

GOSPODARKA NARODOWA

5-6
(237-238)
Rok LXXX/XXI
maj-czerwiec
2011
s. 69-84

Adam KORONOWSKI*

Kryzys finansów publicznych czy kryzys płatniczy krajów PIIGS?

Wstęp

Jednym z przejawów obecnego kryzysu finansowego i gospodarczego był gwałtowny spadek wiarygodności na rynkach finansowych grupy krajów Unii Europejskiej. Grupę tę, daleką od jednorodności, stanowią Portugalia, Irlandia, Włochy, Grecja i Hiszpania, łącznie często określane skrótem PIIGS. Samo wyodrębnienie owej grupy poprzez nadanie jej wspólnej nazwy jest wyrazem negatywnego nastawienia uczestników rynku.

Podczas gdy zróżnicowanie rentowności obligacji skarbowych krajów strefy euro zwiększało się w 2008 i 2009 roku, rentowności obligacji greckich i irlandzkich osiągnęły rekordowe poziomy i pozostały na wysokich poziomach [EBC, 2010, s. 37]. Ratingi obligacji skarbowych Grecji i Irlandii zostały obniżone dwukrotnie w ciągu roku 2009, a Portugalii i Hiszpanii jednokrotnie [EBC, 2010, s. 38]. Rating Irlandii został ponownie obniżony w listopadzie 2010 r., a w przypadku Hiszpanii agencje rozpatrują dalszą obniżkę.

Artykuł ten poświęcony jest analizie przyczyn, które leżały u podłoża owego kryzysu wiarygodności. Według rozpowszechnionego wyjaśnienia jego przyczyną była znaczna nierównowaga finansów publicznych. Wyjaśnienie takie nie jest błędne, jest wszakże dalece niewystarczające. Aby uzasadnić ten pogląd wystarczy odwołać się do prostych przykładów. Wielka Brytania odnotowała w ostatnich latach dwucyfrowe deficyty finansów publicznych przy dość wyso-

* Autor jest pracownikiem Collegium Mazovia Innowacyjna Szkoła Wyższa w Siedlcach, e-mail: adam.koronowski@aster.pl. Artykuł wpłynął do redakcji w marcu 2011 r.

kim poziomie długu publicznego. Belgia miała stosunkowo znaczne deficyty przy jednoczesnym dźugu publicznym bliskim poziomowi 100% PKB. Żaden z tych krajów nie doświadczył takiej presji rynkowej, w szczególności wyrażającej się wzrostem rentowności obligacji skarbowych czy obniżeniem ratingów, jak kraje grupy PIIGS, spośród których bynajmniej nie wszystkie miały gorsze wskaźniki sytuacji fiskalnej.

Pierwsza część niniejszego artykułu stanowi krótki przegląd przyczyn kryzysu przeprowadzony pod kątem wyjaśnienia jego asymetrycznego oddziaływania na gospodarki poszczególnych krajów Unii Europejskiej. W tej części artykułu przedstawiona jest także sytuacja sektora finansów publicznych wybranych krajów Unii Europejskiej. Chociaż kraje PIIGS odnotowały wysokie deficyty finansów publicznych (z pewnym wyjątkiem Włoch), a także niekiedy cechował je szczególnie wysoki poziom długu publicznego, bynajmniej nie były one odosobnione. Kryzys wiarygodności musi mieć więc jeszcze inny aspekt niezwiązany bezpośrednio z sytuacją finansów publicznych.

Druga część artykułu wskazuje – bez umniejszania znaczenia sytuacji fiskalnej – na znaczenie, jakie dla kryzysu wiarygodności miała nierównowaga zewnętrzna. Wysokie deficyty obrotów bieżących odzwierciedlały nie tylko niezbilansowane budżety sektora finansów publicznych, lecz także wydatki sektora prywatnego. Nierównowaga zewnętrzna pozwala lepiej wyjaśnić przesłanki spadku wiarygodności na rynkach finansowych, który – jak powyżej stwierdziłem – nie był prostą funkcją sytuacji fiskalnej. Oznacza to, że kraje PIIGS, a przynajmniej niektóre spośród nich, doświadczyły kryzysu płatniczego, którego przejawy są zaciemnione przez uczestnictwo tych krajów w strefie euro. Posługiwanie się wspólną walutą wyklucza też wykorzystanie zmiany kursu walutowego jako narzędzia pozwalającego bezpośrednio oddziaływać na problemy płatnicze. Pod tym względem kraje PIIGS istotnie różnią się np. od Wielkiej Brytanii, w której przypadku kurs walutowy stanowił ważny mechanizm dostosowawczy w czasie obecnego kryzysu.

Trzecia część artykułu poświęcona jest omówieniu polityki gospodarczej w obliczu asymetrycznych skutków kryzysu. Część tę rozpoczyna przedstawienie kosztów fiskalnych kryzysu i wykorzystania ekspansywnej polityki fiskalnej w celu ograniczenia skutków kryzysu. W warunkach wysokich deficytów finansów publicznych i kryzysu wiarygodności prowadzenie antycyklicznej polityki fiskalnej było niemożliwe, konieczna zaś okazała się polityka równoważenia finansów publicznych. Podejmowane w tej mierze działania nie mogą jednak stanowić rozwiązania bieżących problemów krajów doświadczających nierównowagi płatniczej oraz dotkliwych skutków kryzysu gospodarczego. Wobec braku indywidualnej polityki pieniężnej i kursowej kraje te nie dysponują narzędziami pozwalającymi przezwyciężyć trudności, wobec których stanęły. Pozostają zależne od pomocy ze strony Europejskiego Banku Centralnego, Komisji Europejskiej oraz pozostałych państw członkowskich Unii Europejskiej.

Asymetryczne skutki kryzysu w krajach Unii Europejskiej

Przyczyny obecnego kryzysu walutowego, choć złożone, zostały dobrze rozpoznane i obszernie przedstawione w literaturze przedmiotu. Obejmują one m.in. pochopną liberalizację rynków finansowych, słaby nadzór nad instytucjami finansowymi, nieprawidłowe bodźce na szczeblu tych instytucji i błędną politykę pieniężną. Także początki kryzysu w Stanach Zjednoczonych oraz jego rozprzestrzenienie się na kraje europejskie jest przedmiotem wyczerpujących opracowań. W tym miejscu chciałbym ograniczyć się zatem do wskazania czynników, które przesądziły o asymetrycznym oddziaływaniu pierwotnego wstrząsu na rynkach finansowych na rozwój zjawisk kryzysowych w krajach Unii Europejskiej.

Poszczególne państwa członkowskie Unii Europejskiej w różnym stopniu doświadczyły skutków kryzysu w kategoriach zmian PKB. Wśród krajów, gdzie spadek PKB był najwyższy, znajdują się zarówno przedstawiciele grupy PIIGS (Irlandia), jak też kraje, których wiarygodność pozostała niezachwiana (np. Niemcy). Podobnie wśród krajów, gdzie kryzys miał stosunkowo łagodne konsekwencje dla kształtowania się PKB są kraje z grupy PIIGS (Grecja), której wiarygodność została zachwiana najsilniej, a także kraje spoza tej grupy (np. Polska). Według Komisji Europejskiej [2009b, s. 27] trzy cechy gospodarek przesądzały o sile recesyjnych skutków kryzysu. Po pierwsze, jest to stopień, w jakim doszło do powstania bańki spekulacyjnej na rynku nieruchomości oraz nadmiernego wzrostu w budownictwie. Ten czynnik silnie działał w Wielkiej Brytanii, Francji, Irlandii, Hiszpanii i krajach bałtyckich, a więc zarówno wśród krajów szczególnie dotkniętych kryzysem wiarygodności, jak też wśród innych państw członkowskich Unii Europejskiej. Po drugie, skutki kryzysu zależały od zależności gospodarki od eksportu oraz od bilansu obrotów bieżących. To kryterium jest złożone i niejednoznaczne. „Kraje, dla których duże znaczenie miał popyt zagraniczny i/lub które odnotowały nadwyżki obrotów bieżących były najbardziej narażone na skutki spadku handlu światowego (np. Niemcy, Holandia, Austria). Kraje o nadwyżkach obrotów bieżących były także bardziej wrażliwe na negatywne bilansowe efekty korekt na międzynarodowych rynkach finansowych. Inaczej było w przypadku krajów utrzymujących wysokie deficyty obrotów bieżących, które były narażone na zmianę kierunku przepływu kapitału” [Komisja Europejska, 2009b, s. 29]. W dalszej części artykułu skupimy się właśnie na zależności pomiędzy sytuacją płatniczą a kryzysem wiarygodności. Wysokie deficyty obrotów bieżących cechowały w szczególności Grecję, Portugalię i Hiszpanię. Trzecią cechą decydującą o sile recesyjnych skutków kryzysu była wielkość sektora finansowego oraz jego zaangażowanie w najbardziej ryzykowne aktywa. To kryterium dotyczy przede wszystkim Wielkiej Brytanii oraz Irlandii, jako jedyne kraje z grupy PIIGS.

Z powyższych obserwacji wynika wniosek, że spadek wiarygodności na rynkach finansowych nie był w prosty sposób zależny od skutków kryzysu

w kategoriach PKB, a cechy gospodarki, które przesądzały o skali spowolnienia lub recesji nie mają istotnej wartości objaśniającej kryzys wiarygodności.

Powszechnie przytaczanym czynnikiem, który miałby przesądzać o spadku wiarygodności jest zła sytuacja finansów publicznych, w szczególności wysokie deficyty, niezależnie od dynamiki PKB analizowanej powyżej. Przyjrzyjmy się zatem bliżej finansom publicznym w okresie wybuchu i rozwoju kryzysu. Tablica 1 przedstawia deficyty sektora finansów publicznych wybranych krajów Unii Europejskiej, a także średnie ich poziomy dla całej Unii Europejskiej oraz dla strefy euro, tablica 2 przedstawia odpowiednio poziom długu publicznego.

Tablica 1

Deficyty/nadwyżki sektora finansów publicznych wybranych krajów UE oraz średnia dla UE i strefy euro, % PKB

	2007	2008	2009
Belgia	-0,2	-1,2	-6,0
Czechy	-0,7	-2,7	-5,9
Niemcy	0,2	0,0	-3,3
Irlandia	0,1	-7,3	-14,3
Grecja	-5,1	-7,7	-13,6
Hiszpania	1,9	-4,1	-11,2
Francja	-2,7	-3,3	-7,5
Włochy	-1,5	-2,7	-5,3
Holandia	0,2	0,7	-5,3
Austria	-0,6	-0,4	-4,0
Polska	-1,9	-3,7	-7,1
Portugalia	-2,6	-4,9	-9,4
Szwecja	3,8	2,5	-0,5
W. Brytania	-2,8	-4,9	-11,5
UE	-0,8	-2,0	-6,8
Strefa euro	-0,6	-2,0	-6,3

Źródło: Eurostat (<http://epp.eurostat.ec.europa.eu>)

Tablica 2

Dług sektora finansów publicznych wybranych krajów UE oraz średnia dla UE i strefy euro, % PKB

	2007	2008	2009
Belgia	84,2	89,8	96,7
Czechy	29,0	30,0	35,4
Niemcy	65,0	66,0	73,2
Irlandia	25,0	43,9	64,0
Grecja	95,7	99,2	115,1
Hiszpania	36,2	39,7	53,2

cd. tablicy 2

	2007	2008	2009
Francja	63,8	67,5	77,6
Włochy	103,5	106,1	115,8
Holandia	45,5	58,2	60,9
Austria	59,5	62,6	66,5
Polska	45,0	47,2	51,0
Portugalia	63,6	66,3	76,8
Szwecja	40,8	38,3	42,3
W. Brytania	44,7	52,0	68,1
UE	58,8	61,0	73,6
Strefa euro	66,0	69,7	79,0

Źródło: Eurostat (<http://epp.eurostat.ec.europa.eu>)

Dane przedstawione w tablicach 1 i 2 wskazują na powszechny, mający miejsce w każdym kraju Unii Europejskiej, wzrost deficytów i długów sektora finansów publicznych. Niektóre kraje odnotowały szczególnie znaczny wzrost deficytów, wśród nich należy wymienić przede wszystkim kraje PIIGS; jedynie Włochy utrzymały deficyty na stosunkowo niewysokim poziomie. Grecję cechowały wysokie i nadmierne deficyty już przed wybuchem kryzysu, kryzys wszakże znacznie je pogłębił.

Powyższe dane oczywiście nie pokazują wielu aspektów sytuacji fiskalnej krajów Unii Europejskiej. W ostatnich latach Komisja Europejska i Europejski Bank Centralny poddały szczegółowej analizie takie zagadnienia, jak np. wzrost publicznych zobowiązań pozabilansowych, czynniki kształtujące spready oprocentowania obligacji skarbowych poszczególnych krajów, dyskrejonalne zmiany w polityce budżetowej i działanie automatycznych stabilizatorów, skuteczność ekspansywnej polityki w pobudzaniu gospodarki, konieczność „konsolidacji”, znaczenie zobowiązań emerytalnych dla nierównowagi budżetowej, perspektywiczną wypłacalność rządów. Odpowiednie opracowania [Komisja Europejska, 2009, 2009b], [EBC, 2010] skupiają wiele uwagi na technicznych aspektach polityki fiskalnej i zapewniają jej dość szczegółowy obraz.

Niezależnie od stopnia szczegółowości opisu i analizy sytuacji finansów publicznych nie mogą one dostarczyć pełnego wyjaśnienia kryzysu wiarygodności. Uzasadnieniem tego poglądu może być poniższe zestawienie przypadków. Wielka Brytania miała wysokie, dwucyfrowe deficyty finansów publicznych, podczas gdy Włochy utrzymywały stosunkowo niskie deficyty, poniżej średniej dla Unii Europejskiej i dla strefy euro. Sytuacja finansów publicznych Wielkiej Brytanii (z uwzględnieniem deficytu i długu) nie różniła się istotnie, przynajmniej do roku 2010, od sytuacji Irlandii i była gorsza niż sytuacja Hiszpanii. Grecja i Włochy miały bardzo wysokie poziomy długu publicznego, ale to samo można powiedzieć o Belgii, którą cechowały także wysokie deficyty. Niektóre kraje z grupy PIIGS, Hiszpania i Irlandia, miały niższe poziomy długu publicznego

w stosunku do PKB niż średnia dla Unii Europejskiej i dla strefy euro, a także niższe niż uznawane za wzorzec wiarygodności Niemcy.

Powyższe przykłady świadczą, że sytuacja finansów publicznych nie stanowi czynnika wyczerpująco wyjaśniającego kryzys wiarygodności. Zachwianie wiarygodności może wynikać także z nierównowagi płatniczej, tzn. z nadmiernych potrzeb pożyczkowych całego kraju w warunkach wysokich zobowiązań wobec zagranicy. W kolejnej części artykułu rozpatrzmy znaczenie tego czynnika.

Kryzys finansów publicznych czy kryzys płatniczy

Zanim wybuchł obecny kryzys finansowy i ekonomiczny a polityka fiskalna niektórych krajów Unii Europejskiej wymknęła się spod kontroli, w ramach strefy euro narastały istotne napięcia. W roku 2008 zostały one przesłonięte przez nowe problemy, ale wcześniejsze napięcia nie znikły; przeciwnie, wydają się mieć istotne związki z obecnym kryzysem zaufania.

U źródeł tych napięć doświadczanych przez niektóre kraje strefy euro leży reakcja uczestników rynku, w szczególności konsumentów, na obniżenie stopy procentowej wraz z przyjęciem wspólnej waluty. W jej wyniku doszło do pewnego przegrzania gospodarek, a inflacja w tych krajach pozostawała nieznacznie, ale stale powyżej średniej dla strefy euro [Komisja Europejska, 2001]. Ostatecznie spowodowało to „aprecjację kursu realnego”, obniżenie konkurencyjności tych gospodarek [Komisja Europejska, 2005], [Wyplosz, 2006, 2006b]. Wzrosły deficyty ich obrotów bieżących. Rosnące zobowiązania zagraniczne zaczęły stanowić ograniczenie dla utrzymywania wysokich deficytów obrotów bieżących i dalszej akumulacji długu. Wobec braku kursu walutowego sytuacja ta wymagała spadku wydatków krajowych, czego skutkiem było spowolnienie gospodarcze [Koronowski, 2009]. Mechanizm ten oznaczał również wystąpienie presji na obniżkę wydatków publicznych ze względu na rosnące deficyty i jednocześnie wymogi Paktu Stabilności i Wzrostu. Zmniejszenie deficytu finansów publicznych sprzyjałoby także ograniczeniu nierównowagi płatniczej. Oczywiście taka polityka fiskalna miałaby procykliczny charakter; trudno byłoby oczekiwać, że budżetowe cięcia wydatków lub wzrost podatków, dokonywane w celu utrzymania równowagi budżetowej w warunkach wejścia gospodarki w stagnację lub recesję, mogłyby przynieść „niekeynesowskie” efekty.

Kraje PIIGS dobrze pasują do powyższego schematu. W latach 1999-2006 konkurencyjność gospodarki włoskiej (wobec pozostałych krajów strefy euro) spadła o 27%, hiszpańskiej o 12%, a greckiej o 10%. Także Portugalia i Irlandia doświadczyły działania przedstawionego mechanizmu, choć w ich przypadku odgrywały rolę pewne dodatkowe czynniki [Wyplosz, 2006b], [Basto, 2007], [Koronowski, 2009].

Powyższe spostrzeżenia skłaniają do zwrócenia baczniejszej uwagi na znaczenie nierównowagi płatniczej w analizowanym kryzysie wiarygodności. Zagadnienie to, w dość oględnej formie, sygnalizuje także Komisja Europejska [2009, s. 193, tłum. autora]: „Utrata kursu walutowego jako narzędzia dosto-

sowawczego może powodować długie okresy samoczynnie wzmacniającej się, destabilizującej dynamiki wynikającej ze sztywności cen i płac. Bilanse obrotów bieżących i zobowiązania zagraniczne netto mogą z kolei odegrać ważną rolę w kontekście napięć na rynkach finansowych”.

Zastanówmy się przez chwilę, w jaki sposób nierównowaga płatnicza odgrywa rolę w przypadku napięć odzwierciedlonych na rynkach papierów skarbowych. Przede wszystkim wysokie zobowiązania zagraniczne netto i wysokie deficyty obrotów bieżących oznaczają znaczny koszt obsługi tych zobowiązań ponoszony przez podmioty krajowe i jednocześnie ich wysoką skłonność do dalszego zadłużania się. Oznacza to szybko rosnące ryzyko trudności z obsługą narastających zobowiązań. W tych warunkach podjęcie prób zrównoważenia finansów publicznych może być praktycznie niemożliwe. Podniesienie podatków oznaczałoby spadek dochodów do dyspozycji sektora prywatnego, co mogłoby znacząco wpłynąć negatywnie na możliwości obsługi długu przez podmioty tego sektora. Sytuacja taka bezpośrednio oddziaływałaby na pogorszenie sytuacji krajowych i zagranicznych instytucji finansowych; sama perspektywa takiego rozwoju wypadków wystarczy do odwrócenia kierunku przepływu kapitału. Z kolei próba obniżenia wydatków budżetowych skutkowałaby obniżeniem dochodów w sektorze prywatnym z tymi samymi konsekwencjami. Próba uzdrowienia finansów publicznych jest więc zadaniem niezwykle trudnym i grozi zachwianiem bardzo delikatnej równowagi. To zaś oznacza, że także sytuacja budżetowa musi być oceniana znacznie bardziej krytycznie, niż miałoby to miejsce w warunkach względnie dobrej sytuacji płatniczej. Nierównowaga płatnicza w warunkach wspólnej waluty może uwidaczniać się przede wszystkim na rynkach papierów skarbowych.

Sytuacja byłaby odmienna w przypadku posiadania waluty krajowej. Jej deprecjacja pozwalałaby ograniczyć nierównowagę płatniczą i jednocześnie stanowiła impuls ożywienia gospodarki, co stwarzałoby lepsze perspektywy uporania się z nadmiernym deficytem budżetowym. Nie oznacza to oczywiście, że rozwiązanie takie jest pozbawione stron ujemnych; w szczególności w warunkach wysokich zobowiązań wobec zagranicy istnieje ryzyko poważnych, negatywnych, bilansowych konsekwencji deprecjacji.

Po tych uwagach wprowadzających przyjrzymy się sytuacji płatniczej wybranych krajów Unii Europejskiej. Tablica 3 przedstawia deficyty obrotów bieżących, a tablica 4 pozycje inwestycyjne netto.

Tablica 3

Deficyty obrotów bieżących wybranych krajów UE, % PKB

	2005	2006	2007	2008
Belgia	2,6	2,0	2,1	-2,4
Czechy	-1,3	-2,5	-3,3	-3,1
Niemcy	5,1	6,5	7,9	6,7
Irlandia	-3,5	-4,4	-5,3	-5,3
Grecja	-7,5	-11,2	-14,4	-14,6

cd. tablicy 3

	2005	2006	2007	2008
Hiszpania	-7,4	-9,0	-10,1	-9,6
Francja	-0,4	-0,5	-1,0	-2,2
Włochy	-1,7	-2,6	-2,4	-3,4
Holandia	7,3	9,3	7,7	7,5
Austria	2,1	2,4	3,6	3,2
Polska	-1,2	-2,8	-4,7	-5,5
Portugalia	-9,5	-10,1	-9,5	-11,2
Szwecja	7,0	8,5	8,6	8,4
W. Brytania	-2,6	-3,3	-2,7	-1,7

Źródło: MFW, International Financial Statistics

Tablica 4

Pozycja inwestycyjna netto wybranych krajów UE, %PKB, 2008 (Irlandia 2007)

Belgia	40	Czechy	-31	Niemcy	31	Irlandia	-23	Grecja	-73
Francja	-23	Włochy	-14	Holandia	16	Austria	-15	Polska	-35
Hiszpania	-81	Portugalia	-84	Szwecja	8	W. Brytania	6	Węgry	-74

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych MFW, International Financial Statistics i OECD (<http://www.oecd.org>)

Dane w powyższych tablicach wskazują, że kraje, które doświadczyły najsilniejszej presji rynkowej, w szczególności kraje, których ratingi zostały obniżone, cechowała nie tylko nierównowaga budżetowa, ale przede wszystkim wysokie deficyty obrotów bieżących oraz wysokie ujemne międzynarodowe pozycje inwestycyjne. To jest w szczególności przypadek Grecji, Hiszpanii, Portugalii. W przypadku Irlandii kryzys wiarygodności przybrał bardzo ostre formy pomimo względnie dobrej sytuacji płatniczej. W tym przypadku zasadniczą rolę odegrały szczególnie wysoka ekspozycja irlandzkich instytucji finansowych na ryzyko związane z amerykańskimi instrumentami finansowymi i budżetowe koszty ratowania systemu finansowego. Z kolei Belgia i W. Brytania miały dobrą sytuację płatniczą i nie doświadczyły wyraźnego kryzysu zaufania (w postaci wzrostu spreadu dla ich obligacji) pomimo poważnej nierównowagi budżetowej. Spośród krajów grupy PIIGS kryzys dotknął stosunkowo najslabiej Włochy; kraj ten miał umiarkowane deficyty obrotów bieżących, a także względnie dobrą międzynarodową pozycję inwestycyjną oraz stosunkowo niski deficyt budżetowy.

Powyższe przykłady wskazują, że nie występuje ścisła zależność pomiędzy deficytami budżetowymi i deficytami obrotów bieżących. Chociaż „bliźniacze deficyty” mogły odgrywać znaczącą rolę w pewnych przypadkach, w szczególności w Hiszpanii, sytuacja w sektorze prywatnym wydaje się bardzo istotna. Deficyty obrotów bieżących oraz zadłużenie zagraniczne mogą w szczególności być pochodną wysokich wydatków gospodarstw domowych. Tablica 5 przed-

stawia wzrost zadłużenia gospodarstw domowych w wybranych krajach Unii Europejskiej w latach 2000-2008, zaś tablica 6 stopę oszczędności gospodarstw domowych.

Tablica 5

Zobowiązania (kredyty) gospodarstw domowych w wybranych krajach UE, 2008 (100 dla 2000)

Belgia	168	Czechy	543	Niemcy	101	Irlandia	331	Grecja	694
Francja	191	Włochy	233	Holandia	196	Austria	151	Polska	771
Hiszpania	315	Portugalia	209	Szwecja	204	W.Brytania	215	Węgry	1244

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych OECD (<http://www.oecd.org>)

Tablica 6

Oszczędności gospodarstw domowych netto jako odsetek dochodów do dyspozycji w wybranych krajach UE

	2005	2006	2007	2008
Belgia	9,7	10,9	11,4	12,0
Czechy	3,2	4,8	6,3	5,8
Niemcy	10,5	10,5	10,8	11,2
Irlandia	5,6	3,8	2,7	4,1
Grecja	-8,0	-7,3
Hiszpania	4,7	4,2	3,6	6,1
Francja	11,4	11,4	12,0	11,6
Włochy	9,9	9,1	8,2	8,6
Holandia	6,3	6,0	8,1	6,8
Austria	9,7	10,9	11,4	12,0
Polska	7,1	6,8	7,4	...
Portugalia	2,5	1,1	-1,1	-0,9
Szwecja	6,8	7,8	9,1	12,1
W. Brytania	-1,3	-2,9	-4,3	-4,5

Źródło: OECD (<http://www.oecd.org>)

Dane w tablicach 5 i 6 pokazują znaczne różnice pomiędzy krajami. Szczególnie wysokie stopy wzrostu zobowiązań gospodarstw domowych miały miejsce w krajach postkomunistycznych, gdzie – jak widać – wciąż następują późne fazy transformacji. Wśród wymienionych w tablicy krajów z tej grupy ani w Polsce, ani w Czechach nie wystąpiły napięcia, które odzwierciedlałyby ten wzrost. W przypadku Węgier stopa wzrostu kredytów gospodarstw domowych była niezwykle wysoka, na co nakładała się także nierównowaga budżetowa i nierównowaga płatnicza.

Innym krajem, w którym nastąpił wyjątkowo szybki wzrost zadłużenia gospodarstw domowych była Grecja, co pozostaje w zgodzie zarówno z ujemną stopą oszczędności gospodarstw domowych, jak też z katastrofalną sytuacją płatniczą Grecji. Ujemna stopa oszczędności ukształtowała się w ostatnich

latach również w W. Brytanii i w Portugalii. Co ciekawe, pomimo to, a także pomimo wysokich deficytów budżetowych, W. Brytania nie odnotowała wysokich deficytów obrotów bieżących.

Dla wyjaśnienia różnic pomiędzy Grecją i Portugalią a W. Brytanią kluczowe znaczenie wydaje się mieć fakt dysponowania przez W. Brytanię własną walutą. Funt szterling pomiędzy styczniem 2007 roku a październikiem 2010 roku stracił wobec euro około jednej trzeciej wartości. Odnotowana w tablicy 4 dodatnia pozycja inwestycyjna tego kraju stała się dodatnia właśnie w roku 2008. Świadczy to o odpływie kapitału z W. Brytanii. Można powiedzieć zatem, że kraj ten doświadczył swoistego kryzysu wiarygodności, który został wszakże zaabsorbowany poprzez zmiany kursu walutowego.

Inne kraje wyszczególnione w tablicach cechowały umiarkowane stopy wzrostu zadłużenia gospodarstw domowych oraz dodatnie stopy ich oszczędności. W szczególności hiszpański deficyt obrotów bieżących zdaje się odzwierciedlać raczej nierównowagę budżetową, niż wydatki sektora prywatnego. Włochy i Irlandia utrzymały stosunkowo dobrą sytuację płatniczą.

Na znaczenie nadmiernego zadłużenia sektora prywatnego dla obecnego kryzysu finansowego zwraca uwagę De Grauwe [2010, tłum. A.K.]: „Teraz wciąż powtarza się, że przyczyną kryzysu zadłużenia w strefie euro jest rozrzutność rządów. Jednak (...) przed wybuchem kryzysu finansowego stosunek długu publicznego do PKB w strefie euro spadał. W tym samym czasie dług sektora prywatnego (gospodarstw domowych i instytucji finansowych) wzrósł w sposób niemożliwy do utrzymania”. De Grauwe zwraca też uwagę na związek rosnącego długu sektora prywatnego z nierównowagami płatniczymi pomiędzy krajami strefy euro: „Niektóre kraje (...) dopuściły do rozwoju i finansowania kredytem bankowym bańki spekulacyjnej na rynku nieruchomości i nadmiernego wzrostu wydatków konsumpcyjnych. Duża część tego finansowania pochodziła z (...) krajów utrzymujących nadwyżki obrotów bieżących”.

Powyższe uwagi dotyczące roli, jaką w narastaniu nierównowagi płatniczej odegrało rosnące zadłużenie sektora prywatnego, nie zmierzają do zakwestionowania znaczenia deficytów i długów sektora publicznego dla narastania kryzysu. Chodzi raczej o zwrócenie uwagi, że nie tylko same poziomy deficytów i długów publicznych nie stanowią dostatecznego wyjaśnienia kryzysu zaufania, jaki dotknął poszczególne kraje, lecz także deficyty wydatków publicznych nie mogą być uznane za wyłączną czy choćby najważniejszą przyczynę nierównowagi płatniczej. Zależność przyczynowo-skutkowa pomiędzy deficytem budżetowym a deficytem obrotów bieżących jest w rozpatrywanych przypadkach niewątpliwie bardziej skomplikowana, niż sugeruje to koncepcja „bliźniaczych deficytów”, zgodnie z którą wysokie wydatki publiczne są źródłem deficytu płatniczego. Chociaż zależność ta mogła mieć istotne znaczenie w niektórych krajach PIIGS, to wydaje się, działała także zależność o przeciwnym kierunku. Zgodnie z opisanym wcześniej mechanizmem, utrata konkurencyjności i wzrost deficytu obrotów bieżących prowadziły do gospodarczego spowolnienia, którego skutkiem było pogorszenie sytuacji finansów publicznych. Na ryzyko takiego negatywnego oddziaływania narastającej nierównowagi płatniczej w strefie euro

na sytuację budżetową, ze wskazaniem kryzysu argentyńskiego w 2001 r. jako przykładu, zwracał uwagę Connolly [2005] i Koronowski [2009].

Podsumowując tę część stwierdzamy, że kryzys wiarygodności w najostrzejszej formie wystąpił w UE w tych krajach strefy euro, w których nierównowaga budżetowa zbiegła się z nierównowagą płatniczą, zazwyczaj odzwierciedlającą nadmierne wydatki zarówno sektora publicznego, jak i prywatnego. W zasadzie jedynym odstępstwem od tej reguły jest przypadek Irlandii. Wysokie deficyty i długi publiczne nie prowadziły zaś do obniżenia ratingu lub znacznego i trwałego wzrostu spreadów w przypadku papierów skarbowych krajów o względnie dobrej sytuacji płatniczej, bądź to w strefie euro, bądź też poza nią. Najbardziej wyraziste przykłady to W. Brytania i Belgia, do pewnego stopnia także Włochy.

Reakcja polityki gospodarczej na kryzys wiarygodności

Kryzys finansowy oznaczał pilną konieczność wsparcia zagrożonych instytucji finansowych w celu uniknięcia systemowego kryzysu. Działania te przyjęły różne formy, które oznaczały albo bezpośrednie dokapitalizowanie instytucji finansowych przez państwo, albo udzielenie państwowych gwarancji. Koszt z tego tytułu dla finansów publicznych był niekiedy wysoki i przyczynił się do istotnego wzrostu długu publicznego. Spośród krajów strefy euro w największym stopniu dotyczyło to Holandii, Irlandii, Luksemburga i Belgii; stabilizacja instytucji finansowych w latach 2008-2009 sprawiła, że w krajach tych nastąpił wzrost długu odpowiednio o 11,4% PKB, 6,7% PKB, 6,6% PKB i 6,4% PKB. Z wyjątkiem Irlandii żaden z tych krajów nie doświadczył poważnej presji na rynku swoich obligacji skarbowych. Jeśli chodzi o inne kraje grupy PIIGS, to wzrost długu publicznego z tytułu wsparcia instytucji finansowych wyniósł 1,6% PKB w Grecji, 1,8% PKB w Hiszpanii, 0,0% PKB w Portugalii i 0,1% PKB we Włoszech; we wszystkich tych krajach liczby te były niższe niż średnia w strefie euro (2,5% PKB). Także wpływ udzielonych gwarancji na rządowe zobowiązania pozabilansowe w krajach PIIGS, z jaskrawym wyjątkiem Irlandii, był niższy niż średnia w strefie euro [EBC, 2010, s. 15]. Irlandia była jedynym krajem, który doświadczył ostrego kryzysu wiarygodności i poniósł wysokie koszty stabilizacji sektora finansowego. Koszty te z pewnością nie leżały u podstaw kryzysu wiarygodności w pozostałych krajach.

26 listopada 2008 roku Komisja Europejska uruchomiła Europejski Plan Ożywienia Gospodarczego, którego celem było stworzenie krótkookresowych, skoordynowanych, budżetowych impulsów pobudzających gospodarkę. Oczywiście wobec zaistniałej sytuacji gospodarczej nie zamierzano stosować procedury nadmiernego deficytu przewidzianej w Pakcie Stabilności i Wzrostu. Plan ten kolidował także z unijnymi regułami pomocy publicznej (art. 126 Traktatu). Co wszakże najważniejsze, plan ten cechowała niezwykła krótkowzroczność; postulował on ekspansję budżetową zupełnie lekceważąc ryzyko związane z narastającymi deficytami finansów publicznych i deficytami obrotów bieżących.

Nie powinno zatem być zaskoczeniem, że bardzo szybko ustąpił on miejsca nawoływaniom do „konsolidacji finansów publicznych”.

Pobudzanie gospodarki poprzez ekspansję budżetową nie stało się przyczyną pogorszenia sytuacji finansów publicznych w krajach doświadczających najsilniejszej presji rynkowej. Podział wzrostu deficytu na czynniki cykliczne, w tym automatyczne stabilizatory oraz wzrost deficytu strukturalnego, nie jest zadaniem łatwym, jednakże wyraźnie widać, że kraje PIIGS, z pewnym wyjątkiem Hiszpanii, nie były skłonne uciekać się do ekspansji budżetowej: wartość impulsów budżetowych (wydatków podjętych z wyraźnym celem pobudzenia gospodarki) wyniosła zero w Grecji i Włoszech, a w Irlandii i Portugalii pozostawała znacznie poniżej średniej w strefie euro w roku 2009 i 2010. W istocie kraje te nie miały wiele pola do ekspansji budżetowej.

Użyte powyżej określenie „pole do ekspansji budżetowej” stanowi dobrą okazję do odniesienia się do podobnego terminu „przestrzeni fiskalnej” (*fiscal space*). Według Hellera [2005] jest to „przestrzeń w budżecie rządu, która pozwala skierować środki na pożądane cele bez uszczerbku dla perspektywy utrzymania wypłacalności i stabilności gospodarki” [Komisja Europejska, 2009, s. 182, tłum. autora]. „Przestrzeń fiskalna” jest przedmiotem pomiarów przy użyciu skonstruowanego w tym celu indeksu. Warto w kontekście tego artykułu zauważyć, że indeks ten uwzględnia nie tylko pozycje opisujące bezpośrednio aktualną i przyszłą sytuację budżetową (dług publiczny, pozabudżetowe zobowiązania wobec sektora finansowego, szacunki przewidywanych spadków dochodów, udział wydatków sztywnych), lecz także bilans obrotów bieżących. Takie podejście pozwala w sposób jednoczesny pokazać znaczenie zarówno sytuacji budżetowej, jak też sytuacji płatniczej dla możliwości aktywnego wykorzystania polityki fiskalnej. Podejście to ma także wadę; pojęcie „przestrzeni fiskalnej” i odpowiadający mu indeks nie pozwalają wskazać odrębnie znaczenie nierównowagi budżetowej i nierównowagi płatniczej dla zachwiania wiarygodności kredytowej kraju. Niewątpliwie byłoby błędem sprowadzenie interpretowania „przestrzeni fiskalnej” i jej indeksu wyłącznie do wymiaru budżetowego. Zauważmy też, że indeks nie uwzględnia kluczowej dla wiarygodności zmiennej, jaką jest deficyt budżetowy. Wartości indeksu dla krajów Unii Europejskiej przedstawia Komisja Europejska [2009, s. 185].

Jeśli chodzi o politykę pieniężną EBC, to w czasie kryzysu była ona w konwencjonalny sposób bardzo luźna. To jednakże nie pozwala na przezwycięzenie trudności o asymetrycznym charakterze, doświadczanych tylko przez niektórych członków unii monetarnej. Luźna polityka pieniężna nie doprowadzi także do wyeliminowania nadmiernych deficytów sektora publicznego i przywrócenia równowagi płatniczej. Szczęśliwie niskie stopy procentowe przynajmniej zmniejszają wysoki ciężar obsługi długu w przypadku najbardziej zadłużonych rządów/krajów.

EBC znalazł wszakże również niekonwencjonalne sposoby reakcji na kryzys wiarygodności, w szczególności ułatwił bankom dostęp do kredytu banku centralnego w ramach polityki „wzmoczonego wsparcia kredytowego” (*enhanced credit support*) [EBC, 2009]. Przede wszystkim jednak EBC w maju 2010 roku

podjął decyzję o rozluźnieniu wymogów dotyczących papierów akceptowanych w operacjach otwartego rynku, zawieszając do odwołania jakiegokolwiek minimalne warunki w odniesieniu do greckich papierów skarbowych [EBC, 2010b]. Decyzja taka, jeśli nawet sprzyjająca zachowaniu spokoju na rynku finansowym, stanowiła wyraz naginania własnych zasad przez EBC i tak też została odebrana przez uczestników rynku [Prudentinvestor, 2010]. W konsekwencji swojej decyzji EBC jeszcze w tym samym miesiącu zaangażował się na ogromną skalę w zakupy obligacji greckich [Reuter, 2010]. EBC nie podejmował tych zakupów ze względu na potrzeby polityki pieniężnej, była to wyłącznie interwencja rynkowa mająca na celu wsparcie kraju znajdującego się pod najsilniejszą presją rynku i uniknięcie przecen, które stałyby się źródłem poważnych strat instytucji finansowych. W ten sposób EBC przyjął rolę „złego banku”. Trudno oczekiwać, aby mogło to pozytywnie wpłynąć na wiarygodność tej instytucji. Za bezpośrednie następstwo tych działań można też uznać decyzję z grudnia 2010 r. o dwukrotnym podniesieniu kapitału EBC. Przeprowadzona interwencja pozwoliła uspokoić sytuację na rynku i w ten sposób zapewniła czas na podjęcie polityki rzeczywistego rozwiązania zaistniałych problemów – sama wszakże nie usuwała źródeł napięć.

Wsparcie ze strony EBC przyszło w czasie, gdy kraje Unii Europejskiej uruchomiły program pomocy dla Grecji w kwocie 110 mld euro. Program ten stał w rażącej sprzeczności z zapisaną w Traktacie (Art. 125.1, wersja skonsolidowana) zasadą wykluczenia pomocy krajom niewypłacalnym (*no bail out clause*). Prawnym wybiegiem służącym wyjaśnieniu złamania zakazu zapisanego w Traktacie było powoływanie się na jego art. 122.2, którego zastosowanie jest w tym przypadku w najlepszym razie wątpliwe, gdyż odnosi się on do klęsk żywiołowych i wyjątkowych wypadków poza kontrolą kraju dotkniętego trudnościami. Jak pisze Sibert (2010, tłum. AK) „trudno jest argumentować, że trudności doświadczane przez niektóre kraje spowodowały huragany lub trzęsienia ziemi, a nie ich własne działania”. Pomoc dla Grecji była jednak tylko wstępem do szerszego, współfinansowanego przez MFW, projektu gwarantowania emisji obligacji krajów strefy euro na wypadek takiej konieczności – Europejskiego Instrumentu Stabilności Finansowej (European Financial Stability Facility). Projekt ten opiewa na kwotę 750 mld euro. W listopadzie 2010 beneficjentem tego programu została Irlandia. Na pokrycie kwoty projektu złożyły się zobowiązania gwarancyjne krajów członkowskich. Znamienne jest, że idące w setki miliardów euro pozabudżetowe zobowiązania wynikające z programu zostały przyjęte przez rządy krajów Unii Europejskiej z pominięciem jakichkolwiek procedur demokratycznych. Stało się to nawet przedmiotem skargi konstytucyjnej w Niemczech; została ona jednak oddalona przez sąd konstytucyjny w imię wyższej konieczności. Można sądzić, że mamy do czynienia ze stanem wojny, kiedy zawieszane zostają demokratyczne prawa.

Niezgodność powyższych programów z unijnym prawem oraz ich tymczasowy charakter (będą obowiązywać do 1 stycznia 2013 roku) sprawiły, że Rada Europejska w dniach 16-17 grudnia 2010 roku podjęła decyzję o wszczęciu procedury zmiany Traktatu oraz ustanowienia nowego, stałego europejskiego

mechanizmu stabilizacyjnego, który zastąpiłby Europejski Instrument Stabilności Finansowej oraz równoległy, oparty jednak na innych zasadach i opiewający na niższą kwotę Europejski Mechanizm Stabilizacji Finansowej

Podobnie jak interwencja EBC, wszelkie wykorzystane lub planowane wsparcie ze strony Komisji Europejskiej/krajów członkowskich UE/MFW uspokaja sytuację, lecz nie usuwa źródeł trudności. Warto w tym miejscu przytoczyć wyrazistą opinię Eichengreena (2010, tłum. A.K.): „Irlandzki pakiet ratunkowy jest katastrofą. Jedno można z pewnością powiedzieć o Komisji Europejskiej, EBC i rządzie Niemiec – nigdy nie stracą okazji, aby trudności uczynić jeszcze poważniejszymi”. „Irlandzki »program« nie rozwiązuje żadnego problemu – jedynie odsuwa jego rozwiązanie”. Rzeczywiście, nie bardzo wiadomo, na czym miałyby polegać polityka przywracania równowagi. Oczywiście w tym kontekście pojawiają się wezwania do podjęcia poważnych oszczędności budżetowych w krajach, których wiarygodność została wystawiona na próbę. Jakkolwiek „konsolidacja” finansów publicznych byłaby pożądana, to jednak przyczyną nierównowagi budżetowej bynajmniej nie jest ekspansja fiskalna; same oszczędności budżetowe niewątpliwie nie stanowią optymalnej reakcji. Nierównowaga budżetowa jest raczej skutkiem załamania gospodarczego i nierównowagi płatniczej. Prawdziwa trudność polega na tym, że kraje doświadczające największych kłopotów nie dysponują w praktyce żadną polityką pozwalającą na uporanie się z nimi. Oczywiście nie dysponują własną polityką pieniężną i zmiennym kursem walutowym. W tych warunkach – bez wsparcia gospodarki poprzez dewaluację waluty i ożywienie eksportu – zarówno próba zmniejszenia wydatków, jak też podniesienia podatków prowadziłyby do dalszego spowolnienia gospodarczego. Budżetowy efekt ostatecznie byłby wątpliwy, a istotne pogorszenie dochodowej sytuacji zadłużonego sektora prywatnego mogłoby być źródłem nowej odsłony kryzysu finansowego. Podkreślić należy, że skala koniecznych oszczędności budżetowych prowadzących choćby do stopniowej, rozłożonej na lata redukcji deficytu w krajach takich jak Grecja czy Irlandia jest ogromna. Dlatego wezwania do „konsolidacji” finansów publicznych pozostaną jedynie pobożnymi życzeniami. Według Eichengreena [2010] program przywrócenia równowagi gospodarki irlandzkiej jest zarówno politycznie, jak też ekonomicznie niemożliwy do wprowadzenia; tę opinię można z pewnością w tym samym stopniu odnieść do Grecji.

W tych okolicznościach perspektywy rozwiązania obecnego kryzysu wiarygodności i eliminacji poważnych nierównowag, zarówno budżetowych, jak też płatniczych, które cechują niektóre kraje Unii Europejskiej, pozostają niejasne [Lacina, Rusek, 2010]. Unia Europejska podejmuje co prawda obecnie, głównie z inicjatywy Niemiec, działania mające na celu stworzenie lepszych formalnych podstaw zarządzania kryzysowego, m.in. poprzez modyfikację traktatu z Maastricht, ale stanowi to raczej proceduralne wyjście naprzeciw dalszym trudnościom, niż pomysł jak rozwiązać obecne i przyszłe, rzeczywiste problemy gospodarcze. W ramach strefy euro o taki pomysł nie jest łatwo. Nie dziwi zatem opinie, że unia monetarna ulegnie ostatecznie rozpadowi.

Bibliografia

- Basto R.B., [2007], *The Portuguese Experience with the Euro – Relevance for New EU Member Countries*, Bank i Kredyt, nr 11-12.
- Blanchard O., [2006], *Is There a Viable European Social and Economic Model*, MIT Department of Economics Working Paper Series 21.
- Connolly B., *Europe's Italy Problem*, The International Economy, [Spring 2005], http://www.international-economy.com/TIE_SP05_Connolly.pdf
- De Grauwe P., [2010], *Fighting the wrong enemy*, <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/5062>
- EBC, [2009], *The EBC's enhanced credit support*, Keynote address by J.-C. Trichet at the University of Munich, <http://www.ecb.int/press/key/date/2009/html/sp090713.en.html>
- EBC, [April 2010], *Euro Area Fiscal Policies and the Crisis*, Occasional Paper Series, nr 109.
- EBC, [3 maja 2010b], *ECB announces change in eligibility of debt instruments issued or guaranteed by the Greek government*, Press release, <http://www.ecb.int/press/pr/date/2010/html/pr100503.en.html>
- Eichengreen B., [2010], *Ireland's rescue package: Disaster for Ireland, bad omen for the Eurozone*, <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/5887>
- Heller P.S., [2005], *Understanding fiscal space*, IMF Policy Discussion Paper 4.
- Komisja Europejska, [2001], *Policy adjustment in the euro-area countries: the risk of overheating*, In *The EU Economy: Review*.
- Komisja Europejska, [2005], *Growth differences in the euro area*, in *Quarterly Report on the Euro Area*, IIq.
- Komisja Europejska, [2009], *Public Finances in EMU, 2009*, *European Economy* 5.
- Komisja Europejska, [2009b], *Economic Crisis in Europe; Causes, Consequences and Responses*, *European Economy* 7.
- Koronowski A., [2009], *Divergent business cycles as an effect of a monetary union*, *International Economics and Economic Policy*, Vol. 6, No. 2.
- Lacina L., Rusek A., [2010], *Financial Crisis and its Asymmetric Macroeconomic Impact on Eurozone Member Countries*, a paper presented at 69th IAES Conference, Prague.
- Prudentinvestor, [2010], *Bending Its Own Rules ECB Accepts All Greek Junk As Collateral*, <http://prudentinvestor.blogspot.com/2010/05/bending-its-own-rules-ecb-now-accepts.html>
- Reuter W., [31maja 2010], *ECB Buying Up Greek Bonds; German Central Bankers Suspect French Intrigue*, SpiegelOnline International, (<http://www.spiegel.de/international/europe/0,1518,697680,00.html>)
- Sibert A., [2010], *The EFSM and the EFSF: Now and What Follows*, A Note for European Parliament's Committee on Economic and Monetary Affairs, September 2010, <http://www.europarl.europa.eu/document/activities/cont/201009/20100908ATT81666/20100908ATT81666EN.pdf>
- Wyplosz Ch., [April 2006], *European monetary union, the dark side of a major success*, „*Economic Policy*”.
- Wyplosz Ch., [2006b], *Diverging tendencies of competitiveness*, Briefing notes to the Committee for Economic and Monetary Affairs of the European Parliament.

PIIGS COUNTRIES: A PUBLIC FINANCE CRISIS OR A BALANCE-OF-PAYMENTS CRUNCH?

Summary

The article examines the causes behind a credibility crisis that has hit a group of euro-zone countries collectively referred to as PIIGS: Portugal, Ireland, Italy, Greece and Spain. The author discusses the economic policy being pursued in these countries in response to the crisis.

The credibility crisis is generally being attributed to high public finance deficits and significant levels of public debt in the PIIGS countries. But this interpretation fails to consider the fact that various other countries are also struggling with high deficits and public debts. In addition to problems related to their public finances, Portugal, Ireland, Italy, Greece and Spain, are also suffering from an imbalance of payments. The high current-account deficits in these countries reflect unbalanced public finance-sector budgets and excessive private sector spending. The balance-of-payments aspect of the credibility crisis besetting PIIGS countries is obscured by these countries' membership of the euro zone.

This diagnosis is the starting point for asking a question about an economic policy aimed at addressing the imbalance-of-payments problem experienced by PIIGS countries. The widely recommended "consolidation" of public finances is hardly an optimal measure, according to Koronowski; nor can it be applied on a satisfactory scale, the author says. The best option would be to use an appropriate exchange rate policy, Koronowski says, because of the asymmetrical nature of the difficulties being experienced by these countries, including the balance-of-payments aspect of the crisis. However, such a policy is missing in euro-zone countries. In the absence of adequate national economic policies, the EU's policy towards the PIIGS countries boils down to either explicit or implicit assistance granted by the European Central Bank, the European Commission and member states. According to Koronowski, this violates the underpinnings of the euro zone, undermines the credibility of the European Central Bank, ignores the principle of democratic control over public finances, and ultimately fails to effectively resolve the problem.

Keywords: monetary union, financial crisis, public finance, economic policy