



Oddłużenie strefy euro przez EBC

Sebastian Płociennik

Pandemiczny kryzys zaostrzył spór wokół długu publicznego w strefie euro. Zwolennicy restrukturyzacji proponują umorzenie lub wydłużenie czasu spłaty obligacji, które w ostatnich latach skupował Europejski Bank Centralny (EBC). Przeciwnicy tego pomysłu wskazują na problemy prawne i zagrożenia gospodarki. To kolejna – po negocjacjach o fundusz odbudowy – odsłona dyskusji o przyszłości unii walutowej i granicach solidarności finansowej między państwami członkowskimi.

Kryzys wynikający z pandemii zmusił państwa strefy euro do szybkiego zwiększenia wydatków publicznych. Ceną za powstrzymanie fali bankructw i likwidacji miejsc pracy jest jednak dalszy przyrost i tak już wysokiego zadłużenia publicznego. Według danych Komisji Europejskiej (KE) w trzecim kwartale ub.r. jego poziom w strefie euro sięgnął 97,3%, co oznacza wzrost w ciągu roku o 11,5% p.p. Najbardziej pogorszyła się sytuacja Grecji, której dług zbliżył się do 200% PKB oraz Włoch (154,2% PKB).

To, że powyższe kwoty nie wywołały paniki na rynkach, można zawdzięczać głównie EBC. Uruchomiony w ub.r. i następnie rozszerzony program PEPP (Pandemic Emergency Purchase Programme) umożliwił zwiększenie do 1,85 bln euro skupu obligacji rządowych przez bank do marca 2022 r. i uspokojenie sytuacji. W tle trwa jednak intensywna dyskusja, co zrobić z długiem państw członkowskich gromadzonym w bilansie banku. Radykalne propozycje zakładają pełne umorzenie zobowiązań lub ograniczenie obowiązku spłaty tylko do odsetek. Pomysł restrukturyzacji poparł między innymi przewodniczący Parlamentu Europejskiego David Sassoli oraz doradcy byłego już premiera Włoch Giuseppe Contego. Do obozu zwolenników dołączają też znani ekonomiści, np. Thomas Piketty, którego apel z lutego br. wzywający do oddłużenia podpisało ponad stu ekspertów. Powyższe pomysły szybko doczekały się ostrej krytyki – zwłaszcza w państwach „oszczędnej” Północy.

Argumenty za redukcją. Pomysłodawcy radykalnego rozwiązania problemu długu podkreślają, że jego ostatni wzrost nie wynika bynajmniej z nieroztropnej polityki gospodarczej. Włosi np. uzyskują od 1992 r. pierwotne nadwyżki budżetowe (kwota bez kosztów obsługi długu),

a wobec sięgającego nawet 60 mld euro dodatniego salda w handlu zagranicznym trudno im zarzucić niską konkurencyjność. Przyczyną załamania jest pandemia, która uderzyła szczególnie mocno w państwa z dużym sektorem turystycznym. W tej sytuacji odpowiedzią powinna być solidarna redukcja długu, a przynajmniej tej jego części, która pojawiła się w związku z obecnym kryzysem.

Przemawiają za tym także bardziej obiektywne argumenty. Ogromny dług komplikuje politykę gospodarczą w całej strefie euro; ceną za kruchą stabilność utrzymywaną dzięki ekspansywnej polityce pieniężnej EBC jest dalsze uzależnianie rynków i państw od taniego pieniądza, osłabianie banków oraz zniechęcanie społeczeństwa do oszczędzania. Interwencje banku centralnego sprzyjają jednocześnie spekulacjom na rynkach akcji i nieruchomości oraz podtrzymują istnienie przedsiębiorstw, które w normalnych warunkach dawno ogłosiłyby upadłość (tzw. firmy zombie).

Zwolennicy restrukturyzacji twierdzą ponadto, że konserwatywny pomysł na walkę z długiem jest mało realistyczny. Zakłada on szybki wzrost gospodarczy, dzięki któremu realna wartość zobowiązań znacznie spadać. Jednak bardziej prawdopodobne jest stosowanie tzw. represji finansowej, czyli połączenie wysokiej inflacji i niskich stóp procentowych, która uderzy w mniej zamożne grupy społeczne – oszczędzające w bankach oraz szczególnie narażone na konsekwencje rosnących cen towarów konsumpcyjnych. Skutkiem może być spadek zaufania do instytucji demokratycznych i wzmocnienie antysystemowych ruchów politycznych. Lepszą alternatywą byłoby umorzenie długu i przeznaczenie – jak postulował Piketty – uwolnionej w ten sposób przestrzeni wydatkowej

BIULETYN PISM

państw na transformację energetyczną oraz zmniejszenie rozwarstwienia dochodowego.

Przeciw redukcji. Przeciwnicy restrukturyzacji zwracają uwagę, że nie ma powodu do radykalnej zmiany kursu. Włochy – choć ich dług znacznie wzrósł – mogą emitować swoje dziesięcioletnie obligacje ze stopą 0,5%, a inne kraje korzystają nawet z ujemnego oprocentowania. W tak korzystnych warunkach stabilność finansowa nie jest zagrożona. Poza tym uzgodniony przez UE fundusz odbudowy o wartości 750 mld euro daje szansę na przyspieszenie wzrostu gospodarczego, a tym samym stopniowe „wyrastanie” z długu.

Przeciw oddłużeniu przemawiają również kwestie prawne. O ile bowiem skup obligacji rządowych mieścił się jeszcze w ramach polityki pieniężnej EBC, ich jednostronne umorzenie byłoby już otwartym kredytowaniem rządów, zakazanym przez art. 123 ust. 1 Traktatu o funkcjonowaniu UE (TFUE). Sporym problemem może stać się podważenie zaufania rynków. Im więcej spekulacji o ewentualnym oddłużeniu, tym bardziej prywatni nabywcy obligacji będą je traktować jako papiery obciążone ryzykiem strat. Kolejne zakupy będą zatem planowali ostrożniej, oczekując od emitentów np. dużo wyższych niż obecnie premii za ryzyko, co byłoby groźnym trendem dla zadłużonych państw. Kłopot będzie miał też sam EBC, jeśli np. w ramach walki z inflacją będzie chciał sprzedać część obligacji na rynku. Inwestorzy będą oczekiwali niższych cen.

Innym argumentem – często podnoszonym np. w Niemczech – jest problem zachęt w gospodarce, które pojawiają się w związku z oddłużeniem. Umorzenie obligacji mogłoby być sygnałem dla polityków, że nie ma sensu podejmować trudnych reform na rzecz wzrostu gospodarczego i prowadzić odpowiedzialnej polityki finansowej, łatwiej zaciągnąć długi, a następnie domagać się ich redukcji lub złagodzenia warunków spłaty. Przeciwnicy restrukturyzacji ostrzegają również, że umorzenie obligacji przez EBC byłoby tak naprawdę zaproszeniem do zwiększenia przez rządy wydatków, które mogą prowadzić nie do produktywnych inwestycji, ale do politycznego rozdawnictwa i wzrostu inflacji.

Wnioski. Strefa euro jest trawiona wewnętrznym sporem między Północą, preferującą restrykcyjne podejście do wydatków publicznych, a Południem – skłaniającym się ku bardziej elastycznym regułom i dzieleniu ryzyka finansowego. Jest to jednocześnie spór między

strukturalnymi wierzycielami a dłużnikami. W trakcie poprzedniego kryzysu finansowego i gospodarczego omal nie doprowadził on do rozpadu strefy ze względu na forsowaną przez Północ politykę cięć w budżetach zadłużonych państw. Objawił się on też wyraźnie w trakcie zeszłorocznych dyskusji o „funduszu odbudowy” i [emisji wspólnych obligacji](#) oraz podczas sporu o granice mandatu EBC nagłośnień przez [wyrok niemieckiego Sądu Konstytucyjnego z maja ub.r.](#) Jego kolejną odśłoną może być pytanie, co zrobić z wielkim długiem.

Względy prawne sprawiają, że – przynajmniej na razie – umorzenie obligacji przez bank centralny jest mało prawdopodobne. Kwestia oddłużenia będzie jednak używana przez Południe jako narzędzie polityczne, służące np. do uzyskania ustępstw w negocjacjach reformy reguł fiskalnych w UE. Coraz więcej zwolenników zyskuje pomysł ich „rekalibracji” (jak to ujął Paolo Gentiloni, komisarz ds. gospodarki), dającej więcej czasu na obniżenie długu i możliwości zwiększenia wydatków w kryzysie. Problem w tym, że do zmian trzeba przekonać najbardziej pryncypialnych członków strefy euro – np. Niemcy, Holandię i Finlandię. Wprowadzenie do debaty kwestii oddłużenia może mieć właśnie taki cel.

Dyskusja na ten temat będzie mieć duże znaczenie wewnętrzne w krajach członkowskich. We Włoszech opozycja może wykorzystać ją jako środek nacisku na [nowy rząd Mario Dragiego](#). Z kolei w Niemczech będzie wykorzystywana przez antysystemową AfD do straszenia wyborców „unią długu” i do zdobycia większego poparcia w jesiennych wyborach do Bundestagu. Problem restrukturyzacji może także stać się ważnym punktem odniesienia dla państw kandydujących do strefy euro. W sceptycznych wobec integracji monetarnej Szwecji, Czechach i Polsce będzie zapewne służyć jako kolejny argument za jak najdłuższym utrzymaniem własnej waluty. Dyskusja o przyszłości długu w UE ma również wymiar pozaeuropejski. Pandemia zaostrzyła kryzys zadłużenia w państwach rozwijających się, szczególnie w Afryce, i coraz częściej pojawiają się postulaty międzynarodowego porozumienia w sprawie moratorium i restrukturyzacji zobowiązań. Sytuacja w strefie euro nie jest zatem niczym wyjątkowym: to część globalnego problemu gospodarczego, którego rozwiązanie będzie wymagało politycznej determinacji i kreatywności.