EKONOMIA I ZARZĄDZANIE W TEORII I PRAKTYCE

Tom 9

Ekonomia i nauki o zarządzaniu
w warunkach integracji gospodarczej

redakcja naukowa
Piotr Urbanek i Ewa Walińska

WYDAWNICTWO
UNIWERSYTETU
ŁÓDZKIEGO

Rozdział 3

Ocena konkurencyjnych teorii kryzysów zadłużenia publicznego w kontekście kryzysu w strefie euro¹

Streszczenie

Artykuł przybliża koncepcję kryzysów zadłużenia publicznego oraz dominujące w literaturze ekonomicznej koncepcje dotyczące przyczyn ich powstawania: podejście klasyczne i popytowe. Autor koncentruje się na porównaniu założeń konkurencyjnych teorii oraz przybliżeniu sugerowanych przez nie metod walki ze skutkami kryzysów zadłużenia. W celu sprawdzenia, która z teorii w większym stopniu wyjaśnia przyczyny i przebieg obecnego kryzysu, analizie poddane zostały główne postulaty obydwu teorii. Przedstawione w artykule dane wydają się sugerować, że bliższa rzeczywistości gospodarczej jest koncepcja popytowa.

3.1. Wprowadzenie

Trwający od 2009 roku europejski kryzys zadłużenia, nazywany często kryzysem strefy euro, jest jednym z najgłębszych kryzysów gospodarczych ostatnich dziesięcioleci. I choć według przyjętej w teorii ekonomii definicji recesji, w większości państw strefy euro w 2015 roku recesja już się zakończyła², to makroekonomiczne konsekwencje kryzysu odczuwane są do dziś.

1 Michał Gamrot, doktorant w Katedrze Makroekonomii, Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny, Uniwersytet Łódzki.

2 Wyjątkiem jest Grecja, której PKB spada nieprzerwanie do 2008 roku.

Jednym z najlepiej obrazujących skalę recesji w Europie wskaźników jest spadek produktu krajowego brutto (PKB). We wszystkich krajach najbardziej dotkniętych kryzysem (Portugali, Włoszech, Irlandii, Grecji, i Hiszpanii³), PKB pod koniec 2014 roku był nadal niższy niż przed kryzysem (w 2008 roku). Największy spadek dochodu zanotowano w Grecji, której realny dochód spadł w badanym okresie o ponad 23%; najmniej w Irlandii, której gospodarka w 2014 roku nadal nie przekraczała poziomu z 2008 roku. Podobnych wniosków dostarcza analiza stopy bezrobocia, która od 2008 roku wzrosła we wszystkich wymienionych powyżej krajach (od 5,5 pkt. proc. we Włoszech, do 19,6 pkt. proc. w Grecji). Szczególnie symptomatyczne jest bezrobocie wśród osób w grupie od 15 do 24 lat, które w Grecji i Hiszpanii w 2013 roku przekraczało 50% aktywnej zawodowo populacji w tym wieku (co oznacza wzrost o ponad 30 pkt. proc. względem 2008 roku).

Skala kryzysu wymaga dogłębnego wytłumaczenia. Wśród ekonomistów nadal nie ma jednak konsensusu co do teorii, która w największym stopniu wyjaśnia obecne trudności gospodarcze. W dyskusjach teoretycznych dominują dwie, przeciwstawne koncepcje: klasyczna i popytowa.

Według koncepcji klasycznej przyczyną kryzysu zadłużenia publicznego była nadmierna nierównowaga finansów publicznych w krajach peryferii strefy euro (w szczególności Portugalii, Irlandii, Włoch, Grecji i Hiszpanii). Nadmierny poziom zadłużenia publicznego tych państw spowodował utratę zaufania inwestorów względem możliwości obsługi ich długu i, w konsekwencji, nagły wzrost rentowności emitowanych przez nie obligacji. Receptą na wyjście z kryzysu jest więc, według zwolenników teorii klasycznej, daleko idąca reforma finansów publicznych mająca na celu odbudowę zaufania inwestorów. Preferowaną metodą redukcji długu jest obniżka wydatków publicznych (w szczególności transferów socjalnych) oraz uelastycznienie rynku pracy.

Przeciwnego zdania są zwolennicy koncepcji popytowej, wywodzący się m.in. z nurtu keynesowskiego. Według nich główną przyczyną kryzysów zadłużenia jest utrudniający spłatę zadłużenia publicznego spadek nominalnego dochodu. Rozwiązaniem jest więc nie obniżka wydatków rządowych (która przyniosłaby skutki odwrotne do zamierzonych), ale stymulacja agregatowego popytu za pomocą polityki monetarnej lub, jeśli nie jest to możliwe, częściowa restrukturyzacja długu.

Różnice w podejściu ekonomistów nie są jedynie rozważaniami natury teoretycznej. Obrazuje to najlepiej sytuacja gospodarczo-polityczna

3 Kraje te nazywa się często w skrócie PIIGS, od ich angielskich nazw.

Grecji, która nie będąc w stanie na bieżąco spłacać zaciągniętych zobowiązań musiała wystąpić o pomoc do Międzynarodowego Funduszu Walutowego, Europejskiego Banku Centralnego i Unii Europejskiej. Udzielona Grecji pomoc w dużej mierze zależna jest od przyjęcia przez to państwo polityki oszczędnościowej (ang. *austerity*), tj. w dużej mierze wynikającej z klasycznej doktryny kryzysów zadłużenia.

Celem poniższego artykułu jest przybliżenie teoretycznych podstaw teorii klasycznej i popytowej oraz sprawdzenie, która z nich w większym stopniu wyjaśnia przyczyny i przebieg kryzysu zadłużenia w strefie euro.

3.2. Kryzysy zadłużenia publicznego w teorii ekonomii

Kryzys zadłużenia publicznego (ang. *sovereign debt crisis*) w literaturze ekonomicznej definiowany jest jako „niemożność spłaty całości zadłużenia publicznego oraz należnych z jego tytułu odsetek w terminie ich wymagalności (lub w okresie jego prolongaty)” [Reinhart 2009, s. 11]. W praktyce oznacza to również wszystkie sytuacje, w których dług publiczny spłacany jest na mniej korzystnych warunkach (dla kredytodawcy) niż te określone w pierwotnym kontrakcie⁴.

Choć kryzysom zadłużenia publicznego towarzyszą często inne negatywne zjawiska gospodarcze⁵, nie są one typowe dla kryzysów długu publicznego. I tak, choć kryzysom zadłużenia towarzyszyły często kryzysy walutowe, wystąpieniu kryzysu walutowego niekoniecznie towarzyszyć musi kryzys zadłużenia publicznego (i na odwrót⁶). Podobnie z kryzysami gospodarczymi: o ile spadek agregatowego dochodu może powodować trudności w spłacie długu publicznego, kryzysy zadłużenia nie zawsze współwystępują z recesjami. Przykładem mogą być historyczne przypadki repudiacji (odmowy spłaty) zadłużenia przez Rosję Sowiec-

4 W szczególności dotyczy to sytuacji, w których dług denominowany w walucie obcej oddawany jest w (dewaluowanej) walucie krajowej.

5 Np. kryzysy gospodarcze, bankowe, walutowe lub nadmiernie wysoki poziom inflacji.

6 Przykładem kryzysu zadłużenia w którym nie doszło do kryzysu walutowego jest omawiany w niniejszej pracy europejski kryzys zadłużenia publicznego. Kurs euro w stosunku do dolara amerykańskiego utrzymywał się w badanym okresie na relatywnie stabilnym poziomie.

ką w 1918 roku [Reinhart, Rogoff 2009, s. 61] oraz demokratyczne rządy nie uznające długów poprzednich reżimów (jak np. rząd Stanów Zjednoczonych odmawiający spłaty zadłużenia Kuby względem Hiszpanii w 1898 roku) [Kremer, Jayachandran 2013, s. 32–35].

Jakie są przyczyny kryzysów zadłużenia? W literaturze spotkać najczęściej można dwie grupy poglądów: klasyczne i popytowe.

Według podejścia klasycznego, głównym powodem kryzysów zadłużenia jest *nadmierny*⁷ poziom długu publicznego, wynikający najczęściej z wadliwie działających instytucji publicznych⁸. Do zwolenników tej koncepcji zaliczyć można m.in. przedstawicieli ekonomii klasycznej [Smith 2013, s. 605–658], neoklasycznej [Attinasi, Checherita, Nickel 2009, s. 1131; Pagano 2010], szkoły austriackiej [Kelly 2011; Rothbard 1992, s. 49–52] oraz szkoły wyboru publicznego [van Rijckeghem, Weder 2009, s. 387–408].

Mechanizm prowadzący do kryzysu według tej koncepcji jest relatywnie prosty. Czynnikiem który decyduje o wybuchu kryzysu zadłużenia jest spadek zaufania inwestorów, w stosunku do dalszej możliwości wywiązania się przez państwo z zaciągniętych zobowiązań (lub dalszego refinansowania zadłużenia długoterminowego przez emisję krótko- i średniookresowych papierów wartościowych) [Pagano 2010]. Powodem owego spadku zaufania jest osiągnięcie przez dług publiczny nadmiernego poziomu, zazwyczaj poprzez prowadzenie przez rząd „nieodpowiedzialnej” polityki fiskalnej i „życie ponad stan”⁹. Wraz ze spadającym zaufaniem inwestorów, zmniejsza się popyt na emitowane przez rząd papiery wartościowe, a co za tym idzie wzrasta ich rentowność. Rosnące oprocentowanie zadłużenia publicznego podnosi dodatkowo koszty jego obsługi, zwiększając jednocześnie potrzeby pożyczkowe i przyczyniając się do dalszego spadku zaufania względem skarbu państwa i dalszego wzrostu rentowności. W chwili, w której spadek zaufania staje się po-

7 Ilościowe określenie „nadmiernego” poziomu zadłużenia jest wyjątkowo problematyczne i zależy w dużym stopniu od indywidualnych uwarunkowań danej gospodarki. Próby ilościowego ustalenia nadmiernego poziomu deficytu opierają się zazwyczaj o koncepcję zrównoważonej polityki fiskalnej (ang. *sustainable fiscal policy*). Politykę taką uznaje się za zrównoważoną „jeśli realizując ją rząd jest w stanie terminowo regulować swoje zobowiązania, bez konieczności dokonywania znacznych korekt w saldzie dochodów i wydatków” [Jajko 2008, s.43]. Podejście takie odwołuje się jednak z powrotem do definicji kryzysu zadłużenia, przez co nie może zostać uznane za satysfakcjonujące.

8 W poniższej pracy, ze względu na ograniczone miejsce, analizie poddano wyłącznie pierwszy z postulowanych powodów kryzysów zadłużenia, tj. nadmierny poziom zadłużenia publicznego. Zob. Featherstone 2011.

9 Przykładem takiego rozumowania jest analiza A. Rzońcy [Rzońca 2010].

wszechny, następuje drastyczny wzrost rentowności obligacji¹⁰, i *de facto* początek kryzysu zadłużenia.

Ze względu na postulowane przez klasyków powody występowania kryzysów zadłużenia, sugerowaną przez nich metodą wyjścia z kryzysu jest odwrócenie mechanizmu powstawania nadmiernego zadłużenia poprzez zastosowanie polityki oszczędności. Przyporównując dług publiczny do długu rodziny [Buchanan 1962, s. 1–135], w celu zmniejszenia długu publicznego klasycy sugerują zmniejszenie wydatków rządowych, wprowadzenie zwiększających elastyczność gospodarki reform strukturalnych [Cardoso, Domenech 2010] oraz, jeśli nie wpłynie to niekorzystanie na funkcjonowanie gospodarki w długim okresie [Alesina, Ardagna 2012, s. 1–53], zwiększenie wpływów budżetowych. Spośród wymienionych powyżej metod, największą wagę przypisuje się spadkowi wydatków publicznych [Alesina, de Rugy 2013, s. 1–99].

Odmiennego zdania są przedstawiciele podejścia popytowego, wśród zwolenników którego dominują przedstawiciele keynesizmu [Krugman, 2014], post-keynesizmu [Keen, 2015], nowoczesnej teorii monetarnej (ang. *modern monetary theory*) [Wrey, 2012] oraz monetaryzmu rynkowego [Glasner, 2011].

W ocenie zwolenników podejścia popytowego, główną przyczyną powstania kryzysów zadłużenia publicznego jest spadek agregatowego popytu i towarzysząca mu obniżka wpływów podatkowych. Zmniejszające się wydatki, zgodnie z logiką okrężnego obiegu gospodarczego (ang. *circular flow*), powodują spadek dochodów, co przy istnieniu sztywności cenowych [Ball, Mankiw 1994, s. 127–151] prowadzi do spadku realnej produkcji i wzrostu bezrobocia. Recesja i towarzyszące jej bezrobocie zmniejszają wpływy podatkowe i, poprzez zwiększone transfery socjalne, prowadzą do wzrostu wydatków. Zmniejszające się jednocześnie wpływy budżetowe i rosnące wydatki zwiększają potrzeby pożyczkowe państwa, co wpływa na wzrost podaży obligacji skarbowych. I choć według tradycyjnej doktryny keynesowskiej, recesji towarzyszy spadek stóp procentowych i wzrost popytu na obligacje skarbowe¹¹, w sytuacji, w której na przykład ze względu na rosnącą globalną awersję do ryzyka¹², popyt na obligacje nie rośnie wystarczająco szybko, efektem recesji

10 W pewnym momencie poziom zaufania do skarbu państwa może okazać się tak niski, że żaden wzrost oprocentowania obligacji nie będzie w stanie skłonić inwestorów do zakupu wystarczającej ilości obligacji.

11 Dzieje się tak m.in. dlatego, że w przy wysokim spadku agregatowego popytu (tj. wysokim wzroście popytu na płynność), obligacje skarbowe stają się bliskim substytutem pieniądza.

12 Powodem takiej sytuacji może być m.in. kryzys finansowy.

będzie wzrost rentowności obligacji skarbowych i, co za tym idzie, wzrost realnego obciążenia długiem (ang. *burden of debt*).

Z tych powodów, w odróżnieniu do klasyków, zwolennicy koncepcji popytowej sprzeciwiają się stosowaniu polityki oszczędności w celu rozwiązania kryzysu zadłużenia publicznego. Według nich, prowadzenie restrykcyjnej polityki fiskalnej, oparte na błędnej diagnozie przyczyn kryzysu, będzie nie tylko nieskuteczne w redukcji zadłużenia, ale również, poprzez negatywny wpływ na poziom agregatowego popytu dodatkowo zwiększy skalę problemu. Co więcej, jeśli jak twierdzą m.in. Blanchard [Blanchard 2012] i Portes [Portes 2012], rynki finansowe wyceniają ryzyko spłaty obligacji skarbowych w oparciu o perspektywę wzrostu gospodarczego, polityka oszczędności, poprzez dalsze osłabienie agregatowego popytu w trakcie recesji, spowoduje dodatkowy spadek popytu na obligacje i wzrost ich rentowności.

W przeciwieństwie do klasyków, zwolennicy podejścia popytowego (w szczególności keynesiści i post-keynesiści) sprzeciwiają się również polityce mającej na celu „uelastycznienie” gospodarek, np. poprzez politykę redukcji wynagrodzeń. Źródłem takiego poglądu jest konstatacja, że „zwiększenie realnej podaży pieniądza przez zmniejszenie wynagrodzeń prowadzi do zwiększenia obciążenia zadłużeniem” [Keynes 1936, s. 161–170]. Polityka uelastyczniająca rynek pracy nie będzie więc skuteczna, tak długo, jak długo nie będzie towarzyszyć jej ekspansywna polityka fiskalna lub monetarna [*Ibidem*]. W najlepszym przypadku, uelastycznienie gospodarki może więc pomóc wyłącznie w długim okresie, w najgorszym może dodatkowo zaognić efekty recesji.

Jaka jest więc wynikająca z koncepcji keynesowskich metoda walki z kryzysami zadłużenia? Jako że według koncepcji popytowych kryzysy zadłużenia publicznego są częścią większego problemu makroekonomicznego (nierównowagi gospodarczej), metody ich zwalczania nie różnią się znacząco od metod łagodzenia skutków „zwyczajnych” kryzysów gospodarczych, tj. zastosowania ekspansywnej polityki monetarnej i/lub fiskalnej. Tym, co w praktyce może wyróżniać politykę państwa względem kryzysów zadłużenia publicznego, mogą być trudności w zastosowaniu przez państwo ekspansywnej polityki fiskalnej. W sytuacji, w której inwestorzy nie chcą dalej nabywać obligacji skarbu państwa, rząd nie będzie w stanie zwiększyć swoich wydatków co uniemożliwi mu skuteczną stymulację agregatowego popytu. Jedynym rozwiązaniem pozostaje wtedy ekspansja monetarna, choć i ta nie zawsze jest skuteczna [Krugman, 2013, s. 137–205]. W przypadku, w którym zastosowanie wymienionych powyżej metod nie jest możliwe, jedyną metodą rozwiązania kryzysu zadłużenia staje się restrukturyzacja długu lub jego repudiacja.

3.3. Europejski kryzys zadłużenia

Przedstawione w poprzedniej części teorie, opierając się o inne założenia, dostarczają odmiennych wniosków dotyczących przyczyn kryzysów oraz rekomendacji dla polityki państwa. Jedyną metodą porównania ich przydatności pozostaje więc zestawienie ich z danymi i sprawdzenie, która z nich lepiej opisuje rzeczywistość gospodarczą.

Podstawowym wyznacznikiem kryzysu zadłużenia publicznego jaki rozpoczął się w Europie w 2009–2010 roku, była nagła zmiana w wycenie długookresowych obligacji państw strefy euro. Wykres 1 przedstawia wysokość nominalnego oprocentowania obligacji wybranych krajów strefy euro w latach 1995–2015.

Wykres 1. Wysokość nominalnego oprocentowania długookresowych obligacji wybranych państw strefy euro w latach 1995–2015.

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych EBC
(<https://www.ecb.europa.eu/stats/money/long/html/index.en.html> dostęp 27.09.2015).

Jak wynika z analizy przedstawionych powyżej danych, powstanie strefy euro doprowadziło do ujednolicenia zróżnicowanych z początku stóp procentowych (zmniejszenia tzw. *spreadów*). W okresie od 2000 do 2008 roku rentowność zadłużenia krajów strefy euro pozostawała

na jednakowym poziomie. Gwałtowny wzrost oprocentowania obligacji skarbowych, powszechnie utożsamiany z wybuchem kryzysu zadłużenia, rozpoczął się dopiero w 2009–2010 roku. Co spowodowało tak duże różnice w oprocentowaniu? Według teorii klasycznej pojawiającej się często w artykułach i komentarzach ekonomicznych [Higgins, Klitgaard 2011, s. 1–11; Krugman 2012], główną przyczyną kryzysu była nadmierna nierównowaga finansów publicznych w okresie poprzedzającym wybuch kryzysu zadłużenia. Wykres 2 przedstawia zależność pomiędzy wysokością zadłużenia publicznego a jego udziałem w PKB w 2008 roku.

Wykres 2. Zależność pomiędzy wysokością długu publicznego w mld EUR a jego udziałem w PKB w 2008 roku dla wybranych krajów UE.

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Eurostat (ec.europa.eu/eurostat/product?code=teina225&mode=view dostęp 27.09.2015).
Wielkość bąbli odpowiada wysokości długu publicznego w mld EUR w 2008 roku.
Zielone pole oznacza dopuszczalny stosunek długu publicznego do PKB wynikający z zapisów traktatu z Maastricht.

Zależność pomiędzy długiem publicznym a późniejszym kryzysem zadłużenia jest niejednoznaczna. Wśród państw dotkniętych kryzysem są zarówno państwa o wysokim (Grecja, Włochy), średnim (Portugalia) i niskim (Irlandia, Hiszpania) długiem publicznym. Identyčną zależność

zaobserwować można wśród państw w których nie doszło do kryzysu, choć najwyższy poziom długu do PKB w tej grupie (Belgia) pozostaje niższy od maksymalnego długu w grupie państw dotkniętych kryzysem.

Innym wyznacznikiem złej sytuacji fiskalnej, na którą powołują się zwolennicy doktryny klasycznej, może być deficyt budżetowy, pokazujący dynamikę zmian poziomu zadłużenia publicznego. Wykres 3. przedstawia średnie saldo budżetowe w okresie poprzedzającym wybuch kryzysu zadłużenia.

Wykres 3. Średni deficyt/nadwyżka budżetowa w wybranych krajach UE w latach 2000–2008.

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Eurostat (<http://ec.europa.eu/eurostat/product?code=teina200&mode=view> dostęp 27.09.2015).

Żółtym kolorem oznaczono wysokość salda budżetowego przy której przewidziane jest zastosowanie procedury nadmiernego deficytu.

Podobnie jak w przypadku długu publicznego, przedstawiona na wykresie zależność jest niejednoznaczna. Wśród krajów dotkniętych kryzysem zadłużenia znaleźć można takie, w których średnio występował wysoki, przekraczający ustalenia z Maastricht, deficyt budżetowy (Grecja,

Portugalia), niski deficyt (Hiszpania) oraz nadwyżkę (Irlandia). Podobną zależność zaobserwować można wśród państw, w których nie doszło do kryzysu. Co ciekawe, podawane jako przykład dyscypliny fiskalnej Niemcy w badanym okresie wykazywały średnio wyższy deficyt niż Irlandia i potępiana za nadmierne wydatki Hiszpania [Krugman, 2012].

Jak, w porównaniu do prognoz wynikających z doktryny klasycznej, sprawdza się teoria popytowa? Według jej zwolenników jedną z przyczyn kryzysów zadłużenia jest nierównowaga makroekonomiczna i wynikający z niej spadek nominalnego dochodu. Wykres 4. przedstawia zależność pomiędzy średnim saldem obrotów bieżących w latach poprzedzających kryzys (miarą nierównowagi wymiany z zagranicą) a spadkiem nominalnego dochodu będącego wynikiem globalnego kryzysu finansowego.

Wykres 4. Spadek agregatowego popytu a średnie saldo rachunku obrotów bieżących wybranych państw strefy euro.

Źródło: opracowanie na podstawie stats.oecd.org/index.aspx?queryid=60702, stats.oecd.org/Index.aspx?DataSetCode=MEI_BOP dostęp 27.09.2015.

Analiza wykresu 4 sugeruje istnienie znaczącej różnicy w wysokości średniego salda obrotów bieżących w dwóch badanych grupach. Spośród państw strefy euro, we wszystkich państwach z grupy PIIGS w badanym okresie saldo obrotów handlowych z zagranicą było ujemne. Deficytowi na saldzie obrotów bieżących w krajach PIIGS towarzyszyła jednocześnie analogiczna nadwyżka w krajach pozostałych krajach strefy euro. Podobną zależność prezentuje postulowana według zwolenników podejścia popytowego miara spadku dochodów w gospodarce – zmiana nominalnego dochodu narodowego. Spośród wszystkich krajów grupy PIIGS jedynie we Włoszech nie doszło do spadku nominalnego PKB (pozostał on na relatywnie niezmiennym poziomie).

Drugim z czynników wymienianych przez zwolenników doktryny popytowej (w szczególności post-keynesistów, np. Minskiego) jest niestabilność zadłużenia prywatnego [Minsky 1992, s. 1–9]. Wykres 5 pokazuje średnie tempo zmian zadłużenia prywatnego w latach poprzedzających kryzys zadłużenia publicznego.

Wykres 5. Średnie tempo zmian zadłużenia prywatnego w wybranych państwach strefy euro w latach 2000–2008.

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z OECD (<http://stats.oecd.org/index.aspx?queryid=34814> dostęp 27.09.2015).

Spośród wszystkich państw dotkniętych w największym stopniu skutkami kryzysu zadłużenia publicznego, we wszystkich z nich w latach poprzedzających kryzys, zadłużenie prywatne charakteryzowało się wysoką

dynamiką. Jednocześnie wśród państw niedotkniętych kryzysem zadłużenia dynamika kredytu prywatnego była znacząco niższa, osiągając nawet ujemne wartości w Niemczech¹³. Co ciekawe we wszystkich państwach grupy PIIGS średnie tempo wzrostu zadłużenia publicznego było wyższe od średniej dynamiki zadłużenia publicznego w analogicznym okresie. Wydaje się to szczególnie istotne w Irlandii, która charakteryzowała się jednocześnie spadkiem zadłużenia publicznego i gwałtownym wzrostem zadłużenia prywatnego [Howden 2013, s. 75–77].

Wykres 6. Średnia zmiana realnego PKB a średnia zmiana salda strukturalnego w wybranych państwach strefy euro w latach 2009–2014.

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych OECD (<https://stats.oecd.org/index.aspx?queryid=60702> dostęp 27.09.2015) oraz MFW (<http://www.imf.org/external/pubs/ft/fm/2015/01/fmindex.htm> dostęp 27.09.2015).

¹³ Obserwacja ta, w połączeniu z wnioskami płynącymi z analizy średniego salda obrotów bieżących, stanowi silny dowód monetarnego, wynikającego z konstrukcji euro, wytłumaczenia przyczyn kryzysu europejskiego. Zob. Krugman 2012, s. 166–207.

Omawiane powyżej doktryny, oprócz identyfikacji różnych przyczyn kryzysu, wskazują na różne rozwiązania. Najbardziej istotna, i jednocześnie relatywnie łatwa w kwantyfikacji¹⁴, różnica pomiędzy powyższymi koncepcjami dotyczy wpływu polityki oszczędnościowej na koniunkturę. Wykres 6 przedstawia zależność pomiędzy średnią zmianą salda strukturalnego (będącą aproksymacją skali polityki oszczędnościowej) w latach 2009–2014 a średnią zmianą realnego PKB w analogicznym okresie.

Obserwowana w danych zależność pomiędzy prowadzoną polityką oszczędnościową a zmianami realnego produktu krajowego brutto, wskazuje jednoznacznie na występowanie keynesowskich efektów restrykcyjnej polityki fiskalnej. Sugeruje to istnienie silnej zależności pomiędzy stosowaniem polityki oszczędnościowej a negatywnymi konsekwencjami makroekonomicznymi w krajach dotkniętych kryzysem zadłużenia.

3.4. Podsumowanie

Która doktryna w większym stopniu wyjaśnia przyczyny i przebieg kryzysu gospodarczego w strefie euro? W świetle przedstawionej w poprzedniej części analizy to koncepcja popytowa wydaje się zdecydowanie lepiej pasować do rzeczywistości gospodarczej.

Wbrew twierdzeniom zwolenników koncepcji klasycznej, stan finansów publicznych nie miał większego wpływu na wybuch kryzysu. Analiza stosunku długu publicznego do PKB pokazuje, że wśród państw w których doszło do kryzysu znajduje się grupa państw o wysokim długu publicznym (Grecja, Portugalia, Włochy) jak i ta, w której dług był relatywnie niewielki (Irlandia, Hiszpania). Podobnych wniosków dostarcza analiza salda budżetowego – nie istnieje tu zależność pomiędzy kryzysem a średnim saldem budżetowym z lat poprzedzających kryzys zadłużenia. Jednocześnie, potwierdzenie w danych znajduje koncepcja popytowa. Zarówno dynamika zadłużenia prywatnego, jak i saldo obrotów bieżących, sugerują narastanie w latach poprzedzających kryzys daleko idącej nierównowagi makroekonomicznej w gospodarce europejskiej. We wszystkich krajach objętych kryzysem zadłużenia dynamika zadłużenia prywatnego była zdecydowanie wyższa niż w krajach nieodczuwających

14 Praktyczne wyznaczenie stopnia restrykcyjności polityki fiskalnej zależy w dużej mierze od przyjętych założeń teoretycznych [Salim 2013 s. 13–40].

efektów kryzysu (i niejednokrotnie, jak w przypadku Hiszpanii i Irlandii, zdecydowanie wyższa od dynamiki zadłużenia publicznego).

Również analiza skutków dotychczasowej polityki oszczędnościowej wskazuje na popytowe uwarunkowania obecnego kryzysu zadłużenia. Dane dotyczące wzrostu gospodarczego większości krajów europejskich wskazują na ujemną zależność pomiędzy tempem wzrostu realnego PKB a wielkością wprowadzanych pakietów oszczędnościowych. Potwierdzenia nie znajduje więc wywodząca się z podejścia klasycznego hipoteza o pozytywnym wpływie konsolidacji fiskalnych. Jest to szczególnie widoczne w przypadku Grecji, która pomimo wprowadzenia wielu reform strukturalnych [Monastiriotes 2013, s. 1–12], nadal zmaga się z konsekwencjami kryzysu zadłużenia oraz towarzyszącej mu recesji.

Jakie są więc praktyczne wnioski dla polityki gospodarczej państwa? Przedstawiona powyżej analiza sugeruje, że prowadzona obecnie w Europie polityka oszczędności, wynikająca w dużym stopniu z doktryny klasycznej, nie jest dobrym rozwiązaniem. Nie tylko błędnie identyfikuje ona źródła kryzysu, ale również, poprzez negatywny wpływ na poziom agregatowego popytu, prowadzi do skutków odwrotnych od zamierzonych. Ostatnie wydarzenia w Grecji [Papadimas, Malatezou, 2015] sugerują jednak, że świadomość negatywnego wpływu restrykcyjnej polityki fiskalnej staje się coraz bardziej powszechna, co daje nadzieję na jej ograniczenie i odwrócenie szkodliwych reform.

Przedstawiona w poniższym artykule analiza, choć dostarcza pierwszych wniosków co do słuszności konkurencyjnych teorii, nie może być jednak uznana za kompletną. W celu dokładniejszego zbadania przyczyn kryzysu zadłużenia w Europie konieczne wydaje się skonstruowanie modelu ekonometrycznego, za pomocą którego możliwe byłoby oszacowanie wpływu postulowanych przez konkurencyjne teorie ekonomiczne zmiennych dla każdego z krajów osobno.

Euro crisis in light of competing sovereign debt crises theories

Abstract

The article describes the concept of sovereign debt crises, and two most popular theories of its causes and consequences: classical and aggregate demand approaches. The author focuses on comparison of assumptions of both theories and their policy recommendations. In order to check which theory better explains the current crisis, the author analyzes data from Eurozone countries. The analysis suggests that it is the aggregate demand approach, which better predicts both causes and outcome of the European sovereign debt crisis.

Bibliografia

- Alesina A.F., Ardagna S. (1998), *Tales of Fiscal Adjustment*, "Economic Policy", vol. 13, nr 27.
- Alesina A.F., Ardagna S. (2012), *The design of fiscal adjustments*, National Bureau of Economic Research, Cambridge.
- Alesina A.F., Ruy V. de (2013), *A Review of the Scholarship on Austerity*, [w:] *Europe's Fiscal Crisis Revealed: In-Depth Analysis of Spending, Austerity, and Growth*, Salim F. (red.), The Heritage Foundation – Center for Data Analysis, Working Paper, Waszyngton.
- Attinasi M.G., Checherita C., Nickel C. (2009), *What Explains the Surge in Euro Area Sovereign Spreads during the Financial Crisis of 2007–09?*, ECB Working Paper, Frankfurt.
- Ball L., Mankiw N.G. (1994), *A sticky-price manifesto*, Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, vol. 41.
- Blanchard O. (2012), *Driving the Global Economy with the brakes on*, iMFdirect, Waszyngton.
- Buchanan J.M. (1962), *Public Principles of Public Debt: A Defense and Restatement*, Liberty Fund, Indianapolis.
- Cardoso M., Domenech R. (2010), *The sovereign debt crisis: Structural reforms and country risk*, VOX, Nowy Jork.
- Featherstone K. (2011), *The JCMS Annual Lecture. The Greek Sovereign Debt Crisis and EMU: A Failing State in a Skewed Regime*, "JCMS: Journal of Common Market Studies", vol. 49, nr 2.
- Glasner D. (2011), *Europe Is Having an NGDP Crisis not a Debt Crisis*, Uneasy Money, uneasymoney.com dostęp 27.09.2015.
- Higgins M., Klitgaard T. (2011), *Saving Imbalances and the Euro Area Sovereign Debt Crisis*, Federal Reserve Bank of New York Current Issues, Nowy Jork.
- Howden D. (2013), *Ireland*, [w:] *Europe's Fiscal Crisis Revealed: An In-Depth Analysis of Spending, Austerity, and Growth*, Salim F. (red.), The Heritage Foundation – Center for Data Analysis, Working Paper, Waszyngton.
- Jajko B. (2008), *Dług publiczny a równowaga fiskalna*, CeDeWu, Warszawa.
- Keen S. (2015), *Greek Deception, Greek Tragedy, German Farce, German Myth*, "Forbes", <http://www.forbes.com/sites/stevekeen/2015/05/20/greek-deception-greek-tragedy-german-farce-german-myth/#1f26f5b52855>, dostęp 27.09.2015.

- Kelly K. (2011), mises.org, <https://mises.org/library/euro-debt-crisis-and-economic-theory> dostęp 27.09.2015.
- Keynes J.M. (1936), *The General Theory of Employment, Interest and Money*, Macmillan Cambridge University Press, Cambridge.
- Kremer M., Jayachandran S. (2013), *Odious debt: When dictators borrow, who repays the loan?*, The Brookings Review, Waszyngton.
- Krugman P. (2012), *End This Depression Now!*, W. W. Norton & Company, Nowy Jork.
- Krugman P. (2012), *European Crisis Realities*, New York Times, Nowy Jork.
- Krugman P. (1998), *It's baaack: Japan's slump and the return of the liquidity trap*, Brookings Papers on Economic Activity, Nowy Jork.
- Krugman P. (2014), *The Fiscal Fizzle. An Imaginary Budget and Debt Crisis*, New York Times, Nowy Jork.
- Minsky H.P. (1992), *The financial instability hypothesis*, The Jerome Levy Economics Institute Working Paper.
- Monastiriotes V. (2013), *Austerity measures in crisis countries – results and impact on mid-term development*, "Intereconomics" 2013, nr 01.
- Pagano M. (2010), *Fiscal crisis, contagion, and the future of euro*, VOX, Nowy Jork.
- Papadimas L., Malatezou R. (2015), *Greeks defy Europe with overwhelming referendum 'No'*, Reuters.
- Perotti R. (2012), *The "austerity myth": gain without pain?*, University of Chicago Press, Chicago.
- Portes J. (2012), *Is austerity self-defeating? Of course it is*, VOX, Nowy Jork.
- Reinhart C.M., Rogoff K.S. (2009), *This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton University Press, Princeton.
- Rijckeghem C. van, Weder B. (2009), *Political institutions and debt crises*, "Public Choice" 2009, 138(3–4).
- Rothbard M.N. (1992), *Repudiating the National Debt*, Chronicles, Northbrook.
- Rzońca A. (2010), *Jak Grecja padła na popytowym dopingu*, FOR, Warszawa.
- Salim F. (2013), *Measuring Austerity and Stimulus*, [w:] *Europe's Fiscal Crisis Revealed: An In-Depth Analysis of Spending, Austerity, and Growth*, Salim F. (red.), The Heritage Foundation – Center for Data Analysis, Working Paper, Waszyngton.
- Smith A. (2013), *Badania nad naturą i przyczynami bogactwa narodów*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Wrey L.R. (2012), *MMT, The Euro and The Greatest Prediction of the Last 20 Years*, New Economic Perspectives.

WYDAWNICTWO
UNIwersYTETU
ŁÓDZKIEGO

www.wydawnictwo.uni.lodz.pl
e-mail: ksiegarnia@uni.lodz.pl
tel. (42) 665 58 63, faks (42) 665 58 62

Książka dostępna również
jako e-book

ISBN 978-83-8088-203-4

9 788380 882034