

BIULETYN

Nr 55 (804) • 30 maja 2011 • © PISM

Redakcja: Marcin Zaborowski (redaktor naczelny), Agnieszka Kopeć (sekretarz redakcji),
Łukasz Adamski, Beata Górka-Winter, Artur Gradziuk, Leszek Jesień,
Beata Wojna, Ernest Wyciszkiewicz

Znaczenie pogarszającej się kondycji finansowej Grecji dla państw Europy Środkowej i Wschodniej

Marcin Menkes, Patryk Toporowski

Brak poprawy sytuacji fiskalnej w Grecji powoduje, że ekonomiści coraz bardziej obawiają się jej upadłości. Przewidują, że konsekwencją może być załamanie ożywienia w państwach Europy Środkowej i Wschodniej. Globalny kryzys finansowy i gospodarczy ostatnich lat znacznie przyczynił się do rosnącej niepewności co do wzrostu gospodarczego w tym regionie i spowodował ucieczkę kapitału zagranicznego. Tym niemniej stabilna obecnie sytuacja fiskalna i monetarna tych państw nie sprzyja powtórzeniu się takiego scenariusza.

Strukturalne problemy greckich finansów. Geneza aktualnych problemów finansowych Grecji, które zachwiały stabilnością całej gospodarki, sięga wielu lat wstecz i wiąże się z poważnymi zaniedbaniami w polityce finansowej i gospodarczej państwa. Wśród głównych przyczyn obecnych trudności wymienić można przerost sektora publicznego, a w rezultacie niezdolność ograniczenia wydatków budżetowych. W konsekwencji grecki dług publiczny w ciągu całej poprzedniej dekady przewyższał wielkość produktu krajowego brutto (w 2001 r. wynosił 117,2% PKB). Wśród państw UE podobnie zadłużone były jedynie Włochy. Jednak w przeciwieństwie do nich, utrzymujących w latach 2001-2008 średnią roczną stopę oszczędności 9,3% (średnia dla państwa strefy euro wynosiła 8,95%), społeczeństwo greckie nadużywało dostępu do taniego kredytu, zadłużając się w latach 2001-2006 przeciętnie na 6,8% w skali roku. Jednocześnie koszty pracy w Grecji w tym okresie rosły szybciej zarówno w porównaniu do strefy euro (EMU), jak i do średniej państw OECD.

Pętla kosztów obsługi długu. Doniesienia o zagrożeniu utraty przez Grecję płynności finansowej uruchomiły samonapędzający się mechanizm spadku wiarygodności kredytowej, co dodatkowo przyczyniło się do zaostrzenia problemu zadłużenia. Do tego momentu kwestia konsekwentnego naruszania kryteriów konwergencji nie stanowiła dostatecznego bodźca do podjęcia działań konsolidacyjnych. O ile wcześniej Grecja cieszyła się wiarygodnością inwestorów porównywalną z pozostałymi państwami euro, o tyle ujawnienie informacji m.in. o wieloletnim fałszowaniu sprawozdań finansowych, spowodowało gwałtowne odcięcie dostępu państwa do taniego kredytu. W ciągu kilku miesięcy *spread*, czyli różnica w oprocentowaniu pomiędzy greckimi i niemieckimi 10 letnimi obligacjami, gwałtownie zwiększył się do 13,76% (podczas gdy *spread* kolejnej najbardziej zagrożonej niewypłacalnością Portugalii wynosi niespełna połowę, czyli 6,19%), a swoisty koszt ubezpieczenia od niewypłacalności kredytobiorcy (*sovereign credit default swapy*, CDS) osiągnął nowe maksimum (3127 pkt bazowych, wobec portugalskich CDS wycenionych na 643 pb.). Mimo wielokrotnie powtarzanych zapewnień greckiego rządu o zdolności do samodzielnego przeciwstawienia się kryzysowi, niezbędnym okazało się przyjęcie pomocy zewnętrznej. W razie niespełnienia przyjętych restrykcyjnych warunków, co wydaje się coraz bardziej prawdopodobne, problem niewypłacalności będzie się utrzymywał.

Pomoc finansowa dla Grecji. W maju 2010 r., po zaakceptowaniu przed Komisję Europejską i Międzynarodowy Fundusz Walutowy (MFW) planu konsolidacji fiskalnej, przywódcy państw euro przyjęli trzyletni program wsparcia dla Grecji o łącznej wartości 110 mld euro. W ramach tej kwoty 80 mld euro stanowiły dwustronne pożyczki państw EMU, powiększone o 26 mld SDR z MFW (tj. ok.

30 mld euro). Mimo że warunkiem przyznania pomocy zagranicznej były m.in. szeroko zakrojone cięcia budżetowe i przyspieszenie tempa prywatyzacji, program reform spotkał się z gwałtownymi protestami społecznymi, które dodatkowo utrudniają proces ich wdrażania. Wobec pogarszania się sytuacji również w innych państwach (w szczególności w Irlandii i Portugalii, które również musiały przyjąć zewnętrzną pomoc finansową) odrzucenie programu naprawczego podkopało resztki wiarygodności Grecji na rynkach finansowych, a odwlekanie momentu ogłoszenia bankructwa państwa zdaniem wielu przestało być ekonomicznie uzasadnione. Ponad 85% ankietowanych ekonomistów w Bloombergu przewiduje upadłość Grecji.

Kryzys w Europie Środkowej i Wschodniej. W państwach Europy Środkowej i Wschodniej (EŚW), zanim nastąpiło spowolnienie gospodarcze, notowano wysoki wzrost PKB, m.in. ze względu na duży napływ bezpośrednich inwestycji zagranicznych oraz wysokie ceny surowców. Kryzys gospodarczy sprawił jednak, że wiele z tych krajów najbardziej ucierpiało z powodu wycofywania kapitału i obniżenia cen surowców. Inwestorzy zagraniczni, ograniczając pokaźnie swoje zaangażowanie w EŚW, minimalizowali ryzyko znacznego uszczuplenia wartości aktywów. Ponadto międzynarodowe koncerny finansowe w obawie o wypłacalność centrali ściągały środki z regionu, co przyczyniło się do zaniku płynności, a w rezultacie do nasilenia spowolnienia gospodarczego.

Kłopoty z dostępem do kapitału spowodowały załamanie m.in. rynku nieruchomości, a niespłacony dług zagraniczny – zarówno prywatny jak i publiczny – stał się nadmiernym ciężarem dla społeczeństw, przedsiębiorstw i państw. Największe straty gospodarcze zanotowano w krajach bałtyckich. Na przykład na Łotwie PKB skurczył się o 4,2% w 2008 r. i o 18% w 2009 r., co przełożyło się na wysokie bezrobocie. Szok gospodarczy był tak silny, że MFW sugerował dewaluację związanej z euro łotewskiej waluty. Łotewski rząd w wyniku kryzysu upadł na początku 2009 roku. Podobna sytuacja miała miejsce na Węgrzech, gdzie rząd Gyurcsanyi'ego był również zmuszony do ustąpienia, pomimo lepszych niż w krajach bałtyckich wyników ekonomicznych.

Wspomniany region nie był bezpośrednio powiązany z amerykańskimi rynkami kredytowymi, w których kryzys finansowy się rozpoczął. Co więcej, poziom zadłużenia był tu niższy niż w strefie euro. Nie było to jednak dla instytucji finansowych dostatecznym powodem do zatrzymania kapitału w państwach EŚW. CDS osiągnęły w tym czasie najwyższe wskaźniki: 415 punktów za węgierskie obligacje w czerwcu 2010 roku i 410 punktów za rumuńskie papiery dłużne.

Różnice w regionie. Doświadczenia ostatnich lat wskazują, że EŚW nie jest jednorodna – składa się bowiem z krajów o odmiennych warunkach gospodarczych i zróżnicowanym poziomie przygotowania do kryzysu. Na przykład Polska była jedynym krajem w UE i w regionie EŚW z dodatnim wzrostem gospodarczym w okresie słabej koniunktury. W przeciwieństwie do innych państw regionu w Polsce obowiązuje płynny kurs walutowy (co spowodowało mocną deprecjację złotego), natomiast Słowacja i Estonia przyłączyły się do strefy euro odpowiednio na początku 2009 i 2011 roku. Należy zauważyć ponadto, że w Polsce funkcjonował stosunkowo zdrowy system bankowy (w porównaniu do regionu, ale również do UE) z ograniczonymi możliwościami zaciągania długu w walutach obcych oraz obowiązywały rygorystyczne przepisy dotyczące pożyczki kapitału. W konsekwencji kredyty nie były tak dostępne, jak w innych krajach UE.

Wnioski. Nasuwa się wątpliwość czy w związku z pogarszającą się sytuacją finansową Grecji gospodarki państw EŚW ulegną ponownemu załamaniu. Odpowiedź, pomimo że węgierski bank centralny uznał greckie problemy za istotny czynnik ryzyka, wydaje się optymistyczna. Przede wszystkim upadłość Grecji nie musi być bezpośrednią konsekwencją niewypłacalności, ponieważ państwa strefy euro w celu ratowania swoich gospodarek najprawdopodobniej ogłoszą kolejne pakiety ratunkowe i wymuszą na greckim rządzie ograniczenie zadłużenia. Nawet jeśli pomoc okaże się niewystarczająca, korporacje międzynarodowe i agencje finansowe zaczęły różnicować sytuację finansową krajów EŚW dzieląc je na bardziej zadłużone (kraje południowej Europy) i te umiarkowanie zagrożone. Ponadto państwa EŚW podjęły działania zmierzające do zmniejszenia deficytu budżetowego i ograniczyły w ten sposób potencjalne ryzyko. Wreszcie wycofywanie kapitału nie jest tym razem niezbędne dla ratowania spółek-matek korporacji transnarodowych, jak to miało miejsce na początku kryzysu finansowego. Co więcej, greckie przedsiębiorstwa finansowe, potencjalnie konfrontowane z koniecznością gromadzenia rezerw, tylko w nieznacznym stopniu są zaangażowane w EŚW. Warto nadmienić, że krajowe instytucje regulujące rynki finansowe przyczyniły się do zaostrzenia akcji kredytowej. Wzmocniona stabilność gospodarcza i instytucjonalna w regionie doprowadziła do poprawy nastrojów inwestycyjnych i perspektyw alokacji kapitału. Ewentualne tymczasowe osłabienie lokalnych walut w związku z obawami o kondycję euro wpłynie negatywnie na spłaty kredytów walutowych, ale jednocześnie podniesie konkurencyjność eksportu i w efekcie poprawi pozycję rodzimych producentów na rynkach światowych.