

Jakie są źródła obecnego kryzysu w strefie euro?

Geneza obecnego kryzysu w wybranych państwach strefy euro jest złożona. Należy jednak podkreślić, że **pierwotne źródło problemów w niektórych państwach strefy euro stanowił sposób prowadzenia polityki fiskalnej i strukturalnej, nie zaś samo wprowadzenie wspólnej waluty.**

W wybranych państwach członkowskich UE wzrost przekonania wśród inwestorów o wprowadzeniu euro w nieodległej przyszłości skutkowało spadkiem stóp procentowych. Tym samym mniej osób w tych krajach było zainteresowanych oszczędzaniem wolnych środków pieniężnych, a jednocześnie więcej podmiotów było zainteresowanych ich pożyczaniem (z powodu niższych kosztów odsetkowych). Efektem wzrostu zapotrzebowania na kredyty przy jednoczesnym spadku ich podaży na rynku krajowym był **wzrost zapotrzebowania na finansowanie zagraniczne**. Postęp technologiczny oraz rozwój i rosnący stopień integracji sektora finansowego (w szczególności w ramach Unii Europejskiej) umożliwiły przepływ środków pieniężnych z krajów dysponujących ich nadwyżką (m.in. Niemcy) do krajów doświadczających deficytu. Przepływy te stanowiły odpowiedź na bieżące potrzeby podmiotów gospodarczych (w tym sektora publicznego), jednak w średnim i długim okresie prowadziły do powstania nierównowag. Na niekorzyść krajów-pożyczkobiorców przemawiał również fakt, że **uzyskiwane środki były przeznaczane na potrzeby nie prowadzące do zwiększenia konkurencyjności gospodarki** (np. bieżącą konsumpcję i inwestycje w sektorze budowlanym zamiast na inwestycje w naukę i nowe technologie). Postępujący spadek konkurencyjności wybranych państw strefy euro ograniczał przy tym prawdopodobieństwo spłaty zaciągniętych pożyczek.

Jednocześnie, udział w unii walutowej spowodował, że **rynek finansowy nie spełnił swojej roli** poprzez odpowiednio wczesne karanie poszczególnych krajów za stan ich polityk makroekonomicznych (wzrost premii za ryzyko, a przez to wzrost oprocentowania emitowanych obligacji). Inwestorzy postrzegali strefę euro jako jednolity obszar, przez co złe praktyki gospodarcze (m.in. permanentnie wysoki deficyt finansów publicznych, również w czasach dobrej koniunktury gospodarczej) nie miały bezpośredniego wpływu na spadek zaufania do kredytobiorców.

Narastające nierównowagi fiskalne w krajach strefy euro były w dużej mierze efektem **niedoskonałości jej systemu instytucjonalnego**, w tym centralnego elementu tego systemu – Paktu Stabilności i Wzrostu, który miał stanowić mechanizm koordynacji polityki fiskalnej oraz zapewnić odpowiedni stopień dyscypliny fiskalnej w poszczególnych państwach członkowskich. Istotną słabością systemu był jednocześnie brak dostatecznej uwagi poświęconej innym niż fiskalne nierównowagom makroekonomicznym. Nierównowagi te narastały w krajach strefy euro, ponieważ brakowi niezależnej polityki pieniężnej i płynnego nominalnego kursu walutowego nie towarzyszyła dostateczna elastyczność cen i płac w gospodarce. Było to głównie rezultatem nieoptymalnej strategii integracji, w szczególności **zaniechań w zakresie reform strukturalnych**. Wysiłek reformatorski spadł jeszcze po przyjęciu euro. Reformy strukturalne (zmierzające m.in. do zwiększenia elastyczności rynku pracy i rynku produktów) oraz konsolidacja fiskalna były bowiem postrzegane bardziej jako rozwiązania substytucyjne niż komplementarne.

Czynnikami warunkującym rozwój kryzysu w strefie euro były również zmiany zachodzące w globalnym systemie finansowym. Procesowi liberalizacji usług finansowych towarzyszył rozwój innowacji. W

szczegółności, sekurytyzacja¹ aktywów umożliwiła oddzielenie podmiotu udzielającego kredyt od podmiotu ponoszącego ryzyko związane z jego spłatą, skutkując pojawieniem się w bilansach instytucji finansowych aktywów o niskiej jakości. Towarzyszący temu wzrost finansowania aktywów przy pomocy zobowiązań krótkoterminowych (m.in. kredytów na rynku międzybankowym) **zwiększył ryzyko płynności** instytucji finansowych. Skutkiem był spadek zaufania pomiędzy podmiotami sektora finansowego, który przełożył się na spadek efektywności sektora jako strony pośredniczącej między pożyczkodawcami a pożyczkobiorcami, prowadząc do spowolnienia w gospodarce światowej.

Materializacja wskazanych powyżej ryzyk wymagała w krytycznym momencie dokapitalizowania banków ze środków publicznych, przyczyniając się jednocześnie do dalszego **zwiększenia problemów fiskalnych** w niektórych krajach strefy euro. Skala nierównowag fiskalnych doprowadziła do spadku zaufania ze strony uczestników rynków finansowych i agencji ratingowych. Konieczność podjęcia skutecznych działań naprawczych ujawniła w pełni niedoskonałości instytucjonalne strefy euro, przy tworzeniu której **nie przewidziano mechanizmów zarządzania kryzysowego**, ani pożyczkodawcy ostatniej instancji. Państwa strefy euro emitowały dług w walucie, nad którą nie sprawowały bezpośredniej kontroli, co spowodowało ich silną podatność na zawirowania na rynkach finansowych, w tym na rynkach długu.

Działania podejmowane w celu zaradzenia sytuacji kryzysowej można podzielić na dwie grupy: środki, które na bieżąco neutralizowały skutki kryzysu i zapobiegały jego dalszemu rozprzestrzenianiu oraz reformy stanowiące odpowiedź na przyczyny obserwowanych zawirowań, mające na celu bardziej efektywne przeciwdziałanie kryzysom w przyszłości. W przypadku pierwszej grupy środków celem działań jest przede wszystkim podtrzymanie roli sektora finansowego jako pośrednika w przepływie wolnych środków pieniężnych od pożyczkodawców do pożyczkobiorców (który jest niezbędnym ogniwem dla płynnego funkcjonowania gospodarki). Interwencje EBC mające na celu neutralizację skutków kryzysu zostały przedstawione w odrębnym pytaniu: *Jaka jest rola Europejskiego Banku Centralnego?*. Z kolei informacje na temat wdrożonych i planowanych reform w UE (druga grupa środków) zostały zawarte w pytaniu: *Jak zmienia się system zarządzania gospodarczego w UE i strefie euro?*

¹Sekurytyzacją nazywany jest proces, w wyniku którego przedsiębiorstwo (najczęściej bank) izoluje z bilansu część swoich aktywów (np. kredytów mieszkaniowych), a następnie odsprzedaje wskazane aktywa wraz z generowanymi przez nie przepływami pieniężnymi. Tym samym dochodzi do poprawy płynności przedsiębiorstwa oraz zniwelowania jego ekspozycji na ryzyko generowane przez odsprzedane aktywa.