

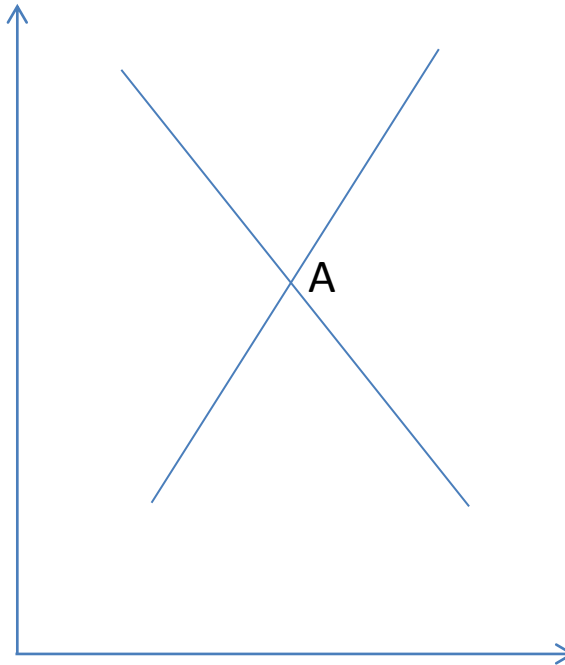
Kaip spręsti Europos skolų/bankų krizę: kuklus pasiūlymas (remiantis Lietuvos patirtimi 1999 m.)

Obama: "extraordinary times call for extraordinary action."

R.K.

2011 rugsėjo 27 d.

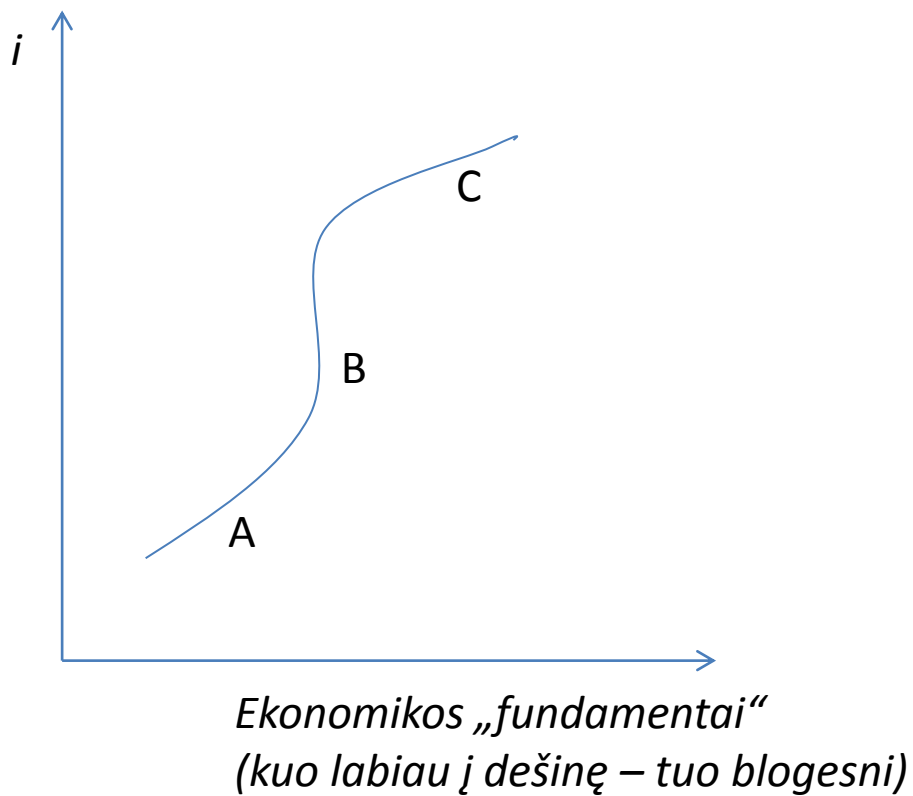
Ekonomikos vadovėliuose paprastai sutinkame vienos pusiausvyros modelius (pvz., pasiūlos - paklausos)



Tačiau...

- Sudėtingesni ir realistiškesni ekonomikos modeliai dažnai turi kelias pusiausvyras.
- Pavyzdžiui:
 - **ekonominio augimo** modeliai su gyventojų skaičiaus endogenizavimu parodo kaip atsiranda Malthuso „spąstai“, ir kodėl reikia vaikų skaičiaus ribojimo politikos, norint iš jų ištrūkti
 - **makro modeliuose** lūkesčiai (pvz., Keyneso „animal spirits“) gali lemti didelio ir mažo užimtumo pusiausvyras
 - **finansuose** ryšys tarp valstybės skolos palūkanų ir ekonomikos „fundamentų“ irgi lemia galimą daugybinės pusiausvyros situaciją ... (žr. kitą skaidrę)

Daugybinė pusiausvra valstybės obligacijų rinkoje (Graikija, Italija...)



Pusiausvyrų interpretacija

- **Pusiausvyra A:** nekrizinė situacija – palūkanos nedidelės, o ekonomikos padėtis gera
- **Pusiausvyra B:** nestabili pusiausvyra – baimė dėl šalies ateities ekonominių rodiklių (ir skolos tvarumo) lemia, kad investuotojai ima prašyti didesnių palūkanų. Tačiau didesnės palūkanos dar labiau nesuderinamos su skolos tvarumu (“nesprogstančiu” skolos/BVP santykiu). Todėl iš B gali būti pereinama tik į A ar C.
- **Pusiausvyra C:** „kamikadzių“ **pusiausvyra** – šalies obligacijų pajamingumas pasiekia labai didelį lygį, todėl tokias obligacijas investuotojai perka tik todėl, kad net atsižvelgiant į būsimą skolos nurašymą ateityje, vis dar galima tikėtis teigiamos tokios investicijos grąžos. Šiuo atveju investuotojai nesutaria ne dėl bankroto, bet dėl jo įvykimo laiko.
- **Atgal besigręžiantis kreivės segmentas (virš B):** didėjančios palūkanos gali net pagerinti ekonomikos fundamentus. Pavyzdžiui, vyriausybė susirūpina dėl išlaidų efektyvumo, pradeda daryti kaštų ir naudos analizę, uždaro paslaugas, kurių socialinė nauda viršija kaštus, ir tai atsveria neigiamą palūkanų didėjimo poveikį ekonomikos augimui.
- **Lietuva turėjo daugybinės pusiausvyros problemą 1999 m. – bankai iš vyriausybės prašė vis didesnių palūkanų, kol pradėjo gąsdinti save lito devalvacija.**

Kaip Europai grįžti į gerą pusiausvyrą

- **Reikia įvesti „lubas“ valstybių obligacijų pajamingumui** (žr. kitą skaidrę). Tą turi daryti ECB (ar ECB padedamas EFSF), nes parlamentų sprendimai tiesiog per mažai operatyvūs ir labai politizuoti.
- Skamba radikaliai? Bet yra panašių ir nekontraversišky dalyky:
 - ECB nuo pat įkūrimo taiko ribas pinigų rinkos palūkanoms
 - centriniai bankai kovoja su dideliais valiutų kursų nukrypimais: pvz., **Šveicarijos** centrinis bankas neseniai įvedė „lubas“ franko/euro kursui
 - FED daro „Quantitative Easing“, tame tarpe ir su JAV išdo obligacijom
 - ECB turi „Securities Market Program“, bet kol kas mažai ja naudojasi (nors nesena patirtis stabilizuojant Italijos ir Ispanijos VVP pajamingumą yra įkvepianti)
- Ką tas duoty?:
 - leistų spręsti Europos **bankų kapitalo krizę**, kuri didele dalimi yra išvestinė iš valstybių skolos krizės (didelis pajamingumas – mažos obligacijų kainos – papildomo kapitalo poreikis)
 - duoty **šansą „išaugti“ iš skolų** (žr. kitą skaidrę)

Galima stabilizuoti net didelį skolos/BVP santykį

- Skolos/BVP santykio (d) pokytis (apytikriai) lygus:

$$\Delta d = (i^* + \gamma - \pi - y)d_{-1} - s - a$$

i^* – nominalios palūkanos nerizikingoje šalyje (Vokietija)

γ – šalies rizikos priedas

π – BVP defliatorius

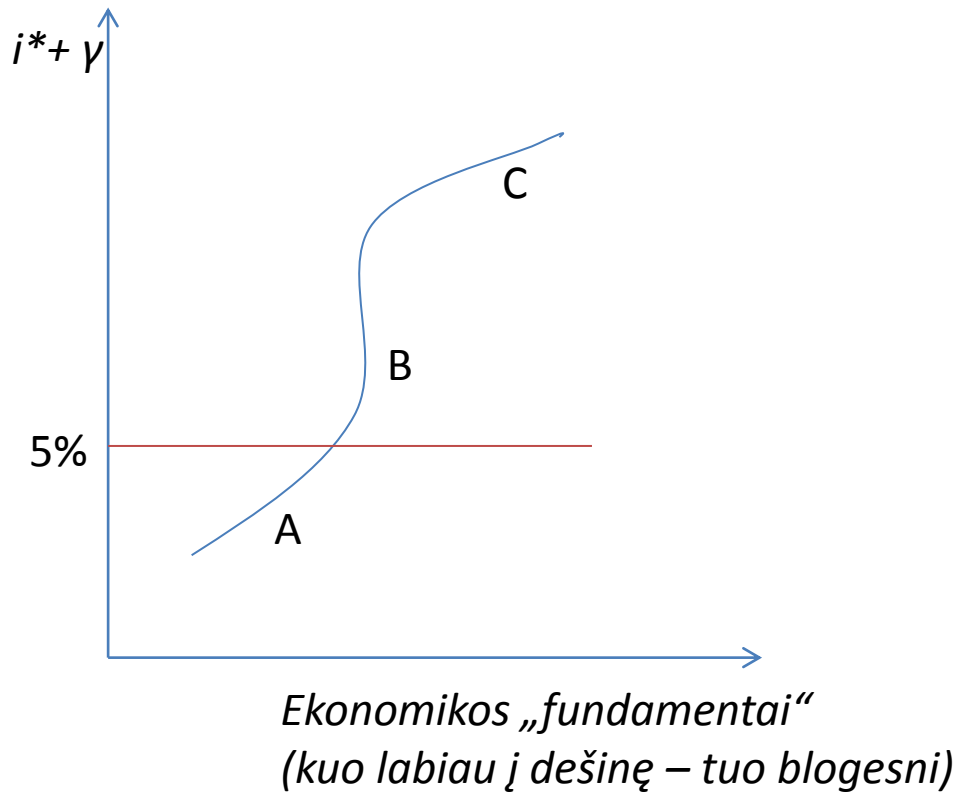
y – realaus BVP augimo tempas

s – pirminis biudžeto perteklius (be palūkanų mokėjimų, $t - g$)

a – deficito – skolos korekcija (deficit – debt adjustment)

- Tarkim, Graikija: jei $(i^* + \gamma) = 1,04$, o $(\pi + y) = 1,02$, tai skolos/BVP santykį galima stabilizuoti 150% lygyje su **3% BVP pirminiu biudžeto pertekliumi**. Kadangi palūkanų mokėjimai tokiu atveju (ilgainiui) sudarytų $0,04 * 150 = 6\%$ BVP, tai bendrasis biudžeto balansas bus -3% BVP, t.y. **Mastrichto lygio deficitas**.
- Taigi, **turint pakenčiamą palūkanų lygį ir nors truputį nominalaus augimo, galima turėti šansą**.
- Įvairios baudžiamosios palūkanos (kaip pradžioje darė EFSF) yra kontrproduktyvios, nors ir bando spręsti moralinės rizikos problemą. Bet dabar **ne laikas spręsti šalutinius moralinės rizikos klausimus**, nes ant kortos – ekonomikos / finansų sistemos žlugimas, euro zonos (ir ES?) ateitis.

Lubos valstybių obligacijų pajamingumui (blogų pusiausvyrų „atplovimas“)



Kaip tas „lubas“ apginti?



H. Paulsono „bazooka“ principas



- Principo esmė: „Jei visi mano, kad tu turi bazooką (žr. pav.), jos gali niekada neprireikti, netgi jei jos ir neturi“. Plačiau žr. „Pokeris“, „blefas“
- Taigi, jei ECB (neformaliai) duotų suprasti rinkoms, kad netoleruos, pavyzdžiui, >5% pajamingumo, to gali ir užtekti, nes „lubos“ **sukoordinuotų investuotojus į gerąją pusiausvyrą** (panašu, kad taip atsitiko su Šveicarijos franku)
- Jei rinkos nepatikės, tai ECB pirs antrinėje rinkoje tas obligacijas tol, kol pasieks lubų tikslą.
- Finansų rinkos turėtų sveikinti tokį ECB žingsnį (net jei nemaža dalis euro zonos periferijos VVP atsidurs ECB balanse), nes dabartinė situacija veda į didelę bėdą.