

Średniookresowe perspektywy euro; czy przetrwa następną dekadę ?

Maciej Krzak

Adiunkt w Wyższej Szkole Handlu i Prawa im.
Ryszarda Łazarskiego,
Szef Zespołu Makroekonomicznego CASE

Uczelnia Łazarskiego



Konferencja ZPPMB, 20-21 maja 2010 r.

Treść wystąpienia

- Przyczyny obecnego kryzysu
- Instytucjonalne wyzwania w strefie euro
- Inne wyzwania – reformy strukturalne
- Kurs złotego do euro w długim okresie
- Wnioski

Polski dylemat

- Jeśli ma nie przetrwać, to nie ma sensu przyjmować euro
- To nie oznacza jednak rezygnacji
 - z reform strukturalnych
 - z trwałego zbiccia deficytu fiskalnego

Obecny kryzys euro

- Przyczyny podobne do tych z globalnego kryzysu na rynku nieruchomości i instrumentów pochodnych
 - Łatwy pieniądz
 - Zbyt duża ekspozycja kredytowa
 - Błędna księgowość (zła wycena ryzyka)
 - Marny nadzór

Przypadek Grecji i innych państw

- Łatwy pieniądz
 - Rynki nie dyskryminowały między krajami strefy euro praktycznie do otwartego kryzysu
- Zbyt duża ekspozycja kredytowa
 - Ogromne zadłużenie publiczne w relacji do PKB
- Błędna księgowość (zła wycena ryzyka)
 - Greckie "zamiatanie pod dywan"
- Marny nadzór
 - Ignorowanie PSiW; brak kar mimo możliwości
- Efekt: coś w rodzaju bąbla ekscesów polityki fiskalnej
 - Duże prawdopodobieństwo pęknięcia
 - I tak się stało

euro@10

- Niedawno 10 rocznica powołania euro
- Okolicznościowy raport Euro@10 (European Economy 2/2008)
 - Obwieszczono, że EMU i euro są wielkim sukcesem („major success”)
 - Druga najważniejsza waluta świata po dolarze
 - „Euro stało się nowym fundamentem w światowym systemie monetarnym i biegunem stabilności w światowej gospodarce” (wstęp)
 - Rozszerzenie strefy euro w najbliższych latach o nowych członków przyniesie kolejne korzyści

euro@10 c.d.

- Wskazano na wyzwania:
 - Globalizacja
 - Starzenie się społeczeństw
 - Ocieplenie klimatu
 - Niski wzrost potencjalny
 - Wyraźne i trwałe różnice między krajami
 - jednostkowe koszty pracy
 - Inflacja
 - Skutki: utrata konkurencyjności przez część krajów
 - Brak klarownej strategii międzynarodowej

euro@10 c.d.

- Odpowiedź:
 - Rozsądna polityka makroekonomiczna
 - Reformy strukturalne
 - Niezbędna koordynacja, aby strefa euro stała się globalnym aktorem politycznym odpowiednio do wagi ekonomicznej i wymagań światowej waluty
- Czy ta lista jest nadal aktualna w świetle obecnego kryzysu ?

Wyraźne różnice między krajami

- Utrata konkurencyjności
 - Znaczne deficyty na rachunkach bieżących z jednej strony i nadwyżki z drugiej strony
- Pogłębiająca się nierównowaga w strefie euro

Nadwyżki i deficyty w % PKB

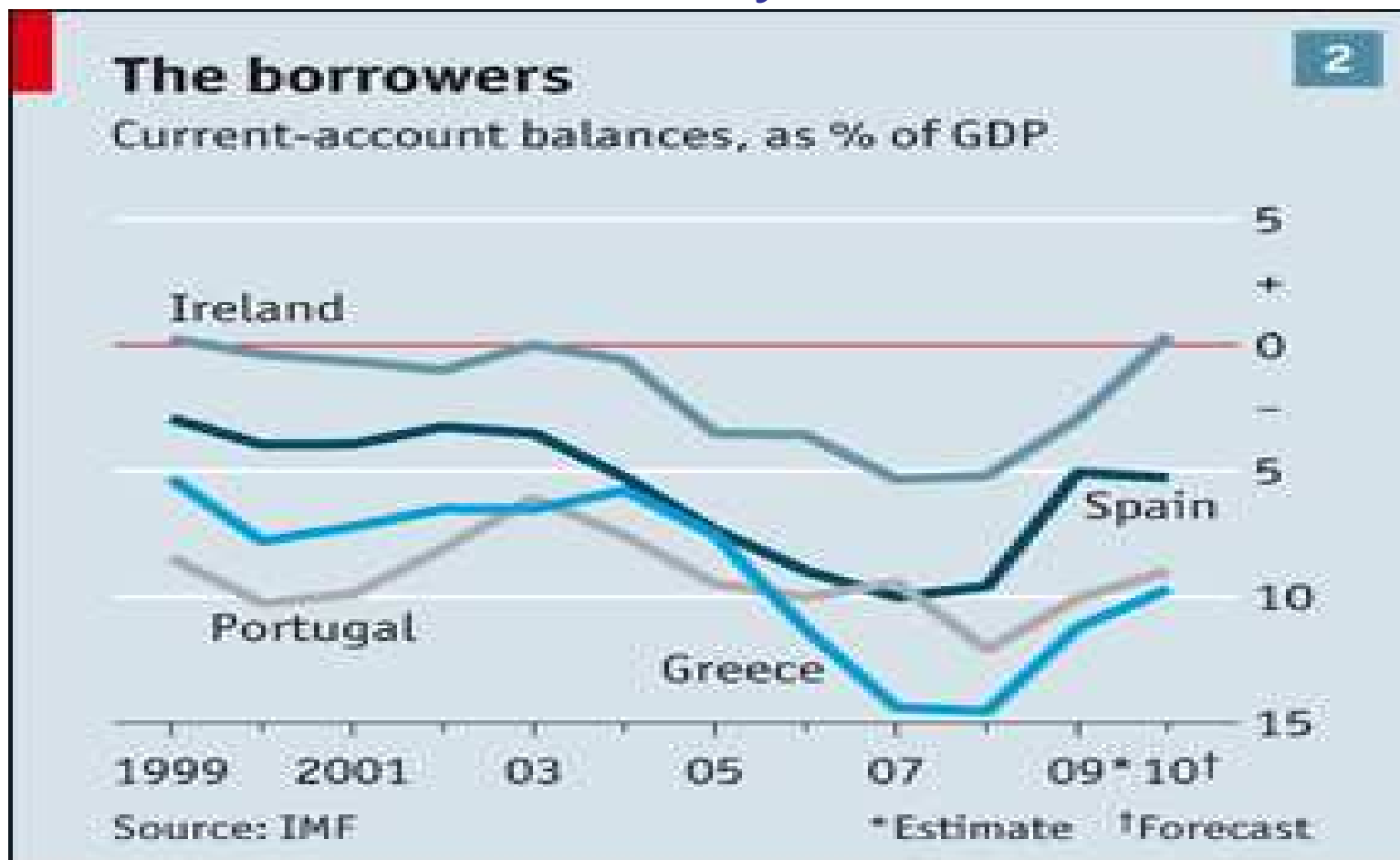
	2007	1999
Nadwyżki	7,7	0,0
Deficyty	9,7	3,5

Nadwyżki: Niemcy, Luksemburg, Holandia, Austria, Finlandia

Deficyty: Irlandia, Grecja, Hiszpania, Cypr i Portugalia

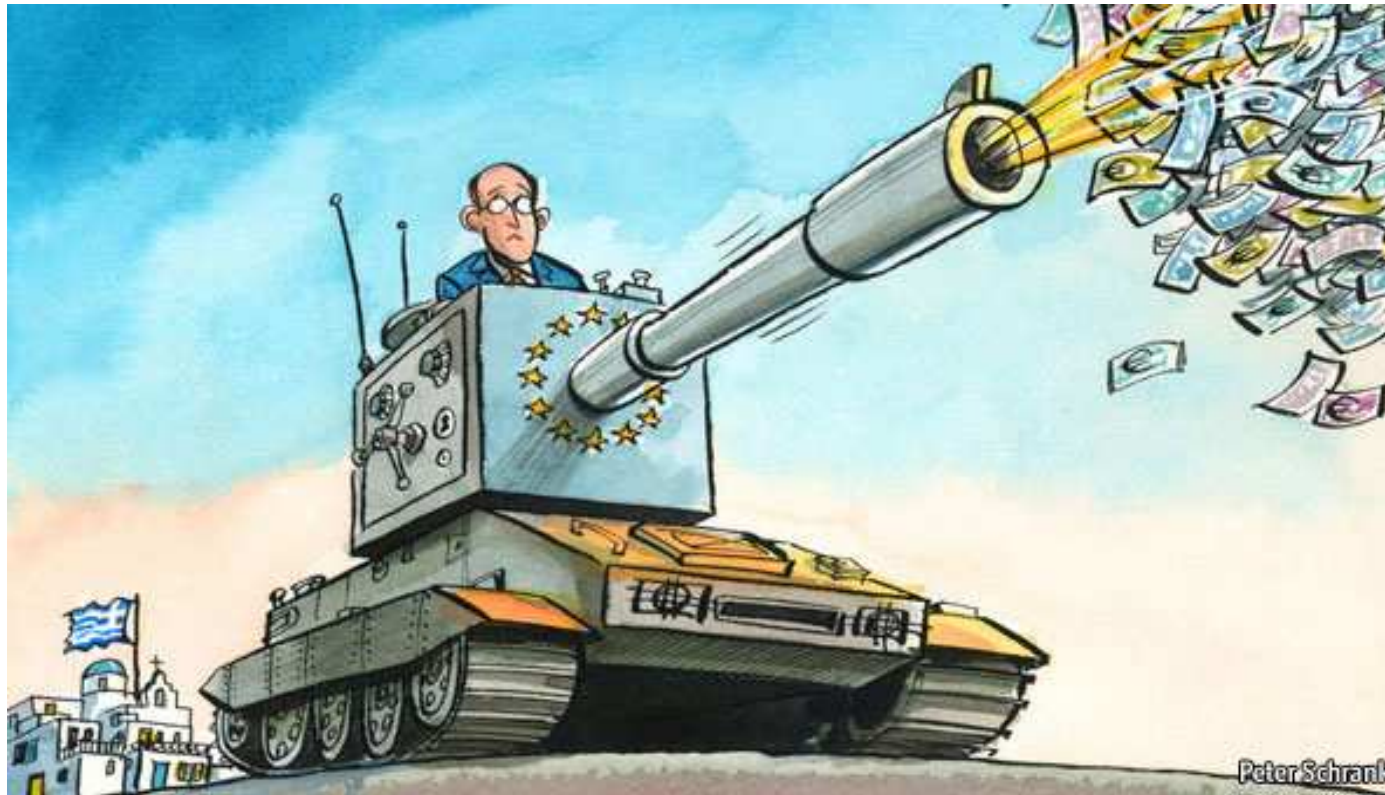
- Przyczyna: brak odpowiednich dostosowań cen i płac między dobrami, sektorami, regionami

Duże deficyty na rachunku bieżącym w relacji do PKB często w parze z dużymi deficytami fiskalnymi



Obecny kryzys – gaszenie pożaru

- Wersja nuklearna



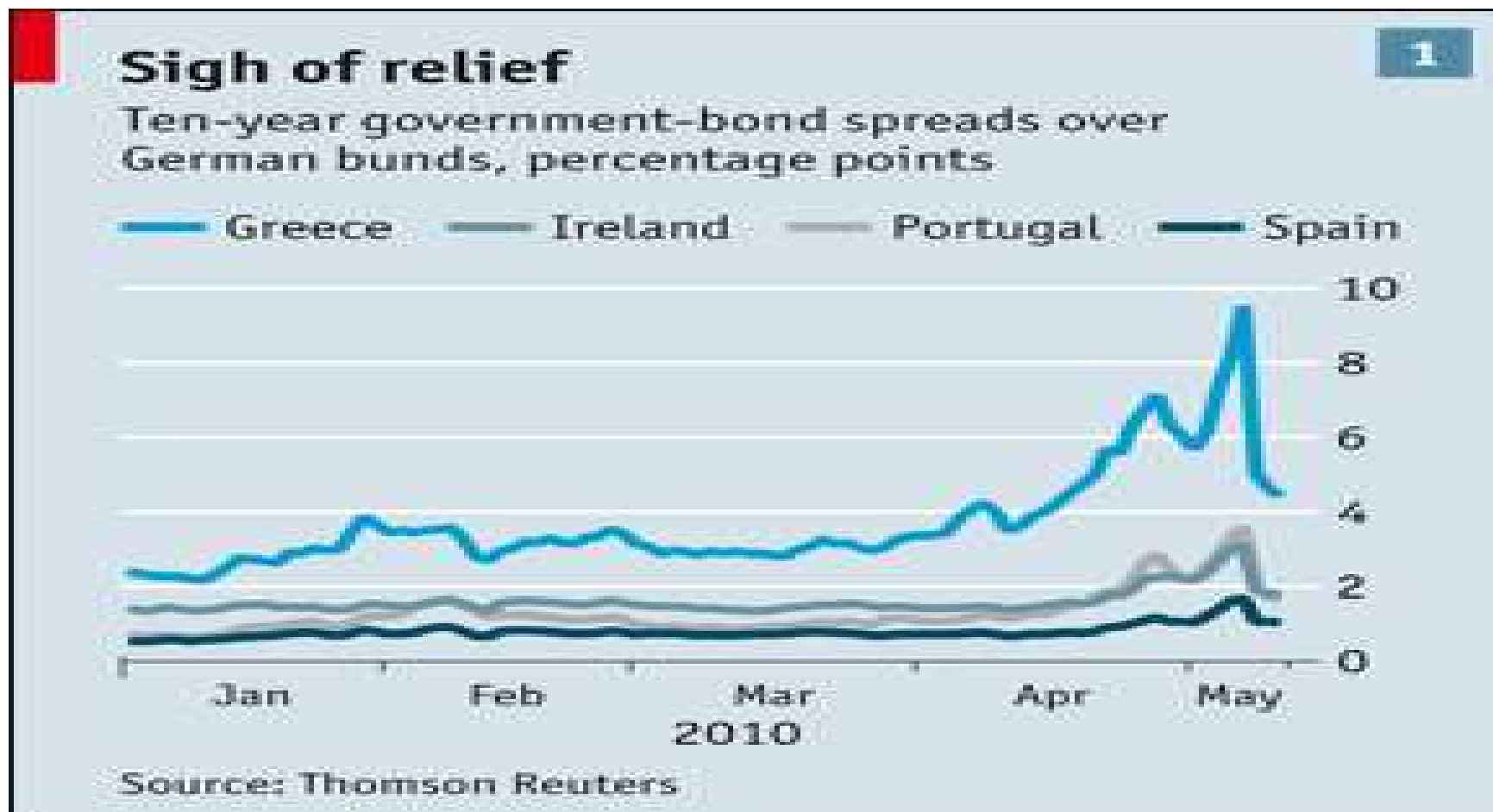
Trzy problemy

- Brakuje szczegółów jak zadziała fundusz stabilizacyjny
- Zachwianie reputacji EBC z powodu zakupu obligacji rządowych
 - Co z tak pielęgnowaną niezależnością ?
- Pakiet kupuje tylko czas, aby
 - ściąć deficyty
 - wprowadzić niezbędne reformy strukturalne w celu odzyskania konkurencyjności eksportowej

Obecny kryzys c.d.

- Zażegnano kryzys niewypłacalności
 - Kupiono czas
- Leczenie objawowe
 - Ryzyko pokusy nadużycia w tym osłabienia chęci reformowania finansów publicznych
- Teraz pora na reformy – wracamy do pytania o aktualność listy z raportu Euro@10
 - Wymaga uzupełnienia o powstanie ekonomicznego rządu europejskiego
 - Załączek: obecny fundusz stabilizacji
 - Dopiero wtedy można zyskać pewność, że euro przetrwa następne 10 lat
 - Niezbędne: reformy strukturalne

Różnica dochodowości między 10-letnią obligacją danego kraju a niemiecką



Aspekty instytucjonalne strefy euro

- Wspólna waluta – wspólna polityka monetarna
 - jeden Europejski Bank Centralny
 - jedna stopa procentowa dla wszystkich
 - Problem: nie pasuje dla wszystkich
- Brak wspólnego rządu w unii walutowej
 - Nie ma mechanizmu transferu środków do regionów w recesji (deficyty fiskalne) od regionów prosperujących (nadwyżki fiskalne)
 - Dyscyplinę budżetową miał zapewnić Pakt Stabilizacji i Wzrostu (PSiW)
 - Deficyty < 3% a dług publiczny < 60%
 - Procedura nadmiernego deficytu
 - Kary finansowe (nigdy nie zastosowano)

Obecny wariant niekompletnej Unii

- Nie ma rządu centralnego
- Każdy rząd pozwala działać automatycznym stabilizatorom koniunktury (podatki, zasiłki)
 - Recesja w jednych krajach: rosną deficyt i długi publiczne
 - Ożywienie w drugich: spadają
- Transfery międzypokoleniowe wewnątrz krajów zamiast regionalnych czyli między krajami
 - Wygładzenie konsumpcji w czasie kraju deficytowym
 - Utrzymanie poziomu obecnej konsumpcji
 - Redukcja przyszłej konsumpcji (splata zadłużenia)
- Maleje teoretycznie pokusa nadużycia
 - Rząd kraju deficytowego nie może brnąć w wysokie deficyty w nieskończoność, bo dług stanie się niemożliwy do obsługi
 - Rośnie presja na dostosowanie
 - Dodatkowo wspomaga ją PSiW

Obecny wariant niekompletnej Unii

c.d.

- Opcja narodowego ubezpieczenia od recesji niedostępna dla krajów z wysokim długiem publicznym
 - Nie mogą łatwo zwiększać deficytów
 - Wtedy kiedy najbardziej potrzebują
- Grecja jest tego przykładem
 - Zwiększyła deficyt mimo potężnego długu publicznego
 - Faktyczny bankrut
- Uratowana dopiero wtedy, kiedy stała się ryzykiem systemowym
 - Ryzyko rozprzestrzenienia kryzysu na kraje w podobnej sytuacji (Portugalia, Hiszpania)
 - Ryzyko dużych strat sektora prywatnego w różnych krajach w posiadaniu obligacji greckiego rządu

Europejski rząd ekonomiczny = publiczny system ubezpieczeń

- Zbiera podatek europejski - centralizacja
- Założmy:
 - Recesja we Francji
 - Ekspansja w Niemczech
- Jak to działa:
 - Spadają wpływy w podatkowe z Francji, rosną z Niemiec
 - Europejski rząd finansuje niedobór we Francji z dochodów podatkowych z Niemiec (transfer)
 - Jego wydatki we Francji na zasiłki rosną, ale obniżają się w Niemczech
 - Nie powstaje duży deficyt na szczeblu Unii
- Ryzyko:
 - pokusa nadużycia
 - tępi bodźce do reform, jeśli szok jest trwały

Wersja pośrednia – „europejski fundusz walutowy” (EFW)

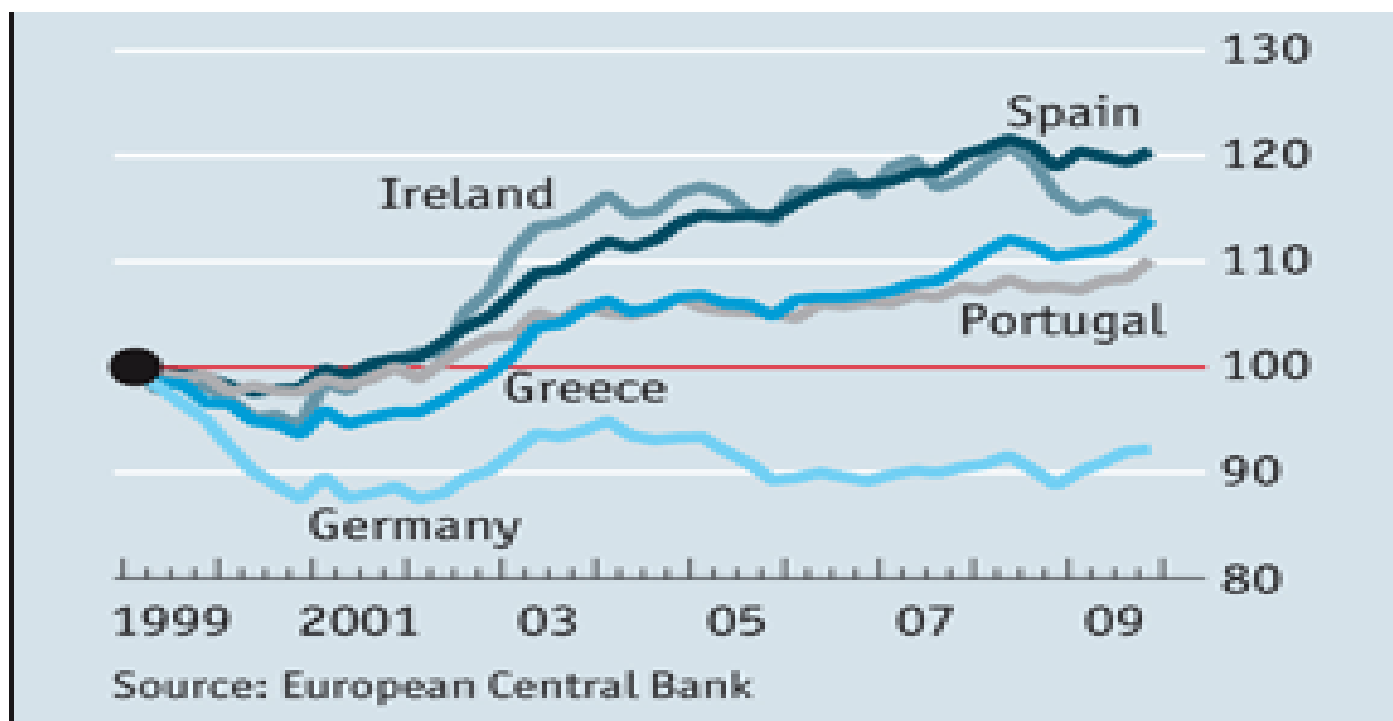
- Polityczna niechęć wobec rządu ekonomicznego
 - Niemcy a Francja
- Obecny fundusz stabilizacji załączkiem EFW
 - EUR 60 mld fundusz ze sprzedaży obligacji gwarantowanych przez UE
 - EUR 440 mld gwarantowanych pożyczek przez państwa UE (Polska zgłosiła akces)
- Dodatkowo: włączenie MFW na kwotę EUR 250 mld
 - Warunkowe pożyczki
- Włączenie EBC
 - Zakupy rządowych obligacji z wtórnego rynku, ale sterylizacja dodatkowej ilości pieniądza
 - Linie swapowe do zarządu rezerwy Federalnej

Reformy budżetowe i strukturalne

- Dotyczą **nie tylko** krajów deficytowych
- W krajach deficytowych - uzależnienie od obcego kapitału objawem i źródłem braku konkurencyjności eksportu
 - Tani zagraniczny kredyt podgrzewał popyt krajowy
 - Podnosiły się jednostkowe koszty pracy w odniesieniu do innych krajów strefy euro zwłaszcza reformujących się powoli Niemiec

Zbyt szybki wzrost jednostkowych kosztów pracy przyczyną niekonkurencyjności Klubu Med i Irlandii

Efektywny realny kurs walutowy (1kw. 1999 = 100), wzrost oznacza wzmocnienie



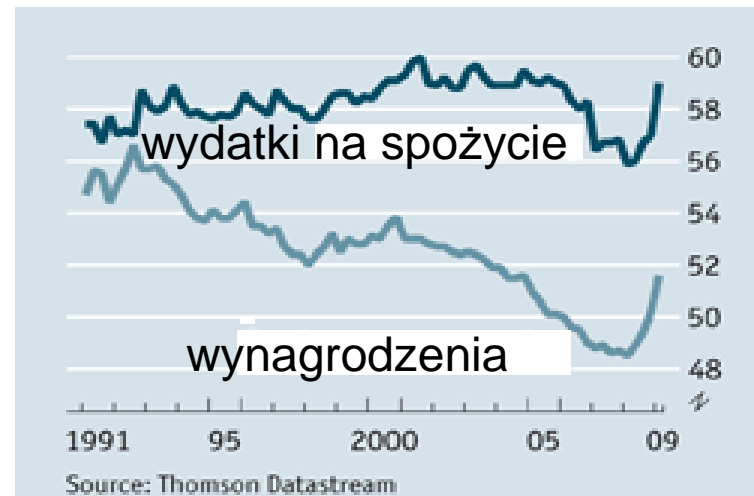
Jak odwrócić te trendy ?

- Kraje powinny spłacać zagraniczne długi eksportem
- Zwyczajowy sposób – dewaluacja - nie wchodzi w grę
- Obniżka kosztów pracy
 - Obniżki płac (sektor publiczny/admin)
 - Uelastycznienie rynków pracy
- Podniesienie wydajności
 - Przesunięcie zasobów do sektora eksportowego
 - Demonopolizacja sektora usług
 - Podwyżka podatków od konsumpcji w zamian za redukcję podatków od dochodów z pracy

Jak odwrócić te trendy ? c.d.

- Niemcy
 - Zmiana modelu opartego na eksporcie (fetysz)
 - Przystawienie z produkcji przemysłowej na usługi
 - Pobudzić popyt krajowy/konsumpcję prywatną
 - Wzrost płac
 - Obniżka podatków

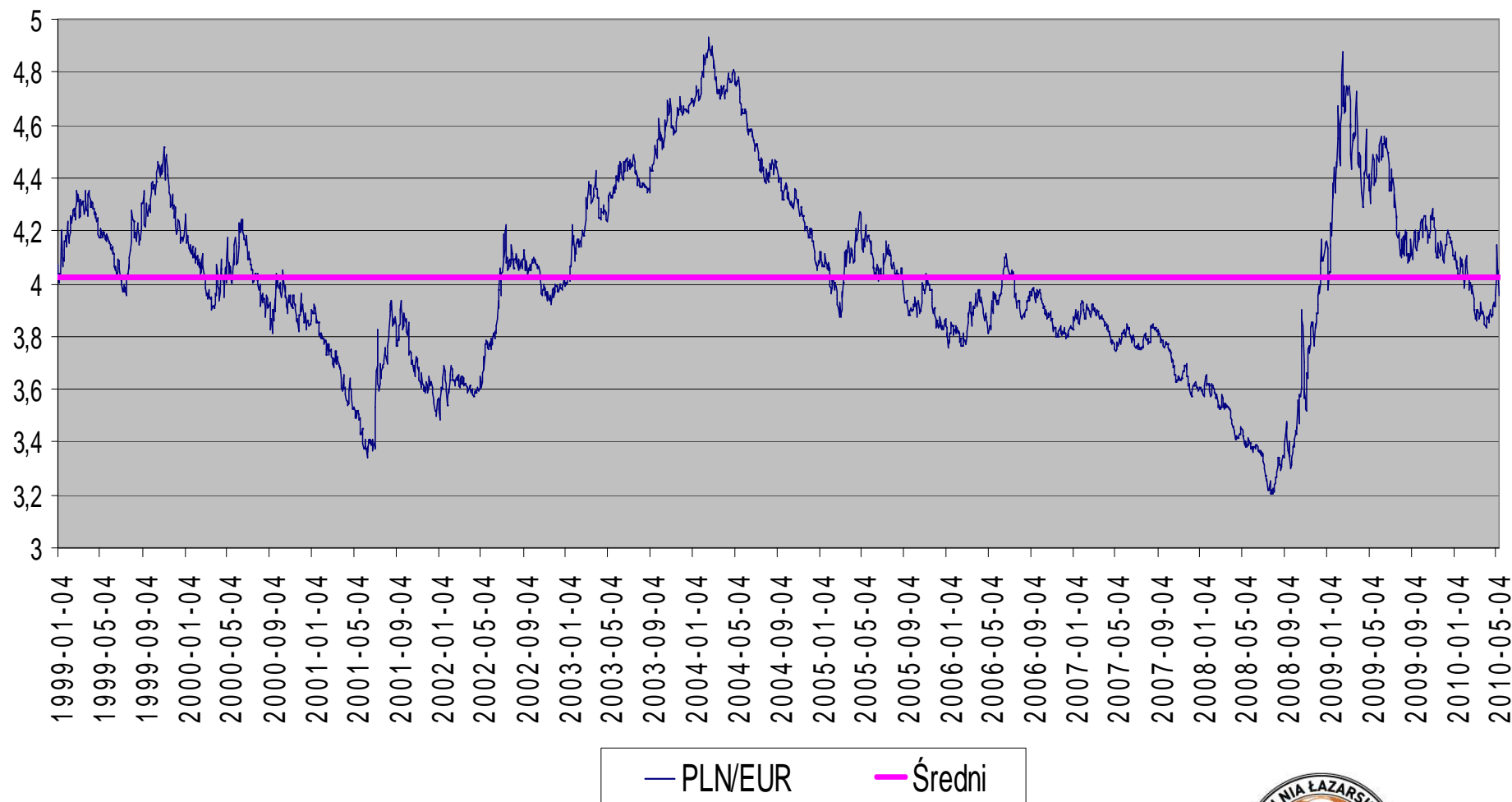
Procent PKB



Wnioski

- Bodźce dyscyplinujące na poziomie narodowym i Unii walutowej zbyt słabe
- Nie da się w europejskiej unii walutowej przejść głębokiego kryzysu bez mechanizmu wzajemnej pomocy
 - Polityczna niechęć do wspólnego rządu (podatku europejskiego)
 - Konieczność stworzenia funduszu stabilizacyjnego
 - Twarde warunki pożyczkowe
 - Udział MFW jako stygmat
 - Ma odpowiedni know-how programów stabilizacyjnych
- Reformy w Klubie Med niezbędne

Kurs PLN/EUR - brak wyraźnego długookresowego trendu

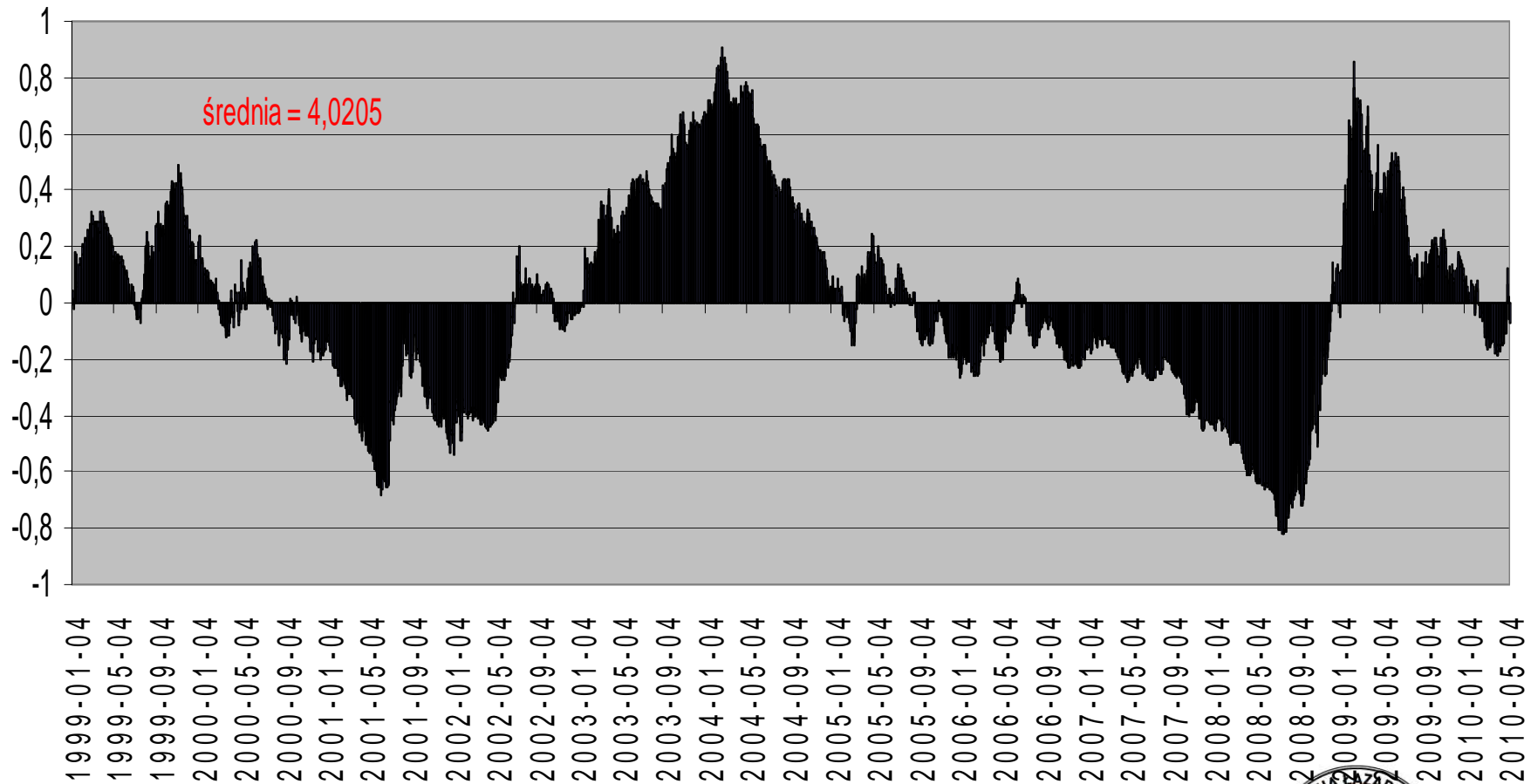


Czy złoty wraca do średniej ?

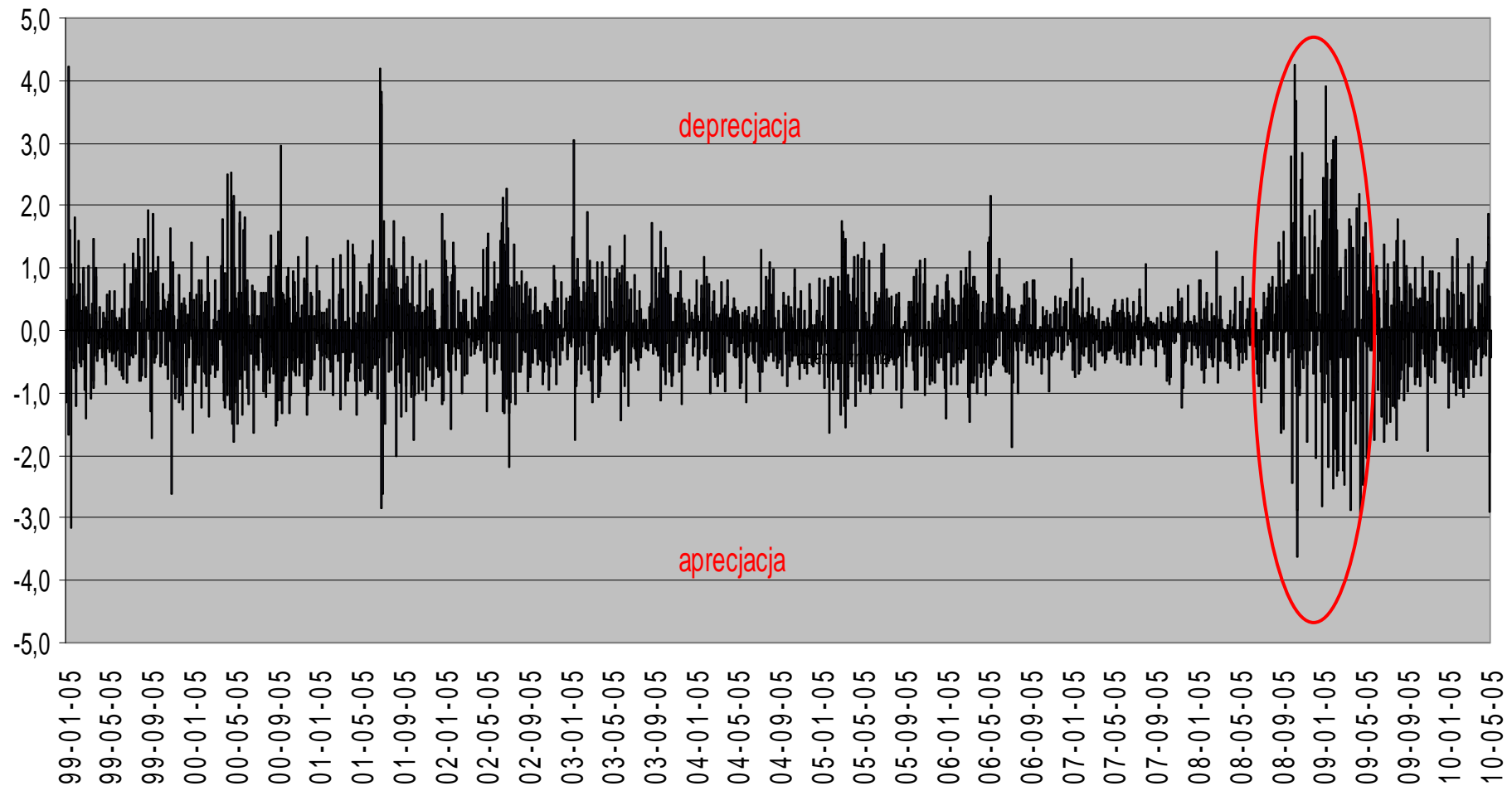
- Wykres sugerowałby taki przebieg historii
- Ale okresy długiej aprecjacji w okresach
 - Względnej równowagi makroekonomicznej (fiskalnej)
 - względnego spokoju na rynkach finansowych
- Przykład
 - Od maja 2004 do sierpnia 2008

Większe odchylenia po wejściu do UE – paradoks ?

Odchylenie PLN/EUR od średniej w złotych



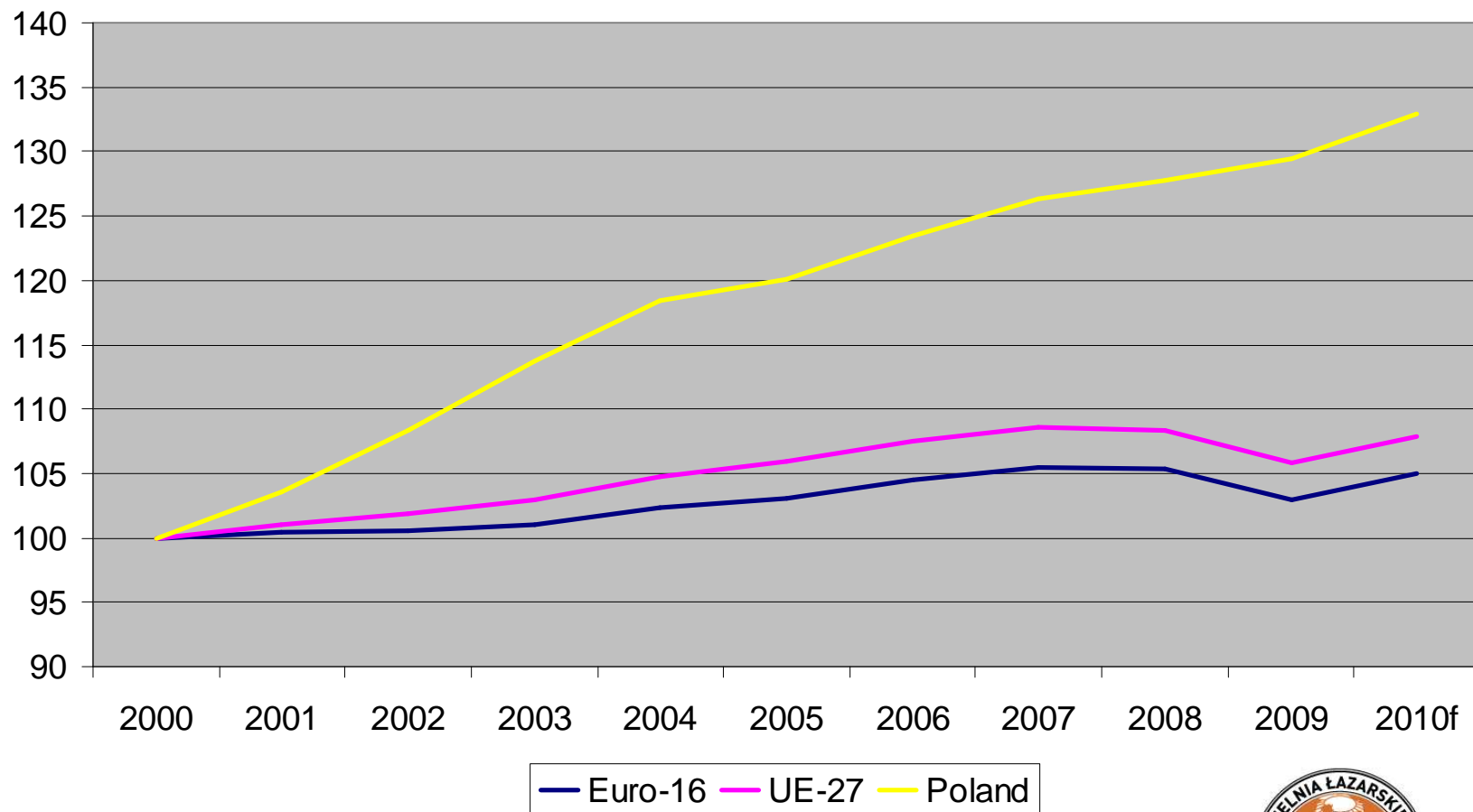
Duża zmienność kursu złotego podczas kryzysu



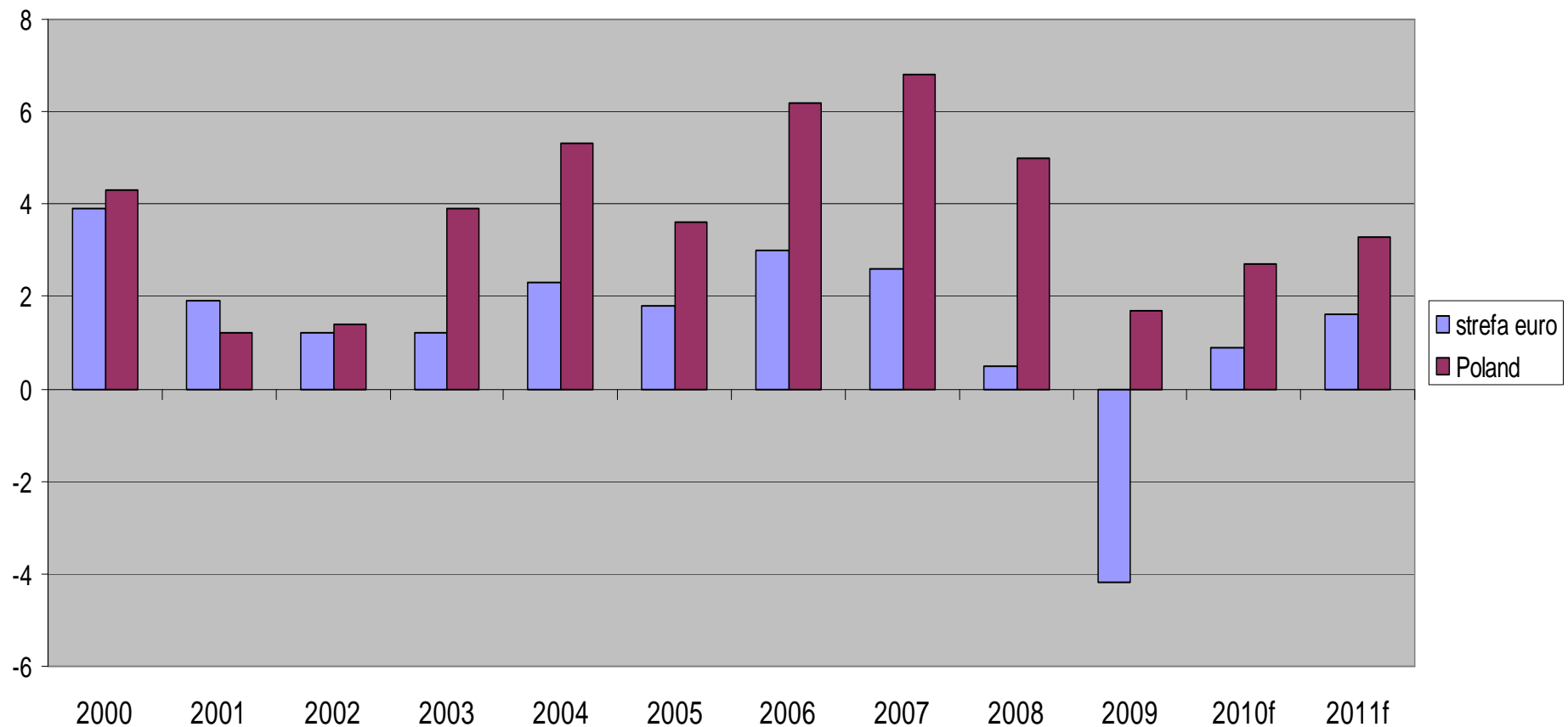
Determinanty nominalnego kursu walutowego w długim okresie

- Różnica w dynamice wydajności pracy
 - W przybliżeniu różnica stóp wzrostu realnego PKB
- Trzeba odjąć różnicę stóp inflacji
- Różnice między Polską a strefą euro
 - Średnia (geom.) dynamiki wzrostu 2000-2009
 - Polska 3,9%
 - Strefa euro 1,4%
 - Stopa inflacji (deflator PKB) w 2000-2009
 - Polska 3,2%
 - Strefa euro 2,0%

Wysoka różnica w dynamice wydajności pracy na pracownika między Polską a strefą euro (2000 =100)



Roczna dynamika PKB w % -w Polsce rośnie szybciej niż w strefie euro, ale...

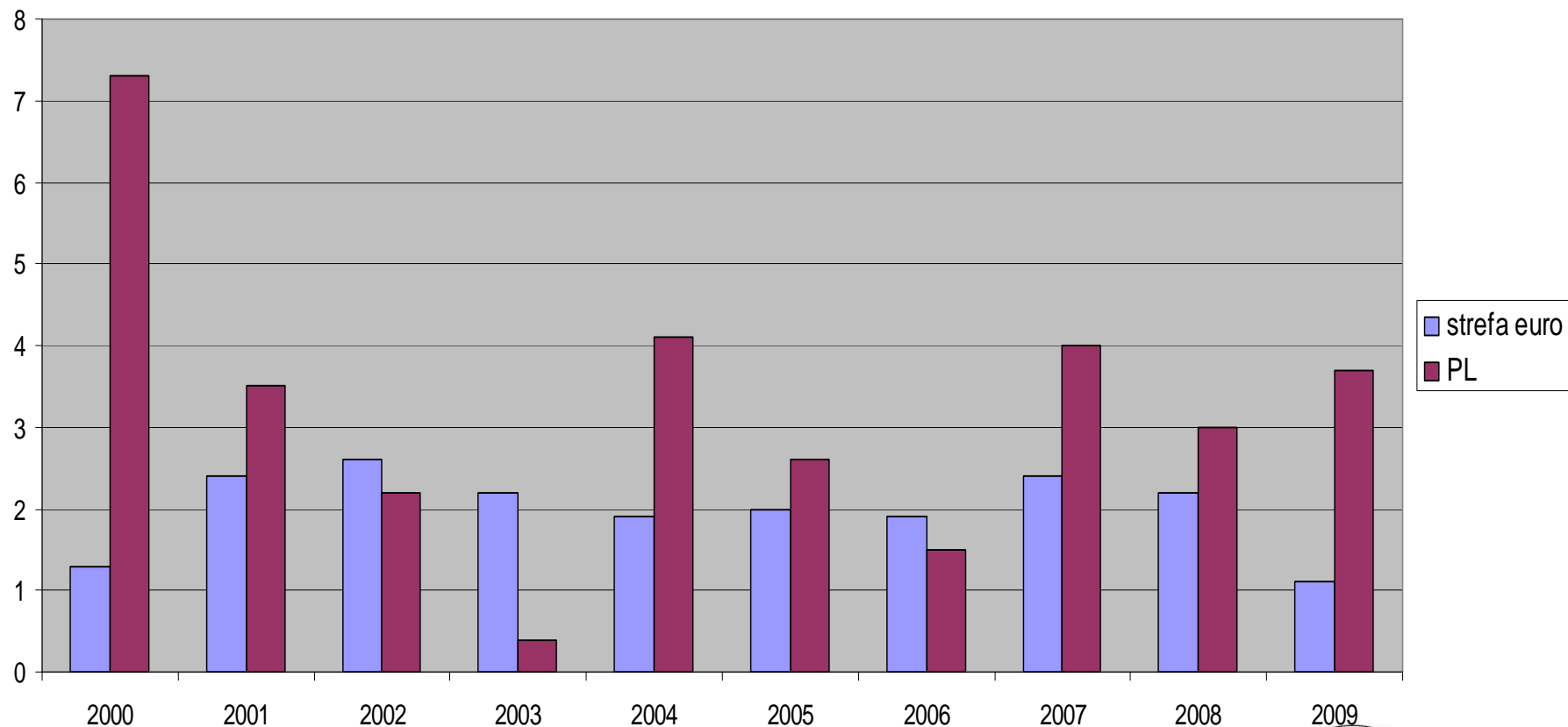


Źródło: Eurostat, 2010 -2011 prognoza Komisji Europejskiej z kwi-2010

Uczelnia Łazarskiego



... ceny w Polsce rosną szybciej niż w strefie euro – roczna dynamika deflatorów PKB, %



Determinanty nominalnego kursu walutowego w długim okresie c.d.

- Średnia różnica w dynamice wydajności pracy
 - ok. 2,5%
- Średnia różnica w stopach inflacji
 - ok. 1,2%
- Po wyłączeniu roku 2000 (wysoki wzrost deflatora w Polsce)
 - ok. 0,7%

Determinanty nominalnego kursu walutowego w długim okresie c.d.

- Przybliżona średnioroczna stopa wzmocnienia kursu złotego wobec euro
 - ok. 1,3%
 - kumulacja po 5 latach: niecałe 6,6%
 - kumulacja po 10 latach: 13,6%
- Po usunięciu roku 2000 (wysoka dynamika cen PKB w Polsce)
 - Kumulacja po 5 latach: 9,3%
 - Kumulacja po 10 latach: 19,5%

Wnioski dla Polski

- Czy było korzystne pozostać poza strefą euro podczas globalnego kryzysu finansowego ?
 - *Plusy*
 - Kurs walutowy – absorber szoku popytowego
 - Euro przestało być ostoją stabilności
 - *Minusy*
 - Kłopotliwe duże wahania złotego (drogie koszty ubezpieczenia)
 - Wyższa premia za ryzyko
 - Co czasu otwartego kryzysu greckiego Polska płaciła wyższą premię za ryzyko
 - Brak łatwego dostępu do płynności (euro walutą światową, ale złoty - nie)
 - Boom kredytowy finansowany z zewnątrz
 - Ryzyko kryzysu walutowego
 - Nie ma nas przy stole decyzyjnym
 - Bilans: niejednoznaczny
 - Preferencja dla status quo

Wnioski dla Polski c.d.

- Czy zmienił się bilans kosztów i korzyści po kryzysie ?
 - Euro przestało być synonimem stabilności
 - Większa rezerwa dotychczasowych entuzjastów
 - Wzrost samooceny polskiej polityki makroekonomicznej
 - Czy rezygnować z jej niezależności ?
- Przebieg wydarzeń sugeruje
 - czekać na reformy PSiW strefy euro
 - przeprowadzać w tym czasie własne pod kątem zwiększenia elastyczności gospodarki
 - obniżać deficyt fiskalny (kryteria z Maastricht)