

# Jan Czekaj

---

## Kryzys strefy euro : przyczyny, skutki, drogi wyjścia

---

Zarządzanie Publiczne nr 21 (3), 5-26

---

2012

Artykuł został opracowany do udostępnienia w internecie przez Muzeum Historii Polski w ramach prac podejmowanych na rzecz zapewnienia otwartego, powszechnego i trwałego dostępu do polskiego dorobku naukowego i kulturalnego. Artykuł jest umieszczony w kolekcji cyfrowej [bazhum.muzhp.pl](http://bazhum.muzhp.pl), gromadzącej zawartość polskich czasopism humanistycznych i społecznych.

Tekst jest udostępniony do wykorzystania w ramach dozwolonego użytku.

Jan Czekaj

## Kryzys strefy euro. Przyczyny, skutki, drogi wyjścia

Rozpoczęty w drugiej połowie pierwszej dekady XXI w. światowy kryzys finansowy i gospodarczy wywarł istotny wpływ na sytuację gospodarczą w wielu rejonach globu. Szczególnie silnie skutki kryzysu odczuwają kraje strefy euro, a zwłaszcza południa Europy. Wśród przyczyn wymienia się najczęściej nadmierne wydatki oraz deficyty sektora finansów publicznych tych państw. W artykule hipoteza ta jest kwestionowana. Kraje Unii Europejskiej i strefy euro w porównaniu z innymi państwami wysoko rozwiniętego świata charakteryzowały się przed kryzysem umiarkowanym zadłużeniem sektora publicznego. Nadmierne zadłużenie finansów publicznych krajów strefy euro nie jest przyczyną kryzysu gospodarczego, lecz skutkiem kryzysu finansowego zapoczątkowanego w USA oraz następującego po nim kryzysu gospodarczego w świecie.

Podjęte przez państwa strefy euro działania mające zlikwidować skutki kryzysu nie przynoszą pożądanych rezultatów. Skoncentrowanie się na równoważeniu sektora finansów publicznych nie jest wystarczające. Ze względu na istniejące dysproporcje warunkiem wyjścia z kryzysu jest integracja fiskalna. Jeżeli nie zostaną podjęte zmierzające do niej działania, strefie euro grozi rozpad.

Słowa kluczowe: dług publiczny, deficyt budżetowy, deficyt na rachunku obrotów bieżących bilansu płatniczego, kryzys finansowy, kryzys ekonomiczny, strefa euro.

### 1. Wstęp

Zapoczątkowany w latach 2007–2008 strukturalny światowy kryzys gospodarczy i finansowy daleki jest od zakończenia. W trakcie tych kilku lat, które upłynęły od jego początku, zmieniły się jego przejawy, sfery gospodarowania oraz kraje, które najsilniej odczuwały skutki kryzysu. Jak wiadomo, został on spowodowany przez komercyjne instytucje finansowe, najpierw w USA, a potem, ze zmienną siłą, w innych krajach, głównie wysoko rozwiniętych, i to właśnie je dotknął w pierwszej kolejności. Konieczność ratowania światowego systemu finansowego przed kompletnym załamaniem oraz przeciwdziałanie recesji gospodarczej, będącej nieuchronnym skutkiem poważnych wstrząsów w sektorze finansowym, zmusiły władze monetarne i fiskalne najważniejszych państw na gospodarczej mapie świata do przeznaczenia potężnych środków publicznych na tzw. pakiety ratunkowe oraz pakiety stymulacyjne. Jakkolwiek najgroźniejsze przejawy kryzysu prywatnego sektora finansowego

zostały dzięki nim opanowane, to, uwzględniając dodatkowo negatywne skutki kryzysu dla realnej sfery gospodarowania (spadek PKB), pogorszeniu uległa sytuacja fiskalna w skali globalnej. W rezultacie możemy mówić o przesunięciu ciężaru kryzysu z prywatnego sektora finansowego do sektora finansów publicznych.

Chociaż przyczyny kryzysu tkwią w amerykańskim prywatnym sektorze finansowym, to jego skutki najbardziej są dziś odczuwalne w Europie, a w szczególności w krajach strefy euro. Wstrząsy, jakim w ostatnich kilku latach strefa ta podlega, stanowią w pewnym sensie produkt uboczny światowego kryzysu finansowego – kryzys ów ujawnił złą sytuację makroekonomiczną niektórych krajów strefy euro oraz niedoskonałości jej funkcjonowania. Zważywszy na znaczenie strefy, czy też szerzej – Unii Europejskiej, dla globalnej gospodarki (traktowana jako całość UE jest największym organizmem gospodarczym świata), wyjście z sytuacji kryzysowej właśnie w skali globalnej nie może się udać bez rozwiązania najbardziej palących problemów obszaru wspólnej europejskiej waluty. Mając świadomość niezwyklej złożoności pro-

blemu, w niniejszym opracowaniu podjęto próbę udzielenie odpowiedzi na trzy pytania:

- Jakie są główne czynniki odpowiedzialne za kryzys strefy euro?
- Co można i należy zrobić, aby możliwe było wyjście z sytuacji kryzysowej?
- Jak powinno się ocenić dotychczasowe działania antykryzysowe?

Próbując odpowiedzieć na te pytania, będę przede wszystkim opierał się na dostępnych danych empirycznych. Teoretyczne aspekty analizowanych problemów zostały zasadniczo pominięte.

Artykuł opiera się na zestawie wybranych danych makroekonomicznych. Najpierw analizowane są te dotyczące głównych grup krajów (kraje rozwinięte, G-7, UE, strefa euro) oraz USA, a celem tej analizy jest udzielenie odpowiedzi na pytanie, czy sytuacja makroekonomiczna strefy euro (traktowanej jako jednolity organizm gospodarczy) różniła się przed kryzysem oraz w jego trakcie od sytuacji występującej w innych gospodarczo rozwiniętych krajach. Następnie przedmiotem analizy są dane dotyczące poszczególnych państw strefy euro, jej celem zaś jest udzielenie odpowiedzi na pytanie, w jakim stopniu dysproporcje występujące pomiędzy krajami strefy euro mogą być odpowiedzialne za kryzys, a w jakim jego przyczyny tkwią w mechanizmach funkcjonowania obszaru wspólnej europejskiej waluty. Badania obejmują lata 2001–2011. Dokonując wyboru tego okresu, kierowano się dążeniem do pokazania sytuacji makroekonomicznej krajów strefy euro na tle tendencji ogólnoświatowych, zarówno przed kryzysem, jak i po jego wystąpieniu. Przyjęto przy tym, że okres przedkryzysowy kończy się w roku 2007.

Dane analizowane w artykule pochodzą ze zbiorów Międzynarodowego Funduszu Walutowego. Mogą one różnić się od informacji publikowanych przez instytucje UE czy urzędy statystyczne poszczególnych krajów. Ponieważ jednak znaczna część artykułu poświęcona jest analizie sytuacji makroekonomicznej państw strefy euro na tle sytuacji innych krajów wysoko rozwiniętych, toteż, w celu zapewnienia porównywalności danych, w artykule wykorzystano te pochodzące z MFW, oparte na wspólnej pod-

stawie metodycznej, a zatem mogą one stanowić bazę dla analiz o charakterze porównawczym.

W artykule przedmiotem analizy są przede wszystkim kwestie równowagi wewnętrznej i zewnętrznej krajów strefy euro, zwłaszcza zaś dług publiczny, deficyty sektora publicznego oraz deficyty na rachunkach obrotów bieżących bilansu płatniczego. Nie wyczerpuje to całkowicie złożonego zestawu czynników determinujących sytuację gospodarczą krajów strefy euro. Jest wiele innych kwestii, które ogólnie można określić mianem problemów strukturalnych, istotnie wpływających na tę sytuację. Państwa, w których ostatni kryzys wystąpił w najostrzejszej formie, cierpią na poważne problemy strukturalne – ich rozwiązanie jest warunkiem uzyskania zdolności do długofalowego, zrównoważonego rozwoju. Mając świadomość niezwyklej wagi problemów strukturalnych, postanowiono jednak je pominąć, gdyż tego rodzaju pogłębiona analiza wymagałaby odrębnego opracowania.

## 2. Hipotezy dotyczące przyczyn kryzysu strefy euro

Zastanawiając się nad przyczynami kryzysu strefy euro, nie sposób zignorować czynników o charakterze bardziej ogólnym, które doprowadziły do kryzysu globalnego sektora finansowego, a w konsekwencji – do bardzo głębokiego załamania w sferze realnej światowej gospodarki. Strefa euro, jak zaznaczono wyżej, jest jej kluczowym elementem. W warunkach globalizacji oznacza to, że zjawiska i procesy występujące w krajach tworzących wspólny obszar europejskiej waluty w istotnym stopniu oddziałują na sytuację gospodarki globalnej.

Jeżeli to uwzględnimy, za punkt wyjścia analizy należy przyjąć identyfikację tych czynników, które doprowadziły do kryzysu w skali światowej. Od rozpoczęcia kryzysu ukazało się wiele opracowań<sup>1</sup>, w których starano się zidentyfikować jego przyczyny, koszty oraz drogi wyjścia.

<sup>1</sup> Jednym z pierwszych opracowań na temat przyczyn kryzysu oraz jego przebiegu była praca Roberta J. Shillera (2008). Wiele miejsca przyczynom kryzysu, jego przejawom i skutkom poświęcają m.in. raporty Międzynarodowego Funduszu Walutowego oraz Banku Rozliczeń Międzynarodowych.

Ramy tego artykułu nie pozwalają na szczegółową analizę tych problemów; z konieczności ograniczono się tu do wskazania przyczyn o charakterze podstawowym.

W tym kontekście należy przede wszystkim podkreślić, że analizowany kryzys wykracza daleko poza ramy naturalnej w gospodarce rynkowej recesji, nawet spowodowanej nadmiernym wzrostem cen aktywów<sup>2</sup>. Dynamika wzrostu tych cen, zwłaszcza nieruchomości, oraz skala późniejszego ich załamania wskazują na poważną dysfunkcyjność systemu regulacji i nadzoru nad instytucjami finansowymi. Dotyczy to w szczególności USA, gdzie system kredytu hipotecznego uległ na przełomie wieków niekorzystnej czy wręcz niebezpiecznej transformacji, polegającej na:

- zmianach systemu prawnego, a zwłaszcza likwidacji ograniczeń swobody działania systemu bankowego, wprowadzonych w USA po Wielkim Kryzysie (utrata w 1999 r. mocy prawnej tzw. Glass-Steagal Act);
- gwałtownym wzroście udziału kredytów dla kredytobiorców nieposiadających odpowiedniej zdolności kredytowej (kredyty *subprime*) (Gorton 2008, s. 4);
- zmianach w mechanizmie refinansowania kredytów hipotecznych, których przejawem był gwałtowny wzrost ich sekurytyzacji, co w konsekwencji spowodowało transfer ryzyka od podmiotów udzielających kredytu do anonimowych inwestorów nabywających instrumenty dłużne wyemitowane w oparciu o te kredyty, z reguły pozbawionych realnej możliwości oceny ryzyka inwestycji (Stiglitz 2010, s. 77–79); inwestorzy polegali w tych warunkach na ocenach agencji ratingowych, które nie spełniały właściwie swoich zadań.

Dodatkowymi czynnikami, które przyczyniły się do powstania *boomu* kredytowego oraz na rynku nieruchomości, były (Soros 2008, s. 82–105):

- polityka niskich stóp procentowych Zarządu Rezerwy Federalnej (*Federal Reserve* – Fed);
- nadmiar oszczędności w skali globalnej, głównie z Chin i krajów naftowych, które w warunkach niskich stóp procentowych poszukiwały korzystnych lokat.

Jeżeli przyjmiemy, że wymienione wyżej czynniki były odpowiedzialne za powstanie kryzysu, to równocześnie trzeba podkreślić, że zasadniczo rzecz biorąc, nie wystąpiły one w krajach strefy euro. W konsekwencji także skala bańki spekulacyjnej na rynku nieruchomości w tej strefie była znacznie mniejsza niż w USA. Wprawdzie w niektórych państwach (w Irlandii, Hiszpanii oraz Wielkiej Brytanii) rynki nieruchomości wykazywały objawy przegrzania, to jednak w skali całej strefy sytuacja była znacznie korzystniejsza niż w Stanach Zjednoczonych – rynki nieruchomości w tych krajach nie mogły spowodować takich turbulencji na rynkach finansowych, jakie wystąpiły w rzeczywistości.

Uwzględniając powyższe uwagi, można stwierdzić, że pierwotne przyczyny kryzysu leżały poza strefą euro; globalny kryzys finansowy ujawnił natomiast jej słabości, które od co najmniej dwu lat stanowią główne zagrożenie dla stabilności globalnego systemu finansowego oraz wzrostu gospodarki światowej.

Ponieważ kryzys strefy euro przejawia się głównie w sferze finansów publicznych, to niejako w naturalny sposób jego przyczyn upatruje się w nierównowadze tego sektora. Zgodnie z tym poglądem podstawowymi przyczynami kryzysu strefy euro są:

- nadmierne deficyty budżetowe znacznej części krajów strefy euro;
- nadmierne zadłużenie sektora publicznego krajów strefy euro, które łącznie powodują trudności z pozyskaniem źródeł finansowania deficytów budżetowych oraz długu publicznego części tych państw.

Ponadto wskazuje się na:

- zbyt niskie tempo wzrostu krajów strefy euro;
- nadmierne zróżnicowanie poziomu rozwoju gospodarczego tych krajów, podczas gdy państwa tworzące wspólny obszar walutowy winny się odznaczać podobnym poziomem rozwoju.

Zważywszy, że kryzys na omawianym obszarze przejawia się przede wszystkim w postaci trudności sfinansowania deficytów budżetowych oraz długu publicznego, jak też wysokimi kosztami oprocentowania kredytów zaciąganych przez władze publiczne niektórych państw strefy euro, istotne znaczenie mają źródła finansowania potrzeb sektora publicznego, zwłaszcza zaś

<sup>2</sup> Pogłębioną analizę charakteru ostatniego kryzysu można znaleźć w: Stiglitz 2010.

udział oszczędności zagranicznych w tym finansowaniu.

W dalszej części artykułu podjęta zostanie próba udzielenia odpowiedzi na pytanie, czy wskazane wyżej czynniki wyjaśniają sytuację strefy euro.

### 3. Sytuacja makroekonomiczna strefy euro na tle wysoko rozwiniętych krajów świata

W tabeli 1 zestawiono dane dotyczące deficytów sektora finansów publicznych wybranych krajów oraz grup krajów w latach 2001–2011. Jedenastoletni okres badań pozwala na uchwycenie tendencji kształtowania się deficytów sektora finansów publicznych w analizowanym układzie przestrzennym, zarówno w trakcie kilku lat przed kryzysem, jak też po wystąpieniu zjawisk kryzysowych.

Jak wynika z danych zawartych w tabeli 1 sytuacja sektora finansów publicznych w skali globalnej w analizowanym okresie uległa istotnym zmianom. Od początku dekady do 2007 r. deficyty sektora publicznego w skali globalnej zmniejszyły się z niemal 4% w roku 2003 do 0,5% w roku 2007. Tendencja ta dotyczyła zasadniczo wszystkich omawianych krajów i grup krajów, chociaż skala spadku była zróżnicowana. Warto przede wszystkim podkreślić, że spośród wysoko rozwiniętych państw świata najbardziej korzystne tendencje w zakresie kształtowania się deficytów budżetowych wystąpiły w krajach UE, a w szczególności należących do strefy euro. Sytuacja państw rozwiniętych czy też tych z gru-

py G-7 była znacznie mniej korzystna, głównie z powodu wysokich deficytów sektora finansów publicznych USA i Japonii. Podkreślić należy, że od roku 2007, kiedy sytuacja sektora finansów publicznych w skali globalnej zaczęła się gwałtownie pogarszać, w krajach UE i strefy euro wzrost deficytów tego sektora był znacznie mniejszy niż w pozostałych państwach rozwiniętych. Szczególnie wysokie deficyty, istotnie przekraczające poziomy w innych krajach rozwiniętych, wystąpiły w Japonii i USA. Uwzględniając to, można stwierdzić, że poziom deficytów sektora publicznego UE i strefy euro, traktowanych jako jednolite organizmy gospodarcze, nie może być postrzegany jako główna przyczyna kryzysu strefy. Deficyty sektora publicznego krajów grupy G-7 czy USA w analizowanym okresie znacznie przewyższały wartości odnotowane w UE i strefie euro.

Dla prowadzonej w tym opracowaniu analizy istotny jest nie tylko poziom deficytów sektora publicznego, lecz również jego zadłużenie. Okresowo występujące deficyty nie muszą prowadzić do kryzysu sektora finansów publicznych, jeżeli w dłuższym okresie nie wzrasta nadmiernie dług publiczny. W istocie rzeczy to poziom długu publicznego jest podstawową przyczyną kryzysów sektora finansów publicznych, gdyż nadmierny wzrost długu może poważnie utrudniać jego obsługę. Relacje długu publicznego do PKB w analizowanym układzie przestrzennym i czasowym przedstawia tabela 2.

Analiza danych tam zamieszczonych prowadzi do podobnych wniosków jak wyżej sformułowane. O ile jednak deficyty sektora publicznego w skali globalnej oraz w ramach analizowanych

Tab. 1. Deficyty sektora finansów publicznych w wybranych krajach i grupach krajów w latach 2001–2011, w % PKB

Wyszczególnienie	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Świat	-1,8	-3,6	-3,8	-2,9	-1,7	-0,6	-0,5	-2,0	-7,2	-5,9	-4,8
Kraje rozwinięte	-1,5	-3,5	-4,0	-3,4	-2,4	-1,4	-1,1	-3,9	-8,7	-7,5	-6,5
G-7	-1,8	-4,3	-4,9	-4,2	-3,4	-2,3	-2,1	-4,4	-9,9	-8,5	-7,9
UE	-1,4	-2,6	-3,1	-2,9	-2,5	-1,4	-0,9	-2,4	-6,7	-6,4	-4,5
Strefa euro	-1,9	-2,6	-3,1	-2,9	-2,5	-1,4	-0,7	-2,0	-6,3	-6,0	-4,2
USA	-0,3	-3,9	-4,9	-4,4	-3,2	-2,0	-2,7	-6,5	-12,9	-10,3	-9,6

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych MFW.

Tab. 2. Dług publiczny w wybranych krajach i grupach krajów w latach 2001–2011, w % PKB

Wyszczególnienie	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Świat	67,3	68,7	69,9	70,0	69,1	65,3	62,1	65,2	75,6	79,3	79,6
G-7	76,9	78,5	81,6	84,2	86,1	83,8	82,0	90,3	105,9	113,7	119,3
UE	61,2	61,0	62,5	62,5	63,0	61,5	59,5	63,9	74,3	79,8	82,3
Strefa euro	68,3	68,1	69,3	69,7	70,3	68,6	66,4	70,1	79,7	85,8	88,6
USA	54,7	57,1	60,4	61,5	61,7	61,1	62,3	71,7	85,2	94,4	100,0

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych MFV.

ugrupowań gospodarczych wykazywały do roku 2007 zdecydowaną – poza USA – tendencję spadkową, o tyle relację długu publicznego do PKB w skali globalnej w tym okresie charakteryzował lekki spadek, wzrastała ona nieznacznie w krajach rozwiniętych oraz G-7, oscylowała wokół podobnego poziomu w krajach UE (około 60%) i strefy euro (około 70%), natomiast systematycznie pogarszała się w USA. Po roku 2007 relacja długu publicznego do PKB istotnie wzrosła, zarówno w skali globalnej, jak i w analizowanym układzie przestrzennym. W roku 2011, w porównaniu z 2001, wzrosła o około 12 punktów procentowych (p.p.) w skali globalnej, w krajach grupy G-7 o ponad 42, w USA o ponad 45, natomiast w UE i strefie euro wzrost ten wynosił średnio 20 p.p. Można zatem zauważyć, że także w tym zakresie sytuacja w państwach UE i strefy jest znacznie lepsza niż w pozostałych krajach wysoko rozwiniętych, zwłaszcza grupy G-7, w których relacja długu publicznego do PKB w 2011 r. osiągnęła niemal 120%. W tym samym roku relacja długu publicznego do PKB w USA osiągnęła 100%. Podobnie zatem jak w przypadku deficytów budżetowych można skonstatować, że sytuacja UE i strefy euro w tym zakresie nie jest gorsza niż w innych krajach wysoko rozwiniętych, a wręcz przeciwnie – jest korzystniejsza.

Wnioski z powyższej analizy można uzupełnić obserwacjami wynikającymi z analizy danych dotyczących tempa wzrostu PKB. Poziomy deficytów sektora finansów publicznych oraz relacji długu publicznego do produktu krajowego brutto mają inne konsekwencje ekonomiczne w państwach o wysokim tempie wzrostu PKB niż w tych, które znajdują się w stagnacji gospodarczej. W tabeli 3 zestawiono dane dotyczące

tempa wzrostu gospodarczego opisywanych krajów i grup krajów.

Analiza tych danych oraz formułowanie na jej podstawie wniosków to trudniejsze zadanie niż w przypadku dwu poprzednich tabel, głównie z tego powodu, że w przypadku tempa wzrostu gospodarczego brakuje wyraźnych tendencji w analizowanym okresie, chociaż w skali globalnej do roku 2007 dynamika PKB zasadniczo wzrastała. Gwałtowne załamanie nastąpiło w latach 2008 i 2009. W celu dokładniejszej analizy warto posłużyć się średnimi z całego okresu, z czasu przed kryzysem oraz po jego wystąpieniu. W latach 2001–2011 tempo wzrostu PKB w skali globalnej wynosiło średnio 3,6% rocznie, w krajach rozwiniętych – 1,6%, w krajach grupy G-7 – 1,3%, w UE – 1,5%, w strefie euro – 1,2%, natomiast w USA – 1,5%. Główne różnice poziomu analizowanego wskaźnika dotyczą gospodarek wschodzących oraz rozwiniętej gospodarczo części świata. Różnice tempa wzrostu rozwiniętych krajów i grup krajów nie są duże, chociaż w długim okresie mogą prowadzić do powstania lub pogłębienia dysproporcji między poziomami rozwoju gospodarczego. Wbrew rozpowszechnionej opinii gospodarka USA wcale nie rozwijała się w analizowanym okresie szybciej niż gospodarki krajów UE. Strefa euro była jednak najwolniej rozwijającym się organizmem gospodarczym współczesnego świata i chociaż różnica jest relatywnie niewielka (np. pomiędzy tempem wzrostu PKB strefy euro a grupy G-7 wynosi 0,1% na niekorzyść pierwszej), to jednak nie należy jej pomijać jako potencjalnej przyczyny obecnych problemów strefy euro.

Podobne wnioski można sformułować w oparciu o bardziej szczegółową analizę danych do-

Tab. 3. Tempo wzrostu PKB w wybranych krajach i grupach krajów w latach 2001–2011

Wyszczególnienie	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Świat	2,3	2,9	3,6	4,9	4,6	5,3	5,4	2,8	-0,7	5,1	4,0
Kraje rozwinięte	1,4	1,7	1,9	3,1	2,7	3,1	2,8	0,1	-3,7	3,1	1,6
G-7	1,2	1,3	1,8	2,8	2,4	2,7	2,2	-0,3	-4,2	2,9	1,3
UE	2,2	1,4	1,5	2,6	2,2	3,6	3,3	0,7	-4,2	1,8	1,7
Strefa euro	2,0	0,9	0,7	2,2	1,7	3,2	3,0	0,4	-4,3	1,8	1,6
USA	1,1	1,8	2,5	3,5	3,1	2,7	1,9	-0,3	-4,5	3,0	1,5

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych MFW.

tyczących okresu przed kryzysem i po jego wystąpieniu. Gospodarki krajów rozwiniętych wzrastały w podobnym tempie w każdym z tych podokresów. Od roku 2001 do 2007 PKB państw rozwiniętych łącznie, UE oraz USA rósł średnio o 2,4%, natomiast strefy euro – o około 2%. Od roku 2008 do 2011 PKB krajów rozwiniętych wzrastał przeciętnie o 0,3% rocznie, krajów UE wykazywał stagnację, natomiast strefy euro i USA spadał średnio o 0,1%. Tak więc gospodarki państw strefy rozwijały się nieco wolniej w całym analizowanym okresie niż gospodarki stanowiące punkt odniesienia w tej analizie, jednakże różnice te nie są na tyle istotne, aby mogły być traktowane jako podstawowa przyczyna wstrząsów, jakim podlega strefa euro. Wprawdzie po roku 2007 tempo wzrostu krajów tej grupy, podobnie jak całego rozwiniętego świata, uległo załamaniu, co niewątpliwie nie pozostawało bez wpływu na stabilność sektora finansów publicznych strefy euro, jednakże w innych państwach, np. w USA, wystąpiły podobne tendencje, natomiast kryzys finansów publicznych jest znacznie łagodniejszy, mimo że zarówno relacja deficytu sektora finansów publicznych, jak i długu publicznego do PKB uległy wyraźniejszemu pogorszeniu niż w strefie.

Uwzględniając fakt, że głównym przejawem kryzysu strefy euro są trudności niektórych krajów ze sfinansowaniem potrzeb sektora finansów publicznych, istotna dla wyjaśnienia problemów strefy euro może być analiza źródeł pochodzenia środków pieniężnych niezbędnych do sfinansowania tych potrzeb. Szczególnie ważne w tej analizie jest udzielenie odpowiedzi na pytanie, czy strefa euro jest w stanie wygenerować oszczędności wystarczające do sfinansowania in-

westycji oraz deficytu sektora finansów publicznych. Śledząc różne wypowiedzi na temat kryzysu strefy oraz niezbędnych działań mających na celu jego ograniczenie, można wysnuć wniosek, że głównym problemem krajów strefy euro jest brak wystarczających oszczędności, które umożliwiłyby sfinansowanie inwestycji oraz potrzeb sektorów publicznych tych państw. Informacji na ten temat dostarczają dane dotyczące salda na rachunku obrotów bieżących bilansu płatniczego. Deficyt na tym rachunku znaczy, że dany kraj korzysta z oszczędności reszty świata, a nadwyżka oznacza eksport oszczędności. Dane dotyczące kształtowania się sald na rachunku obrotów bieżących w analizowanym układzie przestrzennym i czasowym zestawiono w tabeli 4.

W analizowanym okresie rozwinięte gospodarczo kraje świata korzystały z oszczędności wygenerowanych w innych częściach globu, głównie w Chinach i państwach naftowych. Średni roczny deficyt na rachunku obrotów bieżących rozwiniętych krajów osiągnął w analizowanym okresie 0,7% ich PKB. Warto przy tym podkreślić, że sytuacja uległa pogorszeniu w porównaniu z ostatnią dekadą XX w., kiedy to deficyt ten wynosił przeciętnie niecałe 0,1% PKB. Istotne jest również zróżnicowanie sytuacji poszczególnych państw w tym zestawieniu. Należy podkreślić, że deficyt na rachunku obrotów bieżących rozwiniętego świata generowany jest głównie przez Stany Zjednoczone. W całym analizowanym okresie deficyt na rachunku USA wynosił średnio 4,2% PKB, podczas gdy w UE tylko 0,2%, natomiast strefa euro osiągała nadwyżkę wielkości około 0,3% PKB. Zasadniczy wniosek z tych danych jest następujący: strefa euro generuje oszczędności prywatne wystarcza-

Tab. 4. Salda rachunku obrotów bieżących bilansu płatniczego wybranych krajów i grup krajów w latach 2001–2011, w % PKB

Wyszczególnienie	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Kraje rozwinięte	-0,9	-0,8	-0,7	-0,7	-1,2	-1,2	-0,9	-1,2	-0,2	-0,2	-0,3
G-7	-1,4	-1,4	-1,5	-1,4	-1,9	-2,0	-1,3	-1,4	-0,7	-1,0	-1,2
EU	-0,3	0,2	0,1	0,4	-0,1	-0,4	-0,6	-1,0	0,0	0,0	-0,2
Strefa euro	0,0	0,7	0,6	1,2	0,4	0,4	0,2	-0,7	0,2	0,4	0,3
USA	-3,8	-4,1	-4,7	-5,1	-5,1	-4,2	-5,0	-4,8	-2,7	-3,3	-3,0

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych MFW.

jące do sfinansowania inwestycji oraz deficytu sektora finansów publicznych – kraje strefy traktowane łącznie były w latach 2001–2011 eksporterami oszczędności.

Przeprowadzona w tym punkcie analiza pozwala sformułować następujące wnioski:

- deficyty sektora publicznego krajów UE i strefy euro nie odbiegają istotnie od poziomów występujących w innych państwach rozwiniętych;
- zadłużenie sektora publicznego krajów UE i strefy euro nie przekracza poziomu występującego w pozostałych państwach rozwiniętych;
- do roku 2007 relacja długu publicznego do PKB krajów strefy euro nieznacznie spadała;
- tempo wzrostu gospodarczego UE i strefy euro nie odbiega istotnie od tempa wzrostu innych krajów rozwiniętych;
- państwa strefy euro generują oszczędności prywatne wystarczające do sfinansowania inwestycji oraz deficytów sektora publicznego.

Uwzględniając te stwierdzenia, należy odrzucić hipotezę, zgodnie z którą kryzys strefy euro wynika z nadmiernych deficytów i długu publicznego, niskiego tempa wzrostu czy też nierównowagi zewnętrznej. Wprawdzie te elementy sytuacji makroekonomicznej po rozpoczęciu kryzysu uległy pogorszeniu, jednak nie mogą one być traktowane jako jego przyczyny, lecz raczej jako jego skutek.

#### 4. Zróźnicowanie sytuacji makroekonomicznej krajów strefy euro

Jeżeli, jak wynika z powyższej analizy, sytuacja makroekonomiczna strefy euro, traktowanej jako jednolity organizm gospodarczy, nie była gorsza, a nawet w wielu aspektach okazała się lepsza niż innych rozwiniętych państw, to przyczyn obecnych problemów strefy euro należy poszukiwać w wewnętrznych relacjach pomiędzy krajami członkowskimi. W tym kontekście należy zwrócić uwagę na dwie kwestie. Pierwsza dotyczy różnic sytuacji makroekonomicznej tworzących strefę euro; druga – mechanizmów funkcjonowania strefy. W tym fragmencie artykułu przedmiotem rozważań będą kwestie dotyczące zróźnicowania sytuacji makroekonomicznej wśród krajów strefy euro; problemy związane z niedoskonałością funkcjonowania mechanizmów strefy euro będą przedmiotem kolejnej części artykułu.

Punkt wyjścia do dalszych rozważań stanowią dane dotyczące kształtowania się dynamiki wzrostu gospodarczego krajów strefy euro. W dłuższym okresie rozwiązanie różnych problemów makroekonomicznych, zwłaszcza nierównowagi sektora finansów publicznych, bez wysokiej dynamiki wzrostu gospodarczego jest praktycznie niemożliwe. Dane dotyczące tempa wzrostu PKB analizowanych krajów zestawiono w tabeli 5.

Jak wynika z powyższego, tempo wzrostu gospodarczego poszczególnych krajów strefy euro jest zróźnicowane, przy czym najszybciej w analizowanym okresie rozwijały się gospodarki nowych krajów strefy, tj. Słowacji i Estonii. Z grupy starych członków najwyższe tempo wzrostu



Tab. 5. Tempo wzrostu PKB krajów strefy euro w latach 2001–2011

Wyszczególnienie	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2001–2011
Austria	0,9	1,7	0,9	2,6	2,4	3,7	3,7	1,4	-3,8	2,3	3,1	1,7
Belgia	0,8	1,4	0,8	3,3	1,7	2,7	3,7	1,4	-3,8	2,3	3,1	1,6
Cypr	4,0	2,1	1,9	4,2	3,9	4,1	5,1	3,6	-1,9	1,1	0,5	2,6
Estonia	7,5	7,9	7,8	6,3	8,9	10,1	7,5	-3,7	-14,3	2,3	7,6	4,4
Finlandia	2,3	1,8	2,0	4,1	2,9	4,4	5,3	0,3	-8,4	3,7	2,9	1,9
Francja	1,8	0,9	0,9	2,3	1,9	2,7	2,2	-0,2	-2,6	1,4	1,7	1,2
Grecja	4,2	3,4	5,9	4,4	2,3	5,2	4,3	1,0	-2,3	-4,4	-5,0	1,7
Hiszpania	3,6	2,7	3,1	3,3	3,6	4,0	3,6	0,9	-3,7	-0,1	0,8	2,0
Holandia	1,9	0,1	0,3	2,2	2,0	3,4	3,9	1,8	-3,5	1,6	1,3	1,4
Irlandia	4,8	5,9	4,2	4,5	5,3	5,3	5,2	-3,0	-7,0	-0,4	0,7	2,3
Luksemburg	2,5	4,1	1,5	4,4	5,4	5,0	6,6	1,4	-3,6	3,5	3,6	3,1
Malta	-1,5	2,8	0,1	-0,5	3,7	2,9	4,3	4,1	-2,7	2,3	2,1	1,6
Niemcy	1,6	0,0	-0,4	0,7	0,8	3,9	3,4	0,8	-5,1	3,6	2,7	1,1
Portugalia	2,0	0,8	-0,9	1,6	0,8	1,4	2,4	0,0	-2,9	1,4	-1,5	0,5
Słowacja	3,5	4,6	4,8	5,1	6,7	8,3	10,5	5,8	-4,9	4,2	3,3	4,7
Słowenia	2,9	3,8	2,9	4,4	4,0	5,9	6,9	3,6	-8,0	1,4	-0,2	2,5
Włochy	1,8	0,5	0,0	1,5	0,7	2,0	1,5	-1,3	-5,2	1,3	0,6	0,3

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych MFV.

odnotował Luksemburg. Tempo wzrostu gospodarczego państw, które w kolejnych latach kryzysu znajdowały się w najtrudniejszej sytuacji, było (poza Portugalią<sup>3</sup> i Włochami) wyższe niż tempo średnie dla całej strefy, jak też krajów, które dziś uważane są za stabilne. Co więcej, tempo wzrostu PKB Grecji, Hiszpani oraz Irlandii było nie tylko znacznie większe niż średnia krajów strefy euro, lecz należało także do najwyższych w tej grupie.

Przeciętne tempo wzrostu PKB wszystkich państw strefy euro w latach 2001–2007 wynosiło 1,95% rocznie, Irlandii – 5%, Grecji – 4,2%, Hiszpanii – 3,4%, czyli znacznie więcej niż np. Niemiec (1,4%), Holandii (2,0%) czy Finlandii (3,3%). Można zatem stwierdzić, że obecne trudności niektórych członków strefy euro nie wynikają ze strukturalnej niezdolności do szybkiego wzrostu; przed kryzysem gospodarki tych krajów rozwijały się relatywnie szybko. Po roku

2007 sytuacja uległa jednak odwróceniu. W latach 2007–2011 PKB całej strefy spadał przeciętnie o około 0,1% rocznie, podczas gdy w tym samym czasie produkt krajowy brutto Grecji spadał średnio o 2,7% rocznie, Irlandii – o 2,4%, Włoch – o 1,2%, Portugalii – o 0,7% a Hiszpanii – o 0,6%. Chociaż spadek PKB w tych krajach po roku 2007 niewątpliwie przyczyniał się zatem do pogorszenia sytuacji sektora finansów publicznych, można równocześnie stwierdzić, że pierwotny impuls miał charakter zewnętrzny i wynikał z globalnego kryzysu finansowego, zapoczątkowanego w USA.

Najbardziej widocznym objawem kryzysu strefy euro są problemy niektórych państw z pozyskaniem źródeł finansowania potrzeb sektora publicznego oraz wysokie koszty owego finansowania. Tego typu problemy są niejako w naturalny sposób tłumaczone wysokimi deficytami sektora finansów publicznych oraz wysokimi

Tab. 6. Deficyty sektora finansów publicznych krajów strefy euro w latach 2001–2011, w % PKB

Wyszczególnienie	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Austria	-0,2	-0,9	-1,7	-4,6	-1,8	-1,7	-1,0	-1,0	-4,1	-4,5	-2,6
Belgia	0,4	-0,2	-0,2	-0,4	-2,8	0,1	-3,2	-1,3	-5,9	-4,2	-4,2
Cypr	-2,3	-4,5	-6,5	-4,2	-2,5	-1,2	3,5	0,9	-6,1	-5,3	-6,5
Estonia	0,3	0,9	2,2	1,6	1,6	3,2	2,8	-2,3	-2,1	0,4	1,0
Finlandia	5,0	4,0	2,3	2,1	2,5	3,9	5,2	4,1	-2,9	-2,8	-1,0
Francja	-1,7	-3,3	-4,1	-3,6	-3,0	-2,4	-2,8	-3,3	-7,6	-7,1	-5,3
Grecja	-4,3	-4,8	-5,7	-7,4	-5,3	-6,1	-6,7	-9,8	-15,5	-10,4	-8,0
Hiszpania	-0,7	-0,5	-0,2	-0,3	1,0	2,0	1,9	-4,1	-11,1	-9,2	-6,1
Holandia	-0,3	-2,1	-3,2	-1,8	-0,3	0,5	0,2	0,4,0	-5,6	-5,1	-5,0
Irlandia	0,8	-0,5	0,3	1,3	1,7	2,9	0,1	-7,4	-14,2	-31,3	-9,9
Luksemburg	6,1	2,1	0,5	-1,1	0,0	1,4	3,7	3,0	-0,9	-1,7	-0,7
Malta	6,9	-6,1	-9,3	-4,7	-2,9	-2,8	-2,4	-4,6	-3,7	-3,6	-3,0
Niemcy	-2,8	-3,7	-4,1	-3,8	-3,4	-1,6	0,3	11,0	-3,1	-3,3	-1,7
Portugalia	-4,3	-2,9	-3,1	-3,4	-5,9	-4,1	-3,2	-3,7	-10,2	-9,8	-4,0
Słowacja	-6,5	-8,2	-2,8	-2,4	-2,8	-3,2	-1,8	-2,1	-8,0	-7,9	-5,5
Słowenia	-1,3	-1,4	-1,3	-1,3	-1,0	-0,8	0,3	-0,3	-5,6	-5,4	-5,7
Włochy	-3,1	-3	-3,5	-3,6	-4,4	-3,3	-1,5	-2,7	-5,3	-4,5	-4

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych MFV.

<sup>3</sup> Sytuacja Portugalii jest specyficzna, gdyż od momentu przystąpienia jej do strefy euro tempo wzrostu PKB wyraźnie się obniżyło – z przeciętnie 3,1% rocznie w latach 1991–2000 do 0,5% w latach 2001–2011, co wynikało prawdopodobnie ze zbyt mocnego kursu wymiany escudo na euro, po jakim Portugalia weszła do strefy euro.

relacjami długu publicznego do PKB. W tabeli 6 zestawiono dane dotyczące deficytów sektora finansów publicznych strefy euro w latach 2001–2011.

Deficyty sektora finansów publicznych krajów strefy euro, podobnie jak w całym świecie, istotnie wzrosły po roku 2007. Co szczególnie istotne, wzrost ten był najwyższy w tych państwach, które dziś są uważane za najmniej stabilne. Wyższe niż przeciętne dla strefy euro deficyty sektora finansów publicznych występowały (po roku 2007) we wszystkich krajach, które obecnie zmuszone są (lub były) do korzystania z pomocy międzynarodowych instytucji finansowych. Trzeba jednak wyraźnie podkreślić, że do 2007 r. sytuacja państw dziś zagrożonych nie była jednolita. Deficyty sektora finansów publicznych Grecji, Portugalii i Włoch okazały się wyższe niż w pozostałych krajach zarówno przed kryzysem, jak i po jego wystąpieniu. Inaczej natomiast kształtowała się sytuacja Irlandii i Hiszpanii. Oba te państwa należały do nielicznych – obok Finlandii, Estonii i Luksemburga – członków strefy euro, które przeciętnie w latach

2001–2007 osiągały nadwyżki w sektorze finansów publicznych. Nie można zatem stwierdzić, że jego deficyty były uniwersalną przyczyną finansowych trudności tych krajów.

Trzeba jednak mieć na uwadze fakt, że sytuacja poszczególnych państw na rynku długu związana jest z wielkością łącznych potrzeb pożyczkowych, zależnych nie tylko od stopnia deficytu sektora finansów publicznych, lecz także od wielkości długu publicznego oraz potrzeb jego refinansowania, które, łącznie z bieżącym deficytem, wyznaczają potrzeby pożyczkowe ww. sektora w kolejnych latach.

W tabeli 7 zestawiono dane dotyczące długu publicznego państw strefy euro w latach 2001–2011.

W roku 2007, czyli przed nastąpieniem kryzysu światowego systemu finansowego, relacja długu publicznego do PKB krajów, które najsilniej odczuły skutki kryzysu, była zróżnicowana. W przypadku Irlandii (24,8%) i Hiszpanii (36,1%) kształtowała się znacznie korzystniej niż średnio w całej strefie euro (66,4%). W Portugalii wskaźnik ten był nieco wyższy (68,3%) niż śred-

Tab. 7. Dług publiczny krajów strefy euro w latach 2001–2011, w % PKB

Wyszczególnienie	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Austria	66,8	66,2	65,3	64,7	64,2	62,3	60,2	63,8	69,5	71,8	72,2
Belgia	106,5	103,4	98,0	94,0	92,0	88,0	84,1	89,3	95,7	96,2	98,5
Cypr	61,2	65,1	69,7	70,9	69,4	64,7	58,5	48,6	58,3	61,3	71,8
Estonia	4,8	5,7	5,6	5,0	4,6	4,4	3,7	4,5	7,2	6,7	6,0
Finlandia	42,6	41,5	44,5	44,4	41,7	39,6	35,2	33,9	43,3	48,4	50,2
Francja	59,9	59,0	63,2	65,1	66,7	63,9	64,2	68,3	79,0	82,4	86,3
Grecja	103,7	101,5	97,3	98,8	100,3	106,1	105,4	110,7	127,1	142,8	165,6
Hiszpania	55,5	52,6	48,7	46,2	43,0	39,6	36,1	39,8	53,3	60,1	67,4
Holandia	50,7	50,5	52,0	52,4	51,8	47,4	4,3	58,5	60,8	62,9	66,2
Irlandia	35,2	31,9	30,7	29,1	27,1	24,7	24,8	44,2	65,2	92,5	105,0
Luksemburg	6,3	6,3	6,2	6,3	6,1	6,7	6,7	13,6	14,6	18,4	19,7
Malta	65,4	60,7	67,2	70,9	69,7	64,4	62,3	62,3	68,0	69,4	70,9
Niemcy	59,1	60,7	64,4	66,2	68,5	67,9	65,0	66,4	74,1	84,0	82,6
Portugalia	51,1	53,7	55,7	57,5	62,5	63,7	68,3	71,6	83,1	93,4	106,8
Słowacja	48,9	43,4	42,4	41,5	34,2	30,5	29,6	27,9	35,6	41,1	44,6
Słowenia	29,1	28,9	27,6	27,3	26,8	26,4	23,1	21,9	35,3	38,8	47,3
Włochy	108,8	105,7	104,4	103,9	105,9	106,6	103,6	106,3	116,1	119	121,1

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych MFW.

nia dla strefy. Kraje, w których relacja ta pozostawała znacznie wyższa, to Grecja (105,4%) oraz Włochy (103,6%). W kolejnych latach sytuacja wszystkich tych państw uległa zdecydowanemu pogorszeniu i w roku 2011 w każdym z nich, z wyjątkiem Hiszpanii, wskaźniki relacji długu do PKB były wyższe niż średnia strefy euro (88,6% PKB): Irlandia – 105,%, Portugalia – 106,8%, Grecja – 165,6%.

Scharakteryzowane wyżej elementy sytuacji makroekonomicznej członków strefy euro nie pozwalają na sformułowanie jednoznacznych wniosków. Brak jest wyraźnej tendencji kształtowania się analizowanych wskaźników. Kraje strefy, które znajdują się w najtrudniejszej sytuacji, przed kryzysem rozwijały się na ogół szybciej niż państwa zaliczane dziś do stabilnych, choć z drugiej strony po roku 2007 recesja była w nich znacznie ostrzejsza niż w krajach stabilnych. Deficyty budżetowe oraz dług publiczny również nie wykazują jednoznacznych tendencji. Sytuacja fiskalna Hiszpanii i Irlandii była przed kryzysem znacznie korzystniejsza niż średnia

dla całej strefy euro, z kolei Grecja i Włochy już przed kryzysem wykazywały istotne objawy destabilizacji sektora finansów publicznych.

Ważnym elementem rozważań prowadzonych w tym artykule jest analiza źródeł finansowania deficytów oraz długu sektora finansów publicznych, w szczególności zaś udział inwestorów zagranicznych. Jak już wspomniano, informacje dotyczące tej kwestii zawarte są w saldzie obrotów bieżących bilansu płatniczego, które, w uproszczeniu, informuje o tym, w jakim zakresie inwestycje krajowe oraz deficyty sektora finansów publicznych opłaca się z prywatnych oszczędności krajowych, a w jakim z oszczędności zagranicznych (napływem kapitału zagranicznego). Dane dotyczące sald na rachunkach obrotów bieżących bilansów płatniczych poszczególnych państw strefy euro zestawiono w tabeli 8.

Dane te skłaniają do sformułowania dwu zasadniczych wniosków.

Po pierwsze, analizowane kraje można podzielić na dwie grupy: te, które osiągają trwałe

Tab. 8. Salda na rachunkach obrotów bieżących bilansu płatniczego krajów strefy euro w latach 2001–2011, w % PKB

Wyszczególnienie	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Austria	-0,8	2,6	1,7	2,2	2,2	2,8	3,5	4,9	2,7	3,0	1,2
Belgia	3,4	4,5	3,4	3,2	2,0	1,9	1,6	-1,6	-1,7	1,5	-0,1
Cypr	-3,3	-3,8	-2,3	-5,0	-5,9	-7,0	-11,8	-15,6	-10,7	-9,9	-8,5
Estonia	-5,2	-10,6	-11,3	-11,3	-10,0	-15,3	-15,9	-9,7	3,7	3,6	3,2
Finlandia	8,5	8,5	4,8	6,3	3,4	4,2	4,3	2,9	3,0	3,1	2,5
Francja	1,8	1,2	0,7	0,5	-0,5	-0,6	-1,0	-1,7	-1,5	-1,7	-2,2
Grecja	-7,2	-6,5	-6,6	-5,8	-7,3	-11,3	-14,4	-14,6	-10,9	-10,5	-8,4
Hiszpania	-4,0	-3,2	-3,5	-5,3	-7,4	-9,0	-10,0	-9,6	-5,1	-4,6	-3,7
Holandia	2,6	2,6	5,5	7,6	7,4	9,3	6,7	4,3	4,2	6,6	7,5
Irlandia	-0,6	-1,0	0,0	-0,6	-3,5	-3,5	-5,3	-5,7	-2,9	0,5	0,1
Luksemburg	8,8	10,6	8,2	11,8	11,6	10,4	10,1	5,2	6,8	7,8	9,8
Malta	-3,8	2,4	-3,0	-5,9	-8,7	-10,0	-5,3	-5,3	-8,3	-6,4	-3,2
Niemcy	0,0	2,0	1,9	4,7	5,0	6,3	7,4	6,2	5,7	5,7	5,0
Portugalia	-10,3	-8,2	-6,4	-8,3	-10,3	-10,7	-10,1	-12,6	-10,9	-10,0	-6,4
Słowacja	-8,3	-7,9	-5,9	-7,8	-8,5	-7,8	-5,3	-6,6	-3,2	-3,5	0,1
Słowenia	0,2	1,1	-0,8	-2,6	-1,7	-2,5	-4,8	-6,9	-1,3	-0,8	-1,1
Włochy	-0,1	-0,4	-1,3	-0,9	-1,7	-2,6	-2,4	-2,9	-2,1	-3,3	-3,4

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych MFW.

Tab. 9. Salda rachunków obrotów bieżących bilansów płatniczych krajów strefy euro w latach 2001–2011, w mld USD

Wyszczególnienie	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2001–2011
Niemcy	0,4	40,6	46,3	127,9	140,7	182,1	248,3	227,9	186,3	187,2	182,8	1570,3
Holandia	9,8	10,9	30,3	47,3	48,6	65,8	52,7	38,5	38,7	55,7	64,5	462,9
Austria	-1,6	5,5	4,3	6,4	6,6	9,1	13,2	20,2	11,9	10,3	11,7	97,7
Finlandia	10,4	11,5	7,9	11,7	6,6	8,8	10,5	7,8	5,6	7,4	6,7	94,9
Belgia	7,9	11,3	10,7	11,5	7,5	7,5	7,4	-9,3	0,0	4,9	3,1	62,4
Luksemburg	1,2	2,4	2,4	4,0	4,4	4,4	5,2	3,1	3,6	4,3	6,2	41,1
Malta	-0,1	0,1	-0,2	-0,3	-0,5	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,4	-0,4	-4,3
Słowenia	0,2	0,2	-0,2	-0,9	-0,6	-1,0	-2,3	-3,7	-0,6	-0,4	-0,9	-10,1
Estonia	-0,3	-0,8	-1,1	-1,4	-1,4	-2,6	-3,7	-2,3	0,9	0,7	0,5	-11,5
Cypr	-0,3	-0,4	0,0	-0,8	-1,0	-1,3	-2,6	-4,4	-1,8	-1,8	-1,8	-16,2
Słowacja	-1,7	-1,9	-2,0	-3,3	-4,1	-4,4	-4,0	-6,3	-2,8	-3,0	-1,2	-34,7
Irlandia	-0,7	-1,2	0,0	-1,1	-7,1	-7,9	-13,9	-15,0	-6,5	1,0	3,9	-48,4
Francja	23,5	18,2	13,0	11,1	-10,4	-13,0	-25,9	-49,6	-39,6	-44,7	-74,8	-192,1
Portugalia	-12,4	-10,9	-10,4	-15,5	-19,8	-21,6	-23,4	-32,0	-25,6	-22,7	-20,9	-215,3
Grecja	-9,4	-9,6	-12,8	-13,5	-17,9	-29,8	-44,7	-51,2	-36,0	-31,9	-26,1	-282,9
Włochy	-0,6	-9,5	-19,6	-16,2	-29,4	-48,1	-51,7	-67,7	-44,1	-67,6	-78,2	-432,9
Hiszpania	-22,4	-22,4	-31,1	-54,9	-83,3	-110,9	-144,3	-154,1	-75,9	-64,2	-58,3	-821,7
Strefa euro łącznie	3,7	44,0	37,4	112,2	38,8	36,4	20,2	-98,6	13,4	34,8	16,8	259,2

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych MFW.

nadwyżki na rachunku obrotów bieżących bilansu płatniczego, oraz te, których rachunki obrotów bieżących bilansów płatniczych wykazują permanentnie salda ujemne.

Po drugie, średnie wskaźniki przed kryzysem, po jego wystąpieniu, jak i w całym analizowanym okresie wykazują zadziwiająco stabilność. Dotyczy to nie tylko podziału na kraje nadwyżkowe i deficytowe, ale także relacji nadwyżek i deficytów do ich PKB.

W tabeli 9 zestawiono dodatkowo wielkości dotyczące nadwyżek i deficytów na rachunkach obrotów bieżących bilansów płatniczych krajów strefy euro wyrażone wartościowo (w USD), które bardziej sugestywnie niż wskaźniki procentowe ilustrują równowagę zewnętrzną poszczególnych państw.

W analizowanym okresie sześć krajów o dodatnich saldach wygospodarowało łącznie 2329,3 mld USD nadwyżek na rachunkach obrotów bieżących bilansów płatniczych. Spośród państw nadwyżkowych jedynie Austria (w 2001 r.) i Belgia (w 2008 r.) odnotowały niewielkie deficyty na rachunku obrotów bieżących bilansu płatniczego. Ten podział na kraje nadwyżkowe i deficytowe stanowi w tej chwili najważniejszy problem, który muszą rozwiązać członkowie strefy euro; trwałe rozwiązanie oznacza konieczność zasadniczej zmiany kierunku przepływów materialnych i finansowych pomiędzy krajami strefy. Nadwyżkowe muszą przekształcić się w deficytowe, państwa deficytowe zaś winny zacząć proces wygospodarowywania nadwyżek. Co najmniej z trzech powodów zrealizowanie tego celu jest dziś mało realne – oznaczałoby konieczność:

- zwiększenia konkurencyjności gospodarek o ujemnych saldach bilansu handlowego i płatniczego, co w krótkim, a nawet średnim okresie będzie trudne do osiągnięcia;
- zwiększenia konsumpcji i inwestycji w krajach osiągających nadwyżki;
- radykalnego ograniczenia konsumpcji i inwestycji w krajach deficytowych, co jest trudne do osiągnięcia nie tylko ze względów społecznych, lecz także ekonomicznych, gdyż spadek popytu wewnętrznego w tych państwach wpłynąłby negatywnie na dynamikę wzrostu gospodarczego nie tylko w krajach zmuszonych do wygospodarowywania tych nadwyżek, lecz i w całej strefie euro czy też szerzej

w UE, a nawet, mając na uwadze znaczenie gospodarek krajów Unii dla gospodarki światowej, w skali globalnej.

Istnieje czwarta możliwość, a mianowicie zwiększenie bezwrotnych transferów z krajów nadwyżkowych do deficytowych, co jednak w obecnych warunkach instytucjonalnych strefy euro jest niemożliwe, a przynajmniej niezwykle trudne. Świadczą o tym dyskusje nad nową perspektywą finansową UE, w których zakłada się ograniczanie rozmiarów wspólnego budżetu, podczas gdy z punktu widzenia potrzeb stymulowania wzrostu gospodarczego i rozwiązywania obecnych problemów strefy euro należałoby dążyć do zwiększenia środków w unijnym budżecie. Jednak to, co ze względów prawnych lub politycznych jest obecnie niemożliwe, w perspektywie kilku czy kilkunastu lat może się okazać konieczne dla utrzymania strefy euro oraz pogłębienia integracji europejskiej, co będzie wyznaczać pozycję UE na gospodarczej i politycznej mapie świata.

## 5. Mechanizm funkcjonowania strefy euro

Konkluzja kończąca poprzedni fragment artykułu może stanowić punkt wyjścia do rozważań dotyczących mechanizmów funkcjonowania strefy euro. Powstaje bowiem pytanie, jakie są przyczyny tego, że jeden z największych organizmów gospodarczych globu, w którego skład wchodzi kraje o najwyższym poziomie rozwoju, wykazujący nadwyżki handlowe i dewizowe w relacjach z resztą świata, stał się organizmem ciężącym negatywnie na perspektywach gospodarki światowej. Przeprowadzenie analizy, która umożliwiłaby pełną identyfikację niedoskonałości funkcjonowania strefy euro i udzielenie odpowiedzi na te pytania, przekracza ramy tego artykułu. Dlatego też w dalszej części ograniczę się do wskazania kwestii o charakterze ogólnym, które prawdopodobnie nie były w pełni uwzględnione przez twórców strefy euro.

Zgodnie z pierwszą hipotezą, która się nasuwa w tym kontekście, kraje tworzące wspólny obszar walutowy powinny się charakteryzować zbliżonym poziomem rozwoju, tymczasem, jak wiadomo, te ze strefy euro są znacznie zróżnicowane

pod względem poziomu rozwoju. Nie wnikając w szczegóły tego złożonego problemu, można posłużyć się jako punktem odniesienia sytuacją w Stanach Zjednoczonych, które mogą być uważane dla potrzeb niniejszej analizy za wspólny obszar walutowy. W tym kontekście warto podkreślić, że zróżnicowanie poziomu rozwoju wśród stanów USA jest zbliżone do tego, z jakim mamy do czynienia w strefie euro. Jeżeli wyłączymy z porównań Dystrykt Kolumbii w przypadku USA oraz Luksemburg w przypadku strefy euro, których poziomy rozwoju istotnie odbiegają od średnich, a w przypadku strefy także nowe kraje członkowskie, wówczas możemy stwierdzić, że PKB na jednego mieszkańca najbogatszego stanu USA (Connecticut) stanowi około 138% średniej krajowej, a najbiedniejszego (Mississippi) około 77%.

W strefie euro PKB na mieszkańca najbogatszej Holandii to około 125% średniej dla całej strefy, natomiast w przypadku najbiedniejszej Portugalii wynosi ono około 69%. Trzeba jednak zaznaczyć, że od jej przystąpienia do strefy euro sytuacja kraju w tym zakresie pogarsza się. W roku 2001 PKB na mieszkańca Portugalii stanowił około 75% średniej, a więc mniej więcej tyle ile PKB na jednego mieszkańca stanu Mississippi średniej dla całych USA. Nawet jednak w 2011 r. rozpiętość pomiędzy najbiedniejszym i najbogatszym krajem strefy euro była mniejsza (56 p.p.) niż pomiędzy najbogatszym a najbiedniejszym stanem USA (61 p.p.). Biorąc pod uwagę mechanizm funkcjonowania strefy euro (brak wspólnej polityki fiskalnej uniemożliwiający większe transfery pomiędzy biedniejszymi a bogatszymi jej krajami) istotniejsze niż sam poziom zróżnicowania zamożności poszczególnych państw tej strefy jest to, że w analizowanym okresie różnice się pogłębiały. W roku 2001 odchylenie standardowe od średniej wynosiło 14,9%, w 2007 wzrosło do 16,9%, a w 2011 – do 18,2%. Różnicowanie się poziomu rozwoju krajów strefy euro miało więc w analizowanym przedziale czasowym trwały charakter – występowało zarówno przed rokiem 2007, jak i w drugiej części omawianego tu okresu. Wynika stąd, że strefa euro nie wypracowała dostatecznie skutecznych mechanizmów wyrównywania poziomu rozwoju należących do niej krajów, co należy uznać za jeden z najważniejszych mankamentów

jej funkcjonowania, stanowiący istotne zagrożenie dla dalszego jej istnienia oraz sprawnego działania. W warunkach wspólnej polityki pieniężnej oraz zdecentralizowanej polityki fiskalnej problem wyrównywania poziomu rozwoju państw tworzących wspólny obszar walutowy nabiera szczególnego znaczenia. Kraje (regiony krajów), które obok wspólnej polityki pieniężnej prowadzą również wspólną politykę fiskalną, mogą sobie pozwolić na tolerowanie trwałych różnic w poziomie rozwoju, gdyż mają możliwość bezzwrotnej redystrybucji środków pomiędzy państwami lub regionami, co w ramach strefy euro nie jest zasadniczo możliwe, a przynajmniej skala transferów okazuje się niewystarczająca, a to sprzyja wystąpieniu zagrożeń, z jakimi mamy do czynienia obecnie.

Mechanizm funkcjonowania strefy euro, czy też szerzej – UE, oparty był na dwu zasadniczych założeniach. Po pierwsze, polityka gospodarcza Unii ma prowadzić do wyrównywania poziomu rozwoju krajów członkowskich, a po drugie, w krajach UE będzie obowiązywać taka polityka fiskalna, która uniemożliwi powstawanie nadmiernych deficytów budżetowych oraz długu publicznego.

Jak wiadomo, żaden z tych celów nie został osiągnięty. Gospodarki krajów zadłużonych nie stały się na tyle konkurencyjne, aby móc wygospodarowywać nadwyżki handlowe i dewizowe umożliwiające poprawę zarówno ich równowagi wewnętrznej, jak i zewnętrznej. Z kolei nierównowaga sektora finansów publicznych jest zarówno skutkiem strukturalnych słabości ich gospodarek, jak też słabości mechanizmu, który miał zapewnić utrzymanie relacji deficytów budżetowych oraz długu publicznego do PKB na dopuszczalnym poziomie. Można zauważyć, że przyjęte limity dopuszczalnego deficytu (3% PKB) oraz długu publicznego (60% PKB) były od początku nierealistyczne, a także sprzeczne z rzeczywistymi potrzebami polityki gospodarczej w warunkach recesji.

Warunkiem skutecznego funkcjonowania mechanizmu, którego celem jest utrzymywanie deficytów sektora finansów publicznych oraz długu publicznego w dopuszczalnych granicach, pozostaje to, aby przekroczenie tych granic miało wyjątkowy charakter. Tymczasem, analizując odpowiednie dane, można stwierdzić, że przy-

padki przekroczenia limitów miały charakter powszechny i występowały nie tylko w tych państwach, które obecnie borykają się z problemem sfinansowania potrzeb pożyczkowych władz publicznych, a mianowicie w Grecji, Portugalii, Włoszech, Irlandii czy Hiszpanii, lecz także w krajach uważanych za stabilne. Od 1995 r. łączny dług publiczny członków strefy euro nigdy nie spadł poniżej 60% ich PKB. Także deficyty sektora finansów publicznych były często przekraczane. W latach 1995–2011 odnotowano sześć przypadków przekroczenia dopuszczalnej granicy deficytu sektora publicznego całej strefy euro. Trudno zatem oczekiwać, że rozwiązania stworzone dla przeciwdziałania sytuacjom wyjątkowym będą skuteczne, skoro przekroczenia dopuszczalnych granic deficytu i długu publicznego były zjawiskiem powszechnym.

Istotne znaczenie dla skuteczności mechanizmu przeciwdziałającego destabilizowaniu sektora finansów publicznych ma nieuchronność sankcji za przekroczenie przyjętych norm. W sytuacji, gdy wśród krajów notorycznie się tego dopuszczających znajdują się najważniejsi członkowie UE, będący płatnikami netto do unijnego budżetu, trudno oczekiwać, że w stosunku do nich zastosuje się przewidziane unijnym prawem sankcje. Np. Niemcy od roku 1998, a Francja od 2003 nie spełniają kryterium długu publicznego. W latach 1995–2011 deficyt sektora publicznego Niemiec osiem razy, a Francji dziesięć przekraczał 3% PKB. Nakładanie kar na państwa, które ponoszą główny ciężar finansowania unijnego budżetu, jest raczej mało prawdopodobne, co oznaczało, że i pozostałe kraje przekraczające dopuszczalne normy deficytu i długu publicznego nie ponosiły przewidzianych konsekwencji. Jeden z najważniejszych mechanizmów, który miał zapewniać stabilność strefy euro, nie działał zatem prawidłowo.

Najważniejszym problemem teoretycznym i praktycznym są jednak relacje pomiędzy polityką pieniężną i fiskalną w sytuacji, gdy ta pierwsza jest scentralizowana na szczeblu ponadnarodowym, natomiast druga pozostaje w gestii władz krajowych. Uwzględniając sygnalizowaną wcześniej nieskuteczność polityki wyrównywania poziomu rozwoju krajów strefy euro oraz nieskuteczność mechanizmu przeciwdziałającego destabilizacji sektora finansów publicznych,

trzeba zauważyć, że problemy, z jakimi boryka się strefa euro, są zrozumiałe. Z jednej strony część krajów strefy zadłużyła się nadmiernie, gdyż:

- rynkowe stopy procentowe kształtowane pod wpływem polityki pieniężnej Europejskiego Banku Centralnego (EBC) były za niskie dla części gospodarek krajów strefy euro, co skłaniało do przesadnych (w stosunku do krajowych oszczędności) inwestycji prywatnych oraz nadmiernego zadłużenia sektora publicznego;
- nadmierne zadłużanie się (zarówno sektora prywatnego, jak i publicznego) niektórych krajów było możliwe, ponieważ pożyczkodawcy zagraniczni zakładali, że w razie trudności ze spłatą zaciągniętych kredytów kraje te skorzystają z pomocy zewnętrznej.

Podkreślić należy, że wystąpienie takiej sytuacji byłoby niemożliwe, gdyby te państwa nie należały do wspólnego obszaru walutowego. Z dużą dozą prawdopodobieństwa można stwierdzić, że gdyby miały własne waluty, to automatyczny mechanizm przywracania równowagi zewnętrznej i wewnętrznej zadziałałby wcześniej.

Z drugiej strony, w warunkach kryzysu kraje strefy euro okazały się bezbronne, gdyż EBC nie spełniał funkcji, jakie w normalnych warunkach pełni bank centralny, czyli ostatecznego źródła płynności dla sektora bankowego oraz (w razie konieczności) dla rządu. Było to przyczyną nie tylko trudności sfinansowania deficytów budżetowych i długu publicznego, lecz także wzrostu kosztów oprocentowania skarbowych papierów wartościowych. W praktyce wystąpiły bardzo duże różnice pomiędzy stopami oprocentowania długu publicznego niektórych krajów strefy euro a np. posiadającej własną walutę Wielkiej Brytanii, których nie można uzasadnić stanem sektora finansów publicznych. Na kwestię tę zwraca uwagę Paul De Grauwe, analizując sytuację Wielkiej Brytanii i Hiszpanii (De Grauwe 2011).

Jak wiadomo, Hiszpania należy do tych krajów strefy euro, w których wystąpiły trudności ze sfinansowaniem deficytu oraz długu sektora finansów publicznych. Jest też państwem, które ponosi znacznie wyższe koszty oprocentowania niż Wielka Brytania, mimo że sytuacja makroekonomiczna Hiszpanii była w wielu aspektach lepsza.



Tab. 10. Wybrane wskaźniki makroekonomiczne Hiszpanii i Wielkiej Brytanii w latach 2001–2011

Wyszczególnienie	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	Średnia 2001–2011
Tempo wzrostu PKB												
Wielka Brytania	3,2	2,7	3,5	3,0	2,1	2,6	3,5	-1,1	-4,4	2,1	0,7	1,6
Hiszpania	3,6	2,7	3,1	3,3	3,6	4,0	3,6	0,9	-3,7	-0,1	0,8	2,0
Deficyt sektora finansów publicznych												
Wielka Brytania	0,6	-2,0	-3,3	-3,4	-3,3	-2,6	-2,7	-4,9	-10,4	-9,9	-8,7	-4,6
Hiszpania	-0,7	-0,5	-0,2	-0,3	1,0	2,0	1,9	-4,1	-11,1	-9,2	-6,1	-2,5
Dług publiczny												
Wielka Brytania	37,7	37,2	38,6	40,3	42,1	43,1	43,9	52,5	68,4	75,1	82,5	51,0
Hiszpania	55,5	52,6	48,7	46,2	43,0	39,6	36,1	39,8	53,3	60,1	67,4	49,3
Deficyt na rachunku obrotów bieżących bilansu płatniczego												
Wielka Brytania	-2	-1,8	-1,6	2,1	2,6	-3,4	-2,6	-1,6	-1,7	-3,2	-2,8	-1,5
Hiszpania	-4	-3,2	-3,5	-5,3	-7,4	-9,0	-10,0	-9,6	-5,1	-4,6	-3,7	-5,9

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych MIFW.

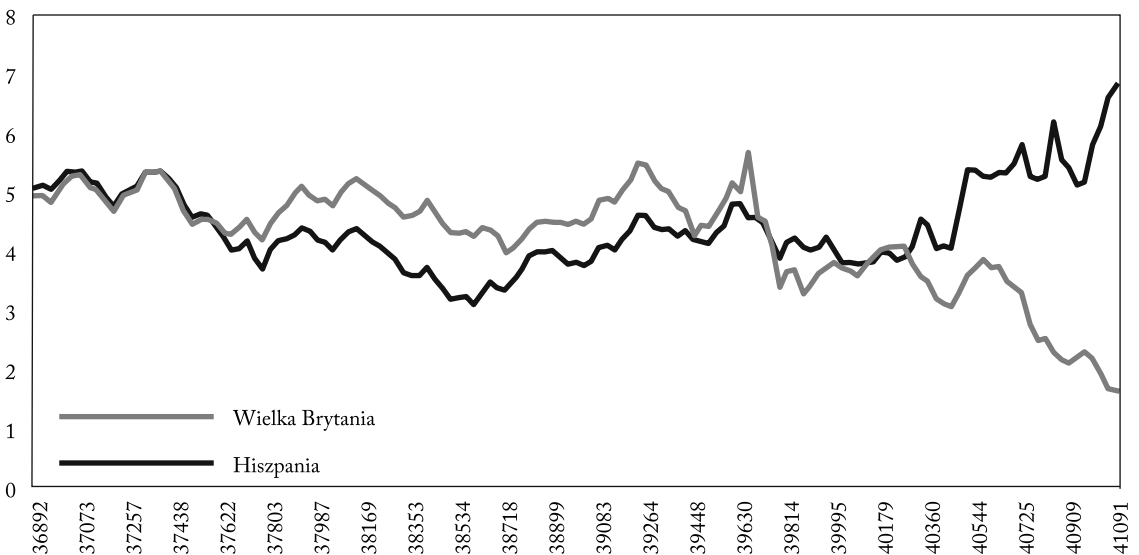
W tabeli 10 zestawiono wybrane wskaźniki charakteryzujące sytuację makroekonomiczną Wielkiej Brytanii i Hiszpanii w latach 2001–2011. Przeciętne roczne tempo wzrostu PKB Hiszpanii (2%) w tym okresie było wyższe niż Wielkiej Brytanii (1,6%). Sytuacja sektora finansów publicznych Hiszpanii również pozostawała korzystniejsza. Średnia relacja deficytu sektora finansów publicznych do PKB wynosiła tam 2%, podczas gdy w Wielkiej Brytanii – 4,6%. Także relacja długu publicznego do PKB Hiszpanii kształtowała się korzystniej. Średnio w całym okresie dług publiczny stanowił w tym kraju 49,3% PKB, natomiast w Wielkiej Brytanii – 51%. Warto także podkreślić, że Hiszpania była jednym z nielicznych krajów strefy euro i UE, który w pierwszej części analizowanego okresu (do 2007 r.) zmniejszał systematycznie tę relację, podczas gdy w przypadku Wielkiej Brytanii obserwujemy stały jej wzrost. Po roku 2007 relacja długu publicznego do PKB Hiszpanii zaczęła rosnąć, ale jednak nadal (w 2011 r.) jest korzystniejsza (67,4%) niż w Wielkiej Brytanii (82,5%). Można zatem stwierdzić, że przed wystąpieniem kryzysu sektor finansów publicznych Hiszpanii charakteryzował się bardzo pozytywnymi tendencjami. Oznacza to także, że źródeł

obecnych trudności nie można upatrywać w nierozważnej polityce fiskalnej przed kryzysem; to raczej światowy kryzys finansowy i ekonomiczny stanowi przyczynę hiszpańskich problemów.

Zarówno Hiszpania, jak i Wielka Brytania należą do krajów, których rachunek obrotów bieżących bilansu płatniczego jest w całym okresie ujemny. Średnie ujemne saldo w analizowanym czasie stanowi 5,9% PKB Hiszpanii, podczas gdy Wielkiej Brytanii – 1,5%. Te dane wskazują jednoznacznie, że pod względem równowagi zewnętrznej sytuacja Hiszpanii była mniej korzystna, co do pewnego stopnia jest uzasadnione, zważywszy, że to kraj o niższym poziomie rozwoju gospodarczego niż Wielka Brytania. Warto podkreślić, że w analizowanym okresie główną przyczyną nierównowagi zewnętrznej Hiszpanii było nadmierne zadłużenie sektora prywatnego, a nie publicznego.

Jeżeli jednak uwzględnimy wszystkie wskaźniki zamieszczone w tabeli 10, to możemy stwierdzić, że charakteryzowana przez nie ogólna sytuacja makroekonomiczna była korzystniejsza w Hiszpanii niż w Wielkiej Brytanii.

Pozytywne tendencje dotyczące sektora finansów publicznych Hiszpanii znajdowały odzwierciedlenie w poziomie stóp oprocentowania



Ryc. 1. Oprocentowanie 10-letnich obligacji skarbowych Hiszpanii i Wielkiej Brytanii w latach 2001–2011

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Federal Reserve Bank of St. Louis.

skarbowych papierów wartościowych. Od grudnia 2003 r. do sierpnia 2008 r. oprocentowanie obligacji skarbowych Hiszpanii było niższe niż obligacji rządu brytyjskiego. W kolejnych latach sytuacja uległa jednak radykalnemu odwróceniu. W lipcu 2012 r. *spread* pomiędzy oprocentowaniem obligacji hiszpańskich i brytyjskich osiągnął 5,15 p.p., czyli inaczej mówiąc, oprocentowanie obligacji hiszpańskich (6,79%) było ponad czterokrotnie wyższe niż brytyjskich (1,64%). Tych różnic w oprocentowaniu obligacji skarbowych nie da się wyjaśnić różnicami sytuacji makroekonomicznej. Jak wykazano wyżej, w latach 2001–2011 sytuacja makroekonomiczna (poza saldem rachunku obrotów bieżących bilansu płatniczego) Hiszpanii pozostawała lepsza niż Wielkiej Brytanii. Także po roku 2007 omawiane wskaźniki makroekonomiczne (również poza bilansem płatniczym) były dla tego kraju korzystniejsze.

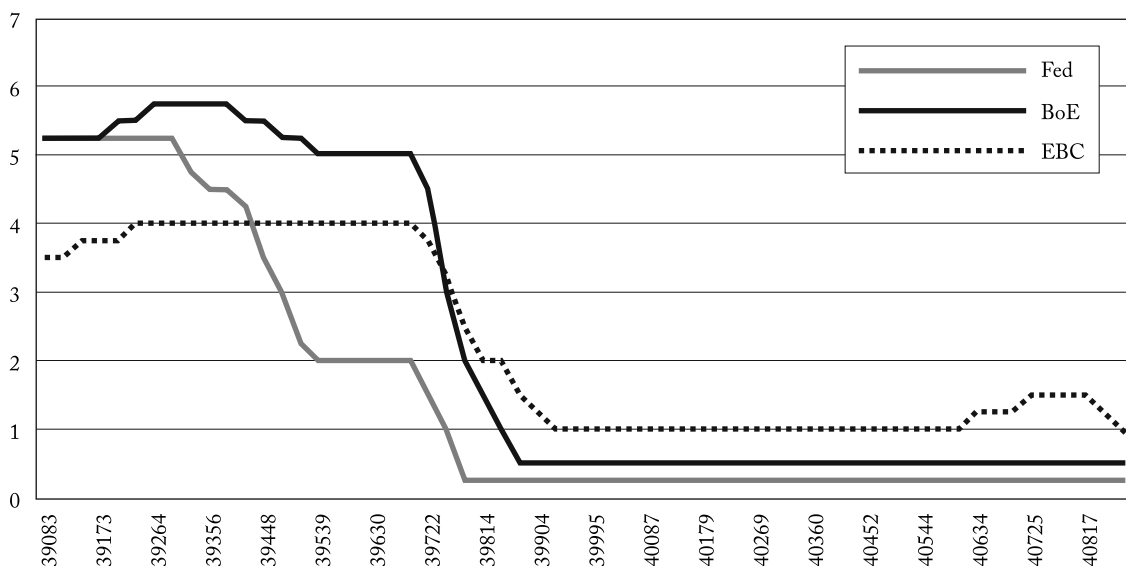
Powyższa analiza wskazuje jednoznacznie, że główne przyczyny trudności niektórych państw strefy euro mają swoje źródło w mechanizmach jej funkcjonowania. Kraj członkowski pozbawiony możliwości kreowania własnego pieniądza, przy bezczynności EBC, musi być narażony na niebezpieczeństwo utraty płynności, co w kon-

sekwencji może prowadzić także do niewypłacalności.

## 6. Działania antykrzysowe w strefie euro

Omówione w poprzednim fragmencie artykułu wadliwe mechanizmy funkcjonowania strefy euro są bez wątpienia bardzo ważnymi przyczynami jej słabości, zwłaszcza w warunkach kryzysu. Ujawnił on nie tylko dysfunkcyjność tych mechanizmów, lecz także nieadekwatność działań głównych instytucji strefy euro, a zwłaszcza EBC. Zastrzeżenia pod adresem tego ostatniego dotyczą dwu zasadniczych kwestii. Po pierwsze – opóźnień w podejmowaniu standardowych działań z zakresu polityki pieniężnej (polityka stóp procentowych) w obliczu kryzysu gospodarczego oraz po drugie – opóźnień w podejmowaniu niekonwencjonalnych działań (ilościowe luzowanie polityki pieniężnej) w obliczu kryzysu finansowego.

Na rycinie 2 przedstawiono kształtowanie się stóp procentowych Zarządu Rezerwy Federalnej (Fed), Banku Anglii (BoE) oraz Europejskiego Banku Centralnego (EBC).



Ryc. 2. Stopy procentowe Fed, BoE oraz EBC w latach 2007–2011

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Fed, BoE i EBC.

EBC do połowy 2007 r., w którym widoczne były pierwsze objawy kryzysu finansowego oraz recesji gospodarczej, zaostrzył politykę pieniężną, podwyższając dwukrotnie (w marcu i czerwcu) stopy procentowe z 3,5 do 4% (po 25 punktów bazowych) i utrzymując je na tym poziomie do września 2008 r., kiedy to w strefie euro wystąpiło wyraźne osłabienie dynamiki PKB (tempo jego wzrostu spadło z 3% w 2007 r. do 0,4% w 2008).

Podobną politykę prowadził również Bank Anglii, który także podniósł dwukrotnie stopy procentowe, z 5,25% w styczniu 2007 r. do 5,75% w lipcu. Te decyzje BoE i EBC były błędne. BoE przeprowadził jednak wcześniej korektę polityki pieniężnej, rozpoczynając w grudniu 2007 r. cykl obniżek stóp procentowych, podczas gdy EBC utrzymywał podwyższone stopy do października 2008 r., mimo że nieuchronność recesji była oczywista. Ponadto, decyzje BoE były bardziej radykalne, a stopa procentowa została obniżona do 0,5% w marcu 2009 r. i na tym poziomie utrzymywana jest do chwili obecnej.

Podjęwane przez EBC decyzje dotyczące stóp procentowych były nie tylko mniej radykalne i podejmowane później niż decyzje BoE; w roku 2011, przy nadal niskim tempie wzrostu PKB, EBC podjął niezrozumiałe dziś decyzje, w wyniku których stopy procentowe wzrosły o 50 punktów bazowych. Nie ulega wątpliwości, że jego polityka nadmiernie koncentrowała się na inflacji, której niebezpieczeństwo było wyolbrzymiane, przy pominięciu potrzeby przeciwdziałania kryzysowi finansowemu oraz zbliżającej się nieuchronnie recesji.

W tym samym czasie Fed podejmował bardziej radykalne, sprzyjające wzrostowi gospodarczemu decyzje. Cykl obniżek stóp procentowych został rozpoczęty już we wrześniu 2007 r., a w grudniu 2008 r. stopę funduszy federalnych ustalono na poziomie 0–0,25%, co nie tylko było korzystne z punktu widzenia wzrostu gospodarczego, ale doprowadziło do historycznie niskich stóp oprocentowania obligacji rządu USA w warunkach rekordowych deficytów sektora finansów publicznych oraz rekordowych poziomów wskaźnika relacji długu publicznego do PKB.

Istotne zarzuty, które można sformułować pod adresem EBC, dotyczą także tzw. niekonwencjonalnych narzędzi polityki pieniężnej.

Wstrząsy występujące na światowych rynkach finansowych powodowały, że część krajów strefy euro nie była w stanie zaspokoić potrzeb pożyczkowych sektora finansów publicznych na warunkach rynkowych. Problemu tego nie można było rozwiązać bez odpowiednich działań EBC. Mając na uwadze istotne przeszkody w podejmowaniu szybkich i radykalnych działań, wynikające z istniejących rozwiązań instytucjonalnych, które zakazują finansowania deficytów budżetowych za pomocą emisji pieniądza przez EBC, a także trudności wynikające ze skomplikowanego mechanizmu podejmowania decyzji w strefie euro, czy szerzej – w Unii Europejskiej, należy jednak stwierdzić, że działania EBC były nie tylko spóźnione, lecz także nieadekwatne. Właściwie Europejski Bank Centralny podjął słuszne, ale niewystarczające decyzje dopiero pod koniec roku 2011, uruchamiając tzw. LTRO (*Long Term Refinancing Operations*). Ich skuteczność, po początkowym spadku oprocentowania skarbowych obligacji włoskich czy hiszpańskich, była jednak ograniczona, gdyż spowodowała tylko wzrost nadpłynności sektora bankowego strefy euro, która była absorbowana przez EBC w formie depozytów składanych na koniec dnia przez banki komercyjne.

Druga grupa działań antykryzysowych dotyczyła kwestii fiskalnych. Ich ocena jest także zdecydowanie negatywna, gdyż ograniczały się one praktycznie do zmuszania krajów, w których wystąpiły trudności z finansowaniem deficytów budżetowych oraz długu publicznego, do zachowań mających na celu szybkie równoważenie sektora finansów publicznych. Ukoronowaniem tych działań było przyjęcie w marcu 2012 r. tzw. paktu fiskalnego, który w istocie nie przyczynił się do rozwiązania istniejących problemów z trzech powodów.

Po pierwsze, prawodawstwo UE zawiera instrumenty prawne, których celem jest przeciwdziałanie nadmiernemu zadłużaniu się państw wchodzących w skład grupy. Podstawowe znaczenie w tym zakresie ma pakt stabilności i wzrostu, który określa dopuszczalne wskaźniki deficytu (3% PKB) oraz długu sektora publicznego (60% PKB), jak też precyzuje sposoby postępowania (procedura nadmiernego deficytu) w stosunku do krajów, które przekraczają dopuszczalne granice. Występująca w strefie euro tendencja

do owego przekraczania przyjętych granic deficytu sektora finansów publicznych oraz długu publicznego wynika zatem nie z braku odpowiednich regulacji, lecz z nieprzestrzegania tych regulacji w praktyce.

Po drugie, pakt fiskalny nieco inaczej niż dotychczas obowiązujące rozwiązania definiuje dopuszczalny poziom deficytu budżetowego, a mianowicie posługuje się kategorią deficytu strukturalnego, natomiast kryterium długu publicznego zostało w istocie wyeliminowane. Przyjęty sposób określenia deficytu budzi wątpliwości, gdyż kategoria deficytu strukturalnego jest w istocie kategorią sztuczną – precyzyjne obliczenie tego deficytu nie jest możliwe, co rodzi niebezpieczeństwo stosowania niezbyt jasnych kryteriów oceny sytuacji fiskalnej poszczególnych państw. Z kolei rezygnacja z kryterium długu publicznego, która z jednej strony może wydawać się zaskakująca, z drugiej zaś – być traktowana jako wyraz dostosowywania istniejących rozwiązań do rzeczywistości – perspektywa spadku długu publicznego większości krajów UE i strefy euro do 60% PKB jest raczej bardzo odległa, a więc przez wiele lat kryterium to musiałoby z konieczności pozostawać martwe. Przywódcy najważniejszych krajów strefy euro – Niemiec i Francji – mają świadomość tego, że sami nie będą w stanie sprowadzić długu publicznego swoich państw do poziomu 60% PKB w dającej się przewidzieć przyszłości.

Po trzecie, rozwiązania paktu fiskalnego nadmiernie koncentrują się na problematyce równowagi sektora finansów publicznych, pomijając niemal zupełnie kwestię wzrostu gospodarczego. Wdrożenie programów mających na celu szybkie ograniczenie deficytów budżetowych państw członkowskich musi doprowadzić do spowolnienia wzrostu gospodarczego, co w konsekwencji uniemożliwi także osiągnięcie celów fiskalnych<sup>4</sup>. Ograniczenie skali deficytów budżetowych czy wręcz wygosparowanie nadwyżek niebęd-

nych do zmniejszenia długu publicznego najbardziej zadłużonych krajów będzie możliwe tylko wtedy, gdy zmniejszą się dodatnie salda handlu zagranicznego oraz salda na rachunkach obrotów bieżących bilansu płatniczego państw posiadających nadwyżki. Warto przypomnieć, że kraje UE i strefy euro w relacjach z krajami spoza tych ugrupowań wykazują równowagę. Zarówno saldo wymiany handlowej, jak i na rachunku obrotów bieżących bilansu płatniczego są w przybliżeniu zrównoważone; UE wykazuje niewielki deficyt, natomiast członkowie strefy euro mają niewielką nadwyżkę na rachunku obrotów bieżących bilansu płatniczego.

Upraszczać nieco, można stwierdzić, że pojęte nadwyżki w handlu zagranicznym oraz na rachunku obrotów bieżących bilansu płatniczego takich państw jak Niemcy, Holandia, Finlandia, Austria są wygosparowane głównie w relacjach z pozostałymi członkami UE i strefy euro. Biorąc pod uwagę wielkość gospodarki Unii z jednej strony oraz problemy gospodarcze USA (wysoki dług publiczny) oraz Chin (spowodowany czynnikami strukturalnymi duży udział oszczędności w PKB) z drugiej strony, można stwierdzić, że ograniczenie nierównowagi budżetowej oraz handlowej najbardziej zadłużonych krajów UE i strefy euro musi być w głównej mierze dokonane za pomocą zmiany przepływów materialnych i finansowych w ramach tych ugrupowań. Jeżeli UE i strefa euro będą wdrażały radykalne programy oszczędnościowe, musi to prowadzić do spadku popytu wewnętrznego i PKB tych krajów, co nie tylko stawia pod znakiem zapytania realność programów stabilizujących finanse publiczne państw znajdujących się w trudnej sytuacji, lecz może też grozić rozchwianiem sektora finansów publicznych krajów dziś stabilnych.

Omówione wyżej działania antykryzysowe EBC oraz rządów krajów strefy euro wskazują jednoznacznie, że były one (i nadal są) działaniami niewystarczającymi z punktu widzenia tworzenia warunków trwałego, zrównoważonego wzrostu gospodarczego tej strefy. Działania EBC okazały się spóźnione i nieadekwatne do potrzeb, które wynikały z istniejącej sytuacji gospodarczej w tym rejonie, jak i w skali globalnej. Formułując takie oceny, należy jednak pamiętać, że decyzje organów EBC były podejmowane

<sup>4</sup> Dobrym przykładem może być dług publiczny Grecji, który w latach 2009–2011 wzrósł z 127,1 do 165,6% PKB, mimo że podjęto radykalne działania oszczędnościowe. Wymuszanie na Grecji dalszych oszczędności nie tylko nie spowoduje poprawy równowagi makroekonomicznej, lecz zapewne przyczyni się do dalszego pogorszenia sytuacji.

w ramach istniejących rozwiązań prawno-instytucjonalnych, które zasadniczo nie przystawiały do wyzwań, przed jakim stanął EBC w warunkach niezwykle ostrego kryzysu światowego systemu finansowego. Bezpośredni skup obligacji przez bank centralny czy też operacje LTRO tylko przy dużej dozie elastyczności w ocenie obowiązujących rozwiązań prawnych mogą być traktowane jako operacje niesłużące finansowaniu deficytów budżetowych krajów strefy euro. Moim celem nie jest wskazywanie tych działań EBC, które były, są czy mogą być sprzeczne z obowiązującym prawem. Wręcz przeciwnie – chodzi o uświadomienie konieczności wyposażenia banku centralnego w takie kompetencje, które pozwolą podejmować decyzje szybkie i adekwatne do pojawiających się zagrożeń.

Należy jednak mieć świadomość, że w zdecydowanej większości takie sytuacje oznaczają konieczność bezzwrotnego transferu środków pomiędzy elementami składowymi systemu gospodarczego (w tym przypadku krajami strefy euro). Wymaga to odpowiednich uzgodnień politycznych oraz rozwiązań finansowych, które taki bezzwrotny transfer umożliwią, co z kolei implikuje konieczność głębokiej reformy sektora finansów publicznych strefy euro, zmierzającej w kierunku unii fiskalnej.

Ten postulat może oczywiście budzić szereg wątpliwości, gdyż trudno zakładać, że w dłuższej perspektywie utrzyma się podział na kraje będące beneficjentami tych transferów oraz te, które musiałyby dostarczać niezbędnych środków. Celem polityki gospodarczej strefy euro czy też szerzej UE powinno być zmniejszenie różnic w poziomach rozwoju gospodarczego państw członkowskich, a w konsekwencji i skali koniecznej redystrybucji, co, mimo iż jest jednym z najważniejszych celów Unii i strefy euro, zakończyło się niepowodzeniem. Ta nieskuteczność mechanizmu wyrównywania poziomu rozwoju krajów UE i strefy euro wskazuje na konieczność jego korekty. Jednakże nawet gdyby udało się taki mechanizm stworzyć, to efekty w postaci istotnego zmniejszenia się zróżnicowania poziomu rozwoju gospodarczego pojawiają się nie wcześniej niż za kilka lub kilkanaście lat. W międzyczasie państwa o niższym poziomie rozwoju będą wymagały większego niż dotąd wsparcia ze strony krajów wyżej rozwiniętych.

Głównym narzędziem redystrybucji w ramach UE, a zatem także i strefy euro, jest unijny budżet, którego skala (około 1% PKB członków UE) okazuje się jednak niewystarczająca w stosunku do rzeczywistych potrzeb. Paradoksem jest, że kraje strefy przeznaczają na fundusze służące jej ratowaniu kwoty zbliżone do siedmioletniego budżetu Unii, ograniczając równocześnie wielkość budżetu wspólnego, który przy odpowiedniej polityce strukturalnej mógłby zapobiegać konieczności przeznaczania tych środków na utrzymanie wypłacalności niektórych krajów strefy euro, jak też i istnienia samej strefy.

## 7. Podsumowanie

Przedstawiona analiza umożliwia sformułowanie kilku wniosków o charakterze ogólnym.

Po pierwsze, światowy kryzys finansowy i gospodarczy (jakkolwiek zasadnicze jego przyczyny miały charakter zewnętrzny) w sposób szczególny dotknął strefę euro, ujawniając niedoskonałości mechanizmu funkcjonowania obszaru wspólnej waluty europejskiej.

Po drugie, w trakcie kryzysu wszystkie instytucje europejskie (EBC, Komisja Europejska oraz inne organy Wspólnoty) nie wywiązywały się z zadań, których w nadzwyczajnych warunkach kryzysu winny się podjąć. Wynikało to po części z istniejących ograniczeń prawno-instytucjonalnych, jak też i z błędnych decyzji, które były podejmowane w ramach istniejących delegacji prawnych (np. polityka stóp procentowych EBC w latach 2007–2011).

Po trzecie, mając na uwadze fakt, że w znacznym stopniu nieskuteczność krajów strefy euro w zakresie przeciwdziałania oraz likwidowania przyczyn i skutków kryzysu wynika z wadliwych mechanizmów jej funkcjonowania, można stwierdzić, że bez zasadniczej reformy tych mechanizmów wyjście z obecnego kryzysu oraz uniknięcie w przyszłości podobnych wstrząsów nie będzie możliwe.

Po czwarte, nie wnikając w szczegóły niezbędnych zmian instytucjonalnych, można stwierdzić, że radykalnej przebudowy wymagają zasady działania EBC oraz polityka fiskalna. W przypadku banku centralnego chodzi przede wszystkim o zlikwidowanie tych ograniczeń, które

utrudniają lub wręcz uniemożliwiają podejmowanie elastycznych działań w warunkach pojawiających się zagrożeń. W przypadku polityki fiskalnej zasadniczym celem winno być zwiększenie zakresu redystrybucji środków pomiędzy krajami strefy euro i UE, charakteryzującymi się zróżnicowanym poziomem rozwoju gospodarczego, co w istocie oznacza konieczność podjęcia rzeczywistych działań mających na celu utworzenie unii fiskalnej.

## Bibliografia

De Grauwe P. (2011). „Managing a fragile Eurozone”, *CESifo Forum*, t. 12, nr 2.

Gorton G.B. (2008). *The Subprime Panic*, *NBER Working Papers Series*, National Bureau of Economic Research, Working Paper nr 14398.

Shiller R.J. (2008). *The Subprime Solution*. Princeton–Oxford: Princeton University Press.

Soros G. (2008). *The New Paradigm for Financial Markets. The Credit Crisis of 2008 and what it Means*. New York: Public Affairs.

Stiglitz J. E. (2010). *Free Fall. America, Free Markets, and the Sinking of the World Economy*. New York–London: W.W. Norton & Co.

## The Euro zone crisis. Reasons, impacts and solutions

The world financial and economic crisis initiated in the US in the second half of the 2000s had a considerable influence on the economic condition of many parts of the world economy. The most serious consequences can be seen in the Euro zone, particularly in Southern Europe. The most important cause of the crisis is, in the opinion of many, the public finance imbalance. The author of the present paper questions this assumption. Before the crisis, the European Union and Euro zone countries were moderately indebted in comparison with other developed countries and regions of the world economy. Fiscal imbalances should therefore be treated as the effect of the financial and economic crisis.

The measures undertaken so far in order to overcome the crisis of the Euro zone are not effective. It seems to be insufficient to concentrate solely on fiscal imbalances. Due to differences in the level of economic development between the Euro zone countries, a broader scope of transfers is necessary which can be achieved only through fiscal integration. Unless the Euro zone countries become more fiscally integrated, the zone will collapse.

Keywords: public debt, budget deficit, financial crisis, economic crisis, deficit in current account of balance of payment, Euro zone.