

EVROPSKA FINANČNA POLITIKA; KOT DA BILE BANKE ODLOČILNE

(Opombe h krizi v evro območju)

Jan Toporowski ²

34

1. V središču sodobnega finančnega kapitalizma je kreditni mehanizem, ki v času konjunktura omogoča ekspanzijo gospodarske aktivnosti, v recesiji pa jo z zmanjševanjem kreditov preprečuje. Od Knuta Wicksella v 19. stoletju in Dennisa Robertsona v 20. stoletju je veljalo, da gre za kreditno politiko. Vendar pa dejansko izdatki podjetij determinirajo gospodarsko aktivnost, obseg kreditov v gospodarstvu in posledično likvidnost podjetij, gospodinjstev in države, njihova likvidnost pa determinira sposobnost zadolženih enot za servisiranje svojih dolgov. Kreditna politika je torej endogena poslovnemu ciklu in ga ne determinira.

Ekonomisti običajno obravnavajo nacionalni dohodek ali bruto domači produkt (BDP) kot nekaj, kar se proizvaja, v procesu proizvodnje pa so ustvarjeni dohodki; to je temelj teorije vrednosti in razdelitve. Toda v kreditnem gospodarstvu, lahko na nacionalni dohodek gledamo tudi kot na prilagoditev dolgov, dolg pa razdelimo na javni ali državni dolg, ter zasebni dolg (dolg gospodinjstev in podjetij) dolg. Če izvzamemo dolgove zaradi čistih finančnih transakcij (dolgovi za nakup finančnih produktov), morajo, da bi nacionalni dohodek ostal nespremenjen, tudi dolгови ostati nespremenjeni. Zmanjšanje javnega dolga brez povečanja zasebnega dolga ima za posledico zmanjšanje nacionalnega dohodka. Zmanjšanje javnega dolga, ki ga spremlja povečanje zasebnega, zagotavlja nespremenjen nacionalni dohodek, a seveda spremembo njegove strukture. Zmanjšanje zadolženosti zasebnega sektorja, brez povečanja javnega dolga, pa ustreza Richard Koo-jevi "recesiji bilance stanja". Vendar je treba opozoriti, da gre pri kopičenju likvidnih sredstev, kar počno velike korporacije, namesto da bi vlagale dobičke v širjenje proizvodnje, za vrsto likvidnostne preference, ki je alternativa odplačevanju dolga in da ima to enake makroekonomske učinke kot uporaba dobičkov za odplačevanje dolga.

2. Krize v Evropi ni mogoče odpraviti z znižanjem realnih ali nominalnih plač ali z devalvacijo valute posamezne države. Nižje plače na konkurenčnih trgih znižujejo cene, a s tem povečajo realno vrednost dolga in podaljšujejo recesijo. Na nekonkurenčnih trgih cene ne padejo, a se zaradi nižjih dohodkov skrči povpraševanje, kar vodi k zmanjšanju aktivnosti in

² * Jan Toporowski je profesor ekonomije in financ na Šoli za orientalske in afriške študije, Univerza v Londonu. Njegova najnovejša knjiga je »Michał Kalecki - Intelktualna Biografija, zvezek 1, Rendezvous v Cambridgeu« (Palgrave Macmillan, 2013).

v težave pri servisiranju finančnih obveznosti. Konkurenčni trgi zato zmanjšajo sposobnost podjetij za servisiranje njihovih podedovanih dolžniških obveznosti, nekonkurenčni trgi pa zmanjšajo sposobnost gospodinjstev za servisiranje njihovih dolžniških obveznosti. Velja omeniti, da v Evropi stanovanja, energija in promet tvorijo velik del izdatkov gospodinjstev; večji stroški zanje v primerjavi s plačami so zato pomemben dejavnik zdajšnje recesije.

3. Obseg gospodarskega povezovanja v Evropi, oziroma velik delež uvoza v nacionalnih dohodkih evropskih držav, zmanjšuje učinkovitost devalvacije prek tečaja ali prek nižjih plač (zaradi povišanja uvoznih cen glede na dohodke). Ključen je strukturni dejavnik, ki je od leta 1990 vnesen v evropsko gospodarstvo s politiko vzpostavljanja enotnega trga finančnih storitev. Po vrsti čezmejnih združitvev in prevzemov se je pojavil, s tiho spodbudo Evropske komisije, sistem pan-evropskih bank, kot so Société Générale, Deutsche Bank, UniCredit, Santander, katerih podružnice so v večini držav Evropske unije. Ključno vprašanje politike do teh bank ni, da so "prevelike, da bi propadle", ampak so to njihovi veliki čezmejni deleži terjatev in obveznosti. To pomeni, da bi razpad evropske monetarne unije v manjše monetarne unije, ali vračanje v nacionalne valute, ki bi izgubile na vrednosti v primerjavi z valuto Nemčije in njenih satelitskih gospodarstev, povzročil splošno nesolventnost, ali vsaj nestabilnost bilance stanj med bankami s čezmejno izpostavljenostjo.

Finančna kriza leta 2008 je istočasno pokazala, da v okviru maastrichtske pogodbe ni učinkovitega posojilodajalca v skrajni sili, ki lahko podpira večje banke. Spet ne gre za vprašanje "prevelike, da bi propadle", ampak za poročila čezmejnih terjatev in obveznosti. Jamstvo nemške vlade Deutsche Bank za terjatve in obveznosti v, recimo, Grčiji, bi sprožilo resna nasprotovanja v Nemčiji. Kakršnokoli reševanje, kot kaže primer Irske, bistveno povečuje zadolževanje in spremeni zmanjševanje zadolževanja v pobožne, a nerealne želje, ki kažejo na nesposobnost držav kontrolirati svoj dolg. Vendar vprašanje podpore bankam postaja vse bolj nujno, ker recesija uničuje likvidnost velikih delov zasebnega sektorja; kršenje maastrichtskih omejitev dolga pa stigmatizira državne dolgove in otežuje njihovo prodajo.

4. Začetni korak k stabilizaciji bančnega in finančnega trga z inovacijami finančne politike je bil narejen s strani Evropske centralne banke z iniciativo v novembru 2011 v okviru operacij dolgoročnega financiranja z dolgoročnimi posojili bankam v evro-območju pomagati neposredno. Te operacije so bile zasnovane tako, da bi komercialnim bankam imetja dolgoročnih obveznic, ponujenih v zavarovanje, povečala likvidnost. To je imelo želene učinke na znižanje donosov dolgoročnih obveznic. Ukrepu so sledili koraki v ustvarjanju bančne unije in enega regulatorja bančnega sistema za Evropsko monetarno unijo in za lajšanje finančnih zadreg držav z ustvarjanjem posojilodajalca v skrajni sili. Te pobude podpirajo banke evrskega območja, vendar pa pobude ne morejo prekiniti recesije, ki povzroča, da aktiva v obliki posojil državam in zasebnemu sektorju izgublja vrednost.

5. Takšni ukrepi za podporo bankam omogočajo tudi razložiti paradoks perifernih držav, ki prosijo za članstvo, kot je Islandija, in pridruževanje evropski monetarni uniji, kot je Latvija, čeprav gre Evropska monetarna unija skozi svojo največjo krizo. Vlade držav z bankami, ki zaradi recesije v evropskem gospodarstvu propadajo, so seveda navdušene nad pridobivanjem sredstev ECB za svoje banke, saj jih to odvezuje potrebe, da se zadolžijo same in da same dajejo poročila bankam, ki jih ogroža recesija.

6. Pot iz recesije mora vsebovati vsaj naslednje tri sestavine. Najprej, načrtovano politiko stabilizacije in povečanja plač za sanacijo domačih potrošniških trgov. Drugič, bolj aktivne operacije odprtega trga s strani Evropske centralne banke, ki so potrebne za ohranitev likvidnosti na bančnih in finančnih trgih. Tretjič, bolj aktivno fiskalno politiko, ki ima velik pomen kot začasno nadomestilo za padec investicij zasebnega sektorja. Fiskalno politiko so onemogočile težave na trgih obveznic izdanih s strani nacionalnih držav. Vlade morajo zato prevzeti bolj aktivno upravljanje dolga, ki se lahko financira iz davka na finančna sredstva bilanc nad določeno najmanjšo velikostjo. Prihodki iz tega davka morajo nacionalni uradi za upravljanje z dolгови uporabiti za nakup javnega dolga in s tem omogočiti nadzor krivulje donosnosti na državne papirje. Tak davek in odkup javnega dolga bi preprečila kopičenje likvidnih sredstev, ki jim podjetja dajejo prednost pred produktivnimi naložbami, in jih usmerila likvidnost v naložbe v osnovna sredstva in v javni dolg. Skratka, zadolžena kapitalistična gospodarstva potrebujejo naložbe zasebnega sektorja za učinkovito upravljanje svojih dolgov in zagotovitev trajnega okrevanja.

Zaključek Te opombe predstavljajo makroekonomski pogled na evropske težave z vidika bank. V tem pogledu je nacionalni dohodek rezultat sprememb v stanju dolga. Vendar pa se v zapletenem kreditnem gospodarstvu, makroekonomska neravnovesja med prihodki in odhodki odražajo skozi spremembe strukture dolgov, ki povzročajo nova makroekonomska neravnovesja (presežke v trgovini in fiskalne politike za upravljanje dolga). Nastali poslovni cikli slabijo ali pa se krepijo s spremembami v stanju dolga. Monetarne in regulatorne oblasti lahko vplivajo na premike stanj med različnimi finančnimi institucijami ali na neformalno kreditiranje ali bančnimi sistemi v senci. A te oblasti z urejanjem kreditov in v okviru inflacijskega ciljanja ne morejo uravnati gospodarskih ciklov; gospodarski cikel determinira denarno politiko in ne obratno. Uravnavanje gospodarskega cikla zahteva uravnavanje odhodkov, zlasti naložb; brez tega se dolžniškim težavam ne da izogniti.