Zeszyty Naukowe
Wyższej Szkoły Bankowej w Poznaniu
Nr 35/2011

Emília Zimková

Univerzita Mateja Bela v Banskej Bystrici

Światowy kryzys gospodarczy a pouczające doświadczenia wybranych krajów członkowskich europejskiej Unii Gospodarczej i Walutowej[1]

Streszczenie. Ogólnoświatowy kryzys ekonomiczny wydobył na światło dzienne istotne różnice w kondycji gospodarczej krajów członkowskich Europejskiej Unii Walutowej. Artykuł poświęcono tzw. krajom peryferyjnym strefy euro (Portugalia, Irlandia, Włochy, Grecja, Hiszpania), które mają problemy z finansami publicznymi, wysoką stopą inflacji i deficytem bilansu płatniczego. Analiza strat i korzyści oraz szans i zagrożeń dostarczyć może pożytecznych lekcji zarówno pozostałym krajom członkowskim Europejskiej Unii Walutowej, jak i krajom, które planują przystąpić do strefy euro[1].

Słowa kluczowe: Unia Gospodarcza i Walutowa, strefa euro, kryzys, finanse publiczne, polityka pieniężna, polityka fiskalna, dywergencja

1. Wprowadzenie

Kryzys finansowy, który wybuchł w sierpniu 2007 r. i zaognił się w wyniku bankructwa Lehman Brothers we wrześniu 2008 r., spowodował dotkliwy i rozległy spadek cen aktywów oraz spowolnienie gospodarcze niemal na całym świecie. Polityka fiskalna i monetarna w wielu krajach usiłowała zapobiec załamaniu aktywności gospodarczej. W rezultacie większość rządów prawdopodobnie wyjdzie z zapaści z rekordowym poziomem zadłużenia budżetu w relacji do PKB. Obecny kierunek polityki fiskalnej jest więc nie do utrzymania na dłuższą metę.

[1] Z języka angielskiego przełożył Jarosław Szostak.

Pogarszający się stan finansów publicznych natychmiast skutkował gwałtownymi zmianami w nastrojach rynkowych, które dotyczyły także nastawienia wobec najbardziej zadłużonych państw strefy euro. Pogarszający się stan finansów publicznych wywołał gwałtowne zmiany w nastrojach rynkowych, w tym i nastawienia wobec najbardziej zadłużonych państw strefy euro. Niektóre kraje spotkała już kara ze strony rynków. Utrata zaufania znalazła odbicie w mniej korzystnych średnio- i długoterminowych stopach procentowych, które w przyszłości mogą dławić prywatne inwestycje i osłabiać fundamenty zrównoważonego wzrostu.

W powszechnej świadomości niższy poziom potencjalnego wzrostu produkcji w połączeniu z wyższym zadłużeniem rządu i wysokimi długoterminowymi stopami procentowymi prowadzi do narastania wielkości rat zadłużenia na podobieństwo efektu kuli śnieżnej.

Niniejszy referat przedstawia aktualne informacje o skali publicznej interwencji w sektorze bankowym i rozwiązaniach fiskalnych stosowanych w wybranych krajach strefy euro. Analiza SWOT peryferyjnych krajów członkowskich strefy euro dostarcza pouczających lekcji.

2. Interwencje publiczne w sektorze bankowym

W ciągu ostatnich trzech lat polityka fiskalna skoncentrowana na ratowaniu gospodarki w krótkim czasie wkroczyła na ścieżkę, którą nie można podążać w dłuższej perspektywie.

Komisja Europejska zaprezentowała interesujące zestawienie danych na temat interwencji publicznych w sektorze bankowym. Interwencje te przybierały cztery główne formy: zastrzyki kapitałowe, gwarancje dla zobowiązań banków, pomoc związana z (zagrożonymi) aktywami bankowymi oraz wsparcie dla płynności i finansowania banków. Jak wykazują oficjalne statystyki, w obrębie strefy euro występowały w tym zakresie znaczące różnice.

Największe wsparcie otrzymał irlandzki sektor finansowy. Łączna pomoc publiczna osiągnęła rozmiar ponaddwukrotnie większy od PKB. Odzwierciedla on wysoki udział usług finansowych w tworzeniu PKB.

W drugiej grupie znajdują się Wielka Brytania i kraje Beneluksu. Pomoc dla sektora finansowego w tych państwach oscylowała pomiędzy 20 a 40% aktualnej wartości PKB. Jej rozpiętość odzwierciedla różnice w wielkości sektora bankowego (Wielka Brytania, Luksemburg), stopnień zaangażowania w amerykańskie krótkoterminowe papiery dłużne (np. w przypadku Wielkiej Brytanii i Niemiec), skali załamania cen nieruchomości (Wielka Brytania, Irlandia, Hiszpania, Dania)

Tabela 1. Interwencje publiczne w sektorze bankowym. Procent PKB (dopuszczalny/rzeczywisty)

Wyszczególnienie	Zastrzyki kapitałowe	Gwarantowanie zobowiązań	Pomoc związana z aktywami	Wsparcie dla płynności i finansowania	Razem
Strefa euro	2,6/1,4	20,6/8,3	12,0/0,7	1,3/0,7	36,5/11,1
Unia Europejska	2,6/0,5	24,7/7,8	12,0/0,5	4,3/3,0	43,6/11,8
Irlandia	5,1/2,1	225,2/225,2	–	–	230,3/227,3
Belgia	4,2/5,7	70,8/16,3	5,7/5,0	nd/nw	74,6/35,3
Wielka Brytania	3,5/2,6	21,7/9,5	–	25,1/18,7	50,3/30,8
Holandia	7,9/7,9	34,3/5,7	–/4,9	–/5,8	42,2/24,3
Luksemburg	6,9/7,9	12,4/nd	–	–	19,3/18,5
Szwecja	1,6/0,2	48,5/8,8	–	0,1/–	50,2/9,0
Łotwa	1,4/–	10,9/2,8	–	10,9/6,1	23,2/8,9
Austria	5,0/1,7	27,3/5,1	0,4/0,4	27,3/1,5	60,0/8,7
Niemcy	4,2/1,6	18,6/7,3	3,6/0,4	–/nw	26,4/6,3
Hiszpania	–	9,3/2,8	–	2,8/1,8	12,1/4,6
Francja	1,2/0,8	16,6/3,1	2,3/0,3	–	20,1/4,2
Portugalia	2,4/–	12,5/3,0	–	–	14,9/3,0
Grecja	2,0/–	6,1/0,4	–/3,3	–	11,4/2,1
Dania	6,1/0,3	253,0/nw	–	nd/nw	243,8/0,5
Węgry	1,1/0,1	5,9/–	–	–	7,0/0,1
Słowenia	–	32,8/–	–	–	32,8/–
Słowacja	–	–	–	–	–
Rumunia	–	–	–	–	–
Polska	–	–	–	–	–
Malta	–	–	–	–	–
Litwa	–	–	–	–	–
Włochy	1,3/–	nd/–	–	–	1,3/–
Finlandia	–	27,7/–	–	–	27,7/–
Estonia	–	–	–	–	–
Czechy	–	–	–	–	–
Cypr	–	–	–	–	–
Bułgaria	–	–	–	–	–

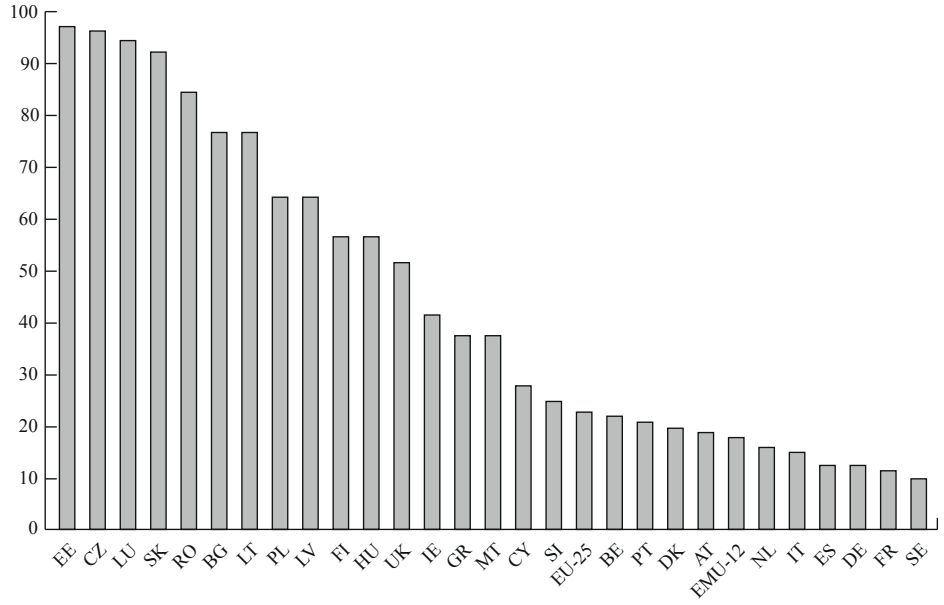
Objaśnienie: nd – dane niedostępne, nw – niewykazany

Źródło: Komisja Europejska.

bądź zaangażowania banków komercyjnych w Europie Środkowej i Wschodniej (Szwecja, Finlandia, Austria, Grecja, Belgia, Holandia).

Państwa Europy Środkowej i Wschodniej na ogół nie interweniowały w branży bankowej z kilku powodów. Aktywa tamtejszych banków oczyszczone zostały ze złych długów w latach 90. XX w. w ramach przygotowania do prywatyzacji. Warto też dodać, że banki w Europie Środkowej i Wschodniej należą do zagranicznych inwestorów, a ich działalność skupia się na udzielaniu kredytów i pożyczek krajowym przedsiębiorstwom, gospodarstwom domowym, lokalnym samorządom itd. Co za tym idzie, ich zaangażowanie w amerykańskie bony komercyjne (*Commercial Paper*) było znikome.

Wykres 1. Udział rynkowy banków znajdujących się w rękach kapitału zagranicznego (jako procent aktywów ogółem)



Źródło: Commission Staff Working Document, Accompanying document to the Communication from the Commission „European Financial Supervision" – Impact Assessment, European Commission, May 2009.

Pomoc publiczna na Węgrzech związana była z ogólnie pogarszającą się sytuacją w gospodarce realnej oraz dużym udziałem kredytów w walutach obcych. Po dewaluacji rodzimej waluty wielu klientów nie było w stanie obsłużyć swoich zobowiązań.

3. Problemy fiskalne

Pogorszenie stanu finansów publicznych w niektórych krajach doprowadziło do wzrostu rynkowego oprocentowania średnio- i długoterminowych obligacji rządowych. W przyszłości może to skutkować zdławieniem inwestycji prywatnych, a także wpłynąć na osłabienie fundamentów wzrostu gospodarczego.

Tabela 2. Deficyt budżetowy/nadwyżka budżetowa jako procent PKB

Wybrane kraje	2005	2006	2007	2008	2009
Strefa euro	−2,5	−1,3	−0,6	−2,0	−6,3
Niemcy	−3,3	−1,6	0,2	0,0	−3,3
Francja	−2,9	−2,3	−2,7	−3,3	−7,5
Portugalia	−6,1	−3,9	−2,6	−2,8	−9,4
Irlandia	1,6	3,0	0,1	−7,3	−14,3
Włochy	−4,3	−3,3	−1,5	−2,7	−5,3
Grecja	−5,2	−3,6	−5,1	−7,7	−13,6
Hiszpania	1,0	2,0	1,9	−4,1	−11,2
Polska	−4,1	−3,6	−1,9	−3,7	−7,1
Słowacja	−2,8	−3,5	−1,9	−2,3	−6,8

Źródło: Eurostat.

Aż do roku 2007 kraje członkowskie Unii Gospodarczej i Walutowej pilnowały wielkości deficytu swoich finansów publicznych, próbując dotrzymać zapisów Paktu Stabilności i Wzrostu. W roku 2009 deficyt finansów publicznych wzrósł jednak ponadtrzykrotnie. W Grecji, Irlandii i Hiszpanii dynamika jego wzrostu wyrażała się liczbą dwucyfrową.

Ten sam scenariusz dotyczył długów rządowych. Do roku 2007 kraje członkowskie starały się je obniżać. W roku 2009 odnotowano już jednak roczny wzrost zadłużenia rządowego o blisko 10%. Tymczasem Jürgen Stark, członek Zarządu Europejskiego Banku Centralnego twierdzi, że jeżeli deficyt strukturalny będzie obniżany o zaledwie 0,5% PKB rocznie, strefa euro będzie potrzebowała 20 lub więcej lat, by powrócić do poziomu, na jakim pozostawało zadłużenie w relacji do PKB przed kryzysem.

Najwyższe wskaźniki zadłużenia rządowego mają Włochy i Grecja. Jednak podczas gdy włoskie obligacje znajdują się w rękach rodzimych inwestorów, obligacje greckie kupowane są przez inwestorów zagranicznych, co na początku roku 2010 doprowadziło do bezprecedensowych zawirowań w UE.

Zgodnie z prognozami Komisji Europejskiej w 27 krajach rozszerzonej Unii zadłużenie rządów miało dalej silnie rosnąć i w roku 2011 sięgnąć prawie 84%.

Tabela 3. Dług rządowy jako procent PKB

Wybrane kraje	2005	2006	2007	2008	2009
Strefa euro	70,1	68,3	66,0	69,4	78,7
Niemcy	68,0	67,6	65,0	66,0	73,2
Francja	66,4	63,7	63,8	67,5	77,6
Portugalia	63,6	64,7	63,6	66,3	76,8
Irlandia	27,4	24,9	25,0	43,9	64,0
Włochy	105,8	106,5	103,5	106,1	115,8
Grecja	100,0	97,8	95,7	99,2	115,1
Hiszpania	43,0	39,6	36,2	39,7	53,2
Polska	47,1	47,7	45,0	47,2	51,0
Słowacja	34,2	30,5	29,3	27,7	35,7

Źródło: Eurostat.

Dla wielu krajów członkowskich podano jeszcze bardziej niepomyślne prognozy. Sytuacja nie wygląda zbyt zachęcająco także poza granicami UE, gdzie USA i Japonia mają dwucyfrowy deficyt budżetowy, a w przyszłym roku ich wskaźniki długu publicznego skoczą do – odpowiednio – ok. 100% PKB w USA i 200% w Japonii.

4. Dywergencja w strefie euro

Zgodnie z przyjętą teorią Unia Gospodarcza i Walutowa (UGW) musi opierać się na spójnym, homogenicznym rozwoju krajów członkowskich. Jednakże wskaźniki makroekonomiczne wskazują na istotną dywergencję wśród krajów

strefy euro. Obserwuje się mianowicie dywergentny rozwój „centralnych" i „peryferyjnych" państw członkowskich UGW, przy czym jako państwa „centralne" określane są Niemcy i Francja, a do państw nazywanych „peryferyjnymi" należą Portugalia, Włochy, Irlandia, Grecja i Hiszpania.

Zanim powstała UGW, kraje z grupy „peryferyjnych" pozwoliły wynagrodzeniom rosnąć szybciej niż zmieniała się wydajność pracy. Kwestię niskiej konkurencyjności (wynikającej z wysokich jednostkowych kosztów pracy) rozwiązywano przez dewaluację lokalnej waluty. Po wejściu do strefy euro w krajach „peryferyjnych" ponownie nastąpił wzrost wynagrodzeń, który wyprzedzał wzrost produktywności osób zawodowo czynnych. Państwa te nadal nie były konkurencyjne, więc prostą konsekwencją stał się duży deficyt w bilansie płatniczym.

Niski poziom stóp procentowych rozbudził tymczasem ogromny popyt wewnętrzny, za którego przyczyną kraje „peryferyjne" dotknął większy wzrost inflacji w porównaniu ze średnią dla strefy euro, zaś ich niska konkurencyjność natychmiast znalazła odbicie we wzroście długu publicznego.

Dwa z tych pięciu krajów – Portugalia i Grecja – musiały korzystać z zagranicznych źródeł finansowania dla pokrycia długu publicznego, gdyż skłonność do oszczędzania u krajowych podmiotów jest tam stosunkowo nieduża. Włochy natomiast, pomimo wysokiego poziomu długu publicznego i wysokiego deficytu na rachunku bieżącym, są w stanie finansować swoje zadłużenie ze źródeł krajowych. Dwucyfrowy deficyt Portugalii czy Grecji zwiększa podatność tych rynków finansowych na zagrożenia. Kapitał nie napływa już bowiem w postaci inwestycji długoterminowych, lecz jako kredyty krótkoterminowe i inwestycje portfelowe.

Analiza mocnych i słabych stron „peryferyjnych" krajów członkowskich oraz przegląd szans i zagrożeń dla tych państw dostarczyć może pouczających lekcji – zarówno innym członkom UGW, jak i krajom, które dopiero planują wstąpienie do strefy euro.

Na podstawie analizy SWOT orzec można, że Słowacja i Polska powinny nade wszystko dbać o utrzymanie konkurencyjności swoich gospodarek. Wynagrodzenia nie mogą zatem rosnąć zbyt szybko, tak by ich wzrost nie wyprzedzał tempa wzrostu wydajności pracy. Inwestycje w edukację i badania naukowe są zaś niezbędne, by doprowadzić do pożądanych zmian w strukturze gospodarki.

Tabela 4. Analiza SWOT „peryferyjnych" krajów strefy euro

Portugalia	Silne strony	Słabe strony
	Przeciętny poziom długu publicznego Uprzednio wprowadzone reformy finansów publicznych Lekkie osłabienie wzrostu gospodarczego Rozpoczęta reforma systemu emerytalnego	Narastanie problemów strukturalnych Niska konkurencyjność – deficyt w bilansie płatniczym Mała atrakcyjność dla inwestorów Niski poziom inwestycji w edukację i naukę
	Szanse	Zagrożenia
	Społeczne poparcie dla reform	Rząd mniejszościowy, oczekiwane trudności z osiągnięciem politycznego konsensu Wysokie zadłużenie prywatne
Irlandia	Silne strony	Słabe strony
	Umiarkowany poziom długu publicznego Stabilność polityczna Poparcie w społeczeństwie Atrakcyjność kraju dla bezpośrednich inwestycji zagranicznych, szczególnie w branży wysokich technologii	Sektor finansowy wypracowuje wysoki procent PKB Wysokie koszty ratowania banków Załamanie cen nieruchomości Dynamiczny wzrost długu publicznego
	Szanse	Zagrożenia
	Pakiet stabilizacyjny (pomoc dla sektora bankowego) pozytywnieprzyjęty przez MFW agencje ratingowe Postrzeganie kraju jako „pomostu" do Europy	Powolne tempo wychodzenia z kryzysu Wysokie zadłużenie osób fizycznych
Włochy	Korzyści	Straty
	Najskromniejszy pakiet pomocowy wśród krajów G20 – nieznaczny wzrost deficytu fiskalnego Zdrowy rynek nieruchomości Brak zaangażowania w amerykańskie papiery hipoteczne Wysoki poziom oszczędności	Wysoki dług publiczny – płatności rzędu 5% PKB rocznie z tego tytułu Niski potencjał wzrostu gospodarczego Utrata konkurencyjności z powodu wysokiego jednostkowego kosztu pracy
	Szanse	Zagrożenia
	Racjonalizacja i cięcia wydatków w instytucjach publicznych – działania wdrożone i w toku	Ujemny przyrost naturalny Oczekiwany w niedalekiej przyszłości spadek liczby mieszkańców

cd. tab. 4

Grecja	Silne strony	Słabe strony
	Zdrowy rynek nieruchomości Niskie zadłużenie ludności i podmiotów gospodarczych	Wysoki deficyt finansów publicznych i wysoki dług publiczny finansowany przez rynki zagraniczne (zagraniczni inwestorzy posiadają obligacje o wartości sięgającej 99% PKB) Utrata konkurencyjności w następstwie wysokiego jednostkowego kosztu pracy Wysoki deficyt na rachunku bieżącym Nadmiernie rozbudowany sektor publiczny Rozległa szara strefa w gospodarce Brak efektywnej polityki podatkowej
	Szanse	Zagrożenia
	Pakiet solidarnościowy UE i MFW daje szansę na wdrożenie reform i oszczędnej polityki budżetowej	Niski poziom zaufania społeczeństwa do rządu Słabe poparcie społeczne Brak doświadczenia w zakresie konsolidacji budżetu Wysokie prawdopodobieństwo wybuchu społecznych protestów Głęboka recesja jako następstwo procesu konsolidacji Wzrost długu publicznego pomimo działań ratunkowych
Hiszpania	Silne strony	Słabe strony
	Dług publiczny na umiarkowanym poziomie finansowany ze źródeł krajowych (zagraniczni inwestorzy posiadają obligacje o wartości zbliżonej do 27% PKB) Małe zaangażowanie w amerykańskie bony komercyjne	Branża budowlana wypracowuje dużą część PKB Silny wpływ kryzysu na rynek nieruchomości Wysoki deficyt na rachunku bieżącym od czasu wejścia do strefy euro
	Szanse	Zagrożenia
	Pakiet konsolidacyjny wdrożony przy poparciu społecznym Względnie dobra sytuacja demograficzna na tle średniej w UE Współpraca z krajami Ameryki Łacińskiej	Wolne tempo wychodzenia z kryzysu gospodarczego Rząd mniejszościowy – ryzyko przedterminowych wyborów Wysokie zadłużenie indywidualne

Źródło: opracowanie własne.

5. Podsumowanie

Analizowanym krajom grozi efekt kuli śnieżnej, gdy przyjdzie im spłacać odsetki od zadłużenia w warunkach niższego tempa wzrostu gospodarczego, któremu towarzyszyć będzie wyższy deficyt sektora finansów publicznych i wyższe oprocentowanie długoterminowych pożyczek. Utrzymywanie nierównowagi budżetowej w dłuższym okresie oraz dalszy wzrost długu publicznego mogą więc podważyć wiarygodność UGW.

Najistotniejsze jest obecnie, by na czas powstrzymać rządowe zapędy w obszarze polityki fiskalnej w obliczu nadchodzących wyzwań skutkujących obciążeniami dla rządowych budżetów, takich jak np. starzenie się społeczeństwa. Warto pamiętać przestrogę, że nawet jeżeli krajom UE uda się corocznie obniżać dług publiczny w relacji do PKB o 0,5%, to i tak powrót do poziomu zadłużenia sprzed kryzysu potrwa ok. 20 lat.

Nauka, jaka płynie dla Polski i Słowacji z przedstawionej analizy SWOT, jest dwojaka: po pierwsze, że powinny one dbać o konkurencyjność swoich gospodarek – wynagrodzenia w żadnym razie nie mogą rosnąć szybciej niż wydajność pracy; po drugie zaś, że konsekwentne inwestowanie w edukację i badania naukowe jest kluczem do pożądanych zmian w strukturze gospodarki.

Co zaś tyczy się UE, wydaje się, że dalsze trwanie nierównowagi budżetowej w parze ze wzrostem długu publicznego nie tylko stanowiłoby trudne wyzwanie dla polityki monetarnej, ale też mogłyby w efekcie podważyć wiarygodność instytucji UGW.

Literatura

Komisja Europejska, *Economic Crisis in Europe: Causes, Consequences and Responses*, „European Economy" 2009, No. 7, Office for Official Publications of the European Communities, Luksemburg 2009.

Komisja Europejska, Commission Staff Working Document, Accompanying document to the Communication from the Commission „European Financial Supervision" – Impact Assessment, European Commission, maj 2009.

Lawson C., Zimkova E., *The Credit Crisis: What Lesson for Visegrad?*, „Prague Economic Papers" 2009, No. 2.

Schill V., *Challenges for Fiscal Sustainability in the European Union*, ECB Public Finance Workshop, 2010.