будет в этих условиях наносить прочный вред экономике. Похожая ситуация складывается в отношении публичного долга, ускоренное сокращение которого оказывает отрицательное влияние на динамику ВВП. Что касается критерия инфляции, то не оспаривая выгод, вытекающих из сохранения низкой инфляции, автор видит проблему в инструментах, с помощью которых достигается эта цель. Когда основным инструментом борьбы с инфляцией становится жесткая фискальная и денежная политика, ведущая к высокой безработице и торможению роста зарплаты, то этот инструмент становится необычайно дорогостоящим в социальном и экономическом плане. Более целесообразным в борьбе с высокой и устойчивой безработицей может стать обозначение менее амбициозных целей антиинфляционной политики.

Ключевые слова: критерии конвергенции, экономическое равновесие, экономический рост