



Jacek Pietrucha

Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach
Wydział Ekonomii
Katedra Ekonomii
jacek.pietrucha@ue.katowice.pl

ROLA FINANSÓW PUBLICZNYCH W GENEZIE KRYZYSU W STREFIE EURO

Streszczenie: W artykule analizuje się rolę finansów publicznych w genezie kryzysu w strefie euro. We wczesnych interpretacjach przyczyn kryzysu w strefie euro podkreślano negatywną rolę finansów publicznych w narastaniu nierównowag makroekonomicznych, a następnie zaostrzeniu zjawisk kryzysowych po globalnym kryzysie finansowym w 2007 roku. Interpretacja ta pasuje jednak jedynie (i to tylko w części) do przypadku Grecji i Portugalii. Kryzys finansów publicznych wystąpił dopiero w wyniku nierównowagi zewnętrznej, kryzysu bankowego i kryzysu w sektorze realnym, a nie był ich przyczyną.

Słowa kluczowe: strefa euro, polityka budżetowa, kryzys, kraje peryferyjne strefy euro.

Wprowadzenie

Termin „kryzys w strefie euro” jest daleki od jednoznaczności. Składa się na niego kilka zjawisk kryzysowych, wzajemnie jednak powiązanych. Po pierwsze 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. Po drugie 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. Po trzecim kryzysie w sektorze realnym. Bezpośrednim efektem globalnego kryzysu finansowego, a następnie kryzysu bankowego 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. Po czwartym kryzysie finansów publicznych. Kryzys w sektorze bankowym oraz w sektorze realnym (recesja) następujący po kryzysie finansowym pogorszył stan finansów publicznych krajów strefy euro, szczególnie krajów peryferyjnych, co uniemożliwiło rynkowe finansowanie długu od 2010 roku (zwłaszcza Grecja, Irlandia i Portugalia).

We wczesnych interpretacjach przyczyn kryzysu w strefie euro podkreślano negatywną rolę finansów publicznych w narastaniu nierównowag makroekonomicznych, widząc w błędnej polityce budżetowej prowadzonej przez niektóre państwa członkowskie podstawową przyczynę kryzysu. Błędy te (nadmierne deficyty, rosnący dług publiczny), możliwe w wyniku luk w Pakcie Stabilizacji i Wzrostu, miały się przyczynić do nierównowagi zewnętrznej zgodnie z koncepcją bliźniaczych deficytów i do zaostrzenia załamania sektora realnego po globalnym kryzysie rozpoczętym w roku 2007. Interpretacja ta pasuje jednak jedynie (i to tylko w części) do przypadku Grecji i Portugalii. Celem artykułu jest przeanalizowanie tego, czy stan finansów publicznych przyczynił się do kryzysu w strefie euro, w tym w szczególności jakie były przyczyny kryzysu finansów publicznych (czy była to nierównowaga budżetowa w okresach wcześniejszych) i czy kryzys ten był przyczyną, czy też skutkiem pozostałych kryzysów. Z przeprowadzonej analizy wynika, że kryzys finansów publicznych wystąpił dopiero w wyniku nierównowagi zewnętrznej, kryzysu bankowego i kryzysu w sektorze realnym, a nie był ich przyczyną. Finanse publiczne przyczyniły się jednak do zaożnienia drugiej fali kryzysu – po roku 2011.

W artykule skoncentrowano się na krajach peryferyjnych strefy euro dotkniętych kryzysem i objętych w konsekwencji kryzysu różnymi formami wsparcia finansowego ze strony UE – tj. Cyprze, Grecji, Irlandii, Hiszpanii i Portugalii (Irlandia była objęta programem pomocowym w okresie 2010-2013, Grecja od 2010, Hiszpania w okresie 2012-2014, Portugalia w okresie 2011-2014, Cypr od roku 2013).

1. Finanse publiczne krajów peryferyjnych strefy euro w okresie poprzedzającym kryzys

Stan finansów publicznych w krajach peryferyjnych strefy euro w okresie poprzedzającym kryzys globalny z roku 2007 był daleki od jednoznaczności. W tabeli 1 zaprezentowano dane dotyczące salda sektora rządowego i samorządowego, a w tab. 2 salda strukturalnego sektora rządowego i samorządowego. Jedynie w przypadku Grecji i częściowo w przypadku Portugalii i Cypru jest widoczna (w okresie od powołania strefy euro do roku 2007) znaczna nierównowaga finansów publicznych. Wynikała ona częściowo z nierównowag narosłych jeszcze przed wejściem do strefy euro. Okres wypełniania kryteriów konwergencji oraz początkowy okres członkostwa był związany z poprawą sytuacji budżetowej i nadwyżką pierwotną (zwłaszcza w Grecji, ale także na Cyprze). Poprawa ta miała jednak charakter przejściowy, a w przypadku Grecji nie oznaczała nawet spełnienia wartości referencyjnej PND. Dwa pozostałe kraje, w których wystąpił kryzys finansów publicznych, charakteryzowały się jednak w tym okresie stabilną sytuacją: zrównoważone saldo występowało w Hiszpanii oraz nadwyżki w Irlandii.

Do chwili wybuchu kryzysu globalnego nie następował w strefie euro dramatyczny wzrost zadłużenia publicznego odniesionego do PKB (tab. 3). Jedynie w przypadku Grecji i Portugalii poziom zadłużenia wzrósł (odpowiednio o 11,9 i 16,6 punktu procentowego w odniesieniu do roku 1998 lub 9,4 i 9,2 w odniesieniu do roku 1995). Przy czym Portugalia znacznie wcześniej od pozostałych krajów weszła w fazę spowolnienia wzrostu PKB [Borowski, 2011]. W tym samym okresie zadłużenie w Hiszpanii i Irlandii spadło, a na Cyprze pozostawało bez zmian. Łącznie, dla całej strefy euro, zadłużenie spadło. Poziom zadłużenia jedynie w przypadku Grecji (i ewentualnie Portugalii) należy określić jako znaczny (przy czym był on wynikiem procesów jeszcze z lat 80.).

Tabela 1. Saldo finansów publicznych w wybranych krajach (% PKB)

Kraje	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000	1999
Strefa euro	-3,0	-3,7	-4,1	-6,2	-6,3	-2,1	-0,7	-1,4	-2,6	-2,9	-3,2	-2,7	-2,0	-0,1	-1,5
Niemcy	0,0	0,1	-0,8	-4,2	-3,1	-0,1	0,2	-1,7	-3,3	-3,8	-4,2	-3,8	-3,1	1,1	-1,6
Irlandia	-7,0	-8,1	-13,0	-30,6	-13,7	-7,4	0,2	2,9	1,6	1,4	0,4	-0,3	1,0	4,9	2,5
Grecja	-12,7	-8,9	-9,6	-11,0	-15,6	-9,9	-6,8	-6,2	-5,6	-7,5	-5,8	-4,9	-4,5	-3,8	-3,1
Hiszpania	-7,1	-10,6	-9,6	-9,6	-11,1	-4,5	2,0	2,4	1,3	-0,1	-0,3	-0,3	-0,6	-1,0	-1,3
Cypr	-5,4	-6,4	-6,3	-5,3	-6,1	0,9	3,5	-1,2	-2,4	-4,1	-6,6	-4,4	-2,2	-2,3	-4,3
Portugalia	-5,0	-6,5	-4,3	-9,9	-10,2	-3,7	-3,2	-4,6	-6,5	-4,0	-3,7	-3,4	-4,8	-3,3	-3,1
Wielka Brytania	-5,8	-6,1	-7,6	-10,0	-11,3	-5,0	-2,8	-2,8	-3,4	-3,5	-3,5	-2,1	0,4	3,5	0,9
USA	-6,2	-9,2	-10,6	-12,0	-12,7	-7,0	-3,6	-3,0	-4,2	-5,4	-5,9	-4,7	-1,4	0,8	0,0
Japonia	-9,0	-8,7	-8,8	-8,3	-8,8	-1,9	-2,1	-1,3	-4,8	-5,9	-7,7	-7,7	-6,0	-7,5	-7,1

Tabela 2. Saldo strukturalne finansów publicznych w wybranych krajach (% PKB)

Kraje	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000	1999
Strefa euro	-0,1	-0,6	-1,0	-3,4	-3,5	0,9	2,3	1,6	0,5	0,2	0,2	0,8	1,9	3,8	2,6
Niemcy	2,2	2,5	1,7	-1,6	-0,4	2,7	3,0	1,2	-0,5	-0,9	-1,1	-0,9	0,0	4,3	1,6
Irlandia	-2,5	-4,5	-9,9	-27,5	-11,6	-6,1	1,2	3,9	2,7	2,6	1,7	1,0	2,5	6,9	4,9
Grecja	-8,7	-3,9	-2,4	-5,1	-10,5	-4,8	-2,0	-1,6	-1,0	-2,6	-0,7	0,7	2,0	3,7	4,3
Hiszpania	-3,7	-7,6	-7,0	-7,7	-9,3	-2,9	3,6	4,0	3,1	2,0	2,0	2,4	2,5	2,3	2,2
Cypr	-2,0	-3,2	-4,0	-3,0	-3,6	3,8	6,5	2,1	1,1	-0,8	-3,0	-1,2	1,1	1,1	-1,3
Portugalia	-0,6	-2,1	-0,3	-7,0	-7,3	-0,6	-0,2	-1,8	-4,0	-1,4	-1,0	-0,6	-1,8	-0,3	-0,2
Wielka Brytania	-2,8	-3,1	-4,4	-7,1	-9,4	-2,7	-0,7	-0,8	-1,4	-1,6	-1,5	-0,1	2,7	6,2	3,7
USA	-2,5	-5,3	-6,7	-8,3	-9,0	-3,6	0,0	0,5	-0,8	-2,1	-2,4	-1,3	2,3	4,6	4,1
Japonia	-6,9	-6,6	-6,7	-6,3	-6,8	0,1	-0,2	0,5	-3,1	-4,1	-5,6	-5,4	-3,3	-4,4	-3,8

Źródło: AMECO.

Tabela 3. Dług publiczny (% PKB)

Kraje	1995	1998	2007	2013	1995- -2007	2007- -2013	1998- -2007	1995- -2013
Cypr	51,8	59,2	58,8	111,7	7,0	53,0	-0,4	59,9
Grecja	97,9	95,4	107,3	175,1	9,4	67,7	11,9	77,2
Hiszpania	63,3	64,2	36,3	93,9	-27,0	57,6	-27,9	30,6
Irlandia	80,1	53,0	24,9	123,7	-55,2	98,8	-28,2	43,6
Portugalia	59,2	51,8	68,4	129,0	9,2	60,6	16,6	69,8
Niemcy	55,6	60,5	65,2	78,4	9,6	13,2	4,7	22,8
Strefa euro	72,4	73,3	66,9	95,7	-5,5	28,8	-6,4	23,3
Wielka Brytania	49,6	45,8	43,7	90,6	-5,8	46,8	-2,0	41,0
USA	68,8	62,5	64,4	104,5	-4,4	40,1	1,9	35,7
Japonia	91,2	118,3	183,0	244,0	91,8	61,0	64,7	152,8

Źródło: Eurostat.

Również szczegółowe dane dotyczące finansów publicznych nie wskazują na inne dramatycznie negatywne tendencje w finansach publicznych krajów peryferyjnych. Poziom wydatków publicznych, wydatków socjalnych i konsumpcji publicznej nie odbiegał od średniej dla krajów Unii Europejskiej. Nie zwiększał się udział wydatków publicznych w PKB (z wyjątkiem Cypru), w Hiszpanii i Irlandii spadł. Wzrost w części krajów zanotował udział konsumpcji publicznej w PKB i udział wydatków socjalnych w PKB (największy w Grecji, Portugalii i na Cyprze).

Tabela 4. Wybrane dane dotyczące finansów publicznych

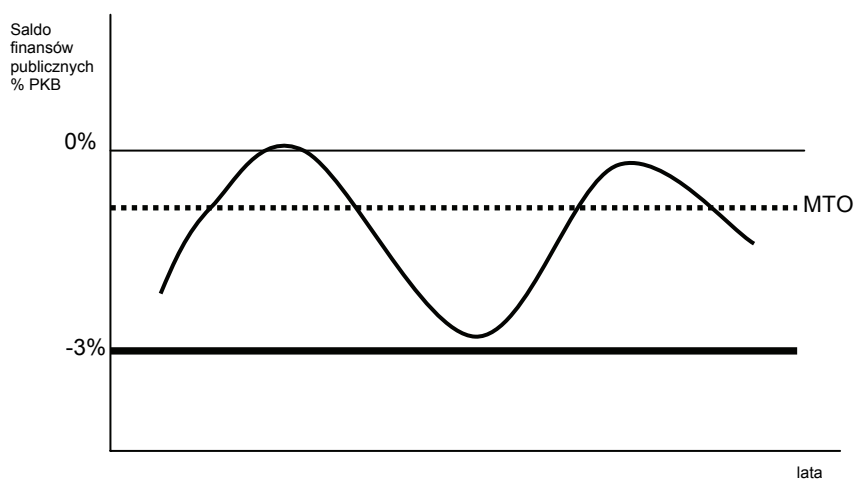
Kraje	Udział wydatków publicznych w PKB				Udział konsumpcji publicznej w PKB				Udział wydatków socjalnych w PKB			
	1995	1998	2007	2013	1995	1998	2007	2013	1995	1998	2007	2013
Irlandia	40,9	34,7	36,7	42,9	17,5	15,4	17,2	18,0	12,2	11,0	12,2	17,4
Grecja	51,3	49,6	47,5	58,5	17,9	17,9	20,5	20,0	15,1	15,7	17,9	21,1
Hiszpania	44,5	41,1	39,2	44,8	18,0	17,3	18,3	20,1	15,7	14,8	14,1	19,3
Cypr	33,4	36,7	41,3	45,8	13,7	16,7	17,5	18,6	7,9	8,9	11,7	15,7
Portugalia	41,9	41,4	44,4	48,7	17,5	17,9	19,8	19,0	12,4	12,6	18,5	23,4

Źródło: Eurostat.

Powyższych danych nie należy oczywiście interpretować w ten sposób, że (nawet jeśli pominąć Grecję) finanse publiczne krajów peryferyjnych znajdowały się w bardzo dobrej kondycji. W analizie ex post można wskazać błędy popełnione w tym okresie. Pierwszym (i najważniejszym) było niewłaściwe rozpoznanie charakteru ożywienia następującego po przystąpieniu do strefy euro.

Interpretowane było ono w kategoriach przyspieszonej konwergencji zainicjowanej przez wprowadzenie wspólnej waluty (a zatem o skutkach długoterminowych), a nie w rzeczywistości występującego krótkookresowego niestabilnego boomu wywołanego poluzowaniem ograniczenia budżetowego. W związku z tym błędnie oceniano charakter poprawy stanu finansów publicznych po wejściu do strefy euro. Po drugie występujące po przystąpieniu do strefy euro znaczne korzyści związane ze zmniejszonymi kosztami długu publicznego nie zostały wykorzystane do równoważenia finansów publicznych (lub absorpcji niestabilnego boomu popytowego), ale zwiększały wydatki konsumpcyjne i inwestycyjne, przyczyniając się tym do narastania nierównowag makroekonomicznych. Po trzecie system podatkowy (zwłaszcza Irlandii i Hiszpanii) silnie wspierał sektor nieruchomości, co sprzyjało narastaniu nierównowagi i boomowi o charakterze spekulacyjnym na rynku nieruchomości i rynkach powiązanych (budownictwo, sektor bankowy).

Do roku 2007 budżety publiczne krajów strefy euro, w tym krajów peryferyjnych odbiegały od wymagań PND, a zwłaszcza Paktu Stabilności i Wzrostu mimo relatywnie sprzyjających warunków koniunkturalnych. Przyjęte w okresie tworzenia strefy euro ramy polityki budżetowej ograniczały poziom deficytu do 3% i zobowiązywały kraje do utrzymywania w ramach cyklu salda zrównoważonego, a następnie na poziomie średnioterminowego celu budżetowego [Larch i in., 2010; Nowak-Far, 2011; Lubiński, 2011; Miklaszewski, 2012], co miało dawać możliwość indywidualnej reakcji na szok, przy założeniu zrównoważonego budżetu w punkcie wyjścia (por. rys. 1).



MTO – Medium Term Objective: średnioterminowy cel budżetowy.

Rys. 1. Ramy polityki budżetowej w strefie euro

Niestety historia UGW to, jak powszechnie wiadomo, historia częstych przekroczeń wartości referencyjnych PND, ignorowania postanowień PSW oraz stopniowego rozluźniania przyjętych reguł fiskalnych:

- dług publiczny przestał być de facto istotnym parametrem już w okresie weryfikacji spełniania kryteriów konwergencji w 1998 roku,
- znaczna część Paktu Stabilizacji i Wzrostu pozostała wyłącznie zobowiązaniem politycznym, które nigdy poważnie nie było brane pod uwagę,
- w 2003 roku w wyniku odrzucenia przez Radę decyzji Komisji o nałożeniu kary na Niemcy, PND zostało pozbawione de facto sankcji,
- w 2005 roku w ramach reformy Paktu Stabilizacji i Wzrostu wprowadzono liczne odstępstwa od przyjętych reguł, zmieniono również definicję celu długookresowego MTO.

Z punktu widzenia rozważania przyczyn późniejszego kryzysu finansów publicznych w krajach peryferyjnych trzeba jednak podkreślić, że co prawda liczba przekroczeń wartości referencyjnych PND była znaczna, ale (ponownie z wyjątkiem Grecji i Portugalii) tylko częściowo dotyczyła krajów peryferyjnych, w których następnie wystąpił kryzys. Również rozluźnienie PSW nie następowało w wyniku sytuacji budżetowej w krajach peryferyjnych, ale pod presją dużych gospodarek centrum – zwłaszcza Niemiec i Francji.

Tabela 5. Przekroczenia wartości referencyjnych w procedurze nadmiernego deficytu

Kraje	Otwarte procedury PND		Liczba przekroczeń wartości referencyjnej PND dla salda sektora rządowego i samorządowego	
	do roku 2007	po roku 2007	do roku 2007	po roku 2007
Cypr	2004-2006	2010-nadal	4	9
Grecja	2004-2007	2009-nadal	9	15
Hiszpania	-	2009-nadal	0	6
Irlandia	-	2009-nadal	0	6
Portugalia	2005-2008	2009-nadal	9	15
Niemcy	2002-2007	2009-2012	5	7
Francja	2003-2008	2009-nadal	3	9

Stan na kwiecień 2014.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych: http://ec.europa.eu/economy_finance/economic_governance/sgp/corrective_arm/index_en.htm; Ameco.

Kryzys finansów publicznych i inne kryzysy w krajach peryferyjnych strefy euro można zatem interpretować tylko w części jako wynik nierównowag budżetowych poprzedzających globalny kryzys z roku 2007. Interpretacja ta relatywnie dobrze pasuje jedynie do sytuacji Grecji (choć i tu nie jest to jedyna przy-

czyną kryzysu). Grecja weszła do UGW ze znaczną nierównowagą budżetową (narosła jeszcze w latach 80.). W początkowym okresie uczestnictwa w strefie euro finanse publiczne Grecji odnotowywały jednak nadwyżkę pierwotną, a dług publiczny malał. W Portugalii akcesyjny boom zakończył się wcześniej niż w pozostałych krajach peryferyjnych i wcześniej kraj ten doświadczył negatywnych skutków stagnacji. W pozostałych krajach, chociaż można wskazać błędy w prowadzeniu polityki budżetowej, trudno jest wykazać, że stanowiły one bezpośrednie źródło kryzysu finansów publicznych, zwłaszcza w takich krajach, jak Irlandia czy Hiszpania.

Zasadniczych źródeł kryzysu należy szukać w poluzowaniu ograniczenia budżetowego w gospodarce, zwłaszcza w sektorze prywatnym. Poluzowanie to wynikało z kilka nakładających się na siebie zjawisk, jakie nastąpiły w okresie tworzenia unii walutowej – o podłożu zarówno globalnym, jak i bezpośrednio związanym z wejściem do unii walutowej. Do zjawisk tych należy: spadek stóp procentowych, zarówno w ujęciu nominalnym, jak i realnym, napływ kapitałów zagranicznych w postaci lokat międzybankowych, oczekiwania związane z przyspieszoną konwergencją realną. W efekcie w krajach peryferyjnych (Grecja, Hiszpania, Irlandia, Portugalia, Cypr) wystąpił nadmierny wzrost kredytu (ponadtypowy dla danej gospodarki), wzrost cen aktywów finansowych i rzeczowych (zwłaszcza nieruchomości), wzrost popytu krajowego, pogarszające się saldo rachunku bieżącego bilansu płatniczego [Pietrucha i in., 2013]. Podstawową rolę w aprecjacji realnego kursu walutowego i pogorszenia rachunku obrotów bieżących w krajach peryferyjnych strefy euro odgrywał niestabilny boom kredytowy, jaki wystąpił po przystąpieniu tych krajów do strefy euro [Sławiński, 2009]. W rezultacie pierwszy okres po przystąpieniu do strefy euro w wielu krajach cechował boom kredytowy i konsumencki [European Commission, 2010]. W okresie 1999-2007 znaczący wzrost realnego popytu krajowego był widoczny 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 bilansu płatniczego, gdyż eksport netto (lub szerzej saldo rachunku bieżącego) jest równy różnicy między PKB a sumą wydatków krajowych (popytem krajowym)¹.

Do przyczyn pogarszania się salda rachunku bieżącego w krajach peryferyjnych strefy euro zalicza się, obok wzrostu popytu krajowego w wyniku bo-

¹ Co można zapisać następująco: $NX = Y - (C + I + G)$, gdzie NX to różnica między eksportem a importem, Y – PKB, C – konsumpcja prywatna, I – inwestycje, G – wydatki rządowe [Montiel, 2012].

omu kredytowego, także wzrost jednostkowych kosztów pracy², a tym samym aprecjację realnego kursu walutowego³. Okres pierwszych lat członkostwa państw peryferyjnych w strefie euro (do 2008 roku) 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 wzrostu płac 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. Równolegle wzrastała produktywność pracy, jednakże w tempie wolniejszym od wzrostu płac, a tym samym jednostkowe koszty pracy. 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.

2. Kryzys finansów publicznych

Początek załamania finansów publicznych krajów peryferyjnych można datować 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 (tab. 1 i 2). W efekcie znacznie wzrósł dług publiczny – 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 redukcji długu), Portugalii o 60, Hiszpanii o 58, na Cyprze o 53 punkty procentowe. 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) i od roku 2010 musiały zaprzestać finansowania potrzeb pożyczkowych na rynkach finansowych. W efekcie zostały objęte wsparciem fi-

² Jednostkowe koszty pracy są definiowane 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 [Misala, 2011].

³ Realny kurs walutowy jest definiowany jako $RER = S P^*/P$, gdzie RER to realny kurs walutowy, S – 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 [Montiel, 2012].

nansowym ze strony UE oraz MFW (Irlandia objęta programem pomocowym w okresie 2010-2013, Grecja od 2010, Portugalia od 2011 do 2014 roku, Cypr od 2013, Hiszpania w okresie 2012-2014 na wsparcie sektora bankowego). Dodatkowo EBC wsparł rynek długu publicznego programami zakupu obligacji skarbowych.

Do kryzysu finansów publicznych przyczyniły się zwłaszcza skutki nierównowag makroekonomicznych i kryzys bankowy.

A. Konsekwencje nierównowag makroekonomicznych. Boom kredytowy skutkujący wzrostem znaczenia budownictwa, sektora nieruchomości oraz finansowego⁴ powodował, że w części krajów saldo finansów publicznych w znacznym stopniu było warunkowane 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 wzrostu kosztów zadłużania (przykładowo rentowność obligacji Grecji wzrosła z niecałych 4% do ponad 35%, dla Irlandii i Portugalii zmiana nie była równie dramatyczna, ale również skutkowała brakiem możliwości rynkowego finansowania długu), a w krańcowym przypadku wstrzymanie się rynków finansowych od dalszego finansowania deficytu budżetowego.

B. 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 około 40% PKB) w celu zahamowania dalszych negatywnych konsekwencji (paniki finansowej, spadku płynności w systemie bankowym i w rezultacie pogłębienia recesji). Jednocześnie recesja,

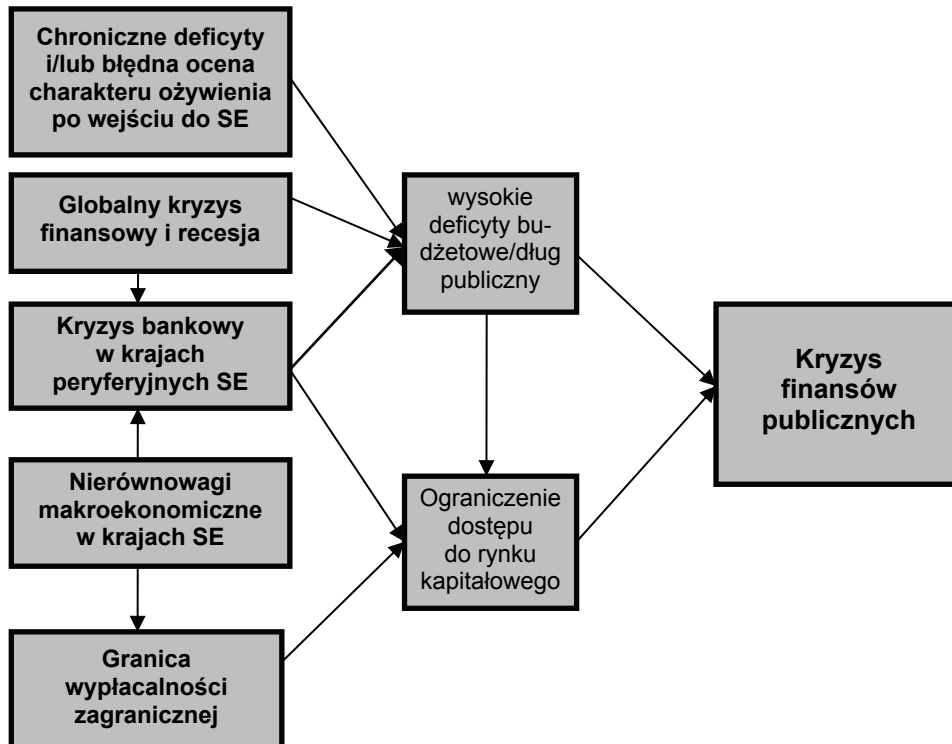
⁴ Szerzej na temat boomu kredytowego w krajach peryferyjnych strefy euro: Pietrucha i in. [2013].

następująca po globalnym kryzysie finansowym, dodatkowo obciążyła budżety publiczne ze względu na spadek dochodów i wzrost wydatków.

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 spoczyły 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” [Obstfeld, 2013] powiązań między sektorem bankowym i finansami publicznymi była mechanizmem napędzającym drugą fazę kryzysu w strefie euro, już po ustąpieniu czynników o charakterze globalnym.

Wzajemna zależność rynku długu oraz sektora bankowego pogłębiała także kryzys finansów publicznych. 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 pogarsza stan finansów publicznych (wzrost kosztów długu), a także kondycję sektora bankowego ze względu na spadek wartości obligacji emitowanych przez władze publiczne. 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.

Przyczyny kryzysu finansów publicznych w krajach peryferyjnych strefy euro podsumowuje rys. 2.



Rys. 2. Źródła kryzysu finansów publicznych w strefie euro

3. Zarządzanie gospodarcze w strefie euro i efekty wtórne kryzysu finansów publicznych

W pierwszym okresie kryzysu (około roku 2008) stan finansów publicznych krajów strefy euro nie tylko jako całości, ale także większości krajów członkowskich (ponownie z wyjątkiem Grecji) nie był gorszy niż w innych krajach o dojrzałych gospodarkach (przykładowo w USA deficyt był prawie dwukrotnie wyższy, wyższy był również dług publiczny, w porównaniu ze strefą euro). Po ujawnieniu się w pełni kryzysu bankowego i w sektorze realnym stan finansów publicznych krajów strefy euro dramatycznie się pogorszył, zwłaszcza w Irlandii i Hiszpanii. Wynikało to ze wspomnianej wyżej „śmiertelnej pętli” w powiązaniu z lukami w zarządzaniu gospodarczym strefy euro, wynikającymi z przyjętej w traktacie z Maastricht asymetrii między unią walutową a unią gospodarczą.

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 ESBC [Szczepańska, 2008]. Tym samym w warunkach silnego szoku, jakim był kryzys bankowy, brakowało w strefie euro podmiotu, który mógłby pełnić funkcję pożyczkodawcy ostatecznej 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.

Konsekwencje tej luki można prześledzić na przykładzie kryzysu bankowego w Irlandii. Europejski Bank Centralny nie pełnił 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) zaważyła na kryzysie finansów publicznych w tym kraju (dla przypomnienia: o ustabilizowanych finansach publicznych w latach poprzednich).

Drugą z istotnych luk w zarządzaniu gospodarczym był brak odpowiedniego instrumentu wspólnotowej reakcji na zaburzenia w poszczególnych krajach. Ciężar dostosowań fiskalnych w wyniku szoków (symetrycznych i asymetrycznych) leżał wyłącznie po stronie finansów publicznych poszczególnych państw członkowskich bez możliwości dzielenia ciężarów i odpowiedzialności. Władztwo nad polityką budżetową, zwłaszcza w zakresie nakładania opodatkowania oraz określania celów wydatków budżetowych stanowi jeden z kluczowych atrybutów suwerenności, stąd (zarówno 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 za dług publiczny (no bail out). Ciężar dostosowań fiskalnych w wyniku szoków (symetrycznych i asymetrycznych) miał leżeć wyłącznie po stronie finansów publicznych poszczególnych państw członkowskich bez możliwości dzielenia ciężarów i odpowiedzialności. Co więcej, w licznych dokumentach i wypowiedziach przewijał się strach przed „unią transferową”, co wynikało z przeświadczenia, że kraje prowadzące zdrową politykę budżetową nie powinny być obciążane skutkami błędów popełnianych w innych krajach, a przyjęte rozwiązania nie powinny prowadzić do pokusy nadużycia (hazardu moralnego⁵). W efekcie Unia Europejska, w chwili wybuchu kryzysu, nie dysponowała żadnym instrumentem wspólnej reakcji (a do pewnego momentu także przekonaniem o konieczności jej podjęcia).

⁵ W tym przypadku prowadzenia ekspansywnej polityki budżetowej na koszt pozostałych krajów członkowskich.

W efekcie Unia Europejska nie była w stanie przeciwstawić się rozlewaniu kryzysu od najbardziej dotkniętych w pierwszej fazie Grecji oraz Irlandii na inne kraje. Dopiero skala wtórnych skutków spowodowała, że wbrew przyjętym rozwiązaniom w okresie tworzenia UGW oraz obawom przed powstaniem „unii transferowej” ostatecznie doszło do częściowego uwspólnotowienia odpowiedzialności za sytuację w finansach publicznych krajów peryferyjnych. Zaważyły na tym:

1. Efekty spill-over – rozlewanie się kryzysu na inne kraje peryferyjne. Podobieństwo strukturalne, wzmocnione wspólną walutą i zbliżeniem instytucjonalnym, zwiększało zagrożenie atakami na rynek długu pozostałych państw peryferyjnych, w tym o tak istotnym udziale w gospodarce strefy euro, jak Hiszpanii i Włoch.
2. Dążenie do utrzymania wiarygodność strefy euro. Rozlewający się kryzys budżetowy stanowił zagrożenie dla wiarygodności całej strefy euro, a w konsekwencji, potencjalnie, również dla krajów centrum. Wzrost niepewności związany z trudnymi do oszacowania i potencjalnie znacznymi konsekwencjami niestabilności gospodarczej strefy euro mógł oznaczać w konsekwencji np. wzrosty rentowności obligacji krajów centrum.
3. Koszty niekontrolowanego rozpadu strefy euro lub kontrolowanego wystąpienia/wyrzucenia pojedynczych krajów z obszaru wspólnej waluty. Chociaż kraje peryferyjne mogły osiągnąć przejściowe korzyści z dewaluacji nowej waluty narodowej, to jednak koszty (dla krajów centrum i peryferyjnych) byłyby znaczne zarówno w kategoriach PKB i bezrobocia, jak i kosztów budżetowych, zwłaszcza że rozpad strefy euro mógł negatywnie wpłynąć na funkcjonowanie UE, a nawet uruchomić procesy jej rozpadu.
4. Polityczna decyzja utrzymania strefy euro w dotychczasowym kształcie. Utworzenie strefy euro zawsze było w znacznym stopniu projektem politycznym, częścią dużego „projektu europejskiego”, trudno zatem się dziwić, że utrzymanie strefy euro w dotychczasowym kształcie było bazowym scenariuszem politycznym, a to wymagało podjęcia działań o charakterze wspólnym.
5. Zaangażowanie banków centrum w rynek długu oraz w systemy bankowe krajów peryferyjnych, co powodowało, że kryzys finansów publicznych krajów peryferyjnych mógł doprowadzić do kryzysu bankowego w krajach centrum.

Podsumowanie

W Grecji chroniczna nierównowaga finansów publicznych stanowiła jeden z powodów, dla którego globalny kryzys finansowy tak dotknął gospodarkę tego kraju. Jednak jeśli spojrzeć na wszystkie kraje peryferyjne strefy euro, w których

kryzys miał dramatyczny przebieg (zwłaszcza Irlandii i Hiszpanii), to stan finansów publicznych nie stanowił głównego problemu w okresie poprzedzającym kryzys. Kryzys finansów publicznych był wynikiem boomów kredytowych i nierównowagi zewnętrznej, kryzysu bankowego oraz kryzysu w sektorze realnym, a nie był ich przyczyną. Finanse publiczne przyczyniły się jednak do zaognienia drugiej fali kryzysu – po roku 2011. Zaważyło na tym silne powiązanie rynku długu publicznego z sektorem bankowym oraz luki w zarządzaniu gospodarczym w strefie euro. W rezultacie druga fala kryzysu okazała się w strefie euro głębsza i dłuższa niż globalnie.

Literatura

- Borowski J. (2011), *Doświadczenia pierwszej dekady strefy euro* [w:] A. Sławiński (red.), *Polityka pieniężna*, Warszawa.
- European Commission (2010), *Surveillance of Intra-Euro-Area Competitiveness and Imbalances, Economic and Financial Affairs*, Luxembourg.
- Larch M., Noord P. van den, Jonung L. (2010), *The Stability and Growth Pact: Lessons from the Great Recession*, European Economy, Economic Papers, nr 429.
- Lubiński M. (2011), *Przyszłość paktu stabilności i wzrostu*, „Gospodarka Narodowa”, nr 1-2.
- Miklaszewski S. (2012), *Deficyt budżetowy w krajach strefy euro*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa.
- Misala J. (2011), *Międzynarodowa konkurencyjność gospodarki narodowej*, PWE, Warszawa.
- Montiel P. (2012), *Makroekonomia międzynarodowa*, Wolters Kluwer, Warszawa.
- Nowak-Far A. (2011), *Unia Gospodarcza i Walutowa w Europie*, Instytut Wydawniczy EuroPrawo, Warszawa.
- Obstfeld M. (2013), *Finance at Center Stage: Some Lessons of the Euro Crisis*, “European Economy Economic Papers”, nr 493.
- Pietrucha J., Czech-Rogosz J., Tusińska M. (2013), *Nierównowaga zewnętrzna krajów strefy euro*, UE, Katowice.
- Sławiński A. (2009), *Polska w strefie euro: jak zapewnić długookresową konkurencyjność gospodarki?* [w:] D. Rosati (red.), *Euro – ekonomia i polityka*, Oficyna Wydawnicza Wyższej Szkoły Handlu i Prawa im. Ryszarda Łazarskiego, Warszawa.
- Szczepeńska O. (2008), *Stabilność finansowa jako cel banku centralnego. Studium teoretyczno-porównawcze*, Wydawnictwo Naukowe Scholar, Warszawa.

**THE ROLE OF PUBLIC FINANCE
IN THE EUROZONE CRISIS**

Summary: This article will investigate the role of public finance in the eurozone crisis. The early interpretations of the eurozone crisis causes emphasised the negative role of the public finance in the macroeconomic imbalance growth and then in the worsening of the crisis phenomena after the 2007 global financial crisis. However, this interpretation is only (and partially) adequate for Greece and Portugal case, as the public finance crisis occurred as a result of the external imbalance, the crises in banking and in the real sector instead of being their cause.

Keywords: euro area, budgetary policy, crisis, peripheral countries.