

*Małgorzata Janicka\**

## **NIERÓWNOWAGA ZEWNĘTRZNA W KRAJACH STREFY EURO**

**Streszczenie.** Kryzys finansowy, który dotknął strefę euro, spowodował konieczność ponownego rozważenia mechanizmów jej działania, ponieważ część uwarunkowań powstania kryzysu w strefie ma ponad wszelką wątpliwość charakter systemowy. W strefie euro nie działał (i nadal nie działa) symetryczny mechanizm wyrównawczy, prowadzący do wyrównania sald obrotów bieżących zarówno w krajach nadwyżkowych, jak i deficytowych. Za główny powód kryzysu strefy euro należy uznać narastającą nierównowagę zewnętrzną krajów strefy oraz zablokowanie przez procesy integracji mechanizmów wyrównawczych pozwalających tę równowagę przywrócić. Celem opracowania jest analiza stanu równowagi zewnętrznej krajów członkowskich strefy euro na podstawie kształtowania się dwóch wybranych wskaźników: salda bilansu obrotów bieżących i międzynarodowej pozycji inwestycyjnej netto, odniesionych do PKB, w kontekście działań podejmowanych przez Unię Europejską wobec problemu nierównowag makroekonomicznych.

**Słowa kluczowe:** strefa euro, nierównowaga zewnętrzna, deficyt bilansu obrotów bieżących, międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto.

### **1. WPROWADZENIE**

Unia Europejska, zgodnie z przyjętymi uregulowaniami prawnymi, w przyszłości powinna się przekształcić w obszar jednawalutowy. Obecnie tylko część krajów UE przyjęła wspólną walutę i przynależy do strefy euro. Kryzys finansowy, który dotknął strefę, spowodował konieczność ponownego rozważenia mechanizmów jej działania, ponieważ część uwarunkowań powstania kryzysu w strefie ma ponad wszelką wątpliwość charakter systemowy. W konsekwencji kryzysu okazało się, że strefa euro nie tylko nie dysponuje rozwiązaniami pozwalającymi monitorować narastanie zjawisk potencjalnie kryzysogennych, lecz także nie wypracowała żadnych procedur na wypadek pojawienia się nagłej i gwałtownej destabilizacji gospodarek części krajów strefy. Przy okazji chciałabym nadmienić, że uważam za nieuprawnione pojawiające się niekiedy stwierdzenie, zgodnie z którym nie należy mówić o „kryzysie strefy euro”, ale o „kryzysie części

---

\* Uniwersytet Łódzki, Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny, Katedra Międzynarodowych Stosunków Gospodarczych.

krajów strefy euro”. Dziwi mnie uznaniowe podejście do kwestii postrzegania strefy euro. Z jednej strony wyeliminowano pojęcie przepływów kapitałowych między krajami strefy (nie są dostępne takie statystyki i skala tych przepływów szacowana jest zwykle przez pryzmat kształtowania się sald na rachunku obrotów bieżących poszczególnych krajów), co pozwala zakładać, że strefa euro traktowana jest jako organizm gospodarczy tworzący spójną całość, przy zachowaniu politycznej odrębności krajów członkowskich i utrzymaniu części ich kompetencji na płaszczyźnie makroekonomicznej (np. w zakresie prowadzenia polityki fiskalnej). Z drugiej strony, w momencie pojawienia się kryzysu w części krajów tworzących strefę i obaw co do jej przyszłych losów, w tym rozważania scenariuszy częściowego rozpadu strefy, pojawiły się opinie, że to nie strefa dotknięta jest przez kryzys, tylko niektóre jej kraje. Te dwa podejścia wykluczają się wzajemnie i pokazują, jak niejasny status ma strefa euro. Uważam, że na obecnym etapie integracji, szczególnie na płaszczyźnie monetarnej, w sytuacji pozbawienia krajów walut narodowych i możliwości niezależnego kształtowania polityki pieniężnej, a także pozbawienia krajowych banków centralnych części przynależnych im funkcji, twierdzenie, że kryzys w krajach strefy euro dotyczy tylko tych krajów jest nieuprawnione.

Zgodnie z opinią M. Janickiej i J. Bilskiego, przedstawioną już w 2011 r., w Unii Gospodarczej i Walutowej nie działał (i nadal nie działa) symetryczny mechanizm wyrównawczy, prowadzący do wyrównania sald obrotów bieżących zarówno w krajach nadwyżkowych, jak i deficytowych, zaś głównym powodem kryzysu strefy euro jest narastająca nierównowaga zewnętrzna krajów członkowskich oraz zablokowanie przez procesy integracji mechanizmów wyrównawczych pozwalających tę równowagę przywrócić (por. Janicka, Bilski 2014: 223–234).

W kontekście powyższego stwierdzenia celem niniejszego opracowania chciałabym uczynić analizę stanu równowagi zewnętrznej krajów członkowskich strefy euro na podstawie kształtowania się dwóch wybranych wskaźników – salda bilansu obrotów bieżących i międzynarodowej pozycji inwestycyjnej netto odniesionych do PKB, w nawiązaniu do działań podejmowanych przez UE wobec problemu nierównowag makroekonomicznych.

## **2. UWARUNKOWANIA NIERÓWNOWAGI ZEWNĘTRZNEJ KRAJÓW STREFY EURO**

Skala i głębokość kryzysów bankowego i zadłużeniowego w krajach strefy każą podać w wątpliwość rozwiązanie przyjęte w strefie euro nie tylko odnośnie do systemu nadzoru nad jednolitym rynkiem finansowym, lecz także monitorowania równowagi zewnętrznej krajów członkowskich. Podejmowane po wybuchu kryzysu próby reform w systemie nadzoru nie przyniosły spodziewanych rezultatów i nie budzi to zaskoczenia. Rozwiązania te nie usunęły bowiem kluczowego

problemu nadzoru nad jednolitym rynkiem finansowym UE, w tym strefy euro – pogłębianiu integracji w ujęciu *de iure* i *de facto* nie towarzyszyło jednoczesne pogłębianie integracji struktur nadzorczych i tworzenie rozwiązań ponadnarodowych (por. Janicka 2012: 125–137). Nie został też rozwiązany jeden z kluczowych problemów systemowych, którego konsekwencje ujawniły się z całą mocą w następstwie kryzysu – brak pożyczkodawcy ostatecznej instancji na jednolitym rynku finansowym, co powoduje, że ciężar ratowania chwiejących się sektorów bankowych musiały wziąć na siebie rządy poszczególnych krajów. Zadłużające się banki i rządy nie były w żaden sposób dyscyplinowane m.in. z uwagi na fakt, iż nie funkcjonował system monitorujący skalę narastającej nierównowagi zewnętrznej krajów strefy euro (por. Acharya, Steffen 2013).

Nierównowaga ta, przejawiająca się w tzw. krajach „deficytowych” m.in. rosnącym deficytem na rachunku obrotów bieżących i powiększającą się ujemną międzynarodową pozycję inwestycyjną netto, oznacza, że zawiodły nie tylko mechanizmy samoregulujące, lecz także mechanizmy kontroli na poziomie ponadnarodowym, których działanie pozwoliłoby uniknąć konsekwencji wiążących się z nadmierną nierównowagą płatniczą w krajach strefy. Trzeba pamiętać, że kraje, które zrezygnowały z walut narodowych, straciły tym samym jedno z kluczowych narzędzi przywracania konkurencyjności – wzrost konkurencyjności eksportu poprzez deprecjację kursu waluty krajowej w warunkach pogłębiającego się deficytu na rachunku obrotów bieżących. Utraciły również możliwość przeciwdziałania skutkom nieadekwatnej do ich sytuacji polityki pieniężnej, w tym nadmiernej ekspansji kredytowej. Oznacza to, że w strefie euro nie została zachowana symetria – utracie narzędzi umożliwiających prowadzenie niezależnej polityki makroekonomicznej i powrót do stanu równowagi nie towarzyszyło wypracowanie mechanizmów kompensujących tę stratę. Można odnieść wrażenie, że nierównowaga zewnętrzna poszczególnych krajów strefy nie była postrzegana w kategoriach potencjalnego zagrożenia jej sprawnego działania.

Przed wybuchem kryzysu uważano, iż stabilne funkcjonowanie krajów członkowskich, a przez to całej strefy, jest pochodną ich równowagi wewnętrznej, w tym szczególnie dyscypliny w zakresie finansów publicznych, stąd Pakt Stabilności i Wzrostu koncentrował się na kwestii utrzymania przez kraje pożądanego poziomu relacji deficytu budżetowego i zadłużenia publicznego w odniesieniu do PKB. Kryteria równowagi zewnętrznej nie zostały zdefiniowane i nie weszły w skład tzw. kryteriów konwergencji. Przyznaję, że było i jest to dla mnie dużym zaskoczeniem – brak refleksji nad długofalowymi skutkami pogłębiania się nierównowagi zewnętrznej krajów strefy euro w sytuacji braku funkcjonowania w strefie euro rzeczywistych struktur federacyjnych. Zaskoczeniem tym większym, iż wskaźniki dotyczące deficytu bilansu obrotów bieżących tuż przed wybuchem kryzysu pokazywały, że skala nierównowagi dramatycznie rosła (por. tab. 1).

Jest znamienne, że przed wybuchem kryzysu nie badano skutków narastającej nierównowagi zewnętrznej wewnątrz strefy euro, przyjmując założenie, iż istotne

znaczenie ma kształtowanie się równowagi zewnętrznej strefy jako całości wobec otoczenia zewnętrznego, a tu nie było powodów do niepokoju. Nieprzypadkowo prace na temat nierównowagi wewnątrz strefy zaczęły powstawać głównie po 2008 r. Kraje strefy euro uległy złudnemu przekonaniu, iż przynależność do strefy zdejmuje z nich odpowiedzialność za prowadzenie odpowiedzialnej polityki gospodarczej z uwagi na fakt, że są częścią stabilnej struktury ekonomicznej. Dane zawarte w tab. 1 nie pozostawiają wątpliwości, że sytuacja w zakresie równowagi zewnętrznej części krajów strefy euro była alarmująca na długo przed wybuchem kryzysu w 2008 r. (więcej na ten temat: Barnes, Lawson, Radziwiłł 2010).

Tabela 1

Saldo rachunku obrotów bieżących w krajach strefy euro w okresie 2005–2009 (% PKB)

| Kraje       | 2005  | 2006  | 2007  | 2008  | 2009  |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Niemcy      | 5,1   | 6,3   | 7,4   | 6,2   | 6,0   |
| Francja     | -0,5  | -0,6  | -1,0  | -1,7  | -1,3  |
| Włochy      | -0,9  | -1,5  | -1,3  | -2,9  | -2,0  |
| Hiszpania   | -7,4  | -9,0  | -10,0 | -9,6  | -4,8  |
| Holandia    | 7,4   | 9,3   | 6,7   | 4,3   | 5,2   |
| Belgia      | 2,0   | 1,9   | 1,9   | -1,3  | -1,4  |
| Austria     | 2,2   | 2,8   | 3,5   | 4,9   | 2,7   |
| Grecja      | -7,6  | -11,4 | -14,6 | -14,9 | -11,2 |
| Portugalia  | -10,3 | -10,7 | -10,1 | -12,6 | -10,9 |
| Finlandia   | 3,4   | 4,2   | 4,3   | 2,6   | 1,8   |
| Irlandia    | -3,5  | -3,6  | -5,3  | -5,6  | -2,3  |
| Słowacja    | -8,5  | -7,8  | -5,3  | -6,6  | -2,6  |
| Słowenia    | -1,7  | -1,8  | -4,2  | -5,4  | -0,5  |
| Luksemburg  | 11,5  | 10,4  | 10,1  | 5,4   | 7,2   |
| Estonia     | -10,0 | -15,3 | -15,9 | -9,2  | 2,7   |
| Cypr        | -5,9  | -7,0  | -11,8 | -15,6 | -10,7 |
| Malta       | -8,5  | -9,7  | -4,0  | -4,8  | -8,9  |
| Strefa euro | 0,5   | 0,5   | 0,4   | -0,7  | 0,2   |

Źródło: *World Economic Outlook* (2013), s. 170.

Deficyt na rachunku obrotów bieżących przekraczający w skali rocznej 10% PKB w kraju dysponującym własną walutą oznaczałby, że kraj może obawiać się utraty płynności, a co się z tym wiąże – wybuchu kryzysu walutowego, jako że swoje zobowiązania musi zwykle regulować w walucie o wyższym standardzie wymiennalności. Jednocześnie kraj z tak wysokim deficytem powinien doświad-

czać deprecjacji własnej waluty, która przełożyłaby się na wzrost konkurencyjności jego eksportu i redukcję deficytu. W przypadku krajów strefy euro powyższe zależności nie mają racji bytu, m.in. z uwagi na fakt, że przeważająca część wymiany handlowej i finansowej krajów strefy przypada na inne kraje członkowskie. Kierunki przepływu kapitałów wewnątrz strefy euro odzwierciedlają te wytyczne przez teorię neoklasyczną, co także pokazują dane zawarte w tab. 1 – kapitał płynie od krajów zamożniejszych do krajów uboższych (por. Schmitz, von Hagen 2009; Hale, Obstfeld 2014). O ile kierunki nie są zaskoczeniem, narastająca skala tych przepływów powinna była skłonić kraje strefy euro do podjęcia działań korygujących, które nie nastąpiły. W tej sytuacji destabilizacja wewnątrz strefy euro stała się tylko kwestią czasu. Kraje nadwyżkowe, będące kapitałodawcami, dotknął kryzys w sektorze bankowym, zaś kraje deficytowe, czyli kapitałobiorców – przede wszystkim kryzys zadłużeniowy.

### 3. UREGULOWANIA PRAWNE W ZAKRESIE KSZTAŁTOWANIA SIĘ RÓWNOWAGI ZEWNĘTRZNEJ W UE

Pojawia się refleksja, jak to możliwe, by wcześniej nie dostrzeżono istotnej ułomności strefy euro, za którą można uznać brak mechanizmów korygujących nierównowagę zewnętrzną? Myślę, że wynika to z dwóch powodów. Przede wszystkim „niedokończona integracja” była, paradoksalnie, na rękę krajom członkowskim strefy, ostro sprzeciwiającym się m.in. powstaniu ponadnarodowego nadzoru nad rynkiem finansowym i tworzeniu prawdziwie wspólnotowego budżetu, czyli pogłębianiu integracji w kierunku struktury federacyjnej. Drugim powodem jest poprawność polityczna, zgodnie z którą krytyka przyjętych rozwiązań, a co się z tym wiąże, konieczne zmiany dostosowawcze, nie były nigdy mocnym punktem działania oficjalnych instytucji UE. Krytyka mechanizmów funkcjonowania strefy euro była postrzegana jako niechęć wobec wielkiego europejskiego projektu, jakim jest budowa strefy euro, co zdecydowanie ograniczało możliwość dyskusji na temat rzeczywistych problemów funkcjonowania strefy.

W efekcie takiego podejścia UE podejmowała i podejmuje większość działań *ex post*, nie zaś *ex ante*. Jako przykład można podać uchwalenie w następstwie kryzysu strefy euro tzw. „sześciopak”, czyli pakietu regulacji prawnych, które wytyczyły nowe ramy działania gospodarek krajów UE, nie tylko strefy euro, od 13 grudnia 2011 r. Jednym z przyjętych rozwiązań prawnych jest Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 1176/2011 z dnia 16 listopada 2011 r. w sprawie zapobiegania zakłóceniom równowagi makroekonomicznej i ich korygowania (por. Regulation (EU) No 1176/2011 of the European Parliament and of the Council of 16 November 2011). Zdefiniowany został zestaw wskaźników wytyczających ramowe warunki równowagi wewnętrznej i zewnętrznej krajów członkowskich UE. Wśród tych ostatnich znalazły się m.in. saldo rachunku

obrotów bieżących w odniesieniu do PKB oraz międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto również odniesiona do PKB. Przyjęto, że niekorzystny jest zarówno nadmierny deficyt (powyżej 4% PKB), jak i nadmierna nadwyżka (powyżej 6% PKB). Punktem odniesienia do wydania przez Komisję opinii odnośnie do kształtowania się tych wielkości jest średnia arytmetyczna wartości sald z trzech lat, dzięki czemu eliminowana jest sytuacja chwilowego pogorszenia się jego wartości, będąca następstwem nagłych i nieprzewidzianych okoliczności. Wobec przyjęcia takiego rozwiązania warto wysunąć postulat, by zastosować je także do nominalnych kryteriów konwergencji (za wyjątkiem kryterium kursowego) – w miejsce uwzględnienia wskaźników z roku poprzedzającego badanie przyjmując wskaźniki z trzech lat. Pozwoli to nie tylko uniknąć sytuacji, gdy w danym roku z przyczyn losowych wskaźniki kształtują się wyjątkowo dobrze lub źle, lecz także wyeliminować próby wpływania przez kraje na ich wartość właśnie w tym roku, który ma być podstawą wydania oceny. Przyjęcie kraju do strefy euro powinno być poprzedzone przez trwałe konwergencje – nominalną i realną – jego gospodarki, co zdecydowanie lepiej odzwierciedli średnia wartość wskaźników z trzech lat poprzedzających badanie niż wartość z ostatniego roku.

Ponadto warto podkreślić, że dzięki przyjętym regulacjom prawnym Unia Europejska po raz pierwszy wskazała, że należy przeciwdziałać nadmiernej nadwyżce na rachunku obrotów bieżących, która dotąd była postrzegana w kategoriach zdecydowanie pozytywnych. Rosnąca nadwyżka na rachunku obrotów bieżących w części krajów oznacza powiększający się deficyt w innych; nie ma możliwości, by wszystkie kraje osiągały nadwyżki. Kraj realizujący proeksportowy model wzrostu może więc działać na niekorzyść swoich partnerów (szeroko opisany przypadek narastającej nierównowagi globalnej na linii Chiny–USA). Oznacza to, że jednostronne wdrażanie programów naprawczych – tylko przez kraje deficytowe – może mieć ograniczoną skuteczność.

W przypadku międzynarodowej pozycji inwestycyjnej netto (będącej różnicą między wartością aktywów i pasywów zagranicznych danego kraju) uwzględniana jest wartość wskaźnika w danym roku w odniesieniu do PKB. W tym przypadku powód do niepokoju stanowi tylko ujemna wartość wskaźnika, przybierająca wartości niższe niż  $-35\%$  PKB<sup>1</sup>. Wartość dodatnia nie oznacza konieczności podejmowania przez kraj działań – przewaga aktywów zagranicznych nad pasywami dowodzi, że kraj, a dokładnie jego podmioty, inwestuje za granicą więcej niż przyjmuje zagranicznych inwestycji na własnym terytorium. Trudno uznać to

---

<sup>1</sup> Zdefiniowane zostały także dwa wskaźniki dodatkowe uwzględniane przy badaniu MPI netto – zadłużenie zewnętrzne netto jako % PKB (czyli różnica między zobowiązaniami dłużnymi – bez pasywów o charakterze własnościowym i instrumentów pochodnych – a aktywami dłużnymi – bez aktywów o charakterze własnościowym i instrumentów pochodnych – odniesiona do PKB; w dwóch ujęciach: jako przepływy i zasoby w danym roku) oraz napływające bezpośrednie inwestycje zagraniczne jako % PKB (także w dwóch ujęciach: jako przepływy i zasoby w danym roku).

za powód do niepokoju z punktu widzenia jego stabilności zewnętrznej. Trudno też skłonić podmioty, by ograniczyły swoje inwestycje na rynkach zagranicznych w sytuacji, gdy spodziewane korzyści przewyższają te, które są oczekiwane na rynku krajowym. Wszystkie kraje nie może jednak cechować dodatnia MPI netto, jednak w regulacjach prawnych nie wskazano nadmiernej dodatniej MPI netto jako powodu do niepokoju. W przypadku znaczącej ujemnej MPI netto również trudno podjąć działania korygujące, których celem musiałoby być albo zachęcenie inwestorów krajowych do zwiększenia aktywności na rynkach zagranicznych (czyli zubożenie krajowej bazy kapitałowej), albo zniechęcenie inwestorów zagranicznych do działania na rynku krajowym (z punktu widzenia krajów z ujemną MPI netto napływający kapitał jest często warunkiem *sine qua non* stabilności finansowej ich gospodarek)<sup>2</sup>.

Aby powyższe wymogi mogły być egzekwowane, w ramach przyjętych rozwiązań prawnych konstytuujących Procedurę Nierównowagi Makroekonomicznej (*Macroeconomic Imbalance Procedure* – MIP) przewidziano uruchomienie procedury korygującej dla krajów, które nie są w stanie same poradzić sobie z korektą wskaźników, w sytuacji wydania przez Komisję zaleceń odnośnie do takiej korekty – Procedury Nadmiernej Nierównowagi (*Excessive Imbalance Procedure* – EIP). Postępowanie takie będzie dotyczyło krajów członkowskich strefy euro, których znaczące nierównowagi (zarówno zewnętrzne, jak i wewnętrzne) mogą zaburzyć prawidłowe funkcjonowanie Unii Gospodarczej i Walutowej. W takim przypadku kraj musi przedstawić plan działania w zakresie korekty istniejących nierównowag (*Corrective Action Plan* – CAP), w którym będzie zdefiniowany zestaw podejmowanych działań i harmonogram ich przeprowadzania. Jednocześnie została także określona droga postępowania w przypadku konieczności wdrożenia przez kraj planu korygującego nierównowagi, aby nie dopuścić do sytuacji, że podejmowane przez niego działania są niewystarczające i nieskuteczne. Po przygotowaniu planu kraj przesyła go do Rady, która wydaje opinię na jego temat. Jeśli uzna go za źle przygotowany z punktu widzenia wytyczonych celów, kraj musi przygotować nowy plan. Jeśli kolejny plan nadal nie spełnia oczekiwań Rady, ma ona prawo nałożyć na kraj karę w wysokości 0,1% PKB, aby uniknąć sytuacji, w której kraj odsuwa w czasie podjęcie działań korygujących poprzez przygotowywanie kolejnych planów, których jakość budzi wątpliwości. Należy dodać, że rozpoczęcie przez Radę procedury nadmiernej nierównowagi nastąpi dopiero po wyczerpaniu mniej restrykcyjnych środków zapobiegawczych<sup>3</sup>.

<sup>2</sup> Kapitał zagraniczny przyczynia się także do finansowania deficytu budżetowego, zagadnienie to nie jest jednak przedmiotem rozważań w niniejszym artykule.

<sup>3</sup> Szczegóły dotyczące Procedury Nierównowagi Makroekonomicznej: [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/economic\\_governance/macroeconomic\\_imbalance\\_procedure/mip\\_framework/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/economy_finance/economic_governance/macroeconomic_imbalance_procedure/mip_framework/index_en.htm) (dostęp: 7.05.2014).

#### 4. SKALA NIERÓWNOWAGI ZEWNĘTRZNEJ KRAJÓW STREFY EURO W ŚWIETLE WYBRANYCH WSKAŹNIKÓW

Od 2012 r. Komisja Europejska publikuje raport oceniający kształtowanie się głównych wskaźników definiujących równowagę wewnętrzną i zewnętrzną krajów członkowskich UE – *Alert Mechanism Report*, w którym wskazuje, czy kraje (całej UE, nie tylko strefy euro) wypełniają kryteria dotyczące kształtowania się wskazanych równowag. Komisja może uznać, że kryteria te są wypełnione lub może przyjąć, że konieczna jest dalsza analiza istniejącego stanu rzeczy, co oznacza, że pojawia się sygnał ostrzegawczy dla kraju dotyczący konieczności korekty istniejących nierównowag, albo może skierować do kraju zalecenie podjęcia konkretnych działań zmierzających do tego celu. Nieskuteczność zaleceń Komisji i brak pozytywnych efektów korekty istniejących nierównowag, które mogą zagrozić właściwemu funkcjonowaniu strefy euro powodują, że Komisja może rekomendować formalne rozpoczęcie przez Radę wspomnianej procedury nadmiernej nierównowagi. Jednocześnie trzeba podkreślić, że rozpoczęcie takiej procedury jest możliwe tylko dla krajów strefy euro.

Analiza danych dotyczących kształtowania się salda rachunku obrotów bieżących i międzynarodowej pozycji inwestycyjnej netto krajów strefy euro wskazuje, że są podstawy, aby część krajów rozpoczęła działania zmierzające do skorygowania wskaźników. Należy przy tym dodać, iż raport pochodzący z roku 2014 obejmuje dane z roku 2012, tak więc obecnie wskaźniki mogą kształtować się na innym poziomie.

Tabela 2

Wybrane wskaźniki definiujące równowagę zewnętrzną krajów strefy euro, 2012 r.

| Kraj      | Saldo obrotów bieżących % PKB (średnia z trzech lat) | Saldo obrotów bieżących % PKB, 2012 r. | Międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto, % PKB |
|-----------|--|--|--|
| 1         | 2  | 3                                      | 4  |
| Belgia    | -0,4   | -2,0                                   | 48   |
| Niemcy    | 6,5  | 7,0                                    | 42   |
| Estonia   | 0,9  | -1,8                                   | -54  |
| Irlandia  | 2,3  | 4,4                                    | -112   |
| Grecja    | -7,5   | -2,4                                   | -109   |
| Hiszpania | -3,1   | -1,1                                   | -93  |
| Francja   | -1,8   | -2,2                                   | -21  |
| Włochy    | -2,3   | -0,4                                   | -25  |
| Cypr      | -6,7   | -6,9                                   | -82  |



| 1          | 2    | 3    | 4    |
|------------|------|------|------|
| Łotwa      | -0,6 | -2,5 | -67  |
| Luksemburg | 7,0  | 6,6  | 169  |
| Malta      | -1,6 | 1,6  | 25   |
| Holandia   | 8,8  | 9,4  | 47   |
| Austria    | 2,2  | 1,6  | 0    |
| Portugalia | -6,5 | -2,0 | -115 |
| Słowenia   | 1,2  | 3,3  | -45  |
| Słowacja   | -1,7 | 2,2  | -64  |
| Finlandia  | -0,5 | -1,7 | 18   |

Źródło: *Alert Mechanism Report* (2014), s. 30.

Dane zawarte w tab. 2 wyraźnie wskazują, że sytuacja krajów strefy euro jest istotnie zróżnicowana w zakresie kształtowania się sald rachunku obrotów bieżących i międzynarodowej pozycji inwestycyjnej netto odniesionych do PKB. Rozpatrywane zwykle jako jedna grupa tzw. kraje peryferyjne, czyli Grecja, Włochy, Hiszpania, Portugalia i Irlandia, nie tworzą homogenicznej całości. Grecja i Portugalia nie wypełniają obu wskazanych kryteriów (podobnie Cypr), Irlandia i Hiszpania – jednego, zaś Włochy wypełniają oba kryteria. Jednocześnie widać, że w przypadku całej strefy euro więcej problemów nastrocza krajom wypełnienie kryterium MPI netto. Dziewięć krajów go nie wypełnia, czyli 50% grupy. Jeśli chodzi o drugie kryterium, trzy kraje mają nadmierny deficyt na rachunku obrotów bieżących, także trzy – nadmierną nadwyżkę. Zestawienie dowodzi, że o ile kraje, które mają nadmierny deficyt, mają również nadmierną ujemną MPI netto, o tyle nadmierna MPI netto nie oznacza, że kraj ma nadmierny deficyt; wręcz przeciwnie – może mieć nadwyżkę na rachunku obrotów bieżących.

Teoretycznie sekwencja zależności między kształtowaniem się salda rachunku obrotów bieżących i MPI netto powinna być następująca: kraj o wysokim deficycie (czyli relatywnie niskiej konkurencyjności) korzysta z zasobów zagranicznych i ma wysoką ujemną MPI netto (kapitał zagraniczny jest niezbędny m.in. do pokrycia tego deficytu). Napływający kapitał zagraniczny przyczynia się do modernizacji i rozbudowy sektora produkcyjno-usługowego tego kraju, w efekcie czego rośnie konkurencyjność jego produktów i usług na rynkach międzynarodowych, co powinno przynieść redukcję deficytu na rachunku obrotów bieżących i stopniowe przekształcenie go w nadwyżkę. Z uwagi na znaczące zaangażowanie kapitału zagranicznego kraj nadal utrzymuje jednak nadal znaczącą ujemną MPI netto. Rosnąca nadwyżka na rachunku obrotów bieżących powoduje wzrost wartości inwestycji podmiotów krajowych na rynkach zagranicznych. Jeśli dynamika wzrostu wartości aktywów zagranicznych jest wyższa niż dynamika wzrostu wartości pasywów zagranicznych, ujemna MPI netto ulega stopniowej redukcji,

by ostatecznie przekształcić się w nadwyżkę. W sytuacji „wyjściowej” są Grecja, Cypr i Portugalia, w sytuacji docelowej – Niemcy, Holandia i Luksemburg. Pozostałe kraje znajdują się w różnych fazach przejściowych. Problem w tym, że punktem zwrotnym w tej sekwencji wydarzeń jest wypracowanie nadwyżki na rachunku obrotów bieżących, będącej pochodną wzrostu konkurencyjności kraju na rynkach zagranicznych. Uwzględniając fakt, że gros wymiany handlowej krajów strefy euro przypada na partnerów ze strefy, wypracowywanie nadwyżek przez wszystkie kraje, jak już wspomniano, nie jest możliwe. Analiza danych zawartych w tab. 2 wskazuje, że są kraje, które mają dodatnią MPI netto i ujemne saldo na rachunku obrotów bieżących, np. Finlandia i Belgia. Należy jednak pamiętać, że ostatnie lata to okres kryzysu, który istotnie wpłynął na funkcjonowanie gospodarek krajów strefy. Przed wybuchem kryzysu kraje te miały dodatnie salda rachunku obrotów bieżących. Zaskoczenie budzi natomiast przypadek Malty, która miała wysoki deficyt na rachunku obrotów bieżących w sytuacji utrzymywania się dodatniej MPI netto.

Komisja, po analizie danych, na podstawie posiadanych umocowań prawnych (por. Regulation (EU) No 1174/2011 of the European Parliament and of the Council of 16 November 2011) wydała rekomendacje dotyczące dalszego postępowania wobec krajów strefy euro. Informacje na ten temat zawarte zostały w tab. 3. Należy mieć jednak na względzie fakt, że rekomendacje te są pochodną kształtowania się wszystkich zdefiniowanych wskaźników określających poziom równowagi zewnętrznej i wewnętrznej łącznie<sup>4</sup>, nie tylko wskazanych w niniejszym artykule.

Tabela 3

Rekomendacje Komisji odnośnie do postępowania wobec poszczególnych krajów strefy euro w kontekście MIP

| Kraj           | Rekomendacja Komisji   |
|----------------|--|
| 1              | 2  |
| Belgia         | Dalsze badanie istniejących nierównowag i ich rozwoju  |
| Niemcy         | Prowadzenie pogłębionych badań w zakresie istnienia nierównowag  |
| <b>Estonia</b> | <b>Nie ma potrzeby prowadzenia obecnie badań dotyczących nierównowag</b>   |
| Irlandia       | Kraj kończy realizację programu naprawczego. Decyzja dotycząca badania nierównowag będzie podjęta po jego zakończeniu. |
| Grecja*        | Brak rekomendacji  |
| Hiszpania      | Dalsze badanie istniejących nierównowag i monitorowanie ich rozwoju  |
| Francja        | Dalsze badanie ryzyka związanego z istniejącymi nierównowagami   |

<sup>4</sup> Szczegóły nt. wskaźników definiujących równowagę wewnętrzną i zewnętrzną kraju: *Alert Mechanism Report* (2014), s. 29.

| 1               | 2  |
|-----------------|--|
| Włochy          | Dalsze badanie ryzyka związanego z istniejącymi nierównowagami           |
| Cypr*           | Brak rekomendacji  |
| <b>Łotwa**</b>  | <b>Nie ma potrzeby prowadzenia obecnie badań dotyczących nierównowag</b> |
| Luksemburg      | Prowadzenie pogłębionych badań w zakresie istnienia nierównowag          |
| Malta           | Dalsze badanie istniejących nierównowag i ich rozwoju                    |
| Holandia        | Dalsze badanie istniejących nierównowag i ich rozwoju                    |
| <b>Austria</b>  | <b>Nie ma potrzeby prowadzenia obecnie badań dotyczących nierównowag</b> |
| Portugalia*     | Brak rekomendacji  |
| Słowenia        | Dalsze badanie istniejących nierównowag i monitorowanie ich rozwoju      |
| <b>Słowacja</b> | <b>Nie ma potrzeby prowadzenia obecnie badań dotyczących nierównowag</b> |
| Finlandia       | Dalsze badanie istniejących nierównowag i monitorowanie ich rozwoju      |

\* Kraje te są w trakcie realizacji programów dostosowawczych i korzystają z finansowego wsparcia, nie podlegają procedurze MIP; \*\* Łotwa należy do strefy euro od 01.01.2014 r.

Źródło: jak do tab. 2, s. 12–23.

Na 18 badanych krajów strefy euro tylko w czterech krajach (!) Komisja uznała, że sytuacja w zakresie kształtowania się ich równowagi wewnętrznej i zewnętrznej jest zadowalająca. Oczywiście można ten fakt powiązać z negatywnymi skutkami działania kryzysu, jednak nadal nie zmienia to jego wydźwięku. Wśród krajów ocenionych pozytywnie znalazły się przede wszystkim nowe kraje członkowskie, które przystąpiły do UE w maju 2004 r. i relatywnie niedawno uzyskały członkostwo w strefie euro, czyli Estonia, Łotwa i Słowacja, a także Austria. Trudno w tej sytuacji nie odnieść wrażenia, że to właśnie członkostwo w strefie euro jest katalizatorem niekorzystnych zmian w zakresie kształtowania się równowagi zewnętrznej krajów członkowskich. Nie ulega wątpliwości, że mechanizmy działania strefy euro nie funkcjonują dobrze, jeśli jedynym skutecznym narzędziem przywracania równowagi makroekonomicznej krajów należących do strefy są regulacje prawne zawierające nakazy i sankcje. Sytuacja ta każe się również poważnie zastanowić nad zdolnością strefy do utrzymania/przywracania/pogłębiania stabilności finansowej krajów członkowskich. Ta właśnie właściwość strefy była zwykle przytaczana jako wiodąca korzyść z przystąpienia kraju do strefy i jego rezygnacji z istotnej części suwerenności gospodarczej.

## 5. PODSUMOWANIE

Strefa euro rozpoczęła działanie w 1999 r., od tego czasu upłynęło 15 lat. Patrząc z perspektywy historycznej okres ten jest krótki, jednak wydarzenia, które w nim nastąpiły, okazały się dla strefy euro brzemiennie w skutki. Za jedno

z najważniejszych wydarzeń, jeśli nie najważniejsze, należy uznać wybuch światowego kryzysu finansowego, który rozpoczął się w 2008 r. i stał się katalizatorem zmian obecnie zachodzących w strefie. Kryzys nie tylko ujawnił wadliwość mechanizmów działania strefy euro, lecz także brak koncepcji co do możliwości ich zmiany w taki sposób, by zagwarantować efektywność funkcjonowania strefy w przyszłości. W następstwie kryzysu podjęto szereg działań o charakterze regulacyjnym (m.in. uchwalono „sześciopak”), nie udzielono jednak odpowiedzi na fundamentalne skądinąd pytanie: czy strefa euro powinna przekształcić się w strukturę federacyjną, czy też rozluźnić gorset konstytuujących ją zasad tak, aby dać krajom więcej swobody i elastyczności w działaniu? Kraje strefy nie dysponują własnymi walutami, nie prowadzą własnych polityk pieniężnych, nie mają możliwości zaopatrzenia w płynność sektorów bankowych przy wykorzystaniu metod istniejących w krajach funkcjonujących poza strefą. Narzędzia, jakimi mogą się posługiwać w celu zapewnienia stabilności swoich gospodarek, są mocno ograniczone. Gros wymiany towarowej i przepływów finansowych krajów strefy przypada właśnie na strefę, co powoduje z jednej strony korzyści – brak barier i ryzyka kursowego, jak również udogodnienia związane z tworzeniem SEPA, zaś z drugiej strony – narastanie nierównowagi zewnętrznej krajów wewnątrz strefy. Wydaje się, że w tej sytuacji, nawet jeśli strefa euro przezwycięży obecny kryzys, a nie wypracuje nowych mechanizmów funkcjonowania, kolejny kryzys będący pochodną ponownego narastania nierównowag zewnętrznych (i wewnętrznych) krajów członkowskich jest tylko kwestią czasu. Rosnąca liczba regulacji prawnych, których zadaniem jest wymuszenie osiągnięcia określonych poziomów zdefiniowanych wskaźników, nie gwarantuje sprawnego działania strefy euro *per se* i z całą pewnością nie może być uważana za kluczowe narzędzie służące stabilizowaniu strefy w warunkach pogłębiającej się dywergencji gospodarek krajów, które ją tworzą.

## BIBLIOGRAFIA

- Acharya V.Y., S. Steffen (2013), *The “Greatest” Carry Trade Ever? Understanding Eurozone Bank Risks*, NBER Working Paper No. 19039, May, [www.nber.org](http://www.nber.org) (dostęp: 6.05.2014).
- Alert Mechanism Report 2014*, [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/economic\\_governance/documents/alert\\_mechanism\\_report\\_2013\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/economy_finance/economic_governance/documents/alert_mechanism_report_2013_en.pdf) (dostęp: 5.05.2014).
- Barnes S., Lawson J., Radziwiłł A. (2010), *Current Account Imbalances in the Euro Area: A Comparative Perspective*, OECD Economics Department Working Papers, No. 826, OECD Publishing, doi: 10.1787/5km33svj7pxs-en (dostęp: 12.05.2014).
- Hale G., Obstfeld M. (2014), *The Euro and the Geography of International Debt Flows*, NBER Working Paper No. 20033, [http://www.nber.org/papers/w20033.pdf?new\\_window=1](http://www.nber.org/papers/w20033.pdf?new_window=1) (dostęp: 12.05.2014).
- Janicka M. (2012), *Nadzór na jednolitym rynku finansowym Unii Europejskiej – próba reformy*, [w:] J. Bilski, E. Feder-Sempach (red.), *Mechanizmy funkcjonowania strefy euro*, „Acta Universitatis Lodzianensis. Folia Oeconomica”, nr 264, s. 125–137.

- Janicka M., Bilski J. (2014), *Kryzys w strefie euro a nierównowaga zewnętrzna krajów strefy*, [w:] T. Gruszecki (red.), *Kryzys a dług publiczny w krajach rozwiniętych*, Wydawnictwo KUL, Lublin, s. 223–234.
- Macroeconomic Imbalance Procedure*, [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/economic\\_governance/macroeconomic\\_imbalance\\_procedure/mip\\_framework/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/economy_finance/economic_governance/macroeconomic_imbalance_procedure/mip_framework/index_en.htm) (dostęp: 7.05.2014).
- Regulation (EU) No 1174/2011 of the European Parliament and of the Council of 16 November 2011 on enforcement measures to correct excessive macroeconomic imbalances in the euro area, <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/ALL/;jsessionid=11QyT1dfhLsyWkQd6B2ZJ-hz7GTSZ2sXP3h0XLT5bVKsJ5LvY6GV2!-1454583626?uri=CELEX:32011R1174> (dostęp: 15.05.2014).
- Regulation (EU) No 1176/2011 of the European Parliament and of the Council of 16 November 2011 on the prevention and correction of macroeconomic imbalances, <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/ALL/;jsessionid=ntGCTyTZvvDp2vMRpw1YLTqzG7hGb2gcvW1WWX8p-6k0y5kYMJg0X1225033182?uri=CELEX:32011R1176> (dostęp: 7.05.2014).
- Schmitz B., von Hagen J. (2009), *Current Account Imbalances and Financial Integration in the Euro Area*, Centre for Economic Policy Research, Discussion Paper No. 7262.
- World Economic Outlook: Transitions and Tensions* (2013), October, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2013/02/pdf/text.pdf> (dostęp: 8.05.2014).

*Małgorzata Janicka*

#### EXTERNAL IMBALANCE OF THE COUNTRIES IN THE EUROZONE

**Abstract.** The financial crisis that hit the Eurozone made it necessary to reconsider the mechanisms of its functioning, as the source of the zone crisis is beyond doubt the systemic one. In the Euro Area did not work (and still does not work) symmetric mechanism leading to compensate the current account balances in both surplus and deficit countries. In consequence the growing external imbalances of the member countries and blocking by the integration processes the compensatory mechanisms which allow to restore the balance became the main reasons of the Eurozone crisis. The aim of the paper is to analyze the state of the external balance of euro area member states on the basis of two selected indicators – current account balance and net international investment position, both referred to GDP, in the context of EU action taken towards the problem of macroeconomic imbalances.

**Keywords:** Eurozone, external imbalance, current account deficit, net internal investment position.