

**Kryzys grecki to nie tylko kryzys tego kraju. On rozciąga się na inne kraje peryferyjne strefy euro i powiększa koszty kapitału. Charakterystyczne jest, że o ile giełda w Atenach spadła od początku roku do 22 lutego o 10,9 proc., o tyle we Włoszech również spadła o 6,6 proc., w Portugalii o 7,9 proc, a najbardziej w Hiszpanii**

**– o 11,5 proc. Oznacza to znaczny wzrost kosztów kapitału dla wszelkiego typu przedsięwzięć inwestycyjnych w tych krajach i stawia pod znakiem zapytania zakładane korzyści finansowe z bycia w strefie euro, polegające na m.in. niższych kredytowych kosztach odsetkowych.**

# Kryzys grecki ma towarzystwo

**dr Cezary Mech** – Niemiecki poczytny dziennik „Bild” w artykule „Sprzedajcie przeciw wasze wyspy, splajtowani Grecy... i Akropol razem z nim!” wezwał przyjeżdżającego do Niemiec greckiego premiera Papandreu do powszechnej prywatyzacji.



Argumentacja bardzo praktyczna „skoro musimy pomóc Grekom jeszcze miliardami euro, powinni coś za to dać – na przykład parę ich cudownie pięknych wysp egejskich. Motto: wy dostajecie węgiel. My dostajemy Korf”. Argumentacja jest podparta opinią Josefa Schlarmanna, z CDU/CSU: „Bankrut musi zamienić na pieniądze wszystko, co ma – by zaspokoić swych wierzycieli. Grecja posiada budynki, firmy i niezamieszkałe wyspy, które można wykorzystać na spłatę długów” i Franka Schaefflera z FDP: „Pani kanclerz nie może łamać prawa, nie wolno jej obiecywać Grecji żadnej pomocy. Greckie państwo musi się radykalnie pozbyć udziałów w firmach i posprzedać również nieruchomości, na przykład niezamieszkałe wyspy”.

**Niemiecki sposób na życie z nadwyżką**  
Niemiecka nadwyżka w bilansie płatniczym wynosi aż 5 proc. PKB. Z drugiej strony wysoka inflacja w Grecji spowodowała, że w okresie boomu państwo stało się mniej konkurencyjne bez możliwości sprzedaży z powrotem do Niemiec większej ilości produktów, a silna waluta utrudnia również eksport do krajów spoza strefy. To co jest charakterystyczne, to fakt, że gospodarka niemiecka jest oparta na eksporcie i Niemcy wypracowali sobie instytucje, które są bardzo istotne i podtrzymują eksport niemiecki do reszty świata. W przypadku Polski pozbawiliśmy się instytucji krajowych właśnie w procesie prywatyzacji a la „Bild”, które mogłyby odgrywać rolę instytucji eksportowych, a z drugiej strony rozwijających się. Niemcy mają 134-mld nadwyżkę handlową. Między 2000 a 2008 r. o 65 proc. wzrósł niemiecki eksport. Aż 70 proc. wzrostu PKB było oparte na wzroście eksportu. Utworzenie strefy było bardzo korzystne dla gospodarki niemieckiej opartej na eksporcie, ponieważ strefa euro kupuje aż 43 proc. niemieckiego eksportu. Obecnie przeżywające kryzys kraje peryferyjne nie mogą zwiększyć swojej konkurencyjności poprzez obniżenie wartości waluty, podczas gdy eksporterzy niemieccy pozbyli się ryzyka kursowego. Nawet Frank Asbeck, szef SolarWorld, wytwarzającej produkty oparte na nowych technologiach, które są beneficjentem regulacji związanych z „globalnym ociepleniem”, stwierdził, że 2/3 jego biznesu jest w Eurolandzie i fakt posiadania jednej waluty dużo ułatwia – „nie trzeba hedgować, a wszystkie formalności biznesowe są te same”. W efekcie można postawić tezę, że obecnie pod względem finansowym Niemcy mają niedowartościowaną walutę i są teraz nadzwyczajnie konkurencyjni. To powoduje, że tak naprawdę zachowują się podobnie jak Chiny, które utrzymują swój tani eksport poprzez powiązanie swojej waluty z dolarem i to mimo niechęci ze strony Amerykanów. Strefa euro powoduje, że nawet nie może nastąpić zmiana wartości relacji w procesie aprecjacji. Gary Herrigel z uniwersytetu z Chicago stwierdził, „że to jest patologia, że Niemcy znaleźli sposób na życie nadwyżką”, podczas gdy powinni konsumować więcej i powinni być oparci w mniejszym stopniu na eksporcie, pomagając innym krajom europejskim w rozwiązaniu kryzysu bilansu płatniczego.

## Zagrożenia kryzysu greckiego

Nawet podczas Wielkiego Kryzysu John Maynard Keynes zauważył, że państwa mające deficyt handlowy nie są w stanie same ponieść przywrócenia

zrównowżenia i to kraje nadwyżkowe powinny partycypować w kosztach. Mimo tego i protestów społecznych, w Grecji został wprowadzony dodatkowy program oszczędnościowy na kwotę równą 4,8 mld euro. Ten program zakłada m.in. redukcję funduszu wynagrodzeń dla pracowników sektora publicznego, zamrożenie państwowych emerytur, podniesienie podatku VAT o dwa punkty procentowe do 21 proc., a także wzrost akcyzy na paliwa, tytoń i alkohol. Zgodnie z założeniami ma to pozwolić zredukować deficyt budżetowy z 12,7 proc. w roku ubiegłym do 8,7 proc. w roku bieżącym. Mimo uchwalenia nowych propozycji i oznajmienia, że emisja obligacji na kwotę 5 mld euro została na rynku uplasowana – mimo entuzjastycznych informacji na pierwszych stronach gazet, zagrożenie związane z kryzysem greckim wcale się nie zmniejszyło. W przededniu emisji obligacje dziesięcioletnie osiągnęły rentowność 6,05 proc. i 7 pkt. bazowych, powiększyła się również różnica między obligacjami greckimi i niemieckimi do 293 pkt. bazowych, a CDS-y na długi greckim wzrosły o 11 pb do poziomu 305,5 pkt. bazowych. Zaciąganie zobowiązań po tak wysokiej cenie oczywiście grozi dużymi perturbacjami dla całej greckiej gospodarki, likwiduje korzyści finansowe wyrzeczeń, a pamiętajmy, że jesteśmy dopiero na początku tej drogi. Kryzys grecki to nie tylko kryzys tego kraju. On rozciąga się na inne kraje peryferyjne strefy euro i powiększa koszty kapitału. Charakterystyczne jest, że o ile giełda w Atenach spadła od początku roku do 22 lutego o 10,9 proc., o tyle we Włoszech również spadła o 6,6 proc., w Portugalii o 7,9 proc, a najbardziej w Hiszpanii – o 11,5 proc. Oznacza to znaczny wzrost kosztów kapitału dla wszelkiego typu przedsięwzięć inwestycyjnych w tych krajach i stawia pod znakiem zapytania zakładane korzyści finansowe z bycia w strefie euro, polegające na m.in. niższych kredytowych kosztach odsetkowych. Wygląda na to, że te szeroko propagowane prawa nie działają, gdy chodzi o Wielką Brytanię, która ma deficyt wyższy od greckiego o 0,1 pkt., to fakt posiadania własnej waluty powoduje, że o problemach z refinansowaniem długu w ogóle nie słyszymy. Podczas gdy Hiszpania, która również poinformowała, że jej deficyt budżetowy osiągnie w tym roku poziom 9,8-proc. już ogłosiła 70-mld obniżki kosztów. Mimo tych 70-mld cięć budżetowych jednocześnie Madryt został zmuszony do pomocy w długoterminowym finansowaniu tylko dla przeżywających problemy łączących się spółdzielczych banków w wysokości 135 mld. Największe problemy przeżywają właśnie te instytucje bankowe w Hiszpanii, gdyż prawie połowa aktywów banków spółdzielczych w Hiszpanii jest zainwestowana w nieruchomości. Jest to olbrzymia kwota 860 mld dolarów, przy czym 330 mld to kredyty dla deweloperów. Wzrost w tym segmencie był bardzo szybki – prawie 5,5-krotny w ciągu 10 lat, gdyż w 2000 r. była to pozycja w wysokości 50 mld euro. Banki spółdzielcze, które w sumie mają aktywa i zobowiązania na poziomie 1,800 bln dolarów, przeżywają obecnie olbrzymie kłopoty i przyczyniły się do tego, że PKB w Hiszpanii spadło o 3,7 proc. w 2009 r. i spadnie o 0,8 proc. w tym roku, ale przy przewidywanym wzroście w USA o 2,2 proc. Jest to sytuacja zdecydowanie gorsza od amerykańskiej, mimo że to w USA aż 11 mln rodzin posiada nieruchomości obciążone zadłużeniem na poziomie wyższym niż wartość posiadanych nieruchomości.

## Kryzysogenna deflacja

Grecji i Hiszpanii grożą procesy deflacyjne. W USA ceny konsumpcyjne wzrosły o 0,2 w styczniu, podczas gdy podstawowe ceny o 0,1 proc. Koszty wynajęcia

i utrzymania nieruchomości, które stanowią ok. 1/3 w indeksie cenowym są tymi, które właśnie spadają z powodu kryzysu na rynku nieruchomości ciągnąc procesy inflacyjne w dół. Nie tylko te ceny przejawiają się procesami deflacyjnymi, gdyż ceny indeksu wydatków osobistych w 44 proc. spadły, a są to produkty i usługi bardzo szerokie – od komputerów do cen parkingowych. Procesy deflacyjne są kryzysogenne, ponieważ zwłaszcza w okresie kryzysu konsumenci wstrzymują się z wydatkowaniem gotówki, którą posiadają. Dlaczego mieliby kupować coś, co jutro będzie tańsze? Procesy te również wynikają z bardzo niskiego wykorzystania zdolności produkcyjnych w USA. W styczniu produkcja spadła do poziomu 72,6 proc. zdolności produkcyjnych a i tak były one niewiele wyższe od najniższych od 40 lat wskaźników zanotowanych w czerwcu ubiegłego roku na poziomie 68,3 proc. Jest to zdecydowanie o 10 pkt. proc. mniejsze wykorzystanie potencjału od przeciętnego, które w szeregu od 1967 r. wynosi 81 proc. Oczywiście tego typu brak wykorzystania mocy produkcyjnych nie tylko powoduje presję na obniżenie inflacji, ale też hamuje wszelkie procesy inwestycyjne i rozwojowe. Przy czym, co charakterystyczne, dla obecnej realokacji centrów światowej gospodarki ceny surowców, jak i importowe, głównie z Chin wzrosły w tym samym czasie w styczniu o 9,6 proc. Czynnikiem, który wywiera presję na ceny jest także wysoki stopień bezrobocia, a 2/3 kosztów przedsiębiorców w USA to płace i koszty związane z zatrudnieniem. Jeśli analizujemy restrukturyzację w ujęciu międzysektorowym, to wyraźnie widać procesy związane ze starzeniem się społeczeństwa, ponieważ z 10 sektorów branżowych nakłady na zdrowie dały 71 mld dolarów zysku w 2008 r., w całości 288 mld przedsiębiorstw S&P500. W 2009 r. odbicie zyskowności do kwoty 512 mld łączyło się również ze wzrostem zyskowności w sektorze zdrowia do 99 mld, a więc najwyższej zyskowności ze wszystkich sektorów, przy czym co charakterystyczne jedyny znaczący wzrost zatrudnienia wystąpił właśnie w tej dziedzinie. Zmiany, które widać we wzroście cen importowanych i surowców, ukazują bardzo wyraźnie przeorientowanie się światowej gospodarki w kierunku krajów szybko rozwijających się, takich jak Chiny i Indie. Nawet Indie w tym roku osiągną poziom 7,2 proc. wzrostu PKB. O ile mówimy o zagrożeniach związanych z długiem i jego obsługą, to deficyt finansów publicznych Indii, który nie jest przedmiotem alarmu wynosi ok. 10 proc. PKB. Powszechnie uważa się, że jest to poziom stabilny, a to dlatego, że składa się ze znaczących nakładów na rozwój infrastruktury i budowanie perspektyw rozwojowych, które w przypadku młodego społeczeństwa indyjskiego zwrócą się wyższymi dochodami budżetowymi w przyszłości. A 15 razy niższe względem USA PKB na jedną osobę daje perspektywę dla konwergencji, lecz wymusza nakłady na szeroko pojętą infrastrukturę. Dlatego Polska analizując zachodzące przemiany, powinna z jednej strony racjonalnie wydatkować środki publiczne, a z drugiej strony patrzeć, na ile są one przeznaczone na budowanie infrastruktury wzrostu. Pamiętając o tym, że konieczność polepszenia sytuacji demograficznej wynika nie tylko z konieczności redukcji olbrzymich zobowiązań emerytalno-zdrowotnych, ale również z faktu, że bez nowych pracowników nie będzie długoterminowych perspektyw wzrostu gospodarczego i zysku dla firm, a to będzie jeszcze wtórnie zniechęcało do przenoszenia miejsc pracy do naszego kraju.

*Powyższy tekst stanowi wyraz osobistych opinii i poglądów autora i nie odzwierciedla stanowiska instytucji, z którą jest związany zawodowo. Autor jest byłym prezesem UNFE i podsekretarzem stanu w Ministerstwie Finansów*