

1. Kryzys w strefie euro jako tło zmian w zarządzaniu gospodarczym

Jacek Pietrucha

W rozdziale omówiono przyczyny i mechanizmy nierównowag makroekonomicznych, kryzysu bankowego, kryzysu w sektorze realnym oraz kryzysu finansów publicznych, a na zakończenie rolę ładu instytucjonalnego strefy euro (zwłaszcza określającego zarządzanie gospodarcze) w narastaniu zjawisk kryzysowych.

1.1. Przejawy kryzysu gospodarczego w strefie euro

Na wspólny termin „kryzys w strefie euro” składa się kilka zjawisk kryzysowych, wzajemnie jednak powiązanych:

- A. **Nierównowagi makroekonomiczne.** Okres przystępowania do UGW, a następnie uczestnictwa w strefie euro cechował się w części krajów (zwłaszcza Grecja, Hiszpania, Irlandia i Portugalia) narastaniem nierównowagi makroekonomicznej, zarówno wewnętrznej (niestabilne boomy kredytowe), jak i zewnętrznej (nierównowaga bilansu płatniczego i w konsekwencji kryzys płatniczy). Zjawiska te narastały do 2007 roku i z chwilą wybuchu Globalnego Kryzysu Finansowego przyczyniły się do zaostrzenia kryzysu w części krajów strefy euro.
- B. **Kryzys bankowy.** Liczne europejskie instytucje finansowe poniosły straty związane z Globalnym Kryzysem Finansowym zapoczątkowanym w roku 2007. W kilku krajach globalne załamanie oznaczało jednak także ujawnienie nierównowag o charakterze lokalnym, wynikających z boomu kredytowego

lat poprzednich, dużej roli bankowości transgranicznej oraz znacznego zaangażowania banków w rynek długu publicznego.

- C. **Kryzys sektora realnego.** Bezpośrednim efektem globalnego kryzysu finansowego, a następnie kryzysu bankowego i finansów publicznych w strefie euro była recesja i wzrost bezrobocia. Część krajów zaczęła wchodzić w recesję już w roku 2008, ale załamanie PKB ze szczególną siłą wystąpiło w roku 2009. Po przejściowym ożywieniu druga fala kryzysu nastąpiła od roku 2011.
- D. **Kryzys finansów publicznych.** W części krajów strefy euro nierównowagi budżetowe miały chroniczny charakter (np. Grecja). Kryzys w sektorze realnym (recesja) następujący po kryzysie finansowym oraz kryzys w sektorze bankowym krajów strefy euro pogorszyły stan finansów publicznych krajów strefy euro, szczególnie krajów peryferyjnych, co uniemożliwiło rynkowe finansowanie długu (zwłaszcza Grecja, Irlandia i Portugalia).

Mechanizmy i zjawiska kryzysowe miały kontekst krajowy, wspólnotowy (europejski) i globalny. Wśród przyczyn i mechanizmów kryzysu można wyróżnić wobec tego trzy warstwy: krajową, wspólnotową i globalną.

- A. **Błędy w polityce gospodarczej poszczególnych krajów umożliwiające narastanie nierównowag makroekonomicznych i niestabilności finansowej.** Część nierównowag odziedziczona była jeszcze z okresu poprzedzającego utworzenie strefy euro (np. w Grecji nierównowagi narastały od lat 80.). Po wejściu do strefy euro nie udało się ograniczyć zróżnicowania strukturalnego i instytucjonalnego między krajami należącymi do strefy euro oraz zahamować narastania nierównowag makroekonomicznych i ich negatywnego wpływu na stabilność finansową.
- B. **Luki w ładzie instytucjonalnym Unii Gospodarczej i Walutowej.** Zasady zarządzania gospodarczego w Unii Europejskiej wprowadzone w związku z utworzeniem Unii Gospodarczej i Walutowej nie dawały instrumentów do wymuszania korekt nierównowag wewnętrznych i zewnętrznych oraz do zarządzania sytuacją kryzysową; przyczyniły się również do wystąpienia wtórnych efektów pogłębiających drugą falę kryzysu.
- C. **Tendencje w gospodarce globalnej, w tym w globalnym systemie finansowym.** Od lat 90. następował proces liberalizacji przepływów kapitałowych i deregulacji rynków finansowych. Globalny nawis oszczędności oraz polityka niskich stóp procentowych, jaką prowadził System Rezerwy Federalnej, przyczyniły się do narastania nierównowag globalnych. Konsekwencją był globalny kryzys finansowy rozpoczęty na rynku nieruchomości i kredytów hipotecznych w USA w roku 2007; kryzys ten, za pośrednictwem papierów dłużnych powstałych w procesie sekurytyzacji kredytów hipotecznych,

dotknął również bezpośrednio instytucje finansowe krajów UE i zakończył się kryzysem w sektorze realnym.

1.2. Nierównowagi makroekonomiczne

Od połowy lat 90. do roku 2007 w części krajów strefy euro (zwłaszcza w krajach peryferyjnych: Grecji, Hiszpanii, Portugalii, Irlandii) narastały nierównowagi makroekonomiczne. Nierównowaga obejmowała między innymi wzajemnie powiązane zjawiska, takie jak: nadmierny wzrost kredytu (ponad typowy dla danej gospodarki), silny napływ kapitału zagranicznego, wzrost cen aktywów finansowych i rzeczowych (zwłaszcza nieruchomości), pogarszające się saldo rachunku bieżącego bilansu płatniczego (ROB).

Mechanizm narastania nierównowagi w krajach strefy euro wciąż jest przedmiotem licznych kontrowersji, wynikających częściowo ze zróżnicowania ujęć teoretycznych i modelowych. Również przebieg kryzysu w poszczególnych krajach cechował się licznymi narodowymi odmiennościami. Pozostawiając na uboczu te kontrowersje i zróżnicowanie można przyjąć, że stylizowane fakty dotyczące krajów peryferyjnych, w których wystąpił kryzys, obejmują:

- spadek stóp procentowych w okresie poprzedzającym kryzys,
- dodatnie saldo rachunku finansowego,
- silny wzrost kredytu (boom kredytowy),
- zróżnicowany między krajami stan finansów publicznych,
- wzrost konsumpcji prywatnej oraz inwestycji, wzrost popytu wewnętrznego,
- pogarszanie się konkurencyjności cenowej (aprecjacja realnego kursu walutowego),
- pogarszające się saldo rachunku bieżącego bilansu płatniczego,
- kryzys płatniczy (bilansu płatniczego).

Pełne zrozumienie dynamiki nierównowag makroekonomicznych wymaga uwzględnienia zarówno czynników o charakterze globalnym, krajowym, jak i wspólnotowym (związanym zwłaszcza z utworzeniem Unii Gospodarczej i Walutowej). Poniżej skoncentrowano się na kontekście unii walutowej. Jej utworzenie wywołało (lub wzmoгло) kilka istotnych procesów, które następnie sprzyjały narastaniu nierównowagi.

A. Spadek stóp procentowych. Wejście do strefy euro wywołało, zwłaszcza w przypadku krajów peryferyjnych, znaczny spadek krótko- i długoterminowych

stóp procentowych, zarówno w ujęciu nominalnym, jak i realnym (rys. 1.1 i 1.2⁶). Złożyło się na to kilka przyczyn. Nastąpiło ujednoczenie krótkoterminowych stóp procentowych, w związku z uwspólnieniem polityki pieniężnej, przy czym stopy procentowe Europejskiego Banku Centralnego były niższe od wcześniej obowiązujących w krajach peryferyjnych. Doszło również do znacznego zbliżenia długoterminowych stóp procentowych, ze względu na spadek premii za ryzyko w związku z poprawą percepcji wiarygodności krajów wstępujących do strefy euro. Z kolei wyższa inflacja w krajach peryferyjnych w stosunku do pozostałych krajów powodowała, że realne stopy procentowe były odpowiednio niższe⁷. Na znaczne niedopasowanie stóp procentowych w krajach peryferyjnych wskazują np. szacunki reguły Taylora. Zgodnie z nimi stopy procentowe w krajach peryferyjnych były niższe od optymalnych stóp z niej wynikających⁸. Dopiero w okresie kryzysu stopy procentowe w krajach peryferyjnych strefy euro silnie wzrosły.

B. Poprawa dostępu do finansowania międzynarodowego. Utworzenie unii walutowej oznaczało: spadek ryzyka kursu walutowego, utworzenie jednolitej infrastruktury rynku pieniężnego, a w przypadku krajów peryferyjnych także wzrost percepcji wiarygodności. Stanowiło to kolejne, obok zakończenia na początku lat 90. procesu tworzenia Jednolitego Rynku Finansowego, czynniki ułatwiające dostęp do finansowania międzynarodowego. Na efekty związane z integracją europejską nałożyły się równoległe występujące procesy o charakterze globalnym – trwający od lat 90. proces liberalizacji obrotów kapitałowych oraz deregulacji sektora bankowego, a także występujący wówczas globalny nawis oszczędności i związane z nim poszukiwanie nowych kierunków inwestycji. W rezultacie kraje peryferyjne odnotowały znaczny napływ

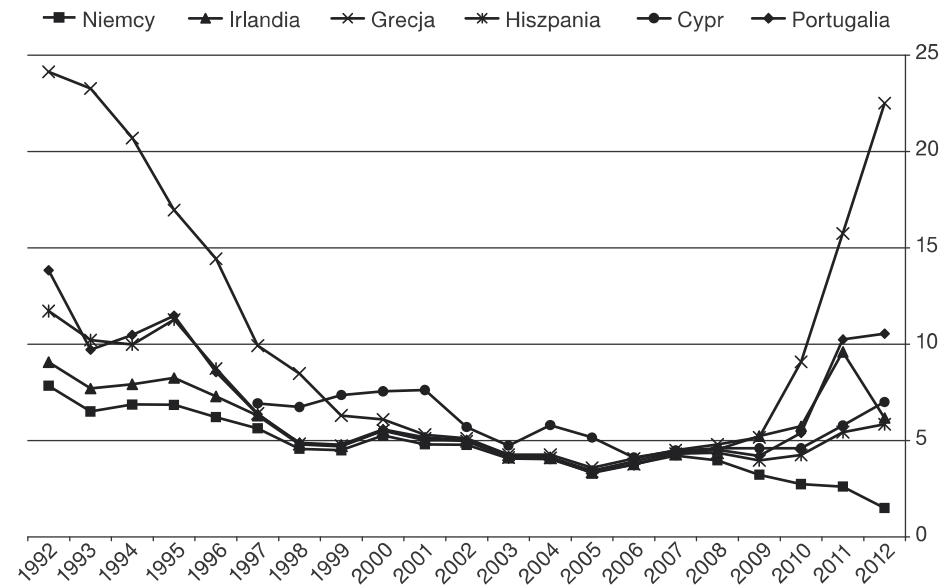
⁶ Na wykresach uwzględniono kraje peryferyjne strefy euro dotknięte kryzysem i objęte różnymi formami wsparcia finansowego ze strony UE (Irlandia objęta programem pomocowym w okresie 2010–2013, Grecja od 2010, Hiszpania w okresie 2012–2014, Portugalia od 2011 – planowane zamknięcie programu w połowie 2014 r., Cypr od 2013 r.), a także Niemcy jako reprezentanta krajów centrum strefy euro.

⁷ Szerzej na temat skali spadków stóp procentowych po utworzeniu strefy euro: J. Pietrucha, J. Czech-Rogosz, M. Tusińska, *Nierównowaga zewnętrzna krajów strefy euro*, Wydawnictwo UE w Katowicach, Katowice 2013, s. 53 i nast.

⁸ Por. szacunki np. R. Ahrend, B. Cournède, R. Price, *Monetary Policy*, Market Excesses and Financial Turmoil, „OECD Economics Department Working Papers” 2008, nr 597; C. Moons, A. Van Poeck, *Does one size fit all? A Taylor-rule based analysis of monetary policy for current and future EMU members*, „Applied Economics” 2008, nr 40, s. 193–199; A. van Poeck, *One Money and Sixteen Needs: Has The ECB’s Monetary Policy Become More Balanced Towards the Needs of the Member States?*, „De Economist” 2010, nr 1, s. 43–60.

kapitału zagranicznego⁹, przy czym nie w postaci bezpośrednich inwestycji zagranicznych, ale głównie pożyczek międzybankowych. Szczególnie istotne okazało się to, że banki uzyskały możliwość hurtowego refinansowania się na międzynarodowym rynku pieniężnym, stąd podaż kredytu w większym stopniu została oderwana od lokalnej bazy depozytowej i stanu lokalnego rynku pieniężnego. W krajach peryferyjnych banki stały się *de facto* „pośrednikiem zamieniającym napływający kapitał na kredyt”¹⁰, jako że wzrost podaży kredytu finansowany był głównie transgranicznie, w tym przez banki z krajów centrum strefy euro. Tym samym wzrastała również ekspozycja wielu banków z krajów centrum na rynki krajów peryferyjnych.

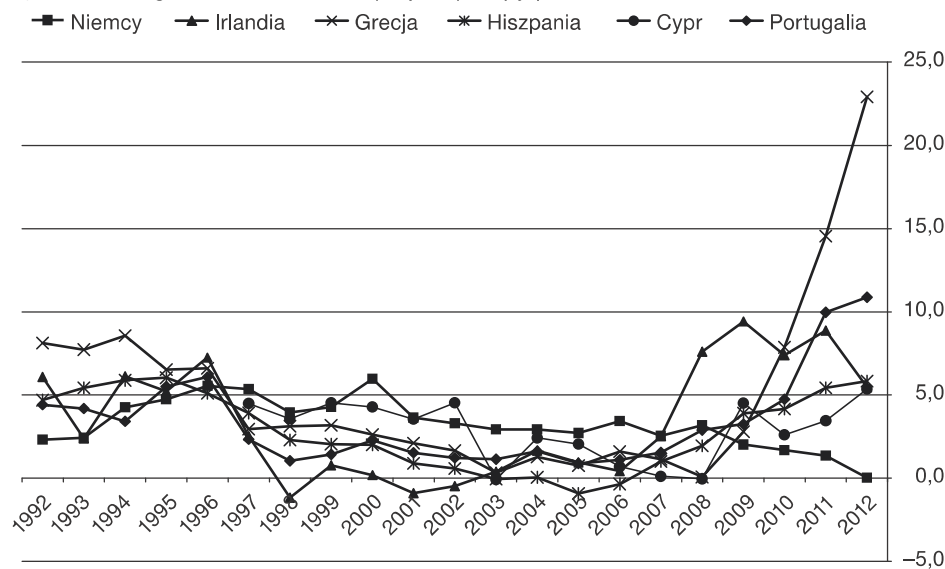
Rys. 1.1. Długoterminowe nominalne stopy procentowe



Źródło: AMECO.

⁹ Por. np. F. Allen, T. Beck, E. Carletti, P. Lane, D. Schoenmaker, W. Wagner, *Cross-Border Banking in Europe: Implications for Financial Stability and Macroeconomic Policies*, Centre for Economic Policy Research, London 2011, s. 17 i nast.; D. Gros, C. Alcidi, *Country adjustment to a „sudden stop”: Does the euro make a difference?*, „European Economy Economic Papers” 2013, nr 492, s. 11 i nast.

¹⁰ K. Forster, M. Vasardani, M. Ca’Zorzi, *Euro area cross-border financial flows and the global financial crisis*, „European Central Bank Occasional Paper Series” 2011, nr 126, s. 15.

Rys. 1.2. Długoterminowe realne (*ex post*) stopy procentowe

Źródło: AMECO.

C. Poprawa nastrojów i optymistyczne oczekiwania odnoszące się do przyszłości gospodarki. Co prawda tworzeniu Unii Gospodarczej i Walutowej towarzyszyły dyskusje na temat jej kształtu, to jednak powszechnie przyjmowano, że wprowadzenie wspólnej waluty będzie pozytywnym bodźcem dla gospodarek krajów członkowskich. W przypadku krajów peryferyjnych miało między innymi przyspieszyć proces konwergencji realnej, co powinno znaleźć swoje odzwierciedlenie np. w tempie wzrostu dochodów. W związku z tym oczekiwania podmiotów gospodarujących (przedsiębiorstwa, gospodarstwa domowe, władze publiczne) dotyczące przyszłego stanu gospodarki poprawiały się (obecnie można je scharakteryzować jako nadmiernie optymistyczne, gdyż oczekiwane przyspieszenie procesów konwergencji nie nastąpiło). Oczekiwania silnie wpływają między innymi na stronę popytową i podaźową kredytu. Przykładowo na oczekiwany wzrost dochodu permanentnego gospodarstwa domowe zareagują (w związku z wygładzaniem konsumpcji), wzrostem popytu na kredyt i konsumpcji bieżącej. Zgodnie z międzyokresową teorią bilansu płatniczego wzrost dochodu permanentnego prowadzić będzie do wzrostu konsumpcji bieżącej i deficytu w rachunku bieżącym¹¹. Z ko-

¹¹ Szerzej por. P. Montiel, *Makroekonomia międzynarodowa*, Wolters Kluwer, Warszawa 2012, s. 601; E. Najlepszy, K. Sobański, *Niestabilność równowagi zewnętrznej krajów rozwijających się*, PWE, Warszawa 2010, s. 77.

lei dla kredytodawców pozytywne oczekiwania związane z przyspieszoną konwergencją mogą być argumentem na rzecz luzowania polityki kredytowej. Przyjęcie założenia o przyspieszonej konwergencji stwarzało także kontekst interpretacyjny dla takich zjawisk, jak wzrost podaży kredytu, ceny aktywów, wzrost dochodów publicznych, czy też dopuszczalna granica deficytu rachunku bieżącego. W początkowych fazach boomu kredytowego i pogarszającą się równowagę zewnętrzną traktowano jako wyraz przyspieszonych procesów konwergencji po utworzeniu strefy euro. Przykładowo B. Schmitz i von Hagen zwiększone przepływy kapitału oraz deficyty rachunku bieżącego w krajach peryferyjnych strefy euro interpretowali jako wynik wzmożonego procesu konwergencji po przystąpieniu do unii walutowej (szybszy wzrost PKB, dochodów)¹². Stąd, mimo dostrzegania procesów związanych narastaniem nierównowag, uznawano, że nie powinno to przynieść negatywnych konsekwencji dla stabilności strefy euro.

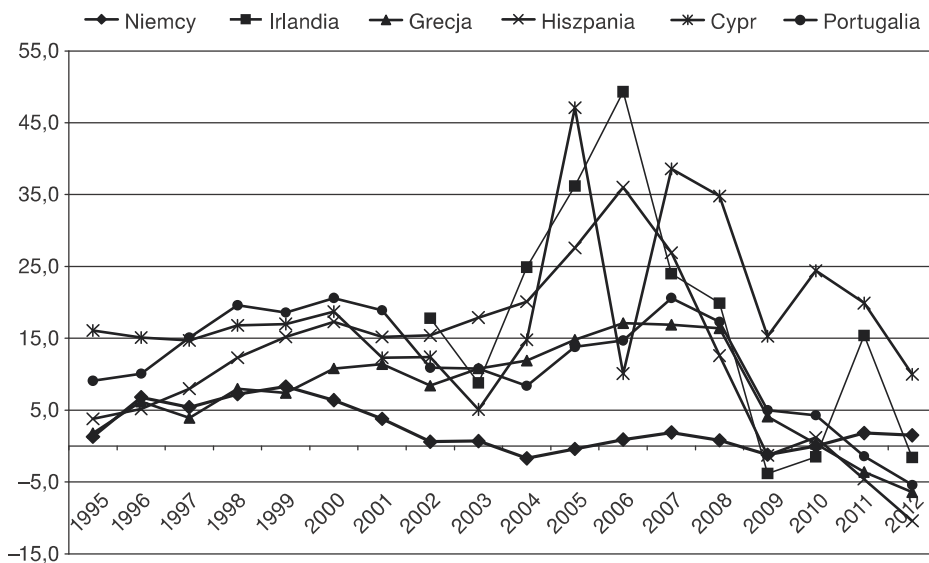
Zjawiska powyższe pozytywnie wpłynęły na stronę podażową oraz popytową kredytu. W efekcie okres przyjmowania wspólnej waluty oraz pierwszych lat członkostwa w strefie euro cechował się w części krajów silnym wzrostem kredytu (boomem kredytowym). Wzrost podaży kredytu w krajach peryferyjnych znacznie przekraczał typowy dla tych gospodarek¹³. Rys. 1.3 i 1.4 ukazują skalę boomu kredytowego w ujęciu zmiany i stanu zadłużenia sektora prywatnego.

Boom kredytowy odnosił się do wielu kategorii kredytu, ale szczególnie znaczenie miał w przypadku kredytu na zakup nieruchomości. Zwłaszcza w przypadku Hiszpanii i Irlandii wystąpiły silne interakcje między podażą kredytu a sytuacją na rynku nieruchomości. Wzrost popytu na nieruchomości, częściowo związany z łatwiejszym dostępem do finansowania, sprzyjał wzrostowi ich cen, co wywoływało efekty wtórne w postaci dalszego zwiększania podaży kredytu (ze względu na wzrost wartości zabezpieczenia i przedmiotu kredytowania). Mechanizm ten sprzyjał narastaniu bańki spekulacyjnej na rynku nieruchomości oraz wzrostowi roli sektora budowlanego i sektora finansowego w PKB (zwłaszcza w Hiszpanii i Irlandii).

¹² B. Schmitz, J. von Hagen, *Current Account Imbalances and Financial Integration in the Euro Area*, „Journal of International Money and Finance” 2011, nr 8.

¹³ E. Mendoza, M. Terrones, *An Anatomy of Credit Booms and their Demise*, „NBER Working Paper Series Working Paper” 2012, nr 18379.

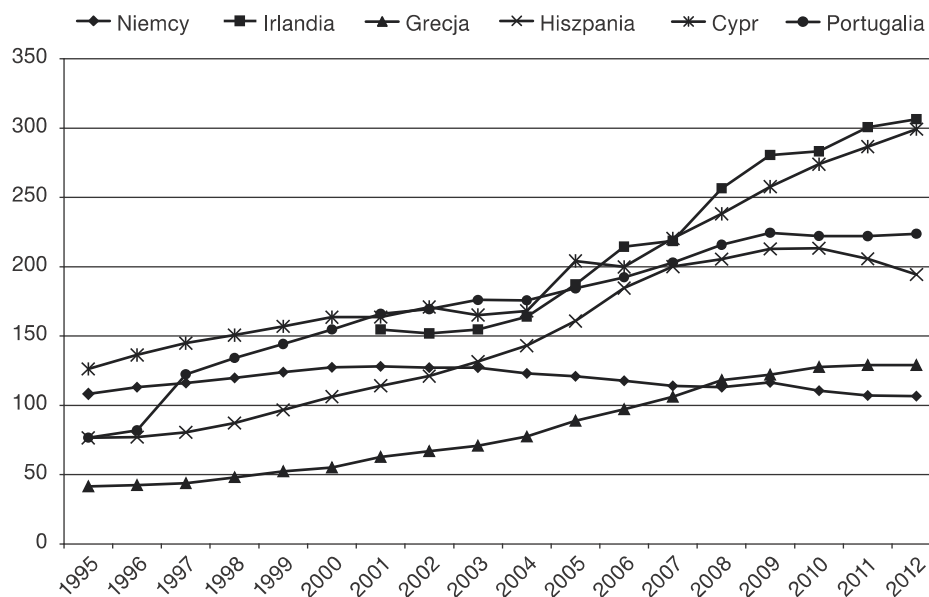
Rys. 1.3. Dynamika kredytów dla sektora prywatnego (jako % PKB)



Definicja procedury nierównowagi makroekonomicznej

Źródło: Eurostat.

Rys. 1.4. Dług sektora prywatnego (jako % PKB)



Definicja procedury nierównowagi makroekonomicznej, % PKB

Źródło: Eurostat.

Spadek stóp procentowych sprzyjał nie tylko boomowi kredytowemu w sektorze prywatnym, ale także osłabieniu rynkowego ograniczenia dla narastania nierównowagi w finansach publicznych. Przyjęcie wspólnej waluty przyczyniło się krajach peryferyjnych strefy euro do znacznego spadku kosztów obsługi długu publicznego (np. w Grecji o ok. 7% PKB). Jednocześnie przyspieszony wzrost PKB w okresie niestabilnego boomu kredytowego (np. w Grecji) stał się kolejnym czynnikiem zmniejszającym przejściowo dolegliwości związane ze strukturalnymi problemami budżetów publicznych. Zmniejszyło to w wielu krajach presję na stabilizowanie finansów publicznych. W większości krajów peryferyjnych budżetowe korzyści związane z przystąpieniem do strefy euro (spadek kosztów obsługi długu oraz przejściowy wzrost dochodów publicznych) spożytkowano na wzrost konsumpcji publicznej.

Obydwa zjawiska – boom kredytowy w sektorze prywatnym oraz zmiana struktury wydatków publicznych (wzrost konsumpcji publicznej) sprzyjały wzrostowi popytu. W okresie 1999–2007 znaczący wzrost realnego popytu krajowego widoczny był w krajach peryferyjnych: Irlandii, Hiszpanii i Grecji, podczas gdy np. umiarkowany w Niemczech. Wzrostowi popytu krajowego w rachunku dochodu narodowego towarzyszy pogorszenie eksportu netto, a szerzej rachunku bieżącego, gdyż eksport netto (lub szerzej saldo rachunku bieżącego) jest równy różnicy między PKB a sumą wydatków krajowych (popytem krajowym)¹⁴.

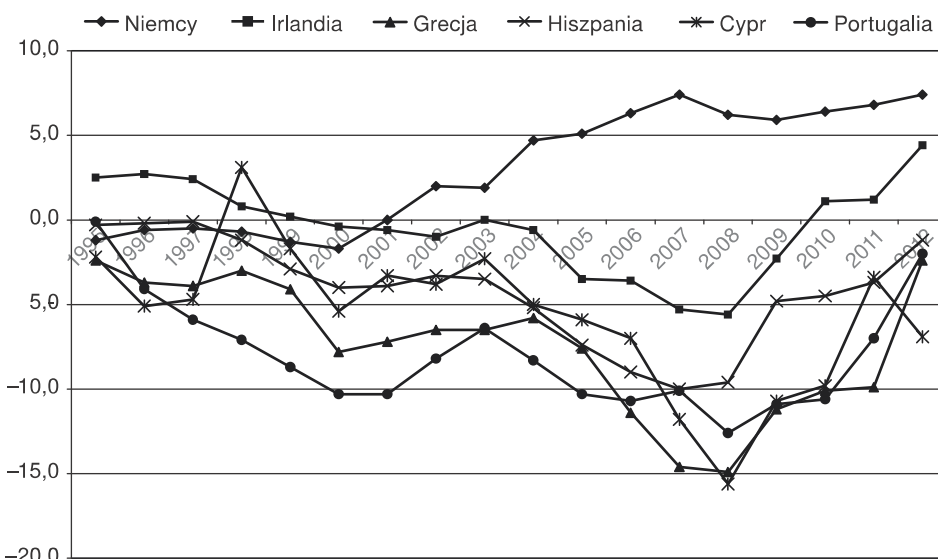
W krajach peryferyjnych pogorszeniu ulegało saldo obrotów bieżących¹⁵. Grecja, Hiszpania i Portugalia zarówno w latach 80. jak i 90. należały do krajów deficytowych, jednakże rozmiar ujemnego salda ROB po roku 1999 zaczął znacząco narastać, z ok. 2–3% do 10–15% tuż przed wybuchem globalnego kryzysu finansowego. Irlandia z kraju nadwyżkowego (w latach 90.) stała się deficytowym (między innymi w wyniku malejącej nadwyżki w handlu zagranicznym). Niemcy notujące w latach 90. deficyty od roku 2002 stały się krajem nadwyżkowym. Z drugiej strony saldo rachunku finansowego w krajach peryferyjnych ulegało poprawie. W strukturze napływu kapitału dominowały jednak transgraniczne operacje bankowe związane

¹⁴ Co można zapisać następująco: $NX = Y - (C + I + G)$, gdzie NX to różnica między eksportem a importem, Y to PKB, C to konsumpcja prywatna, I to inwestycje, G to wydatki rządowe. Szerzej por. P. Montiel, *Makroekonomia międzynarodowa*, Wolters Kluwer, Warszawa 2012, s. 40 i nast.

¹⁵ Zgodnie z międzynarodową metodologią bilansu płatniczego składa się on z następujących elementów: rachunek bieżący ROB (obroty towarami, obroty usługami, dochody majątkowe, transfery bieżące), rachunek kapitałowy ROK (aktywa niefinansowe), rachunek finansowy ROF (inwestycje bezpośrednie, inwestycje portfelowe, pozostałe inwestycje, instrumenty pochodne i oficjalne aktywa rezerwowe). Skumulowane wartości przepływu inwestycji (pozycji ROF) określają międzynarodową pozycję inwestycyjną kraju. Międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto to różnica między aktywami i pasywami finansowymi rezydentów wobec nierezydentów i informuje o tym, czy dany kraj jest wierzycielem, czy dłużnikiem netto. Por. *Balance of Payments and International Investment Position Manual*, Sixth Edition, International Monetary Fund, Washington, D.C., 2009.

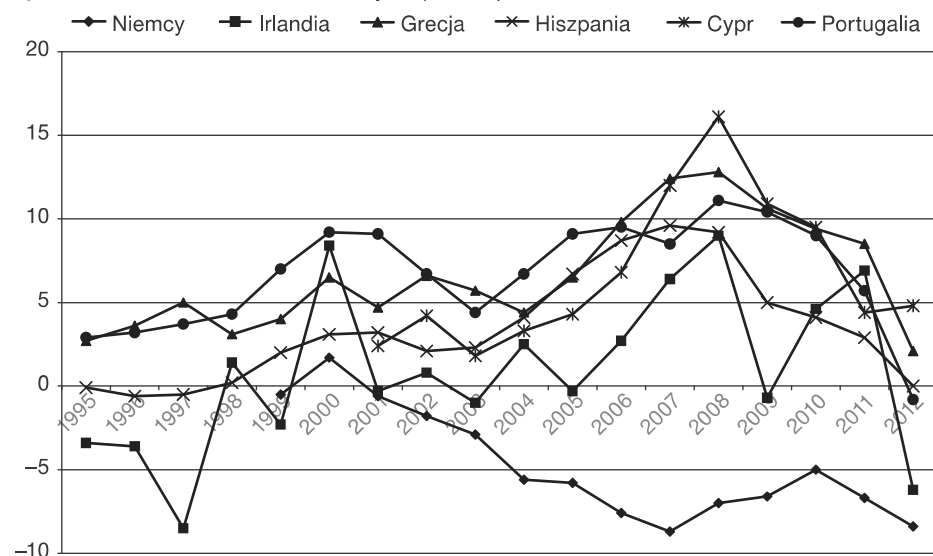
z refinansowaniem boomu kredytowego, w mniejszym stopniu inwestycje portfelowe lub bezpośrednie. W efekcie napływu kapitału i nadwyżki ROF pogarszała się pozycja inwestycyjna kraju i wzrastało zadłużenie zagraniczne.

Rys. 1.5. Saldo rachunku obrotów bieżących (%PKB)



Źródło: Eurostat.

Rys. 1.6. Saldo obrotów finansowych (%PKB)



Źródło: Eurostat.

Do przyczyn pogarszania się salda rachunku bieżącego w krajach peryferyjnych strefy euro zalicza się, obok wzrostu popytu krajowego w wyniku boomu kredytowego, także wzrost jednostkowych kosztów pracy¹⁶, a tym samym aprecjację realnego kursu walutowego¹⁷. Okres pierwszych lat członkostwa państw peryferyjnych w strefie euro charakteryzował się silnym wzrostem płac. Częściowo było to efektem poluzowania ograniczenia budżetowego, zwłaszcza w sektorze finansów publicznych, gdyż wzrost płac w sektorze prywatnym tłumaczy się czasami sygnałną rolą ich wzrostu w sektorze publicznym. Innym wyjaśnieniem jest wzrost porównywalności płac między krajami, w związku z wyrażaniem ich we wspólnej walucie, a tym samym presją na wzrost płac. Równoległe wzrastała produktywność pracy, jednakże w tempie wolniejszym od wzrostu płac, tym samym jednostkowe koszty pracy wzrastały. W konsekwencji szybszego wzrostu jednostkowych kosztów pracy (w powiązaniu z występującą równoległe nominalną aprecjacją euro) kraje peryferyjne strefy euro odnotowały stopniową aprecjację realnego kursu walutowego. Z badań empirycznych dotyczących determinantów pogarszającego się salda rachunku bieżącego w krajach peryferyjnych wynika jednak, że efekt spadku konkurencyjności cenowej był mniej znaczący aniżeli skutek rosnącego popytu¹⁸.

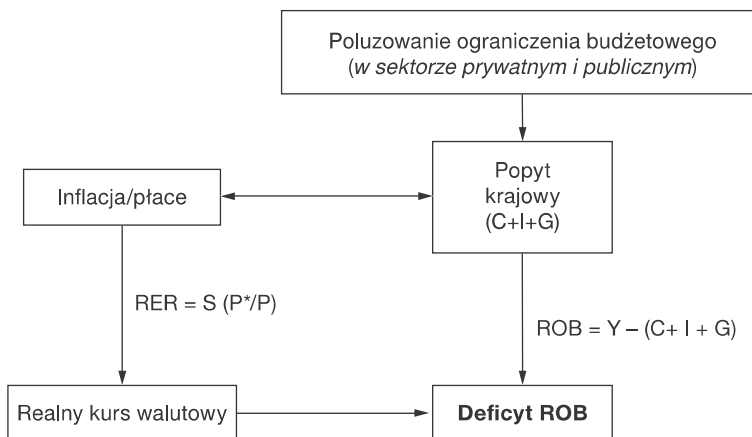
Rys 1.7 podsumowuje najważniejsze mechanizmy nierównowagi makroekonomicznej w krajach strefy euro.

Poluzowanie ograniczenia budżetowego (w wyniku spadku kosztów finansowania oraz ułatwionego dostępu do niego zarówno w sektorze prywatnym, jak i publicznym) sprzyjało boomowi kredytowemu oraz wzrostowi popytu wewnętrznego. Równoległe wzrastały płace i jednostkowe koszty pracy. W efekcie pogarszała się równowaga zewnętrzna (pogarszające się saldo rachunku bieżącego bilansu płatniczego).

¹⁶ Jednostkowe koszty pracy definiowane są jako koszt pracy przypadający na zatrudnionego w relacji do produkcji przypadającej na zatrudnionego $ULC = (W/L)/(Q/L)$, gdzie ULC to jednostkowe koszty pracy, W – koszty pracy, L – praca, Q – produkcja. Por. J. Misala, *Międzynarodowa konkurencyjność gospodarki narodowej*, PWE, Warszawa 2011, s. 152.

¹⁷ Realny kurs walutowy definiowany jest jako $RER = S (P^*/P)$, gdzie RER to realny kurs walutowy, S to nominalny kurs walutowy (definiowany jako liczba jednostek waluty krajowej za jednostkę waluty obcej), P^* – poziom cen zagranicznych, P – poziom cen krajowych. Wybór właściwego indeksu cen jest przedmiotem licznych dyskusji. Deflatorem mogą być: indeks cen konsumpcyjnych (CPI), jednostkowe koszty pracy (ULC) lub indeks cen eksportowych. Zmiana realnego kursu walutowego jest interpretowana jako zmiana konkurencyjności cenowej gospodarki. Szerzej por. P. Montiel, *op. cit.*, s. 68.

¹⁸ J. Sanchez, A. Varoudakis, *Growth and Competitiveness as Factors of Eurozone External Imbalances. Evidence and Policy Implications*, World Bank, Policy Research Working Paper nr 6732, 2013.

Rys. 1.7. Nierównowaga zewnętrzna w krajach peryferyjnych strefy euro

Źródło: opracowanie własne.

1.3. Kryzys bankowy

Kryzys bankowy w krajach członkowskich strefy euro był, zwłaszcza w pierwszym okresie, częścią Globalnego Kryzysu Finansowego, który rozpoczął się w 2007 roku. Dotknął przede wszystkim systemy bankowe Irlandii i Hiszpanii, a w kolejnych latach Cypru, ale jego skutki odczuwano także w pozostałych krajach strefy euro. Kryzys globalny ujawnił jednak także w części krajów strefy euro konsekwencje nierównowag makroekonomicznych i podwyższoną wrażliwość sektora bankowego na zjawiska kryzysowe (rys. 1.8).

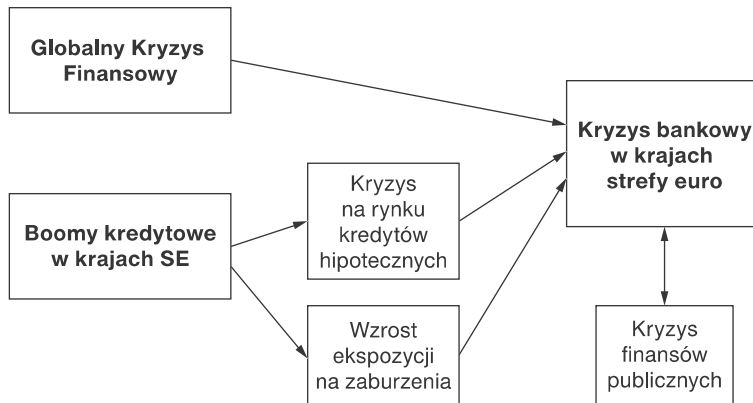
Globalny Kryzys Finansowy swoje źródła miał w nierównowadze, jaka wystąpiła na rynku nieruchomości i rynku kredytów hipotecznych w USA¹⁹. Wśród prób wyjaśnienia kryzysu konkurują dwie podstawowe hipotezy: błędnej polityki Systemu Rezerwy Federalnej, która utrzymywała w latach 2001–2005 relatywnie niskie stopy procentowe (zarówno w ujęciu nominalnym, jak i realnym, a także w stosunku do stopy, która wynikałaby z reguły Taylora)²⁰ oraz globalnego nawisu oszczęd-

¹⁹ Szerzej por. np. W. Nawrot, *Globalny kryzys finansowy XXI wieku*, CeDeWu, Warszawa 2009; N. Roubini, S. Mihm, *Ekonomia kryzysu*, Oficyna Wolters Kluwer business, Warszawa 2011, *Kryzys finansowy i jego skutki dla krajów na średnim poziomie rozwoju*, A. Wojtyła (red.), PWE Warszawa 2011; *Kryzys 2008+. Test dla stosowanej polityki gospodarczej*, K. Żukrowska (red.), SGH, Warszawa 2013.

²⁰ J. Taylor, *Zrozumieć kryzys finansowy*, WN PWN, Warszawa 2010, s. 24; inne szacunki potwierdzające znaczące odchylenie in minus od reguły Taylora w USA np.: R. Ahrend, B. Cournède, R. Price, *op. cit.*

ności, zgodnie z którą nadwyżki oszczędności w krajach wschodzących (głównie Chinach) i krajach naftowych wywołały napływ kapitału do USA (i w konsekwencji deficyt ROB)²¹. Jedna i druga przyczyna odpowiedzialne są za narastanie bańki spekulacyjnej na rynku nieruchomości w USA, wzmaganej przez wzajemne interakcje między sektorem bankowym a rynkiem nieruchomości.

Rys. 1.8. Kryzys bankowy w krajach strefy euro



Źródło: opracowanie własne.

U źródeł kryzysu leżały również zmiany w bankowości, jakie miały miejsce od lat 80. XX wieku, w tym wzrost znaczenia sektora bankowego w PKB, rosnący udział papierów wartościowych w bilansach banków oraz wzrost zaangażowanie banków w udzielanie kredytów hipotecznych²². Banki w większym stopniu zaczęły korzystać z hurtowego, krótkoterminowego finansowania na rynku międzybankowym²³. Z kolei sekurytyzacja aktywów umożliwiła przeniesienie ryzyka kredytowego z podmiotów udzielających kredyt na inne podmioty. Rozwodnienie ryzyka, które w ten sposób następowało, sprzyjało bardziej ryzykownym zachowaniom banków kredytujących rynek nieruchomości. Powstałe w wyniku sekurytyzacji kredytów aktywa (potocznie nazywane „toksycznymi”) stanowiły także mechanizm przenoszenia kryzysu poza USA²⁴. Aktywa te, na-

²¹ B. Bernanke, *The global saving glut and the U.S. current account deficit : a speech at the Sandridge Lecture*, Virginia Association of Economics, Richmond, Virginia, March 10, 2005, <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2005/200503102/default.htm>

²² A. Sławiński, D. Tymoczko, *Polityka makroostrożnościowa jako instrument ograniczania wykorzystania przez banki krótkoterminowego finansowania hurtowego*, „Zarządzanie i Finanse” 2013, nr 2, s. 543 i nast.

²³ *Ibid.*, s. 546.

²⁴ W. Nawrot, *Globalny kryzys finansowy XXI wieku*, CeDeWu, Warszawa 2009, s. 84 i nast.

bywane przez instytucje finansowe globalnie, w tym znacznym stopniu europejskie, z chwilą pogorszenia sytuacji na rynku kredytów hipotecznych w USA zaczęły tracić na wartości. Spadek zaufania między bankami z tego wynikający przyczynił się do kryzysu płynności.

Pierwsze symptomy kryzysu widoczne były już w 2007 roku, ale dopiero zgoda na upadłość jednego z amerykańskich banków rozpoczęła panikę finansową, która dotknęła również sektor bankowy krajów należących do strefy euro. W związku z silną ekspozycją europejskich banków na instrumenty powiązane z amerykańskim rynkiem długu hipotecznego liczne europejskie instytucje finansowe zaczęły odnotowywać straty. Kryzys zaufania z tego wynikający spowodował, że w wielu krajach międzybankowy rynek pieniężny *de facto* przestał istnieć, przyczyniając się do narastania kryzysu płynności.

Niezależnie od mechanizmów i procesów globalnych o skali kryzysu bankowego w krajach strefy euro zadecydowała także specyfika strukturalna europejskiego systemu bankowego oraz skutki boomów kredytowych. Systemy bankowe krajów strefy euro rozwijały się w tradycji systemów kontynentalnych (bankowozorientowanych), w których relatywne znaczenie kredytu bankowego względem rynku kapitałowego jest większe. Nawet jednak uwzględniając ten fakt, ubankowienie, mierzone udziałem kredytu w PKB lub aktywami sektora bankowego w PKB, należy w wielu krajach strefy euro do bardzo wysokich (tabela 1.1 i 1.2).

Tabela 1.1. Aktywa sektora bankowego (% PKB)

	1995	1999	2008
Cypr	124,8	163,6	242,5
Grecja	59,7	63,8	109,9
Hiszpania	99,6	107,2	206,3
Irlandia	64,6	94,5	221,1
Portugalia	87,0	103,8	174,0
Niemcy	126,1	147,4	126,5
USA	54,5	54,8	70,8
Japonia	245,0	230,7	162,2
Wielka Brytania	106,3	113,4	197,5

Źródło: Bank Światowy, *Global Financial Development Database (GFDD)*, [5.06.2014].

Tabela 1.2. Kredyt dla sektora prywatnego (% PKB)

	1995	1999	2008
Cypr	120,7	211,1	252,1
Grecja	30,3	41,7	97,4
Hiszpania	72,3	89,6	202,8
Irlandia	68,7	101,2	221,6
Portugalia	63,5	109,2	173,7
Niemcy	100,4	116,3	108,6
USA	135,5	177,7	194,6
Japonia	201,2	227,8	176,1
Wielka Brytania	111,8	118,4	211,4

Źródło: Bank Światowy, *Global Financial...*, op. cit.

Wzrost rozmiarów europejskiego sektora bankowego datuje się od połowy lat 90. Udział kredytu w PKB wrósł w tym czasie we wszystkich krajach należących do strefy euro, jednak o ile w Niemczech, Finlandii czy Austrii był umiarkowany, to zwłaszcza w Irlandii, Hiszpanii, Portugalii, Grecji i na Cyprze bardzo znaczący. Przykładowo ubankowienie, mierzone udziałem kredytu w PKB, według danych z Global Financial Development Database wzrosło między rokiem 1995 a 2008 w Hiszpanii z 72 do 202 % PKB, Irlandii z 69 do 221 % PKB.

Nie tylko rozmiary sektora bankowego jako całości w krajach strefy euro należą do najwyższych, ale także pojedynczych banków w relacji do rozmiarów gospodarki kraju macierzystego. Wśród 40 banków, których aktywa przekraczają 50% PKB kraju macierzystego, 29 pochodzi z Unii Europejskiej, a 7 ma aktywa większe niż 100% PKB kraju macierzystego (dla porównania największy bank amerykański ma aktywa na poziomie 15% PKB USA)²⁵. Odnoszenie aktywów banków do PKB kraju macierzystego, a nie strefy euro lub Unii Europejskiej jako całości, ma o tyle znaczenie, że w warunkach instytucjonalnych poprzedzających kryzys nadzór bankowy był zdecentralizowany, a możliwość wykonywania funkcji pożyczkodawcy ostatniej instancji przez Europejski System Banków Centralnych wobec pojedynczego banku bardzo ograniczona. Z analiz Europejskiej Rady Ryzyka Systemowego wynika również, że wzrostowi ubankowienia w okresie boomu kredytowego w krajach UE odpowiada zwłaszcza wzrost aktywów 20 największych banków europejskich²⁶.

²⁵ *Is Europe overbanked?* European Systemic Risk Board, Reports of the Advisory Scientific Committee, 2014, nr 4, s. 22.

²⁶ *Ibid.*, s. 7.

Obok boomu kredytowego i wzrostu ubankowienia na przebieg kryzysu bankowego w strefie euro wpłynęły również:

- A. **Silne związki sektora bankowego z sektorem nieruchomości.** W części krajów strefy euro wystąpiły analogiczne jak w USA problemy na rynkach nieruchomości i kredytu hipotecznego. Zwłaszcza w przypadku Hiszpanii i Irlandii zaangażowanie banków w finansowanie boomu (w części o charakterze spekulacyjnym) na rynku nieruchomości było znaczne. W efekcie odwrócenie się trendu wzrostu cen nieruchomości spowodowało znaczne straty banków udzielających kredyty hipoteczne.
- B. **Wzrost znaczenia bankowości transgranicznej.** Dokończenie tworzenia jednolitego rynku finansowego w Unii Europejskiej w powiązaniu ze stworzeniem wspólnotowego rynku pieniężnego w strefie euro ułatwiło prowadzenie transakcji w ramach bankowości transgranicznej, w tym refinansowanie krajowego kredytu na europejskim międzybankowym rynku pieniężnym. W efekcie wzrosły transgraniczne powiązania banków. W związku z luką w zarządzaniu gospodarczym strefy euro – brakiem wspólnotowej polityki makroostrożnościowej – procesy te nie były wystarczająco monitorowane i kontrolowane.
- C. **Znaczne zaangażowanie banków na rynku długu publicznego i wtórne efekty kryzysu finansów publicznych.**

Konsekwencje boomu kredytowego uczyniły sektor bankowy bardziej wrażliwym na zaburzenia, a gospodarki tych krajów na szoki finansowe. Między innymi, jako że podaż kredytu refinansowana była napływem kapitału zagranicznego, wzrosło uzależnienie sektorów bankowych tych krajów od czynników globalnych (np. globalnej płynności) i zdarzeń na europejskim rynku pieniężnym. Z chwilą wystąpienia kryzysu płynności (globalnie i na poziomie europejskim) i odwrócenia się kierunku przepływu kapitału banki krajów peryferyjnych utraciły dotychczasowy dostęp do płynności. Z drugiej strony znaczne zaangażowanie banków krajów centrum (np. niemieckich) w refinansowanie działalności kredytowej w krajach peryferyjnych ułatwiło przenoszenie zaburzeń z sektorów bankowych tych krajów do krajów centrum.

Kryzys bankowy ujawnił silne powiązanie stabilności finansowej ze stabilnością fiskalną. W warunkach instytucjonalnych UGW, ograniczonej wspólnotowej odpowiedzialności za zaburzenia w sektorach bankowych krajów członkowskich oraz braku mechanizmu transferów fiskalnych, koszty działań stabilizujących system bankowy spoczęły na finansach publicznych dotkniętych problemem krajów członkowskich. Nastąpił transfer ryzyka z sektora bankowego do krajowych budżetów publicznych. Z drugiej strony rosnące zadłużenie publiczne

zaczęło destabilizować sektor bankowy, ze względu na znaczne zaangażowanie banków na rynku długu publicznego. Ta „śmiertelna pętla”²⁷ powiązań między sektorem bankowym i finansami publicznymi była mechanizmem napędzającym drugą fazę kryzysu w strefie euro, już po ustąpieniu czynników o charakterze globalnym.

1.4. Kryzys w sektorze realnym

Pierwsze oznaki osłabienia wzrostu PKB widoczne były, podobnie jak w innych dużych gospodarkach, już w roku 2008 (tabela 1.3). Szczyt recesji przypadł na rok 2009, spadek PKB wystąpił zarówno w całej strefie euro, jak i krajach peryferyjnych. Dla większości krajów należących do strefy euro (podobnie jak innych dużych gospodarek) załamanie w sektorze realnym było największe od II wojny światowej. Po nieznacznym ożywieniu w latach 2010–2011 strefa euro ponownie znalazła się w recesji w latach 2012–2013. Łączne koszty kryzysu dla wysokości PKB pokazuje rys. 1.9. Dla całej strefy euro PKB w roku 2013 stanowi ok. 98% PKB z roku 2007 (ostatniego roku wzrostu gospodarczego przed kryzysem). Koszty kryzysu dla krajów peryferyjnych są jeszcze dotkliwsze – w przypadku Grecji PKB w roku 2013 stanowi 76% PKB z roku 2007.

Tabela 1.3. Wzrost realnego PKB

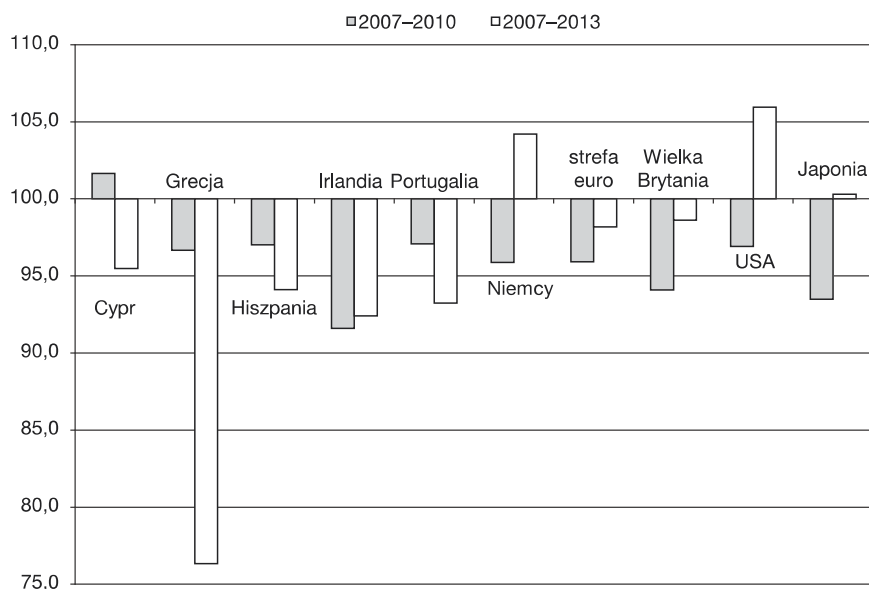
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Cypr	5,1	3,6	-1,9	1,3	0,4	-2,4	-5,4
Grecja	3,5	-0,2	-3,1	-4,9	-7,1	-7,0	-3,9
Hiszpania	3,5	0,9	-3,8	-0,2	0,1	-1,6	-1,2
Irlandia	5,0	-2,2	-6,4	-1,1	2,2	0,2	-0,3
Portugalia	2,4	0,0	-2,9	1,9	-1,3	-3,2	-1,4
Niemcy	3,3	1,1	-5,1	4,0	3,3	0,7	0,4
strefa euro	2,9	0,3	-4,4	1,9	1,6	-0,7	-0,4
Wielka Brytania	3,4	-0,8	-5,2	1,7	1,1	0,3	1,7
USA	1,8	-0,3	-2,8	2,5	1,8	2,8	1,9
Japonia	2,2	-1,0	-5,5	4,7	-0,5	1,4	1,5

Źródło: Eurostat.

²⁷ M. Obstfeld, *Finance at Center Stage: Some Lessons of the Euro Crisis*, „European Economy Economic Papers” 2013, nr 493, s. 2.

Skala kryzysu w sektorze realnym w krajach peryferyjnych dobrze widoczna jest, gdy analizuje się PKB *per capita* w relacji do pozostałych krajów strefy euro i UE. O ile w początkowym okresie członkostwa krajów peryferyjnych w strefie euro PKB *per capita* w relacji do pozostałych krajów i Unii Europejskiej znacznie wzrósł i kraje te nadrobiły dystans w zakresie konwergencji realnej (przykładowo w Grecji), to załamanie po roku 2007 oznaczało powrót do stanu z roku 1998, a w niektórych krajach nawet regresję w stosunku do stanu przedakcesyjnego (tab. 1.4).

Rys. 1.9. Zmiana PKB w stosunku do okresu przedkryzysowego



PKB z roku 2007 = 100

Źródło: Eurostat.

Tabela 1.4. PKB *per capita*

	1998	2007	2013
Irlandia	125,4	172,8	138,7
Grecja	66,0	80,1	63,8
Hiszpania	79,9	94,1	86,4
Cypr	73,6	83,1	74,0
Portugalia	64,0	64,0	61,5

PKB *per capita*; UE27 = 100

Źródło: Eurostat.

Kryzys w strefie euro, a zwłaszcza w krajach peryferyjnych, okazał się także głębszy i dłuższy aniżeli globalnie. Pierwsza faza kryzysu w sektorze realnym (do roku 2009) nie odbiegała przebiegiem dla krajów strefy euro od innych dużych gospodarek. Skala załamania była zbliżona – PKB w roku 2010 stanowił ok. 96% PKB z roku 2007 dla całej strefy euro, 92%–97% dla krajów peryferyjnych oraz 94% dla Wielkiej Brytanii, 97% dla USA i 93% dla Japonii. Jednak okres ożywienia oraz druga faza kryzysu wykazywały specyfikę na tle sytuacji globalnej. Kraje peryferyjne w okresie globalnego ożywienia nadal przeżywały recesję, pozytywne tempo wzrostu dla całej strefy euro było przede wszystkim wynikiem ożywienia w Niemczech. Spowolnienie globalne, które zaczęło się w 2011 roku, miało w strefie euro ostrzejszy przebieg.

1.5. Kryzys finansów publicznych

Początek załamania finansów publicznych krajów peryferyjnych datować można na rok 2008 (przejście z nadwyżki w Hiszpanii i Irlandii do znacznego deficytu, dalsze pogorszenie salda w Grecji). Od roku 2009 wszystkie kraje peryferyjne zaczęły odnotowywać głębokie ujemne salda (rys. 1.10). W efekcie znacznie wzrósł dług publiczny (rys. 1.11) – w Irlandii udział długu publicznego w PKB między rokiem 2007 a 2013 zwiększył się o 99 punktów procentowych, w Grecji o 68 (mimo decyzji o jego redukcji), Portugalii o 60, Hiszpanii o 58, na Cyprze o 53. Na rynku długu tych krajów nastąpił odwrót kapitału i w efekcie silnie wzrosły rentowności obligacji. Kraje te stopniowo zaczęły tracić zdolność do pozyskiwania finansowania na zasadach rynkowych (z wyjątkiem Hiszpanii).

Wśród przyczyn kryzysu wymienić można: chroniczne nierównowagi w części krajów peryferyjnych, konsekwencje nierównowag makroekonomicznych i konsekwencje globalnego kryzysu finansowego (rys. 1.12).

A. Chroniczne nierównowagi budżetowe. W części krajów nierównowaga finansów publicznych miała chroniczny charakter. W Grecji utrzymywała się od lat 80., kiedy to zadłużenie publiczne wzrosło do ponad 100% PKB. W okresie realizacji kryteriów konwergencji (II połowa lat 90.) oraz w pierwszych latach członkostwa udało się przejściowo zahamować negatywne tendencje (w tym okresie Grecja osiągała nadwyżkę pierwotną). W całym tym okresie ujemne saldo finansów publicznych przekraczało jednak limit 3% PKB wynikający z procedury nadmiernego deficytu. Stało się tak pomimo znacznego spadku wydatków związanych z obsługą długu publicznego oraz relatywnie dobrej sytuacji koniunkturalnej po wejściu do strefy euro. Wśród przyczyn kryzysu podkreśla się także dociążenia strukturalne finansów publicznych, zarówno

po stronie dochodowej (znaczna szara strefa oraz występujące możliwości legalnego unikania opodatkowania), jak i wydatkowej (np. hojny system emerytalny, znaczne wydatki na refundację leków). W powiązaniu z wydatkami na duże projekty infrastrukturalne oraz organizację IO 2004 uczyniło to Grecję bardzo podatną na globalne czynniki w postaci zaburzeń w sektorze finansowym, osłabienia w sektorze realnym oraz zmian kierunku ruchu kapitału. Warto jednak podkreślić, że nierównowaga finansów publicznych w okresie poprzedzającym kryzys nie była typowym stanem we wszystkich krajach peryferyjnych. W Irlandii do roku 2008 saldo było dodatnie, a w Hiszpanii bliskie zrównoważonemu. Kryzys finansów publicznych wystąpił dopiero w wyniku kryzysu płatniczego (nierównowagi zewnętrznej) oraz kryzysu bankowego, a nie był ich przyczyną. Także dopiero po roku 2008 nastąpił w tych krajach silny wzrost długu publicznego (tab. 1.5).

Tabela 1.5. Dług publiczny (% PKB)

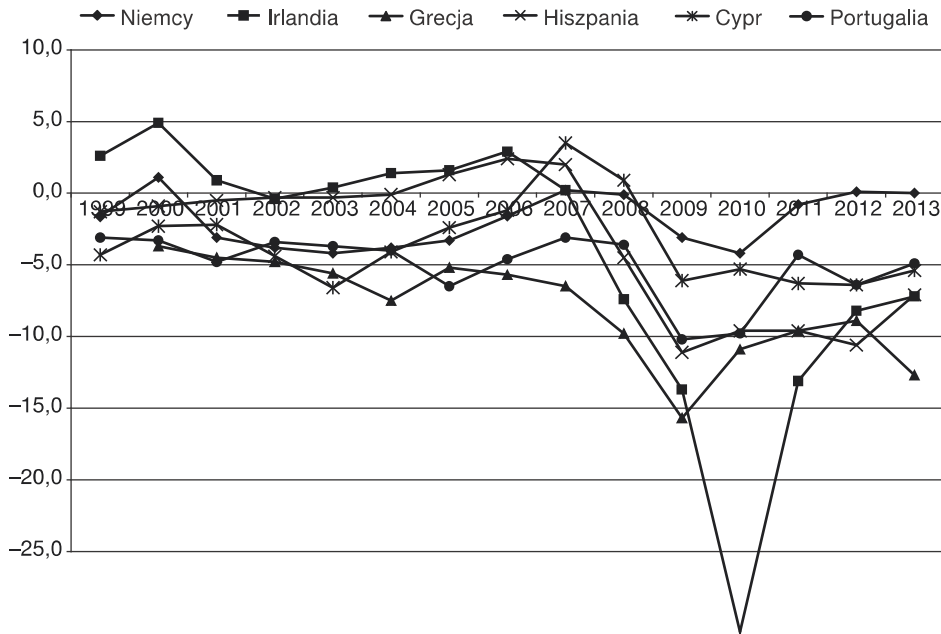
	1995	1998	2007	2013	zmiana 1995– 2007	zmiana 1998– 2007	zmiana 2007– 2013
Cypr	51,8	59,2	58,8	111,7	7,0	-0,4	53,0
Grecja	97,9	95,4	107,3	175,1	9,4	11,9	67,7
Hiszpania	63,3	64,2	36,3	93,9	-27,0	-27,9	57,6
Irlandia	80,1	53,0	24,9	123,7	-55,2	-28,2	98,8
Portugalia	59,2	51,8	68,4	129,0	9,2	16,6	60,6
Niemcy	55,6	60,5	65,2	78,4	9,6	4,7	13,2
Strefa euro	72,4	73,3	66,9	95,7	-5,5	-6,4	28,8
Wielka Brytania	49,6	45,8	43,7	90,6	-5,8	-2,0	46,8
USA	68,8	62,5	64,4	104,5	-4,4	1,9	40,1
Japonia	91,2	118,3	183,0	244,0	91,8	64,7	61,0

Źródło: Eurostat.

B. Konsekwencje nierównowag makroekonomicznych. Boom kredytowy skutkujący wzrostem znaczenia budownictwa, sektora nieruchomości oraz finansowego powodował, że w części krajów saldo finansów publicznych w znacznym stopniu warunkowane było dochodami podatkowanymi z tych sektorów (zwłaszcza w Hiszpanii). Finanse publiczne stały się zatem wrażliwe na załamanie niestabilnego boomu kredytowego. Odnosi się to także do strony wydatkowej budżetów publicznych. W warunkach braku pożyczkodawcy ostatniej instancji w strukturze instytucjonalnej strefy euro na finanse publiczne spadał

koszt ratowania (bardziej wrażliwego na wstrząsy i znacznie powiększonego w wyniku boomu kredytowego) sektora bankowego. Również nierównowaga zewnętrzna stała się czynnikiem sprzyjającym wystąpieniu kryzysu finansów publicznych. Deficyt rachunku obrotów bieżących oraz narastająca ujemna pozycja inwestycyjna kraju, a tym samym zbliżenie się gospodarki do granicy wypłacalności zewnętrznej powoduje wzrost premii za ryzyko, oczekiwania wyższych rentowności przez inwestorów i tym samym wzrost kosztów zadłużania, a w krańcowym przypadku wstrzymanie się rynków finansowych od dalszego finansowania deficytu budżetowego i ucieczka kapitału.

Rys. 1.10. Saldo finansów publicznych (jako % PKB)



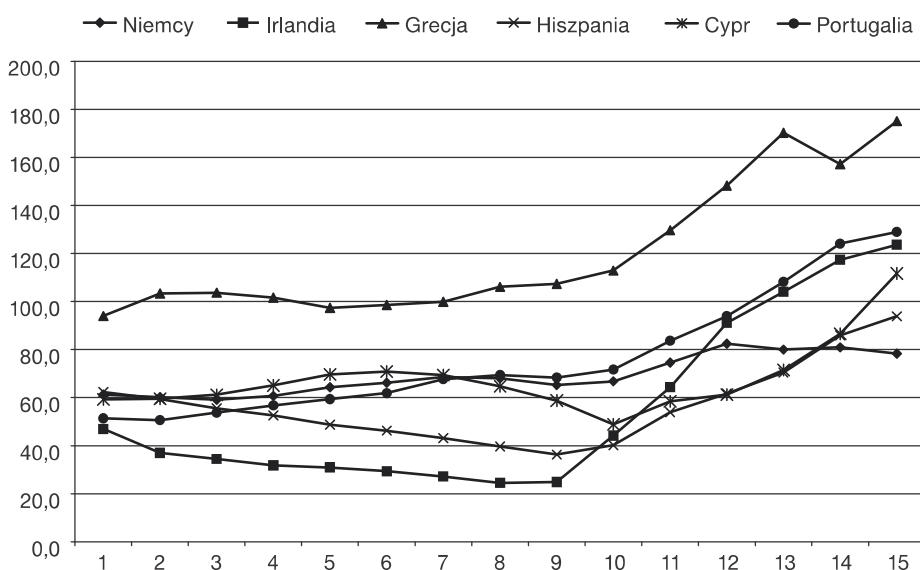
Saldo sektora rządowego i samorządowego (% PKB) w definicji procedury nadmiernego deficytu

Źródło: Eurostat.

C. Konsekwencje globalnego kryzysu finansowego. Wstrząs w postaci kryzysu na rynku kredytów hipotecznych w USA oraz papierów powstałych w wyniku sekurytyzacji silnie dotknął systemy finansowe krajów strefy euro, zwłaszcza tych, które w poprzednich latach odnotowały znaczny wzrost będący skutkiem boomów kredytowych. W kilku krajach podjęto decyzje o bezprecedensowej pomocy publicznej dla sektora bankowego (np. w Irlandii ok. 40% PKB) w celu zahamowania dalszych negatywnych konsekwencji (paniki finansowej, spadku

płynności w systemie bankowym i w rezultacie pogłębienia recesji²⁸). Jednocześnie recesja, następująca po globalnym kryzysie finansowym, dodatkowo obciążała budżety publiczne, ze względu na spadek dochodów i wzrost wydatków.

Rys. 1.11. Dług publiczny (jako % PKB)



Dług sektora rządowego i samorządowego (% PKB) w definicji procedury nadmiernego deficytu

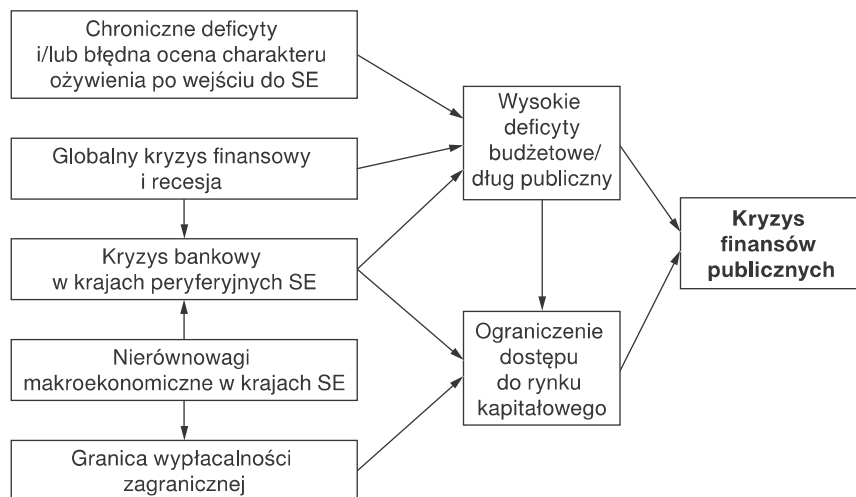
Źródło: Eurostat.

Kryzys finansów publicznych w strefie euro pogłębiała, wspomniana wyżej, „śmiertelna pętla”, czyli wzajemna zależność rynku długu oraz sektora bankowego. Pomoc publiczna dla sektora bankowego wynikająca z potrzeby niedopuszczenia do upadłości banków obciążała finanse publiczne i rodziła obawy dotyczące wypłacalności kraju w przyszłości. Negatywna reakcja rynkowa na te obawy dodatkowo pogarszała stan finansów publicznych (wzrost kosztów długu), ale także kondycję sektora bankowego ze względu na spadek wartości obligacji emitowanych przez władze publiczne znajdujących się w rękach instytucji finansowych.

²⁸ Dobrym studium przypadku kosztów i korzyści działań ratunkowych mogą być Islandia i Irlandia w okresie Globalnego Kryzysu. Pierwszy z krajów nie był w stanie przeprowadzić skutecznych działań ratunkowych (między innymi ze względu na rozmiar sektora finansowego przekraczający możliwości budżetowe). W konsekwencji doszło do załamania sektora finansowego, kryzysu walutowego oraz kryzysu w sektorze realnym. W drugim takie działania (znacznym kosztem budżetowym) zostały podjęte, co doprowadziło do kryzysu finansów publicznych, który pogłębił kryzys w sektorze realnym.

Wystąpienie kryzysu finansów publicznych, skutkujące np. redukcją długu, oznaczało jeszcze silniejsze straty dla banków posiadających w swych portfelach obligacje skarbowe. Straty na rynku długu publicznego ponoszone przez banki oznaczały kolejną rundę kryzysu bankowego, często powiązaną z koniecznością udostępnienia kolejnych transz pomocy publicznej negatywnie wpływających na stan finansów publicznych.

Rys. 1.12. Kryzys finansów publicznych w strefie euro



Źródło: opracowanie własne.

1.6. Słabości modelu z Maastricht ujawnione przez kryzys

Luki w przedkryzysowym zarządzaniu gospodarczym w strefie euro można rozpatrywać w dwóch obszarach: koordynacji polityk gospodarczych i reakcji na zjawiska kryzysowe²⁹.

A. Koordynacja polityk gospodarczych. W początkowym okresie kryzysu w strefie euro zwracano zwłaszcza uwagę na niedoskonałości ram polityki budżetowej. Reguły fiskalne zawarte w procedurze nadmiernego deficytu oraz w Pakcie Stabilności i Wzrostu (zwłaszcza w zakresie sankcji, monitoringu,

²⁹ Skoncentrowano się na kwestiach zarządzania gospodarczego. Niezależnie od omówionych niżej luk w zarządzaniu gospodarczym w strefie euro trzeba wspomnieć, że na przebieg kryzysu zaważył także fakt, że do obszaru wspólnej waluty przystąpiły kraje o niedostatecznej konwergencji nominalnej i realnej.

wiarygodności danych) okazały się nieskuteczne. Dług publiczny przestał być *de facto* istotnym punktem odniesienia już w okresie weryfikacji spełniania kryteriów konwergencji w 1998 roku. Zobowiązania wynikające z Paktu Stabilności i Wzrostu, mające zapewnić stabilność finansów publicznych i pole manewru w przypadku wystąpienia kryzysu nigdy nie stały się efektywnymi ramami dla krajowych polityk budżetowych, nawet po znacznej ich liberalizacji w roku 2005. Procedura nadmiernego deficytu, chociaż stosowana, pozostała pozbawiona sankcji w wyniku wstrzymania odpowiednich procedur wobec Niemiec i Francji w roku 2003. W 2005 roku w ramach reformy Paktu Stabilności i Wzrostu wprowadzono liczne odstępstwa od przyjętych reguł, zmieniono również definicję celu długookresowego MTO. Z punktu widzenia rozważania przyczyn późniejszego kryzysu w krajach peryferyjnych trzeba jednak podkreślić, że co prawda liczba przekroczeń wartości referencyjnych PND była znaczna w Grecji i Portugalii, ale nie dotyczyła pozostałych krajów peryferyjnych, w których następnie wystąpił kryzys (Hiszpania, Irlandia). Również rozluźnienie PSW nie następowało w wyniku sytuacji budżetowej w krajach peryferyjnych, ale pod presją dużych gospodarek centrum – zwłaszcza Niemiec i Francji.

Z punktu widzenia mechanizmów narastania kryzysu, w których kluczową rolę odegrał boom kredytowy (a szerzej nierównowaga makroekonomiczna), znacznie ważniejsze okazało się to, że na poziomie wspólnotowym nie występowały żadne efektywne instrumenty, które mogły być wykorzystane do przeciwdziałania narastaniu nierównowag makroekonomicznych (w tym nadmiernej podaży kredytu i pogarszania się salda rachunku bieżącego). W początkowym okresie zjawiska te interpretowano z resztą jako wynik przyspieszonych procesów konwergencji, nie uznawano zatem, że ich korygowanie jest niezbędne.

Również w przypadku polityk strukturalnych nie występowały efektywne instrumenty koordynacji. Słabość koordynacji polityk makroekonomicznych spowodowała, że poszczególne kraje członkowskie podejmowały w tym zakresie niespójne działania. W większości krajów działania na rzecz poprawy konkurencyjności gospodarki były nieznaczne. Tylko w nielicznych krajach członkowskich (zwłaszcza w Niemczech³⁰) częściowe reformy strukturalne zmierzające do poprawy konkurencyjności gospodarki okazały się skuteczne. Przy braku odpowiednich reform w pozostałych krajach sprzyjało to jednak dywergencji gospodarczej (rosnącemu zróżnicowaniu konkurencyjności, co wzmacniało nierównowagi makroekonomiczne).

³⁰ Por. J. Pietrucha, J. Czech-Rogosz, M. Tysińska, *op. cit.*

Niezależnie od ulokowania siły sprawczej rosnących nierównowag i dywergencji w strefie euro kryzys w strefie euro wskazuje na rolę dla spójności unii walutowej zachowań kooperacyjnych i występowania wspólnoty interesów i działań. Działania zmierzające do poprawy konkurencyjności gospodarki jednego z państw członkowskich ugrupowania (co samo w sobie jest działaniem pożądanym) nieskoordynowane wspólnotowo może przynosić negatywne konsekwencje dla pozostałych krajów członkowskich i negatywnie wpływać na spójność unii. Analogiczne skutki przynosi brak poprawy konkurencyjności w niektórych krajach. W związku z tym zarządzanie gospodarcze w strefie euro powinno uwzględniać konieczność wymuszania rozwiązań kooperacyjnych nie tylko w przypadku polityki budżetowej (co dostrzegano od początku i czego wynikiem był – mimo swoich niedoskonałości – Pakt Stabilności i Wzrostu).

Na poziomie wspólnotowym nie występowały również żadne mechanizmy wspólnej polityki makro- i mikroostrożnościowej. Katalog funkcji EBC zapisany w traktacie z Maastricht nie obejmował dbałości o stabilność sektora finansowego. Takie kompetencje nie zostały przyporządkowane także żadnej innej instytucji wspólnotowej. EBC miał jedynie „przyczynić się do należytego wykonywania polityk przez właściwe władze w odniesieniu do nadzoru ostrożnościowego nad instytucjami kredytowymi i do stabilności systemu finansowego”, co faktycznie oznaczało ograniczenie do roli opinio-twórczej i doradczej. EBC prowadził prace analityczne w ramach polityki makroostrożnościowej, czego wyrazem są raporty *Financial Stability Review* publikowane od roku 2004. Kluczowe kompetencje, w tym nadzór bankowy pozostały jednak w gestii państw członkowskich. Harmonizacji podlegały normy ostrożnościowe, przede wszystkim w wyniku globalnych uzgodnień w ramach Komitetu Bazylejskiego, jednak monitorowanie ryzyk i prowadzenie nadzoru pozostało domeną krajów członkowskich. Szczególne problemy rodziło to w przypadku rosnącej roli bankowości transgranicznej, w związku z tym rosnącej współzależności sektorów bankowych krajów strefy euro.

Luki powyższe miały dwie zasadnicze przyczyny. Po pierwsze zakres i zasady koordynacji polityk gospodarczych były wynikiem kompromisów zawieranych w trakcie negocjacji poprzedzających decyzję o utworzeniu UGW w związku z odmiennymi wizjami integracji europejskiej, w tym walutowej reprezentowanymi przez najważniejsze państwa członkowskie³¹. Po drugie były także wynikiem stanu ówczesnej (przełom lat 80. i 90.) dyskusji w teo-

³¹ Por. szerzej M. Dunin-Wąsowicz, *Suwerenność i pieniądz w Europie 1870–2002*, Wydawnictwo Uniwersytetu Warszawskiego, Warszawa 2009, s. 229 i nast.

rii ekonomii, w których dominowało przekonanie, że stabilność monetarna i równowaga finansów publicznych powinny wystarczyć do utrzymania równowagi makroekonomicznej. Pominięcie kwestii związanych ze stabilnością sektora finansowego w modelu z Maastricht wynika w znacznym stopniu z dominującego wówczas poglądu mówiącego, że bank centralny powinien koncentrować się na realizacji stabilności poziomu cen i należy unikać wszelkich rozwiązań, które mogłyby to utrudniać. Jednocześnie od dłuższego czasu (zwłaszcza w Europie) kryzysy bankowe nie występowały i wydawało się, że wypracowano rozwiązania stabilizujące system (zwłaszcza harmonizowane globalnie normy ostrożnościowe i lepsze narzędzia zarządzania ryzykiem finansowym). W okresie tym nie ujawniły się także jeszcze skutki globalizacji rynków finansowych. W takich warunkach kwestia koordynacji polityk stabilności finansowej nie wydawała się kluczowa przy tworzeniu unii walutowej.

B. Reakcja na zjawiska kryzysowe. Tworząc strefę euro, zakładano, że dostosowania związane z wystąpieniem asymetrycznego szoku będą miały charakter rynkowy (mobilność czynników wytwórczych itp.³²). W razie potrzeby reagować miała także polityka budżetowa, prowadzona na poziomie państw członkowskich. Globalny kryzys finansowy pokazał, że założenia te, w przypadku tak silnego szoku, okazały się błędne. Skoncentrowana i znacząca reakcja w przypadku wystąpienia kryzysu ma znaczenie nie tylko dla państwa członkowskiego dotkniętego asymetrycznym szokiem, ale także dla całej unii, ze względu na konieczność zatrzymania efektu domina (rozlewania się kryzysu na kolejne obszary i kolejne kraje), niezależnie od ewentualnych wątpliwości co do długofalowych skutków takich działań (np. wystąpienie hazardu moralnego).

Jest pewnym paradoksem, że w strefie euro wstąpił kryzys finansów publicznych, mimo że łączny deficyt budżetowy i łączne zadłużenie publiczne było niższe niż w USA. Zaważył na tym zwłaszcza brak odpowiedniego instrumentu wspólnotowej reakcji na zaburzenia w poszczególnych krajach. Konsekwencje tej luki można prześledzić na przykładzie kryzysu bankowego w Irlandii. Europejski Bank Centralny nie pełni roli pożyczkodawcy ostatecznej instancji dla pojedynczych banków, w związku z tym ciężar wsparcia dla irlandzkiego sektora bankowego spoczywał na finansach publicznych tego kraju. Skala publicznej pomocy finansowej udzielona sektorowi bankowemu w Irlandii (40% PKB Irlandii), która zaważyła na kryzysie finansów publicznych w tym kraju (dla przypomnienia: o ustabilizowanych finansach publicznych

³² Szerzej por. np. *Raport na temat pełnego uczestnictwa Rzeczypospolitej Polskiej w trzecim etapie Unii Gospodarczej i Walutowej*, NBP, Warszawa 2009.

w latach poprzednich), stanowiła jedynie nieznaczną część PKB całej strefy euro, jednak nie dysponowała ona żadnym instrumentem wspólnej reakcji (a do pewnego momentu także przekonaniem o konieczności jej podjęcia).

Kluczową luką w łańdżu instytucjonalnym strefy euro był zatem brak mechanizmu transferu pomocy do kraju dotkniętego asymetrycznym szokiem³³. Funkcję taką może pełnić wspólny budżet lub pozabudżetowy mechanizm o odpowiednim zapleczu kapitałowym. W przypadku sektora bankowego podobną funkcję stabilizującą wypełnia pożyczkodawca ostatniej instancji.

1) **Mechanizm transferu fiskalnego.** W ramach teorii optymalnych obszarów walutowych relatywnie wcześniej zauważono (dokonał tego Kenen w roku 1969), że w razie niespełnienia warunku pełnej mobilności i elastyczności czynników wytwórczych niezbędny jest mechanizm transferu fiskalnego do kraju dotkniętego asymetrycznym szokiem. Mechanizmem takim może być między innymi wspólny budżet. W razie osłabienia wzrostu PKB automatycznie wpływy budżetowe z danego kraju maleją, a wzrastają wydatki. W ten sposób może dochodzić do transferu środków z krajów niedotkniętych szokiem do krajów, które zostały nim dotknięte³⁴. Minimalną wielkość budżetu wspólnotowego zdolnego do wypełniania funkcji stabilizacyjnej obliczano na 5–7% PKB. Kraje negocjujące traktat Unii Europejskiej nie były jednak gotowe na tak znaczącą centralizację kompetencji w tym zakresie, wymagającą *de facto* stworzenia federalnego budżetu.

Władztwo nad polityką budżetową, zwłaszcza w zakresie nakładania opodatkowania oraz określania celów wydatków budżetowych, stanowi jeden z kluczowych atrybutów suwerenności, stąd (w okresie tworzenia UGW, jak i obecnie) brak zgody na przeniesienie kompetencji w tym zakresie na poziom wspólnotowy. Co więcej, przyjęto rozwiązanie, w którym państwa członkowskie nie ponoszą wzajemnie odpowiedzialności za decyzje budżetowe, w tym zwłaszcza dług publiczny (*no bail out*³⁵). Ciężar dostosowań fiskalnych w wyniku szoków (symetrycznych i asymetrycznych) leżał wyłącznie po stronie finansów publicznych poszczególnych państw członkowskich bez możliwości dzielenia ciężarów i odpowiedzialności. W licznych dokumentach i wypowiedziach przewijał się strach przed „unią transferową”, co wynikało z przeświadczenia, że kraje prowadzą-

³³ Wniosek taki formułowany jest w licznych publikacjach, np.: A. Sławiński, *Granice globalizacji: przypadek strefy euro*, referat na IX Kongres Ekonomistów Polskich, 2004.

³⁴ P. de Grauwe, *Economics of monetary union*, Oxford University Press 2009, s. 222.

³⁵ Z faktu znacznej konwergencji rentowności obligacji rządowych krajów strefy euro można jednak wnioskować, że zasada ta nie była poważnie traktowana przez rynki.

ce zdrową politykę budżetową nie powinny być obciążane skutkami błędów popełnianych w innych krajach, a przyjęte rozwiązania nie powinny prowadzić do pokusy nadużycia (hazardu moralnego – w tym przypadku prowadzenia ekspansywnej polityki budżetowej na koszt pozostałych krajów członkowskich).

W konsekwencji pragmatyka procesów integracyjnych zdecydowała, że postulat wynikający z teorii OOW nie mógł być zrealizowany. Rozwiązanie takie było również w zgodzie ze stanem ówczesnej (koniec lat 80.) dyskusji nad rolą polityki budżetowej, której przyznawano niewielką rolę w aktywnym stabilizowaniu koniunktury³⁶. Strefa euro nie dysponowała własnym budżetem, a budżet Unii Europejskiej, w wysokości ok. 1% PKB, zdominowany przez wydatki strukturalne i związane z polityką rolną, nie pełnił funkcji stabilizacyjnych. W związku z tym, że funkcji transferu fiskalnego do krajów dotkniętych asymetrycznym szokiem nie realizował również żaden inny mechanizm wspólnotowy, w chwili wybuchu kryzysu finansowego nie występował w strefie euro na poziomie wspólnotowym instrument asymetrycznej reakcji. Programy pomocowe dla Grecji i innych krajów dotkniętych kryzysem musiały być w początkowej fazie realizowane na podstawie umów międzyrządowych lub powoływanych *ad hoc* mechanizmów (np. ESFM).

- 2) **Pożyczkodawca ostatniej instancji.** Pożyczkodawca ostatniej instancji należy do klasycznych funkcji banku centralnego. Polega na dyskrecjonalnym zasileniu w płynność banku lub całego systemu bankowego przez bank centralny w reakcji na niekorzystny szok, który powoduje wzrost zapotrzebowania na pieniądź rezerwowy³⁷. Istotą awaryjnego zasilania w płynność jest interwencja w przypadku zagrożenia stabilności systemu bankowego w wyniku pogorszenia płynności jednego banku (i niebezpieczeństwa rozlania się kryzysu na pozostałe banki) lub całego sektora. W pierwszym przypadku zasilenie w płynność ma charakter bilateralnej umowy (między bankiem centralnym a zainteresowanym bankiem komercyjnym). W drugim przypadku może być prowadzone w postaci operacji otwartego rynku³⁸.

³⁶ Por. A. Sławiński, *Granice globalizacji: przypadek strefy euro*, „Ekonomista” 2014, nr 3, s. 303 i nast.

³⁷ O. Szczepańska, *Stabilność finansowa jako cel banku centralnego. Studium teoretyczno-porównawcze*, Wydawnictwo Naukowe Scholar, Warszawa 2008, s. 94.

³⁸ *Ibid.*, s. 95.

W traktacie z Maastricht nie ma zapisów dotyczących pełnienia przez EBC (lub ESBC) funkcji pożyczkodawcy ostatniej instancji. Awaryjne udostępnianie płynności dla całego systemu bankowego strefy euro może się odbywać w ramach tradycyjnego instrumentarium operacji otwartego rynku. EBC w okresie kryzysu kilkakrotnie udostępniał w ten sposób płynność, w tym w ramach *Long Term Refinancing Operation* (LTRO – długoterminowe operacje refinansujące)³⁹. Na ograniczone znaczenie takiego typu (tj. dla całego sektora, a nie selektywnie) awaryjnego udostępniania płynności wskazuje, że środki te w znacznej części banki ulokowały w EBC w postaci depozytów o/n. W instrumentarium EBC brakowało instrumentu asymetrycznej reakcji na trudności pojedynczych banków lub sektorów bankowych pojedynczych krajów. Taką możliwość co prawda potencjalnie miały narodowe banki centralne, ale wartość środków, które mogły być udostępnione była ograniczona regulacjami ESBC⁴⁰. Tym samym w warunkach silnego szoku, jakim był kryzys bankowy, brakowało w strefie euro podmiotu, który mógłby pełnić funkcję pożyczkodawcy ostatniej instancji selektywnie, tj. dla pojedynczych banków lub narodowych sektorów bankowych. W związku z niemożnością awaryjnego zasilenia w płynność banków dotkniętych kryzysem płynności ciężar ratowania sektora bankowego spoczął na finansach publicznych.

³⁹ Szerzej na temat instrumentarium EBC por. np. W. Przybylska-Kapuścińska, *Eurosystem a instrumenty polskiej i czeskiej polityki pieniężnej*, CeDeWu, Warszawa 2007; I. Pyka, *Bank centralny na współczesnym rynku pieniężnym*, C.H. Beck, Warszawa 2010.

⁴⁰ *Ibid.*, s. 213.