

**PRACE NAUKOWE**

Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu

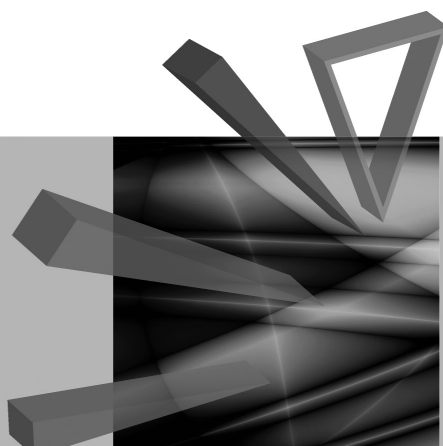
**RESEARCH PAPERS**

of Wrocław University of Economics

**267**

# **Handel i inwestycje w semiglobalnym otoczeniu**

**Tom 2**



Redaktorzy naukowi

**Jan Rymarczyk, Małgorzata Domiter,  
Wawrzyniec Michalczyk**



Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu  
Wrocław 2012

Recenzenci: Jarosław Kundera, Leon Olszewski, Zdzisław Puślecki,  
Kazimierz Starzyk, Krystyna Żołądkiewicz

Redaktorzy Wydawnictwa: Elżbieta Kożuchowska, Aleksandra Śliwka

Redaktor techniczny: Barbara Łopusiewicz

Korektor: Barbara Cibis

Łamanie: Małgorzata Czupryńska

Projekt okładki: Beata Dębska

Publikacja jest dostępna w Internecie na stronach:

[www.ibuk.pl](http://www.ibuk.pl), [www.ebscohost.com](http://www.ebscohost.com),

The Central and Eastern European Online Library [www.ceeol.com](http://www.ceeol.com),

a także w adnotowanej bibliografii zagadnień ekonomicznych BazEkon

[http://kangur.uek.krakow.pl/bazy\\_ae/bazekon/nowy/index.php](http://kangur.uek.krakow.pl/bazy_ae/bazekon/nowy/index.php)

Informacje o naborze artykułów i zasadach recenzowania znajdują się

na stronie internetowej Wydawnictwa

[www.wydawnictwo.ue.wroc.pl](http://www.wydawnictwo.ue.wroc.pl)

Kopiowanie i powielanie w jakiegokolwiek formie wymaga pisemnej zgody Wydawcy

© Copyright by Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu

Wrocław 2012

**ISSN 1899-3192**

**ISBN 978-83-7695-235-2 (całość)**

**ISBN 978-83-7695-243-7 t. 2**

Wersja pierwotna: publikacja drukowana

Druk: Drukarnia TOTEM

## Spis treści

<b>Piotr Liszek:</b> Polski handel zagraniczny gazem płynnym w latach 2004-2011 .....	9
<b>Marek Maciejewski:</b> Otwartość polskiej gospodarki w warunkach liberalizacji przepływów kapitałowych .....	19
<b>Justyna Majchrzak-Lepczyk:</b> Obsługa logistyczna sektora handlu .....	30
<b>Dominika Malchar-Michalska:</b> Wpływ kryzysu żywnościowego na wykorzystanie ograniczeń eksportowych w handlu międzynarodowym surowcami rolnymi .....	39
<b>Jakub Marszałek:</b> Związki rynkowej wyceny akcji i obligacji zamiennych na akcje – analiza sektorowa na giełdzie papierów wartościowych w Tel Awiwie .....	49
<b>Grzegorz Mazur:</b> Powszechny system preferencji celnych UE – w kierunku nowych rozwiązań .....	60
<b>Jakub Mazurek:</b> Międzynarodowa strategia spekulacyjna Carry Trade. Sprzeczność z teorią nieobciążonego parytetu stóp procentowych i ryzyko kryzysu walutowego jako determinanta ponadprzeciętnej stopy zwrotu ...	72
<b>Bartosz Michalski:</b> Międzynarodowa konkurencyjność polskiej gospodarki w perspektywie koncepcji <i>soft power</i> .....	83
<b>Ewa Mińska-Struzik:</b> Konkurencyjność polskiego eksportu produktów wysokiej techniki .....	95
<b>Edward Molendowski:</b> Główne tendencje w handlu zagranicznym Nowych Państw Członkowskich (UE-10) wynikające z akcesji do UE .....	106
<b>Barbara Mróz-Gorgoń:</b> Procesy globalizacji i ich wpływ na zarządzanie marką sieci franczyzowych .....	122
<b>Wanda Nowara:</b> Cechy filii zagranicznej jako determinanty jej dezinvestycji	132
<b>Anna Odrobina:</b> Korporacje transnarodowe a globalna działalność badawczo-rozwojowa .....	144
<b>Monika Paradowska:</b> Problemy zrównoważonego rozwoju transportu w kontekście międzynarodowego handlu i inwestycji .....	155
<b>Paweł Pasierbiak:</b> Powiązania inwestycyjne między Japonią i Koreą Południową .....	168
<b>Iwona Pawlas:</b> Relacje handlowe Polski z wybranymi krajami Unii Europejskiej w okresie niestabilności gospodarczej .....	179
<b>Bożena Pera:</b> Wymiana handlowa krajów Unii Europejskiej a globalny kryzys finansowy .....	191

<b>Katarzyna Puchalska:</b> Korporacje transnarodowe i ich znaczenie we współczesnej gospodarce światowej .....	203
<b>Łukasz Puślecki:</b> Zarządzanie aliansami na podstawie wyników najnowszych badań .....	213
<b>Denisa Repková:</b> Financing financial crisis in banking sector .....	225
<b>Magdalena Rosińska-Bukowska:</b> Korporacje transnarodowe wobec wyzwań semiglobalnego otoczenia .....	231
<b>Jerzy Rymarczyk:</b> Wpływ globalnego kryzysu finansowego na zadłużenie krajów strefy euro .....	241
<b>Iwona Sobol:</b> Analiza instrumentów pochodnych z perspektywy finansów islamskich .....	252
<b>Tadeusz Sporek:</b> Konkurencyjność rozwoju gospodarki w procesie globalnej konkurencji i internacjonalizacji .....	262
<b>Magdalena Kinga Stawicka:</b> Handel zagraniczny a bezpośrednie inwestycje zagraniczne – zjawiska komplementarne czy substytucyjne w gospodarce polskiej? .....	269
<b>Krzysztof Szaflarski, Anna Sobczyk-Kolbuch:</b> Wpływ procesów globalizacyjnych na funkcjonowanie małych i średnich przedsiębiorstw w aglomeracji górnośląskiej .....	278
<b>Barbara Szymoniuk:</b> Budowanie kapitału społecznego klastrów w semiglobalnym otoczeniu .....	289
<b>Alina Szypulewska-Porczyńska:</b> Stan i tendencje rozwoju handlu w ramach rynku wewnętrznego usług Unii Europejskiej .....	298
<b>Marek Wróblewski:</b> Międzynarodowy Fundusz Walutowy wobec kryzysu finansowego w Europie .....	307
<b>Waldemar Zadworny:</b> Analiza postaw przedsiębiorczych w sektorze MŚP na Podkarpaciu (w świetle wyników badań ankietowych) .....	318
<b>Dominika Zenka-Podlaszewska:</b> Zyski jako determinanta inwestycji w teorii ekonomii .....	331
<b>Wojciech Zysk:</b> Działalność eksportowa spółek z udziałem zagranicznym w Polsce w latach 2004-2010 .....	342

## Summaries

<b>Piotr Liszek:</b> Polish foreign trade of liquefied petroleum gas in the years 2004-2011 .....	18
<b>Marek Maciejewski:</b> Openness of Polish economy in terms of capital account liberalization .....	29
<b>Justyna Majchrzak-Lepczyk:</b> Logistic service for trade sector .....	38
<b>Dominika Malchar-Michalska:</b> The impact of the food crisis on the implementation of agricultural export restrictions in the world agricultural trade .....	48

<b>Jakub Marszałek:</b> Shares and convertible bonds market valuation relation – sector analysis on the Tel Aviv Stock Exchange.....	59
<b>Grzegorz Mazur:</b> Generalised system of customs preferences of the European Union – towards new regulations .....	70
<b>Jakub Mazurek:</b> Carry Trade – international speculative strategy. Contraction with uncovered interest rate parity and currency crash risk as a determinant of excessive rate of returns .....	82
<b>Bartosz Michalski:</b> International competitiveness of Polish economy in the perspective of the soft-power concept .....	94
<b>Ewa Mińska-Struzik:</b> Competitiveness of Poland's high-tech exports .....	105
<b>Edward Molendowski:</b> Main trends in foreign trade of New Member States (EU-10) resulting from the accession to the EU.....	121
<b>Barbara Mróz-Gorgoń:</b> Globalization processes and their influence on franchise chain brand management .....	131
<b>Wanda Nowara:</b> Characteristics of foreign subsidiaries as determinants of its divestment.....	143
<b>Anna Odrobina:</b> Transnational Corporations and global research and development activities.....	154
<b>Monika Paradowska:</b> Problems of sustainable transport development in the context of international trade and investments .....	167
<b>Paweł Pasierbiak:</b> Investment ties between Japan and the Republic of Korea.....	178
<b>Iwona Pawlas:</b> Trade relations between Poland and chosen EU member economies at the time of economic instability .....	190
<b>Bożena Pera:</b> European Union trade and global financial crisis .....	202
<b>Katarzyna Puchalska:</b> Transnational Corporations and their role in contemporary world economy .....	212
<b>Łukasz Puślecki:</b> Alliance management on the basis of results of recent studies.....	224
<b>Denisa Repková:</b> Finansowanie kryzysu w sektorze bankowym.....	230
<b>Magdalena Rosińska-Bukowska:</b> Transnational Corporations in the Face of semi-global environment challenges .....	240
<b>Jerzy Rymarczyk:</b> Impact of the total financial crisis on the debts of the euro zone countries .....	251
<b>Iwona Sobol:</b> Analysis of derivatives from the perspective of Islamic finance .....	261
<b>Tadeusz Sporek:</b> Competitiveness of the development of economy in the process of global competition and internationalization .....	268
<b>Magdalena Kinga Stawicka:</b> Foreign trade and foreign direct investments – complementary or substitutable phenomena in Polish economy? .....	277
<b>Krzysztof Szaflarski, Anna Sobczyk-Kolbuch:</b> Influence of globalisation on small and medium enterprises at Upper Silesian district .....	288

---

<b>Barbara Szymoniuk:</b> Building social capital of clusters in the semi-global environment .....	297
<b>Alina Szypulewska-Porczyńska:</b> State and tendencies in the development of trade within the EU internal services market.....	306
<b>Marek Wróblewski:</b> International Monetary Fund towards the financial crisis in Europe .....	317
<b>Waldemar Zadworny:</b> Analysis of self-starter attitude in SME'S sector in Podkarpacie region (in the light of poll results) .....	330
<b>Dominika Zenka-Podlaszewska:</b> Profits as a determinant of investment in the theory of economics.....	341
<b>Wojciech Zysk:</b> Export activity of companies with foreign capital share in Poland in the years 2004-2010 .....	350

**Jerzy Rymarczyk**

Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu

---

## WPLYW GLOBALNEGO KRYZYSU FINANSOWEGO NA ZADŁUŻENIE KRAJÓW STREFY EURO

---

**Streszczenie:** W artykule autor analizuje przyczyny kryzysu finansów publicznych w niektórych krajach strefy euro. Dowodzi, że nadmierne zadłużenie tych krajów jest przede wszystkim następstwem globalnego kryzysu finansowego (2008-2010), a w mniejszym stopniu skutkiem błędnej polityki fiskalnej w strefie euro.

**Słowa kluczowe:** strefa euro, globalny kryzys finansowy, deficyt budżetowy, zadłużenie, bilans płatniczy.

### 1. Wstęp

W literaturze i w dyskusjach określenie „kryzys finansów publicznych” używane jest często jako synonim „kryzysu euro”. Stąd można odnieść wrażenie, że obecne trudności na rynkach finansowych są wynikiem błędnej polityki finansowej w strefie euro. O tym, że wrażenie to niecałkowicie jest zgodne z prawdą, świadczą dane dotyczące budżetów innych krajów rozwiniętych. I tak, deficyty budżetowe USA, Wielkiej Brytanii i Japonii wynoszą ponad 10% PKB i przewyższają średni deficyt strefy euro o 4%. Należy zauważyć, że dopiero kryzys finansowy (2008-2010) zwiększył wysokość deficytów publicznych i całkowite zadłużenie w strefie euro. Do 2007 r. dokonywała się nawet konsolidacja budżetów publicznych, która odzwierciedliła się w lekkim spadku kwoty deficytu z 1,5% PKB (2006) do niecałego 1% PKB (2007)<sup>1</sup>.

Jest więc faktem, że kryzys zadłużenia w strefie euro jest następstwem kryzysu finansowego, choć wyzwolony został w wyniku ujawnienia nierzetelnej polityki budżetowej Grecji. Tego rodzaju polityka nie byłaby możliwa bez nowatorskich technik finansowych, które ostatecznie doprowadziły do kryzysu finansowego.

---

<sup>1</sup> *Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung: Jahresgutachten 2010/11*, Schaubild 6, s. 30.

Stan finansów publicznych przed kryzysem finansowym w krajach aktualnie najbardziej zadłużonych (tzw. kraje PIGS) był zadowalający<sup>2</sup>. Dwa kraje, Hiszpania i Irlandia, w latach 2006/2007 wykazywały nadwyżki budżetowe, a ich całkowite zadłużenie stanowiło odpowiednio 36% i 25% PKB. Sama Grecja według ówczesnych danych między 1998 i 2007 r. zredukowała zadłużenie ze 106% do 96% PKB, a kwota długu Portugalii, wynosząca 64% PKB, była jeszcze nieco niższa niż Niemiec<sup>3</sup>. Także w USA i Wielkiej Brytanii w ostatnich pięciu latach przed kryzysem finansowym dług publiczny nie wzrastał lub wzrósł w niewielkim stopniu. W zasadzie nie było państw, które byłyby w takim stopniu zadłużone jak po kryzysie finansowym. Zadłużały się głównie firmy i osoby prywatne, ale gdy nadszedł kryzys finansowy, odpowiedzialność za te długi wzięły na siebie rządy.

Pytania o przyczyny kryzysu w strefie euro nie da się więc rozpatrywać w oderwaniu od analizy przyczyn, które doprowadziły do kryzysu finansowego.

## 2. Przyczyny kryzysu finansowego

W obliczu kryzysu euro kryzys finansowy został już niemal zapomniany. Należy go przede wszystkim odnieść do nadmiernych gwarancji kredytowych dla podmiotów prywatnych. Między 2002 i 2007 r. kwota udzielonych kredytów dla przedsiębiorstw i gospodarstw domowych wzrosła w USA z ok. 1000 mld dol. do 2500 mld dol., a w strefie euro z 50 mld euro do 200 mld euro<sup>4</sup>. Ważną podstawą tej eksplozji kredytowej była sekurytyzacja kredytów, która wprawdzie umożliwia wyrównanie struktury ryzyka i poprzez to uniknięcie jego kumulacji, ale prowadzi do udzielania kredytów w oderwaniu od zdolności płatniczych dłużników. Decydujące było to, że ci, którym gwarantowano kredyt, nie ponosili już ryzyka, a ci, którzy stali na końcu kaskady sekurytyzacji, nie znali stopnia ryzyka, tzn. nie mieli żadnych szans sprawdzić prawdopodobieństwa spłaty długu<sup>5</sup>. W procederze tym współdziałali pośrednicy kredytowi, banki, spółki celowe, agencje ratingowe, jak również krajowi i międzynarodowi kupcy papierów wartościowych. Skutkiem łatwego dostępu do kredytów było podejmowanie przez przedsiębiorstwa mało rentownych inwestycji i konsumpcja ponad stan w gospodarstwach domowych. Ostatecznym tego efektem

---

<sup>2</sup> Do krajów PIGS zalicza się: Grecję, Hiszpanię, Irlandię, Portugalie i Włochy. W rozważaniach pomijamy Włochy, których sytuacja pod względem zadłużenia jest mimo wszystko korzystniejsza niż pozostałych krajów tej grupy (deficyt budżetowy w 2010 r. 4,5%). Ponadto czynniki, które wpłynęły na trudną sytuację Włoch, są wynikiem „efektu zarażenia” i sytuacji politycznej w tym kraju, są więc nieco inne niż w pozostałych krajach tej grupy.

<sup>3</sup> R. Neubäumer, *Eurokrise: Keine Staatschuldenkrise, sondern Folge der Finanzkrise*, „Wirtschaftsdienst” 2011/12, s. 827.

<sup>4</sup> *Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung: Jahresgutachten 2009/10*, Schaubild 5, s. 31.

<sup>5</sup> D. Schäfer, *Kreditverbriefungen: Nicht alle Eier in einen Korb*, „DIW-Wochenbericht”, 25.Jg. (2008), H.43, s. 686.



było pęknięcie bańki spekulacyjnej na rynku nieruchomości w USA i w wielu innych krajach.

### 3. Globalna nierównowaga bilansów płatniczych

W skali międzynarodowej doszło, z jednej strony, do wysokiej nadwyżki bilansów płatniczych Chin, Japonii, krajów eksportujących ropę naftową i, z drugiej strony, do szybko rosnących deficytów bilansów płatniczych USA, Wielkiej Brytanii, jak również południowych i wschodnich krajów europejskich. Deficyty te finansowane były poprzez import kapitałów z krajów nadwyżkowych. Kredyty te nie zostały jednak wykorzystane na inwestycje, z których zyski umożliwiłyby późniejsze spłaty kredytów, lecz na cele prywatnej konsumpcji i na zakupy nieruchomości. Można to ustalić zarówno na podstawie malejącej kwoty oszczędności w krajach deficytowych, jak i na podstawie wzrostu inwestycji budowlanych. Tak np. kwota oszczędności w USA spadła z 7,5% na początku lat 90. do 0,5% w 2007 r., a w Grecji ogólna suma oszczędności osiągnęła nawet wartość ujemną. Z kolei inwestycje budowlane w Irlandii i Hiszpanii osiągnęły w szczycie odpowiednio udział 22% i 18% w PKB, podczas gdy udział ten w gospodarce niemieckiej wynosił tylko 10%<sup>6</sup>. Prowadziło to w krajach nadwyżkowych do powstawania ogromnych majątków za granicą, którym towarzyszył odpowiednio wysoki dług zagraniczny krajów deficytowych. Dług ten w dużym stopniu pozostaje jeszcze do spłaty.

### 4. Wpływ wspólnej waluty na nierównowagę makroekonomiczną

Wspólna waluta wzmocniła jeszcze nierównowagę makroekonomiczną wewnątrz strefy euro<sup>7</sup>. Przede wszystkim polityka pieniężna nie mogła adekwatnie reagować na boom gospodarczy w Irlandii, Hiszpanii i Grecji, gdzie realna stopa wzrostu wynosiła 4-6,5%, ponieważ w innych krajach strefy, zwłaszcza w Niemczech, koniunktura była słaba. Stosunkowo niskie stopy procentowe umożliwiały krajom PIGS zaciąganie kredytów na ogromną skalę i wywoływały przy tym wysoką dynamikę wzrostu cen i płac. I tak, przeciętna stopa inflacji, oscylująca w latach 1999-2007 wokół 3%, w roku 2007 była w tych krajach o 11-15% wyższa niż w Niemczech. Natomiast płace realne w krajach PIGS rosły szybciej niż wydajność pracy, podczas gdy w Niemczech płace realne nawet nieznacznie zmalały i pozostawały daleko w tyle za wzrostem wydajności.

Wynikające stąd zróżnicowanie cenowej konkurencyjności krajów strefy euro, które nie mogło być oczywiście wyrównywane poprzez dostosowanie kursów wymiennych, doprowadziło w 2007 r. do silnego wzrostu deficytów bilansów płatni-

<sup>6</sup> R. Neubäumer, wyd. cyt., s. 828.

<sup>7</sup> T. Mayer, J. Möbert, C. Weistroffer, *Makroökonomische Ungleichgewichte in der EWU und das Eurosystem*, „ifo Schnelldienst” 64.Jg. (2011), H.16, s. 31-38.

czych zwłaszcza południowoeuropejskich krajów PIGS – Hiszpanii i Portugalii do 10% PKB i Grecji do 14,5% PKB. W przeciwieństwie do nich Niemcy osiągnęły nadwyżkę bilansu płatniczego w wysokości 7,5% PKB, choć w momencie powstania Unii Walutowej notowały jeszcze niewielki deficyt. W warunkach istnienia stałego kursu walutowego w krajach mających deficyt bilansu płatniczego konieczny byłby wzrost stóp procentowych w celu złagodzenia presji dewaluacyjnej, a w krajach z dodatnim saldem bilansu płatniczego powinien nastąpić spadek stóp procentowych i poprzez to obniżenie cenowej zdolności konkurencyjnej.

Jako skutek niezrównoważonych bilansów płatniczych w latach 2001-2007 nastąpił w południowoeuropejskich krajach PIGS gwałtowny wzrost zadłużenia zagranicznego. Dług zagraniczny Hiszpanii, Grecji i Portugalii podwoił się i wyniósł łącznie w 2007 r. 1200 mld euro. W przeciwieństwie do tego kwota długu publicznego Hiszpanii obniżyła się z 56% do 96%, a w Grecji ze 104% do 96% PKB<sup>8</sup>. Ważną przyczyną zróżnicowanego wzrostu zadłużenia zagranicznego i budżetowego było nadmierne zaciąganie kredytów przez prywatne przedsiębiorstwa i gospodarstwa domowe w tych krajach. Przykładowo, w Grecji, której mimo wysokiego wzrostu gospodarczego nie udało się utrzymać budżetu w równowadze, zadłużenie prywatnych podmiotów było dwukrotnie wyższe niż państwa. Inaczej było w Irlandii, która nie zaciągała dodatkowych pożyczek za granicą i dzięki boomowi w gospodarce zredukowała nawet zadłużenie budżetowe z 36% do 25% PKB.

## 5. Deficyty budżetowe i zadłużenie w strefie euro

Kryzys finansowy ujawnił, że wiele kredytów, zaciąganych nie tylko na sfinansowanie nieruchomości, lecz także na cele prywatnej konsumpcji, nie mogło być spłaconych i papiery wartościowe, które te kredyty zabezpieczały, stały się bezwartościowe. Doszło do znanego łańcucha zdarzeń i skutków: spadek notowań papierów wartościowych i wiarygodności, bankructwa banków, spadek zaufania do systemu bankowego, ratowanie banków, spadek koniunktury. Z tym związane było wysokie obciążenie budżetów publicznych.

W rezultacie od 2008 r. zadłużenie publiczne w niemal wszystkich krajach rozwiniętych zaczęło szybko wzrastać. W strefie euro najsilniej dotknięta była Irlandia. Większości dużych banków bez pomocy państwa groziło bankructwo; jednocześnie inwestycje budowlane zmalały o 1/3 i obniżyły się nakłady na inwestycje wyposażeniowe. Irlandzki PKB obniżył się w 2009 r. o 7% i po likwidacji licznych miejsc pracy w sektorze bankowym i budowlanym bezrobocie wzrosło w 2010 r. do ok. 14%. Spadkowi dochodów budżetowych towarzyszyły wysokie wydatki na ratowanie banków, które wyniosły ok. 63 mld euro i stanowiły 35% irlandzkiego PKB<sup>9</sup>. Zmieniło to diametralnie sytuację budżetową Irlandii. Po wyrównanym budżecie

<sup>8</sup> Eurostat, *Lange Reihen zur Nettoverschuldung*, cyt. za: R. Neubäumer, wyd. cyt., s. 829.

<sup>9</sup> *Irland verschärft Sparkurs*, „Frankfurter Allgemeine Zeitung”, 7.11.2011, s. 11.

w 2007 r. w następnych latach zaczął narastać deficyt finansów publicznych, który w 2010 r. wyniósł ponad 30% PKB. Całkowite zadłużenie Irlandii wzrosło odpowiednio z 25% PKB w 2007 r. do prawie 100% PKB w 2010 r.

W Grecji w wyniku silnego spadku eksportu usług i inwestycji w środki trwałe o ok. 1/5 nastąpił spadek PKB o prawie 3,5% w 2009 r. Pomimo to Grecja zwiększyła w tym roku swoje wydatki budżetowe o 7,5%, nowe zadłużenie netto wyniosło 13,% PKB. Dopiero w 2010 r., po wybuchu kryzysu w Grecji, deficyt budżetowy nieco się obniżył do 10,5% PKB, podczas gdy zadłużenie wyniosło 145% PKB<sup>10</sup>.

Z kolei w Hiszpanii w 2009 r. w wyniku spadku inwestycji w środki trwałe o ok. 1/4, jak również spadku eksportu o 11%, nastąpiło obniżenie PKB o 4% i wzrost bezrobocia w 2010 r. o 20%. Skutkiem tego hiszpański deficyt budżetowy wzrósł do 11% PKB przy stosunkowo niskim poziomie zadłużenia<sup>11</sup>.

Szybko rosnącym deficytem budżetowym (ok. 11% PKB) w latach 2009/2010 zostały w podobnym stopniu dotknięte USA i Wielka Brytania, która tak jak Irlandia wyłożyła publiczne środki na ratowanie banków przed skutkami kryzysu na rynku nieruchomości. W USA doszły do tego wysokie wydatki państwowe na cele przeciwdziałania załamaniu koniunktury.

## **6. Rola Unii Gospodarczej i Walutowej w hamowaniu kryzysu finansowego**

Kryzys finansowy w Irlandii położył kres cudowi gospodarczemu w tym kraju, polegającemu na osiągnięciu dochodu na 1 mieszkańca o 55% wyższego niż w 12 najbogatszych krajach strefy euro (2007). Przyczyniło się do tego przeprowadzenie z dużym rozmachem akcji ratunkowej swoich banków i związana z tym ucieczka za granicę kapitału o rozmiarach ok. 120 mld euro. Kwota ta stanowiła ok. 63% PKB tego kraju w 2009 r.

Jest duże prawdopodobieństwo, że Irlandia dotknięta zostałaby kryzysem w podobnym stopniu, nawet jeśli nie byłaby członkiem strefy euro. Wskazuje na to rozwój sytuacji w USA i Wielkiej Brytanii, gdzie kryzys na rynku nieruchomości wystąpił łącznie z kryzysem bankowym. Trzeba jednak przyznać, że Irlandii trudno byłoby z takim powodzeniem odsunąć od siebie groźbę bankructwa bez cichego wsparcia ze strony systemu euro. UGiW przyczyniła się do zapobieżenia eskalacji kryzysu finansowego poprzez następujące działania:

- Europejski Bank Centralny umożliwił irlandzkim bankom komercyjnym refinansowanie w niemal nieograniczonych rozmiarach, zmniejszając przy tym wymogi bezpieczeństwa, które banki komercyjne muszą utrzymywać wobec ban-

<sup>10</sup> R. Neubäumer, wyd. cyt., s. 829.

<sup>11</sup> Tamże.

ków centralnych. Irlandzkie banki skorzystały w końcu 2010 r. z kwoty 132 mld euro, co stanowiło ponad 1/4 całkowitych operacji refinansowych EBC<sup>12</sup>.

- Irlandzki bank centralny udostępniał kredyty bankom komercyjnym przy minimalnym zabezpieczeniu, które nie byłyby akceptowane przez EBC i które dokonywały się poza operacjami EBC. Udostępniane w ten sposób pożyczki osiągały okresowo kwoty do 50 mld euro<sup>13</sup>.
- Banki centralne stabilnych finansowo krajów strefy euro udzieliły bankom irlandzkim kredytów w kwocie ok. 150 mld euro w ramach Target2<sup>14</sup>. Środki te w niewielkim tylko stopniu posłużyły do sfinansowania deficytu bilansu płatniczego Irlandii, który wynosił rocznie tylko ok. 8 mld euro. Były one raczej niezbędne do uzupełnienia niedoboru środków wywołanego ucieczką kapitału zagranicznego w związku z kryzysem finansowym.

W ten sposób EBC i inne banki centralne kupowały bezpośrednio i pośrednio od Irlandii i innych słabych finansowo krajów papiery wartościowe z dużym ryzykiem spadku ich wartości i płaciły za nie pieniądzem bazowym, tj. euro, za który współodpowiedzialne były kraje silne finansowo. Ceną za powstrzymanie eskalacji kryzysu finansowego było to, że kraje strefy euro już 1,5 roku przed kryzysem w strefie euro stały się wspólnotą odpowiedzialności.

Jak dalece system euro przyczynił się do ratowania innych słabych finansowo krajów? Hiszpania została dotknięta jednocześnie przez kryzys nieruchomości i kryzys bankowy i musiała oraz w dalszym ciągu musi wydatkować znaczne kwoty na ratowanie swoich banków<sup>15</sup>. Ponadto Hiszpania potrzebuje kredytów z systemu euro na finansowanie deficytu bilansu płatniczego, który po kryzysie finansowym już nie mógł tak łatwo być wyrównywany przez import kapitału. Kredytów od silnych finansowo krajów strefy euro potrzebuje także Grecja i Portugalia na finansowanie deficytów bilansów płatniczych. Przede wszystkim jednak południowoeuropejskie kraje PIGS inwestują, a zwłaszcza konsumują więcej, niż wynikałoby to z ich poziomu rozwoju gospodarczego. Także i za to współodpowiedzialność ponoszą pozostałe kraje strefy euro.

## 7. Kryzys finansów publicznych w Grecji

W odniesieniu do Grecji trafne jest pojęcie kryzysu zadłużenia państwa<sup>16</sup>. Kraj ten przez lata świadomie zaniżał wysokość deficytu budżetowego i zadłużenia. Oprócz

<sup>12</sup> M. Kurm-Engels, M. Maisch, A. Grüttner: *EZB – Geldspritzen. Banken brauchen eine Entzugskur*, „Handelsblatt”, 31.12.2011.

<sup>13</sup> „Global Economics View”, 21.1.2011, <http://www.nber.org/-wbuiter/ela.pdf>.

<sup>14</sup> H.W. Sinn, T. Wollmershäuser, *Target Loans, Current Account Balances and Capital Flows: The ECB's Rescue Facility*, „CESifo Working-Paper” no. 3500, 2011.

<sup>15</sup> *Immobilienkrise bedroht Banken*, „FAZ”, 23.11.2011, s. 20.

<sup>16</sup> Więcej na temat kryzysu w Grecji zob. J. Rymarczyk, *Przyczyny greckiego kryzysu*, „Ekonomia” 1 (13), Wyd. Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu, Wrocław 2011, s. 175-184.

tę, że prowadzono kreatywną księgowość dochodów i wydatków budżetowych, na dużą skalę stosowano innowacyjne techniki finansowania. Zostało to ujawnione dopiero w 2010 r. i wywołało ataki spekulacyjne przeciwko pożyczkom państwowym Grecji i innych krajów strefy euro i ostatecznie doprowadziło do kryzysu euro. Już w 2005 r. okazało się, że Grecja swoje wejście do strefy euro osiągnęła tylko dzięki fałszywym danym dotyczącym deficytu finansów publicznych. W 2000 i w 2001 r. kraj ten wykazywał deficyt zaniżony o 1,6 punktu procentowego i tylko dlatego spełnił 3% kryterium określone w Pakiecie Stabilizacji i Wzrostu<sup>17</sup>. Zawyżone zostały w szczególności wpływy z ubezpieczeń społecznych, a zaniżone wydatki wojskowe.

Ponadto Grecja, w celu zmniejszenia deficytu budżetowego, przed wejściem do strefy euro zamknęła swoje swapy walutowe w Goldman Sachs w wysokości ok. 10 mld euro<sup>18</sup>. W 2001 r. grecki rząd dla pozyskania środków na cele bieżące zastawił przyszłe strumienie dochodów w wysokości ponad 5 mld euro, które następnie zostały zsekurytyzowane. Dotyczyło to zwłaszcza transferów z funduszy strukturalnych UE, przyszłych zysków z loterii państwowych i opłat krajowych na rzecz lotnisk.

Negatywne skutki tej „inżynierii finansowej” ujawniły się dopiero w latach 2009/2010. Statystyki Grecji zostały ponownie zbadane przez Komisję UE, która orzekła, że kraj ten od czasu przystąpienia do strefy euro nie spełniał kryteriów z Maastricht. Zweryfikowany deficyt Grecji w 2009 r. wyniósł prawie 16% PKB, zadłużenie stanowiło ok. 130% PKB<sup>19</sup>. W końcu grecki rząd sam przyznał, że przed wejściem do strefy euro zaniżył deficyt i dług publiczny za pomocą innowacyjnych operacji finansowych. W tej sytuacji nie dziwi reakcja rynków finansowych, które uznały, że Grecja nie jest w stanie obsługiwać na dłuższą metę swoich długów. Wywołało to kryzys w strefie euro, którego skutki są znane. System euro musiał rozszerzać pomoc i skupywać długi państw słabych finansowo. Oznaczało to naruszenie żelaznej dotąd zasady polityki pieniężnej, która wyklucza odpowiedzialność krajów strefy euro za zobowiązania finansowe poszczególnych członków. Następnie Grecji, Irlandii i Portugalii przyznano pakiety ratunkowe, a w końcu 2011 r. podjęto decyzję o redukcji długu Grecji. Największa w historii restrukturyzacja długu Grecji została ostatecznie uzgodniona w marcu 2012 r. W jej rezultacie wierzyciele prywatni obniżyli dług Grecji o ok. 105 mld euro poprzez wymianę jej obligacji na nowe, o mniejszej wartości nominalnej, niższym oprocentowaniu i dłuższym okresie zapadalności. Wymiana obligacji była jednym z warunków uzyskania drugiego pakietu pomocy finansowej od UE, MFW i EBC w wysokości 130 mld euro<sup>20</sup>. Dzięki

<sup>17</sup> *Griechenland erschwindelt Euro-Beitritt*, „FAZ”, 16.11.2001, s. 5.

<sup>18</sup> G. Erbert, *Staatsverschuldung und Financial Engineering*, „Wochenbericht” 28.Jg. (2011), H.36, s. 11-19.

<sup>19</sup> *Griechenland erschwindelt...*

<sup>20</sup> *Redukcja greckiego długu nie przekonuje traderów*, <http://www.forbes.pl/artykuly/sekcje/wydarzenia/redukcja-greckiego-dlugu-nie-przekonuje-traderow>, 2506,1.

tym programom została odsunięta – choć nie wyeliminowana całkowicie – groźba bankructwa Grecji.

## 8. Wspólnota odpowiedzialności za kryzys w strefie euro

Kryzys w strefie euro nie powinien więc być oceniany jako kryzys zadłużenia państw tej strefy, ale raczej jako następstwo kryzysu finansowego. Europejska Unia Walutowa ułatwiła wprawdzie powstanie nierównowag bilansów płatniczych wewnątrz strefy euro i poprzez to zaostrzyła problemy, które wynikły w trakcie kryzysu finansowego. Ważniejsze jest jednak to, że system euro zapobiegł niekontrolowanemu rozszerzaniu tego kryzysu i w efekcie bankructwu niektórych krajów strefy. Cena za to jest jednak duża. Silne finansowo kraje strefy euro weszły bowiem we wspólną odpowiedzialność z krajami słabymi finansowo i stawiają im do dyspozycji niemal bez ograniczeń rezerwy walutowe euro. Zdarzało się to już w 2008 i 2009 r., co było wynikiem wspólnej polityki pieniężnej i prowadziło do dużej finansowej nierównowagi wewnątrz systemu euro. Świadczą o tym następujące fakty:

- Kraje PIGS skorzystały z ok. 60% wszystkich operacji finansowych dokonywanych przez EBC<sup>21</sup>;
- Banki centralne krajów silnych finansowo udzielały i udzielają bankom centralnym krajów słabych finansowo kredytów w dużym rozmiarze, np. wartość kredytów Target2 wyniosła w tym czasie 630 mld euro<sup>22</sup>;
- System euro skupował i skupuje nadal pożyczki państwowe krajów słabych finansowo. W zasobach banków centralnych krajów silnych finansowo znajduje się tylko z tego tytułu ok. 220 mld euro<sup>23</sup>;
- Dochodzą do tego zakupy przez system euro „pozostałych papierów wartościowych”, których zasoby od czasu kryzysu finansowego wzrosły ze 100-120 mld euro do ok. 340 mld euro.

Państwa silne finansowo udzielają także gwarancji dla kredytów silnie zadłużonych krajów PIGS, które w dużym stopniu są skutkiem deficytów bilansów płatniczych i kryzysu finansowego, a których rozmiary w 2010 r. wyniosły ok. 1500 mld euro<sup>24</sup>. Należy też dostrzec, że współodpowiedzialność, o której mowa, rozciąga się również na przyszłe długi zagraniczne i poprzez to na przyszłe deficyty bilansów płatniczych. Może to wpływać na osłabienie presji państw zadłużonych na równoważenie ich bilansów płatniczych.

---

<sup>21</sup> M. Kurm-Engels, M. Maisch, A. Grüttner, wyd. cyt.

<sup>22</sup> „Frankfurter Allgemeine Sonntagszeitung”, 6.11.2011, s. 37.

<sup>23</sup> EZB: *Monatsbericht*, Oktober 2011, Statistischer Anhang, s. 6.

<sup>24</sup> Eurostat, *Lange Reihen zum Auslandsvermögen*, 25.11.2011.

## 9. Uwagi końcowe i wnioski

Wraz z osiągnięciem konsensusu w sprawie redukcji długów Grecji nastąpiło – przynajmniej czasowe – uspokojenie rynków finansowych. Nie rozwiązuje to jednak większości problemów, które doprowadziły do kryzysu finansowego. Po pierwsze, w ciągu ponad 10 lat powstały w strefie euro i w wielu innych krajach wysokie deficyty bilansów płatniczych, których nie można tolerować w dłuższym okresie. Po drugie, nie wszystkie papiery wartościowe, które wskutek kryzysu na rynkach finansowych i rynkach nieruchomości straciły na wartości, zostały umorzone. Niewykluczone są więc kolejne kłopoty banków, które będą musiały być wspierane za pomocą środków publicznych. Dotyczy to zwłaszcza wartości papierów powstałych w wyniku sekurytyzacji w USA, które w I kwartale 2011 r. opiewały na 6800 mld euro. Agencja ratingowa Moodys i Standard & Poors połowę z nich oceniła jako „Junk Bonds” i obniżyła ich rating z BA do C. W przypadku europejskich wierzytelności tylko 5% z nich zostało podobnie sklasyfikowanych i mniej było również obniżek ich wartości<sup>25</sup>.

Nie znaczy to jednak, że banki europejskie są zabezpieczone przed bankructwami, gdyż mają w swoich portfelach amerykańskie wierzytelności. Ponadto część nisko ocenianych wierzytelności koncentruje się na niektórych tylko krajach i bankach. Na przykład w irlandzkich instytucjach finansowych zobowiązania tego rodzaju w I kwartale 2011 r. wynosiły ok. 200 mld euro, wobec 600 mld euro w całej strefie, a w księgach hiszpańskich banków znajdowało się ok. 300 mld euro kredytów na zakup nieruchomości, z których, według szacunku banku emisyjnego, połowa zagrożona jest znacznym spadkiem wartości<sup>26</sup>.

Jakie wynikają stąd wnioski? Jest szczególnie ważne, aby przeciwdziałać różnicowanym tendencjom w zakresie cen, płac i wydajności pracy i w efekcie osiągnąć wyrównanie zdolności konkurencyjnej różnych krajów strefy euro. Strefa euro nie posiada bowiem, w przeciwieństwie do USA, wbudowanego mechanizmu korygującego w długim okresie nierównowagi bilansów płatniczych i zapobiegającego kryzysom na tym tle<sup>27</sup>. Tego nie da się jednak osiągnąć bez ustalenia odpowiednich zasad i granic dalszego finansowania deficytów bilansów płatniczych. Nierównowagi w tym zakresie można zlikwidować poprzez zastosowanie różnorodnych środków:

- Należy przeciwdziałać nierównowaznym operacjom finansowym realizowanym przez banki strefy euro. Rozważyć należy przyznawanie każdemu bankowi komercyjnemu na refinansowanie tylko określonej kwoty. W razie przekroczenia tej kwoty bank musiałby płacić wyższe odsetki bądź – w pewnych okolicznościach – podwyższyć kapitał własny<sup>28</sup>.

<sup>25</sup> G. Erber, *Verbriefungen sind tot – lang leben Verbriefungen*, „DIW-Wochenbericht”, 28.Jg. (2011), H.35, s. 3-10.

<sup>26</sup> *Immobilien Krise bedroht Banken...*

<sup>27</sup> T. Mayer, J. Möbert, C. Weistroffer, wyd. cyt., s. 31.

<sup>28</sup> M. Kurm-Engels, M. Maisch, A. Grüttner, wyd. cyt.

- Banki centralne krajów będących w dobrej kondycji finansowej nie mogłyby więcej odkupywać pożyczek krajów słabych finansowo.
- Kredyty Target2 nie mogłyby być zwiększane. Przeciwnie, powinno się dążyć do rocznego wyrównywania sald w tym systemie, np. poprzez transfer posiadanych przez państwa rezerw złota bądź udziałów w przedsiębiorstwach<sup>29</sup>. Wówczas krajowe banki centralne musiałyby wywierać presję na banki komercyjne, aby te pozyskiwały środki za granicą przez import kapitału, bądź obniżyły skalę udzielanych kredytów.

Ważnym krokiem w kierunku regulowania systemu finansowego było uchwalenie w grudniu 2010 r. nowych reguł nadzoru nad instytucjami finansowymi, pod nazwą „Bazylea III”<sup>30</sup>. Regulacje te prowadzą do sukcesywnego podwyższania wymogów kapitałowych, co w przypadku wystąpienia sytuacji kryzysowej pozwoli bankom na łatwiejsze absorbowanie ewentualnych strat. Będzie to również oddziaływało w kierunku zmniejszenia cykliczności systemu. Wiele nowych regulacji dotyczy operacji sekurytyzacji, które uważane są za jedną z głównych przyczyn kryzysu finansowego. W celu przeciwdziałania kaskadzie sekurytyzacji podwyższone zostały wymagane zabezpieczenia kapitałowe dla ponownej sekurytyzacji. Ponadto operacje sekurytyzacji muszą być w większym stopniu jawne i nie powinny być przeprowadzane wyłącznie na podstawie zewnętrznych ocen wiarygodności, formułowanych zwłaszcza przez agencje ratingowe, lecz na ich potrzeby muszą być sporządzane własne oceny ryzyka. Postanowiono także, jednak wyłącznie w odniesieniu do UE, że banki tylko wtedy mogą inwestować w produkty sekurytyzacji, jeśli właściciel pierwotnego produktu zachowuje co najmniej 5% ryzyka kredytowego. Dzięki temu straty instytucji finansowych, wynikłe ze złego wyboru produktu i zarządzania ryzykiem, nie będą mogły być w pełni transferowane na inne podmioty.

Doświadczenia wynikłe z kryzysu finansowego prowadzą również do wniosku, że bankom komercyjnym nie można zapewniać płynności zbyt tanio i w dowolnej wysokości, gdyż skłania je to do wysokiego ryzyka. Dużą w tym rolę EBC, który musi poświęcać więcej uwagi wzrostowi ilości pieniądza i kredytów, nie tylko w celu sterowania inflacją na rynku dóbr konsumpcyjnych, lecz dla zapobieżenia nowemu kryzysowi finansowemu.

Podsumowując, nie można zapomnieć, że zasadniczym impulsem kryzysu zadłużeniowego w strefie euro był kryzys finansowy, a nie wyłącznie nadmierne wydatki budżetowe poszczególnych krajów. Nie znaczy to jednak, że bankom należy przypisać rolę kozła ofiarnego, aby odwrócić uwagę od zbyt wysokiego i zbyt długo tolerowanego zadłużenia niektórych państw strefy euro<sup>31</sup>.

<sup>29</sup> T. Mayer, J. Möbert, C. Weistroffer, wyd. cyt., s. 37.

<sup>30</sup> Deutsche Bundesbank, *Zentralbereich Banken und Finanzaufsicht: Basel III – Leitfaden zu den neuen Eigenkapital- und Liquiditätsregeln für Banken*, Frankfurt 2011.

<sup>31</sup> *Banken als Sündenbock*, „FAZ”, 22.10.2011, s. 11.



## Literatura

- Banken als Sündenbock*, „Frankfurter Allgemeine Zeitung” („FAZ”), 22.10.2011.
- Deutsche Bundesbank, *Zentralbereich Banken und Finanzaufsicht: Basel III – Leitfaden zu den neuen Eigenkapital- und Liquiditätsregeln für Banken*, Frankfurt 2011.
- Erber G., *Verbriefungen sind tot – lang leben Verbriefungen*, „DIW-Wochenbericht”, 28.Jg. (2011), H.35.
- Erbert G., *Staatsverschuldung und Financial Engineering*, „Wochenbericht” 28.Jg. (2011), H.36.
- Eurostat, *Lange Reihen zum Auslandsvermögen abgerufen am 25.11.2011*.
- EZB: *Monatsbericht*, Oktober 2011, Statistischer Anhang.
- „Frankfurter Allgemeine Sonntagszeitung”, 6.11.2011.
- „Global Economics View”, 21.01.2011, <http://www.nber.org/-wbuiter/ela.pdf>.
- Griechenland erschwandelt Euro-Beitritt*, „FAZ”, 16.11.2001.
- Immobilien Krise bedroht Banken*, „FAZ”, 23.11.2011.
- Irland verschärft Sparkurs*, „FAZ”, 7.11.2011.
- Kurm-Engels M., Maisch M., Grüttner A., *EZB – Geldspritzen. Banken brauchen eine Entzugskur*, „Handelsblatt”, 31.12.2011.
- Mayer T., Möbert J., Weistroffer C., *Makroökonomische Ungleichgewichte in der EWU und das Euro-system*, „ifo Schnelldienst” 64.Jg (2011), H.16.
- Neubäumer R., *Eurokrise: Keine Staatschuldenkrise, sondern Folge der Finanzkrise*, „Wirtschaftsdienst” 2011/12.
- Redukcja greckiego długu nie przekonuje traderów*, <http://www.forbes.pl/artykuly/sekcje/wydarzenia/redukcja-greckiego-dlugu-nie-przekonuje-traderow>, 2506,1.
- Rymarczyk J., *Przyczyny greckiego kryzysu*, „Ekonomia” 1(13), Wyd. Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu, Wrocław 2011.
- Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung: Jahresgutachten 2009/10, 2010/11*.
- Schäfer D., *Kreditverbriefungen: Nicht alle Eier in einen Korb*, „DIW-Wochenbericht”, 25.Jg. (2008), H.43.
- Sinn H.W., Wollmershäuser T., *Target Loans, Current Account Balances and Capital Flows: The ECB's Rescue Facility*, „CESifo Working-Paper” no. 3500, 2011.

## IMPACT OF THE TOTAL FINANCIAL CRISIS ON THE DEBTS OF THE EURO ZONE COUNTRIES

**Summary:** In the article the author analyses the reasons of the crisis of public finance in some euro zone countries. He proves that the excessive debts of these countries is first of all a result of the total crisis (2008-2010), and to a lesser degree the effect of incorrect fiscal policy in the euro zone.

**Keywords:** euro zone, total financial crisis, budgetary deficit, debts, balance of payments.