

ADAM SZYSZKA

POLITYCZNE, EKONOMICZNE I BEHAVIORALNE ASPEKTY KRYZYSU W STREFIE EURO

Wprowadzenie

Unia Europejska aktualnie zмага się z jednym z najistotniejszych wyzwań w całej swojej historii. Powołanie Europejskiej Unii Monetarnej, skutkujące wprowadzeniem wspólnej waluty przed nieco ponad dziesięcioma laty, było dotychczas przedstawiane jako wielkie osiągnięcie Zjednoczonej Europy.

Tymczasem, od ponad dwóch lat strefa euro stoi w obliczu niewypłacalności niektórych swoich członków oraz poważnych turbulencji w sektorze finansowym oraz w sferze realnej. Zaczęło się od szokującego oświadczenia Grecji pod koniec 2009 roku, iż deficyt budżetowy tego kraju jest niemal dwukrotnie wyższy niż się spodziewano, a poziom zadłużenia przez lata był w statystykach sztucznie zaniżany dzięki wykorzystaniu transakcji swapowych, specjalnie ustrukturyzowanych w tym celu dla Grecji. Następnie świat finansowy zaczął baczniej przyglądać się również kondycji innych gospodarek określanych angielskim skrótem PIIGS, czyli Portugalii, Włoch, Irlandii i Hiszpanii. Rentowności długu tych krajów zaczęły rosnać, co było wyrazem narastającego niepokoju wśród inwestorów. Począwszy od wiosny 2010 roku nastąpiła fala obniżek ratingów tych krajów przez wszystkie trzy czołowe agencje ratingowe. Dramat grecki ciągle wydaje się być daleki od definitywnego rozwiązania, nawet pomimo pozytywnie przeprowadzonej operacji wymiany obligacji greckich, skutkujących blisko 70% redukcją zadłużenia tego kraju. Portugalia i Irlandia otrzymały pakiety pomocowe z Międzynarodowego Funduszu Walutowego i wdrożyły programy naprawcze. Zwłaszcza sytuacja w Irlandii powoli normuje się i może napawać pewnym optymizmem. Niepokój budzi natomiast kondycja Hiszpanii i Włoch, zwłaszcza że skala tych gospodarek jest dużo większa.

Przyczyn obecnego stanu rzeczy w strefie euro można się doszukiwać w kilku obszarach, a mianowicie: polityki, makroekonomii oraz psychologii i zachowań ludzkich. Celem niniejszego artykułu jest zasygnalizowanie pokrótce każdego z nich.

Uwarunkowania polityczne

Uwarunkowania historyczne

Europejska Unia Monetarnej (EMU) była od samego początku przede wszystkim projektem politycznym. Chodziło bowiem o nieodwracalne scementowanie gospodarek Niemiec, Francji i innych krajów europejskich, które wcześniej funkcjonowały w ramach luźniejszych zasad Unii Europejskiej. Od zakończenia Drugiej Wojny Światowej, kolejne pokolenia europejskich polityków wybierały integrację gospodarczą jako narzędzie do budowania wzajemnie przeplatających się sieci powiązań tak, aby zapobiec przyszłym konfliktom zbrojnym na Starym Kontynencie. Proces integracji w Europie Zachodniej odbywał się stopniowo, ale zjednoczenie Niemiec w październiku 1990 roku – które dla wielu zachodnich polityków było dużym zaskoczeniem – dodało projektowi ścisłej integracji europejskiej nowego impetu. Główni aktorzy polityczni tamtych czasów na arenie europejskiej, na czele z prezydentem Francjsem Mitterandem i kanclerzem Helmutem Kohlem, przyspieszyli prace nad wprowadzeniem wspólnej waluty m.in. w obawie przed dominacją w Europie super silnej gospodarki połączonych Niemiec¹. Już w dwa lata po zjednoczeniu Niemiec podpisano Traktat z Maastricht, który dawał podwaliny do stworzenia Europejskiej Unii Monetarnej (EMU), która ostatecznie powstała w 1999 roku.

Prymat polityki nad ekonomią przejawiał się już na samym początku m.in. w tym, iż w momencie wchodzenia do strefy euro dwa kraje nie spełniały przewidzianego Traktatem z Maastricht limitu zadłużenia na poziomie 60% relacji długu do PKB. Były to Belgia i Włochy. Niemniej, politycznie trudno było sobie wyobrazić strefę euro bez Brukseli – kolebki Unii Europejskiej, czy też bez Włoch – stanowiących trzecią największą gospodarkę EMU.

Co więcej, wkrótce po wprowadzeniu wspólnej waluty dwa największe kraje EMU, czyli Niemcy i Francja, naruszyły kryteria z Maastricht dotyczące poziomu deficytu budżetowego na poziomie nie większym niż 3% PKB. Zamiast zwiększenia dyscypliny finansów publicznych, w marcu 2005 roku doprowadziły do politycznego rozmiękczenia zapisów Paktu Stabilności i Wzrostu, czyniąc jego zapisy w dużej mierze jako uznaniowe i de facto wystawiając jego realizację na grę polityczną.

Uwarunkowania bieżące

Obecna sytuacja jest istotnym sprawdzianem dla polityków europejskich w zakresie umiejętności porozumiewania się, kompromisu i wypracowywania rozwiązań niezbędnych dla sprawnego funkcjonowania nie tylko krajów EMU, ale także całej, powiększonej Unii Europejskiej.

¹ J.F. Kirkegaard: *The Euro Area Crisis: Origin, Current Status, and European and US Responses*, Congressional Testimony, October 27, 2011, <http://www.iie.com/publications/testimony/kirkegaard20111027.pdf>.

Głównym problemem, przed jakim stanęła Europa w obliczu narosłego kryzysu jest brak paneuropejskich instytucji, które mogłyby tym kryzysem skutecznie zarządzać. Dotychczasowy mandat Europejskiego Banku Centralnego ograniczony był zasadniczo do dbałości o stabilność cen w strefie euro (w odróżnieniu od amerykańskiego FEDu, którego cele zdefiniowane są jako dbałość o inflację, ale też o poziom zatrudnienia i wzrost gospodarczy). Strefa euro nie posiada centralnej instytucji koordynującej politykę fiskalną. Powołanie Europejskiego Funduszu Stabilizacji Finansowej, a także propozycja Paktu Fiskalnego, który miałby narzucać dyscyplinę finansową wszystkim krajom Unii Europejskiej, to tylko bieżące działania doraźne. Ostatecznie Pakt Fiskalny jako traktat unijny został zawetowany przez Wielką Brytanię i Czechy i przyjął formę umowy międzyrządowej poszczególnych państw UE. Jego skuteczność będzie zależeć od ratyfikacji przez parlamenty poszczególnych krajów, a także od politycznej woli w przyszłości.

Celem niniejszego artykułu nie jest szczegółowa analiza aspektów politycznych kryzysu w strefie euro, a jedynie zasygnalizowanie kluczowych problemów i stworzenie tła do dalszych rozważań o czynnikach ekonomicznych oraz behawioralnych.

Aspekty makroekonomiczne

Zróżnicowane stadia rozwoju gospodarek

Gospodarki strefy euro można podzielić co najmniej na dwie zasadnicze grupy. Austrię, Finlandię, Francję, Niemcy i kraje Beneluksu można zaliczyć do krajów *Północy*. Natomiast Grecję, Hiszpanię, Irlandię, Portugalię i Włochy można określić mianem *Peryferii*.

Kraje Północy to gospodarki bardziej dojrzałe i bogatsze. Cechuje je wysoka efektywność i konkurencyjność międzynarodowa oraz skłonność do oszczędzania, przy ograniczonej konsumpcji na miarę posiadanych zasobów. Skutkuje to wysoką stopą oszczędności i utrzymującą się nadwyżką na rachunku obrotów bieżących. Poziom zadłużenia zagranicznego netto w grupie krajów północnych przeciętnie bilansuje się.

Z kolei Peryferie to gospodarki uboższe, mniej efektywne, o wyższej stopie inflacji i obniżającej się konkurencyjności międzynarodowej. Relatywnie wysoki wzrost gospodarczy w tych krajach (za wyjątkiem Portugalii i Włoch) napędzany był przede wszystkim przez lokalną konsumpcję i inwestycje. Stopa oszczędności jest niewielka. W rezultacie, w krajach tych obserwujemy permanentny deficyt na rachunku obrotów bieżących, który finansowany jest napływem inwestycji zagranicznych, w tym inwestycji finansowych w papiery dłużne oraz inwestycji portfelowych. Innymi słowy, bogata, efektywna, lecz mniej dynamiczna Północ finansuje wzrost uboższych, mniej efektywnych, lecz bardziej dynamicznych Peryferii, które w coraz większym stopniu uzależniają się kapitałowo od Północy.

Jednak nie dzieje się to tak zupełnie bezinteresownie w ramach wyłącznie ideologii polityki solidarności unijnej. Otóż, dzięki zapotrzebowaniu z Peryferii gospodarki Północy cieszą się nadwyżką handlową. Relatywnie słaba wspólna waluta, która odzwierciedla

średnią siłę wszystkich gospodarek strefy euro, zwiększa konkurencyjność międzynarodową krajów Północy, nastawionych głównie proeksportowo. To właśnie dzięki relatywnie słabemu euro, gospodarka Niemiec cieszy się wysoką nadwyżką eksportową i osiąga bardzo dobre wyniki pomimo ogólnoswiatowego spowolnienia gospodarczego.

Narastająca nierównowaga była dotychczas tłumaczona na gruncie teorii międzyokresowej maksymalizacji oraz wiązana z procesem konwergencji². Kapitał płynie do mniej rozwiniętych, acz bardziej dynamicznych gospodarek w nadziei na wyższe stopy zwrotu. Jednocześnie gospodarki te mniej oszczędzają, a więcej konsumują i inwestują w oczekiwaniu na dalsze wzrosty. Warunkiem koniecznym jest przy tym, by napływający kapitał był wykorzystywany na tyle efektywnie, aby jego produktywność pozwoliła na jego bieżącą obsługę i spłatę w przyszłości. Zakładana konwergencja gospodarek Północy i Peryferii powinna zatem rzeczywiście nastąpić.

Tymczasem Holinski, Kool i Muysken³ pokazali, że hipoteza o konwergencji ekonomicznej w ramach strefy euro nie do końca znajduje potwierdzenie w faktach. Autorzy ci wskazują na utrzymujące się na zbliżonym poziomie różnice w dochodach realnych, niską produktywność kapitału w krajach peryferyjnych (za wyjątkiem Irlandii), a także na to, iż rzeczywiste warunki wymiany handlowej (*terms of trade*) nie wydają się uzasadniać aż tak dużej rozbieżności w saldach obrotów handlowych.

Brak elastyczności polityki monetarnej

Zanim powołano EMU, nierównowaga pomiędzy poszczególnymi gospodarkami UE mogła być korygowana poprzez zmiany w nominalnym kursie waluty oraz poziomie stóp procentowych. Waluta kraju cierpiącego na permanentny deficyt rachunków bieżących i borykającego się z rosnącym zadłużeniem zagranicznym zostałaby zdewaluowana. W ten sposób realnie zmniejszonoby zadłużenie oraz podniesiono bieżącą konkurencyjność takiej gospodarki na arenie międzynarodowej. W przypadku wspólnej waluty w ramach unii monetarnej selektywna dewaluacja przez jeden tylko kraj członkowski nie jest oczywiście możliwa. Zatem utrzymujące się z okresu na okres deficyty w rachunku bieżącym prowadzą nieuchronnie do wzrostu zadłużenia zagranicznego. Z kolei narastające zadłużenie oznacza coraz wyższe koszty jego obsługi, które dodatkowo pogarszają saldo rachunku bieżącego w przyszłych okresach i dalszą spiralę zadłużenia.

Paradoksalnie, członkostwo w EMU wiąże się z wyższym ryzykiem upadłości niż gdyby dany kraj występował samodzielnie poza unią monetarną. Posiadając bowiem własną walutę i suwerenną kontrolę nad podażą pieniądza w ostateczności można zwiększyć

² A. Ahearne, B. Schmitz, J. von Hagen: *Current Account Imbalances in the Euro Area*, [w:] *Challenges of Globalization – Imbalances and Growth*, red. A. Aslund, M. Dąbrowski, Peterson Institute for International Economics, 2007; M. Arghyrou, G. Chortareas: *Current Account Imbalances and Real Exchange Rates in the Euro Area*, „Review of International Economics” 2008, 16.

³ N. Holinski, C. Kool, J. Muysken: *Origins of persistent macroeconomic imbalances in the Euro area*, Utrecht School of Economics, Tjalling C. Koopmans Research Institute, Discussion Paper Series 10–12, 2010.

ilość danej waluty w obiegu i w ten sposób spłacić zadłużenie. Oczywiście prowadziłoby to do realnego spadku wartości waluty lokalnej, ale nie wiązałoby się z niewypłacalnością kraju⁴.

Utworzenie EMU oznaczało również identyczne stopy procentowe dla wszystkich krajów członkowskich. Tymczasem przeciętna inflacja konsumencka w krajach peryferyjnych była w poszczególnych latach od 1 do 2 punktu procentowego wyższa niż w krajach Północy. Stopy procentowe były zbyt wysokie dla Północy oraz zbyt niskie dla Peryferii. Wyższa inflacja w krajach peryferyjnych czyniła dodatkowo realne stopy procentowe jeszcze niższymi. Dostęp do relatywnie taniego finansowania przyczyniał się co prawda do wyższej dynamiki wzrostu gospodarczego, napędzanej konsumpcją i inwestycjami, ale prowadził też do powstawania baniek inwestycyjnych, głównie w sektorze nieruchomości (Hiszpania, Irlandia).

Brak dyscypliny fiskalnej i narastający dług publiczny

Kraje Północy wcale nie radziły sobie lepiej z dyscypliną finansów publicznych niż Peryferie. Przez wiele lat Francja i Niemcy miały podobnej skali deficyty budżetowe jak Portugalia i Włochy. Grecja permanentnie miała największe problemy z kontrolowaniem wydatków publicznych. Natomiast Hiszpania i Irlandia do 2007 roku cieszyły się nadwyżką budżetową.

Nie chodzi jednak wyłącznie o saldo budżetowe, lecz również o dynamikę i strukturę wydatków rządowych, zwłaszcza w kontekście możliwości ewentualnego elastycznego reagowania w przypadku zmieniających się uwarunkowań gospodarczych. Dynamika wydatków rządowych w krajach peryferyjnych była około dwukrotnie wyższa niż na Północy. W okresie od 1997 do 2007 roku wydatki publiczne na osobę w krajach peryferyjnych wzrosły średnio o 76%, podczas gdy na Północy było to tylko 34%⁵.

W czasie nadwyżek budżetowych łatwo o wzrost wydatków rządowych. Problem pojawia się jednak, gdy nadwyżki budżetowe zamieniają się w deficyt. Wówczas okazuje się, że duża część wydatków rządowych ma charakter względnie stały. Ich ograniczanie często wymaga zmian ustawowych, co może być trudne ze względów politycznych i społecznych.

Problemy z finansami publicznymi państw europejskich w ciągu ostatnich kilku lat wynikają również z czynników zewnętrznych. Nie należy zapominać, że do istotnego pogorszenia kondycji finansowej strefy euro doszło w następstwie kryzysu kredytowego rodem z USA w 2008 roku. Europejski system bankowy zainfekowany został wówczas toksycznymi aktywami związanymi z amerykańskim rynkiem nieruchomości i musiał zostać dokapitalizowany ze środków publicznych. Przełożyło się to na drastyczne pogorszenie

⁴ Dewaluacja będzie jednak szkodliwa, jeśli kraj posiada większość zadłużenia w walutach obcych, jak to miało miejsce w przypadku krajów Ameryki Łacińskiej i Południowej w XX wieku.

⁵ U. Dadush, B. Stancil: *Europe's debt crisis: More than a fiscal problem*, w: *Paradigm lost. The Euro in crisis*, red. U. Dadush, Carnegie Endowment for International Peace, Washington DC, 2010, s. 9–15.

saldą budżetowego i wzrost zadłużenia w niemal wszystkich krajach strefy euro. Dodatkowo sytuację utrudniło spowolnienie gospodarcze w sferze realnej, które również dotknęło Europę.

Problemy w sektorze bankowym

Pod koniec roku 2009 europejski sektor bankowy zdawał się właśnie wychodzić z szoku, jakim był wcześniejszy kryzys amerykański. Kiedy po fali dokapitalizowania oraz przejść sytuację w europejskiej bankowości można było uznać za w miarę unormowaną, pojawiły się nowe problemy, związane z koniecznością chociażby częściowych odpisów na greckie obligacje oraz z przeceną obligacji rządowych innych krajów.

Kilka systemowych charakterystyk czyni europejski system bankowy szczególnie wrażliwym na zawirowania i powoduje, że kryzys w tym sektorze jest wyjątkowo trudny do zarządzania. Po pierwsze, europejskie banki są bardzo duże w relacji do PKB gospodarki. Przeciętne zadłużenie brutto instytucji finansowej w strefie euro wynosi 143% PKB, podczas gdy w przypadku USA współczynnik ten wynosi 94%. Po drugie, banki w strefie euro są zlewarowane na wysokim poziomie. Przeciętnie rzeczowe aktywa trwałe przewyższają poziom kapitału własnego aż 26 razy (w USA 12 razy)⁶. Po trzecie, być może najważniejsze, europejski sektor bankowy jest mocno zaangażowany w zakup długoterminowych papierów rządowych, na które nie czynił wcześniej żadnych rezerw na ryzyko kredytowe. W końcu europejski sektor bankowy jest również mocno zaangażowany w finansowanie niewłaściwych inwestycji sektora prywatnego z czasów niedawnej bańki w krajach peryferyjnych.

Skala sektora bankowego w strefie euro stanowi wyzwanie dla już teraz wysoce zadłużonych państw, które mogłyby mieć jeszcze większe problemy finansowe, gdyby wystąpiła konieczność udzielania nowych gwarancji lub pożyczania kolejnych pieniędzy na ratowanie rodzimych banków. Jednocześnie wysoki poziom dźwigni finansowej w europejskich bankach powoduje, że rośnie prawdopodobieństwo, iż owa potrzeba wsparcia kapitałowego ze strony państw może się zmaterializować. Banki dysponują relatywnie niewielką ilością kapitału własnego (tier 1) na pokrycie ewentualnych bieżących strat. Duże zaangażowanie sektora bankowego na rynku długu rządowego jest szczególnie ważnym problemem. Prowadzi bowiem do wzajemnego powiązania kondycji sektora bankowego i kondycji finansów publicznych. Gdy banki wpadną w tarapaty, również państwa mogą wpaść w tarapaty. Z drugiej strony, jeśli wartość długu państw będzie musiała zostać przeliczona, z pewnością będzie rzutować to na kondycję banków.

⁶ IMF Global Financial Stability Report, September 2011, <http://www.imf.org/External/Pubs/FT/GFSR/2011/02/index.htm>.

Czynniki behawioralne

Błąd ekstrapolacji i niedopasowanie horyzontu czasowego

Błąd ekstrapolacji polega na przykładaniu zbyt dużej wagi do niedawnych zdarzeń i rozciąganie trendów w sposób nieadekwatny na przyszłe okresy. Podłoże psychologiczne błędu ekstrapolacji związane jest z heurystyką reprezentatywności, a w szczególności z jej odmianą określaną mianem błędu krótkiej serii. Inklinacja ta polega na wyciąganiu przedwczesnych wniosków i generalizowaniu na podstawie zbyt małej liczby obserwacji⁷.

Jeszcze innym zagadnieniem jest stosowanie niewłaściwej perspektywy czasowej. Ludzie zazwyczaj cechują się krótkowzrocznością, koncentrują się na najbliższej przyszłości, obawiają doraźnej straty, zaś znacznie dyskontują wartości bardziej odległych przyszłych zdarzeń⁸. Okres ewaluacji w przypadku przeciętnych konsumentów odpowiada często interwałowi pomiędzy kolejnymi wypłatami wynagrodzenia, czyli najczęściej wynosi 1 miesiąc. Okres oceny decyzji inwestycyjnych rzadko przekracza 1 rok. Natomiast politycy przywiązują największą wagę do natychmiastowej reakcji opinii publicznej na ich decyzje, a zwłaszcza do oddźwięku medialnego. W przypadku decyzji politycznych, horyzont ewaluacji prawie nigdy nie przekracza czasu pozostałego do kolejnych wyborów. Z kolei działanie praw makroekonomii często demonstruje się dopiero w długim okresie. Istnieje zatem niebezpieczeństwo, że ludzka krótkowzroczność spowoduje, iż długoterminowe prawa makroekonomii zostaną niedocenione lub nawet zapomniane, przynajmniej do czasu, aż nie ujawnią się z całą siłą i wszystkimi konsekwencjami.

Podczas ostatniego okresu boomu gospodarczego w niektórych krajach peryferyjnych (Hiszpania, Irlandia, Grecja) konsumenci, inwestorzy i politycy dość powszechnie popełniali błąd ekstrapolacji, który dodatkowo wzmacniany był krótkowzrocznością. Wprowadzenie wspólnej waluty dało początkowo silny impuls do wzrostu gospodarczego w tych krajach. Ludzie skoncentrowani na ówczesnej dobrej sytuacji gospodarczej ekstrapolowali ją na przyszłość, budując oczekiwania dalszego wzrostu. Jednocześnie, kierowani krótkowzrocznością, nie doceniali długookresowych konsekwencji unii monetarnej, a zwłaszcza problemu narastającej nierównowagi w rachunku bieżącym między krajami Północy i Peryferiami. W rezultacie, konsumenci konsumowali zbyt dużo, inwestorzy inwestowali ponad miarę swoich możliwości finansowych, a politycy wydawali w sposób nieodpowiedzialny. Doprowadziło to do bańki popytowej, wyjątkowo niskiej stopy oszczędności i nadmiernego zadłużenia zarówno w sektorze publicznym, jak też prywatnym.

⁷ T. Gilovich, R. Vallone, A. Tversky: *The Hot Hand in Basketball: On the Misperception of Random Sequences*, „Cognitive Psychology” 1985, 17, s. 295–314; A. Szyszka: *Finanse behawioralne. Nowe podejście do inwestowania na rynku kapitałowym*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu, Poznań 2009.

⁸ D. Kahneman, A. Tversky: *On the Psychology of Prediction*, „Psychological Review” 1973, 80, s. 237–251; S. Benartzi, R. Thaler: *Myopic Loss Aversion and the Equity Premium Puzzle*, „Quarterly Journal of Economics” 1995, 110, s. 73–92.

Niedoszacowanie ryzyka

Można zaryzykować stwierdzenie, iż konsumenci, biznesmeni i politycy zostali zwiędzeni krótkoterminową dobrą sytuacją. W pogoni za większą konsumpcją, wyższymi zyskami i popularnością wśród wyborców, często zapominano o ryzyku. Na gruncie finansów behawioralnych zachowania takie można wytłumaczyć kilkoma inklinacjami, związanymi z różnymi przejawami nadmiernej pewności siebie: efektem ponadprzeciętności, błędem kalibracji, iluzją kontroli i nieuzasadnionym optymizmem⁹. Każda z nich – przecenianie własnych analiz, niedoszacowanie wariancji, przeświadczenie o kontrolowaniu zdarzeń losowych, czy myślenie życzeniowe – skutkuje akceptowaniem zbyt wysokiego ryzyka lub wręcz nieświadomością jego rzeczywistego poziomu.

Nadmierna pewność siebie jest wzmacniana jeszcze przez inne inklinacje behawioralne. Zjawisko wybiórczej atrybucji polega na przypisywaniu sukcesów (nawet jeśli były tylko przypadkowe) samemu sobie i własnym zdolnościom, natomiast tłumaczeniu porażek czynnikami niezależnymi¹⁰. Dokonując aktualizacji swoich przekonań, ludzie często popełniają także tzw. błąd konfirmacji. Polega on na poszukiwaniu informacji, które potwierdzałyby przyjętą wcześniej hipotezę, przy jednoczesnym unikaniu konfrontacji z faktami, które mogłyby okazać się sprzeczne z dotychczasową opinią¹¹. W ten sposób nadmierna pewność siebie może utrzymywać się przez dłuższy czas, nawet w konfrontacji z występującymi obiektywnie informacjami przeciwnymi.

Przejawy nadmiernej pewności siebie i nieuzasadnionego optymizmu w prognozach makroekonomicznych wykazał m.in. Montgomery¹², zaś w odniesieniu do analityków finansowych m.in. Olsen¹³.

Niedoszacowanie ryzyka można też wiązać z tendencją ludzi do traktowania zdarzeń mało prawdopodobnych jako niemożliwych, a wysoce prawdopodobnych jako pewnych¹⁴. Przekłada się to na niedoceniające możliwości wystąpienia scenariuszy skrajnych, a takie zazwyczaj wiążą się z sytuacjami kryzysowymi.

⁹ T. Odean: *Volume, Volatility, Price, and Profit When All Traders Are Above Average*, „Journal of Finance” 1998, 53, s. 1887–1934.

¹⁰ E. Langer, J. Roth: *Heads I Win Tails It's Chance: The Illusion of Control as a Function*, „Journal of Personality and Social Psychology” 1975, 32, s. 951–955.

¹¹ P. Wason: *Reasoning*, [w:] *New horizons in psychology*, red. B. Foss, Penguin, Harmondsworth, 1966, s. 131–151.

¹² H. Montgomery: *Naturalistic decision making*, Materiały konferencyjne, Subjective Probability, Utility and Decision Making, Mannheim 1997.

¹³ R. Olsen: *Investment Risk: The Experts' Perspective*, „Financial Analysts' Journal” 1997, 53, s. 62–66.

¹⁴ Zjawisko to zostało empirycznie potwierdzone m.in. przez Fischhoffa (1982), natomiast na gruncie teoretycznym zostało uwzględnione w postaci nieciągłości funkcji ważącej prawdopodobieństwo w teorii perspektywy Kahnemanna i Tversky'ego (1979).

Heurystyka euro

Umysł ludzki jest w każdym momencie bombardowany dużą ilością różnych informacji, a jednocześnie ma w naturalny sposób ograniczone możliwości ich przetworzenia. Z tego względu często posługujemy się różnego rodzaju uproszczeniami w myśleniu, które w psychologii nazywa się heurystykami. O ile samo stosowanie heurystyk niekoniecznie musi być złe, o tyle w procesie ich aplikacji często dochodzi do zniekształceń, które wypaczają naszą percepcję rzeczywistości.

Wydaje się, że przez wiele lat mieliśmy do czynienia z heurystyką euro. Polegała ona na tym, że rynki finansowe traktowały kraje strefy euro w sposób zbyt homogeniczny, niedostatecznie zauważając różnice pomiędzy poszczególnymi gospodarkami oraz dyspersję w poziomie ryzyka. Wystarczyła „metka euro”, aby dany kraj został zaliczony do klubu wiarygodnych emitentów obligacji. W rezultacie nominalny koszt finansowania był zbliżony w całej strefie euro, a biorąc pod uwagę wyższą inflację w krajach peryferyjnych, de facto efektywny koszt finansowania był nawet niższy na Peryferiach.

Co najmniej dwa zjawiska natury psychologicznej mogły wspierać występowanie heurystyki euro. Efekt halo polega na tym, że ludzie dostrzegając jedną wyróżniającą się cechę, którą lubią, rozciągają swoją pozytywną ocenę i są przekonani, że określona osoba, rzecz lub zjawisko, będące przedmiotem ich ewaluacji, charakteryzuje się jeszcze wieloma innymi pożądanymi charakterystykami¹⁵. Drugim zbliżonym zjawiskiem jest błąd dostępności. Polega on na tym, że kształtując swoje przekonania na ogół przykładamy zbyt dużą wagę do informacji łatwo dostępnych, ekstremalnych i często powtarzanych (np. przez media), a także do sygnałów płynących z naszych własnych doświadczeń.

Od czasu wprowadzenia w 1999 roku euro otrzymało dużo dobrej prasy. Było wychwalane jako znaczące osiągnięcie Zjednoczonej Europy i utożsamiane z siłą gospodarczą i stabilnością. Do połowy 2008 roku euro było w długotrwałym trendzie aprecjacyjnym wobec dolara amerykańskiego. Sytuacja taka stanowiła dostateczny grunt do wystąpienia efektu halo oraz błędu dostępności. Uczestnicy rynków finansowych rozciągnęli swoją pozytywną opinię o euro na wszystkie kraje, które przyjęły wspólną walutę. Szczegółowe charakterystyki poszczególnych gospodarek, które mogłyby rzucić odmienne światło m.in. na ocenę wiarygodności kredytowej, zostały zignorowane i zdominowane przez heurystykę euro.

Złe wiadomości rozchodzą się powoli

Prawda o rzeczywistych poziomach greckiego deficytu budżetowego i zadłużenia była znana co najmniej od końca 2009 roku. Już wtedy powinno stać się jasne, że z praktycznego punktu widzenia Grecja nie jest w stanie spłacić swoich długoterminowych zobowiązań, a nawet regulować bieżących płatności, czyli de facto jest bankrutem. Pomimo, iż złe wieści

¹⁵ P. Rosenzweig: *The Halo Effect: .. and the Eight Other Business Delusions That Deceive Managers*, Simon & Schuster, 2009.

stały się publicznie znane, znalazły one relatywnie niewielkie odzwierciedlenie w sprawozdaniach finansowych banków za rok 2010. Dopiero w kolejnym roku banki zdecydowały się na odpisy z tytułu utraty wartości posiadanych przez nie obligacji greckich. Obecnie jesteśmy natomiast świadkami dramatycznych zabiegów, mających na celu przeprowadzenie w sposób kontrolowany restrukturyzacji greckiego długu bez formalnego deklarowania niewypłacalności. Można postawić pytanie: dlaczego tak długo świat finansowy broni się przed definitywnym zaakceptowaniem konsekwencji złych wiadomości z Hellady?

Na gruncie finansów behawioralnych można wskazać na trzy silne inklinacje, które są odpowiedzialne za niechęć ludzi do akceptowania niekorzystnych faktów. Nadmierny optymizm i myślenie życzeniowe daje fałszywą nadzieję, iż być może istnieje jeszcze pozytywne rozwiązanie sytuacji. Konserwatyzm poznawczy¹⁶ odpowiada za podświadome niedoceniaenie znaczenia sygnałów sprzecznych z wcześniej wytworzoną pozytywną percepcją rzeczywistości. Największy wpływ zdaje się jednak mieć awersja do strat, czyli niechęć ludzi do pogodzenia się z definitywną stratą nawet za cenę podejmowania dodatkowego ryzyka¹⁷.

Zachowania stadne, rola funduszy hedgingowych i agencji ratingowych

Zachowania stadne na rynku finansowym polegają na podejmowaniu decyzji w oparciu o obserwacje zachowań innych uczestników, zamiast na podstawie własnych informacji i analiz.

W kontekście kryzysu euro można stwierdzić, iż zachowania stadne występowały zarówno w okresie prosperity, jak również później, już w okresie kryzysu. Podczas boomu gospodarczego obserwowaliśmy efekty naśladownictwa np. wśród konsumentów i inwestorów na rynku nieruchomości, a także wśród instytucji finansowych, które prześcigały się w realizacji paneuropejskich strategii i wchodziły na określone rynki tylko dlatego, że konkurencja też tak robiła. Z kolei w czasie kryzysu, zachowań stadnych można doszukać się wśród inwestorów na rynku długu oraz rynku walutowym. W tym kontekście należy wspomnieć o aktywności funduszy hedgingowych oraz roli agencji ratingowych.

Statystyki otwartych pozycji na instrumentach pochodnych, zwłaszcza kontraktów swap na ryzyko kredytowe długu greckiego (CDS), a także skala krótkiej sprzedaży euro i wypowiedzi medialne czołowych graczy i komentatorów wskazują, że przynajmniej do końca trzeciego kwartału 2011 roku fundusze hedgingowe obstawiały na ogłoszenie upadłości Grecji i spadek wartości euro względem USD. W USA działa ponad dwa tysiące funduszy typu hedge, dwieście największych z nich zarządza kwotą 1,3 biliona USD, zaś największy – Bridgewater Associates – ma do dyspozycji aktywa wartości blisko 60 miliardów

¹⁶ W. Edwards: *Conservatism in Human Information Processing*, [w:] *Formal Representation of Human Judgment*, red. B. Klienmutz, Wiley, New York 1968, s. 17–52.

¹⁷ D. Kahnemann, A. Tversky: *Prospect Theory: An Analysis of Decision Under Risk*, „Econometrica”, 47, 1979.

dów USD¹⁸. Przy tak dużej skali działalności, fundusze hedgingowe, zwłaszcza działające grupowo, mogą wpływać nawet na tak duży i płynny rynek walutowy, jak para EUR/USD. Z obawy przed działaniami spekulacyjnymi, 1 grudnia 2011 roku Parlament Europejski zakazał tzw. nagiej sprzedaży CDS, czyli wykupywania ubezpieczenia od niewypłacalności emitenta bez posiadania obligacji tegoż podmiotu. Niestety zakaz ma charakter raczej symboliczny, gdyż nie jest efektywny w stosunku do podmiotów działających poza rynkiem europejskim, a więc głównie funduszy amerykańskich i funduszy zarejestrowanych w rajach podatkowych.

Bardziej skuteczne rozwiązanie godzące w interesy posiadaczy CDSów znaleziono poprzez przeprowadzenie „kontrolowanej upadłości”, czyli odpowiednie ustrukturyzowanie redukcji greckiego zadłużenia. Decydując się na redukcję zadłużenia i wydłużenie okresu zapadalności poprzez „dobrowolną” wymianę obligacji, uniknięto formalnego ogłoszenia bankructwa. Międzynarodowe Stowarzyszenie Swapów i Derywatywów (ISDA) uznało, że dobrowolna wymiana walorów nie stanowi tzw. zdarzenia kredytowego, a tym samym nie prowadzi do aktywacji wypłat z tytułu posiadanych CDSów. Jedynie w przypadku tych wierzycieli, którzy nie zgodzili się na dobrowolną redukcję zadłużenia, a zostali do tego zmuszeni specjalną ustawą greckiego parlamentu, doszło do aktywacji swapów kredytowych.

Dużą rolę w kreowaniu zachowań stadnych odgrywają również agencje ratingowe, dokonujące oceny wiarygodności kredytowej emitentów. Inwestorzy często kierują się ich wskazaniem, a zmiana ratingu może mieć charakter samosprawdzającej się przepowiedni. Obniżenie ratingu powoduje, iż inwestorzy postrzegają danego emitenta jako bardziej ryzykownego i domagają się w związku z tym wyższych stóp zwrotu. Oznacza to wyższe koszty obsługi i potencjalne kłopoty z refinansowaniem zadłużenia. Może to doprowadzić do niewypłacalności, nawet jeśli przed zmianą ratingu dany emitent nie miał aż tak drastycznie złej sytuacji.

Instytucje te znalazły się w ogniu krytyki w 2008 roku za niedoszacowanie ryzyka systemowego tkwiącego w rynku hipotecznym, a także przyznawanie bardzo wysokich ratingów aktywom, które wkrótce miały się okazać bezwartościowe i toksyczne dla globalnego systemu finansowego. Agencje ratingowe wzbudziły również sporo kontrowersji podczas bieżącego kryzysu euro. Po pierwsze, spóźniły się z obniżeniem do poziomu nieinwestycyjnego (tzw. śmieciowego) ratingu obligacji greckich. Prawda o stanie finansów publicznych w Grecji stała się powszechnie znana już pod koniec 2009 roku, a obniżki ratingów nastąpiły dopiero w I połowie 2010 roku. Tymczasem już dużo wcześniej oczekiwane stopy zwrotu z greckich obligacji (*yields*) sięgnęły poziomu kilkunastu punktów procentowych, co wskazywało, iż rynki finansowe same rozpoznały ryzyko greckich obligacji i traktowały je jako aktywa wysoce ryzykowne. Z kolei w przypadku Portugalii i Irlandii wydaje się, że agencje zbyt drastycznie obniżyły ratingi tych krajów, zrównując ich sytuację z pozycją

¹⁸ Hedge Fund Research Industry Report www.hedgefundresearch.com.

Grecji¹⁹. Doprowadziło to do gwałtownego wzrostu kosztu długu tych państw i znacząco pogłębiło ich problemy z refinansowaniem zadłużenia.

Podsumowanie

Obecny kryzys w strefie euro jest wynikiem wielu oddziałujących łącznie czynników, które zasadniczo mieszczą się w trzech obszarach: polityki, ekonomii oraz psychologii i zachowań uczestników rynków.

Obecny kryzys europejski często nazywany jest kryzysem zadłużenia. Wydaje się jednak, że zadłużenie jest raczej skutkiem, aniżeli pierwotną przyczyną, natomiast źródeł problemów należy szukać głębiej. Zasadniczo u podstaw kryzysu legły fundamentalne różnice pomiędzy poszczególnymi gospodarkami tworzącymi Europejską Unię Monetarną. Prymat polityki nad ekonomią sprawił, iż do strefy euro wstąpiły kraje o wiele bardziej zróżnicowane gospodarczo niż przewidywała to np. teoria optymalnych obszarów walutowych Mundella²⁰. Jednolita polityka monetarna nie mogła być adekwatna dla zróżnicowanych gospodarek i w rezultacie była zbyt luźna dla krajów peryferyjnych, a nazbyt restrykcyjna dla Północy. Dodatkowo była ona nieskoordynowana z narodowymi politykami fiskalnymi, którym brakowało dyscypliny w kontrolowaniu wydatków budżetowych. Ponadto, Peryferie trapione były permanentnym deficytem rachunku obrotów bieżących, który był finansowany napływem środków z Północy. Brak dostatecznej produktywności kapitału i zbyt wolna konwergencja spowodowały, iż sytuacja ta stała się niemożliwa do utrzymania w dłuższym horyzoncie. Kłopoty pogłębił wpływ kryzysu amerykańskiego z 2008 roku i ogólnoswiatowe spowolnienie gospodarcze.

Czynniki behawioralne raczej nie legły u podstaw obecnych problemów w strefie euro. Niemniej sprzyjały wystąpieniu bańki popytowej i inwestycyjnej w krajach peryferyjnych oraz przyczyniły się do niedoszacowania ryzyka. Inklinacje behawioralne demonstrują się również już w trakcie zawirowań na rynkach finansowych. Trudności z zaakceptowaniem negatywnych informacji, przejawy zachowań stadnych i spekulacja zwiększają skalę problemów i czynią proces wychodzenia z kryzysu trudniejszym do zarządzania.

Literatura

Ahearne A., Schmitz B., von Hagen J.: *Current Account Imbalances in the Euro Area*, [w:] *Challenges of Globalization – Imbalances and Growth*, red. A. Aslund, M. Dąbrowski, Peterson Institute for International Economics, 2007.

Argyrou M., Chortareas G.: *Current Account Imbalances and Real Exchange Rates in the Euro Area*, „Review of International Economics” 2008, 16.

¹⁹ M. Gärtner, B. Griesbach, F. Jung: *PIGS or Lambs? The European Sovereign Debt Crisis and the Role of Rating Agencies*, Universität St. Gallen, March 2011 Discussion Paper No. 2011-06.

²⁰ R. Mundell: *A Theory of Optimum Currency Areas*, „The American Economic Review” 1961, 51, s. 509–517.

- Benartzi S., Thaler R.: *Myopic Loss Aversion and the Equity Premium Puzzle*, „Quarterly Journal of Economics” 1995, 110.
- Dadush U., Stancil B.: *Europe's debt crisis: More than a fiscal problem*, [w:] *Paradigm lost. The Euro in crisis*, red. U. Dadush, Carnegie Endowment for International Peace, Washington DC, 2010.
- Edwards W.: *Conservatism in Human Information Processing*, [w:] *Formal Representation of Human Judgment*, red. B. Klienmutz, New York 1968.
- Gärtner M., Griesbach B., Jung F.: *PIGS or Lambs? The European Sovereign Debt Crisis and the Role of Rating Agencies*, Universität St. Gallen, March 2011 Discussion Paper No. 2011-06.
- Gilovich T., Vallone R., Tversky A.: *The Hot Hand in Basketball: On the Misperception of Random Sequences*, „Cognitive Psychology” 1985, 17.
- Fischhoff B.: *For those condemned to study the past: Heuristics and biases in hindsight*, [w:] D. Kahneman, P. Slovic, A. Tversky: *Judgment under uncertainty: Heuristics and biases*, Cambridge University Press, 1982.
- Holinski N., Kool C., Muysken J.: *Origins of persistent macroeconomic imbalances in the Euro area*, Utrecht School of Economics, Tjalling C. Koopmans Research Institute, Discussion Paper Series 10–12, 2010.
- Kahneman D., Tversky A.: *On the Psychology of Prediction*, „Psychological Review” 1973, 80.
- Kahneman D., Tversky A.: *Prospect Theory: An Analysis of Decision Under Risk*, „Econometrica” 1979, 47.
- Kirkegaard J.F.: *The Euro Area Crisis: Origin, Current Status, and European and US Responses*, Congressional Testimony, October 27, 2011, <http://www.iie.com/publications/testimony/kirkegaard20111027.pdf>.
- Langer E., Roth J.: *Heads I Win Tails It's Chance: The Illusion of Control as a Function*, „Journal of Personality and Social Psychology” 1975, 32.
- Montgomery H.: *Naturalistic decision making*, Materiały konferencyjne, Subjective Probability, Utility and Decision Making, Mannheim 1997.
- Mundell R.: *A Theory of Optimum Currency Areas*, „The American Economic Review” 1961, 51.
- Odean T.: *Volume, Volatility, Price, and Profit When All Traders Are Above Average*, „Journal of Finance” 1998, 53.
- Rosenzweig P.: *The Halo Effect: ... and the Eight Other Business Delusions That Deceive Managers*, Simon & Schuster, 2009.
- Szyska A.: *Finanse behawioralne. Nowe podejście do inwestowania na rynku kapitałowym*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu, Poznań 2009.
- Wason P.: *Reasoning*, [w:] *New horizons in psychology*, red. B. Foss, Penguin, Harmondsworth 1966.

dr hab. prof. nadzw. UEP Adam Szyska
Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu

Streszczenie

Artykuł zwraca uwagę na polityczne, makroekonomiczne i behawioralne aspekty kryzysu w strefie euro. Ukazuje zarówno zaszczości, które mogły przyczynić się do aktualnego stanu spraw w Europie, jak też porusza kwestie bieżące, związane z zarządzaniem kryzysem i poszukiwaniem skutecznych sposobów jego przezwyciężenia.

**POLITICAL, ECONOMIC AND BEHAVIORAL ASPECTS
OF THE EURO AREA CRISIS****Summary**

This paper focuses on political, macroeconomic, and behavioral aspects of the crisis in the euro area. It outlines precedent matters that could have contributed towards the current state of affairs in Europe. It also points at current issues related to the management of the crisis and the search for effective ways of overcoming it.