

ANNA KOWCUŃ
MATEUSZ SUTOWICZ

GRECJA – KRAJ ZBYT DUŻY, BY UPAŚĆ? ANALIZA SYTUACJI FINANSÓW PUBLICZNYCH KRAJÓW PIIGS ORAZ JEJ KONSEKWENCJE DLA RYNKU WALUTOWEGO

Oceniając gotowość danego kraju do przystąpienia do Unii Gospodarczo-Walutowej, należy rozważyć, czy horyzont czasowy o długości jednego roku, bo taki przyjmuje się za normę, jest odpowiedni. Za wydłużeniem tego okresu może przemawiać długość cykli koniunkturalnych, długość cykli inwestycyjnych finansowanych ze środków publicznych oraz długotrwałość procesów społecznych związanych z polityką budżetową, takich jak czas kształcenia się ludzi czy proces starzenia się społeczeństwa¹.

Zgodnie z klasyczną, liberalną myślą ekonomiczną równowaga budżetowa jest bardzo istotnym aspektem funkcjonowania państwa i ma ona zasadnicze znaczenie przy ocenie jakości opracowywanego budżetu. Stanowi jedną z ważniejszych zasad budżetowych, a tym samym jest wytyczną podczas prac nad zestawieniem planowanych dochodów i wydatków państwowych. Zwolennicy tej szkoły szczególnie mocny nacisk kładą na negatywne skutki, jakie mogą być następstwem braku równowagi budżetowej, a są to: przyspieszenie procesów inflacyjnych, pojawienie się „efektu wypchania”, co może prowadzić do spadku wartości oszczędności, zagrożenie niewypłacalnością i wpadnięciem w pułapkę zadłużeniową, która doprowadzić może do koniecz-

ANNA KOWCUŃ – Koło Naukowe Studentów Ekonomii Katolickiego Uniwersytetu Lubelskiego Jana Pawła II; e-mail: annakowcun@gmail.com

MATEUSZ SUTOWICZ – Koło Naukowe Studentów Ekonomii Katolickiego Uniwersytetu Lubelskiego Jana Pawła II; e-mail: sutowicz@gmail.com

¹ *Finanse*, red. J. Ostaszewski, Warszawa: Centrum Doradztwa i Informacji Difin 2008, s. 152.

ności zaciągania kolejnych zobowiązań na pokrycie wcześniejszych, a koszty obsługi tych zobowiązań będą na tyle duże, że państwo będzie musiało zrezygnować z finansowania innych zadań na rzecz pokrycia kosztów obsługi zaciągniętych kredytów². Poza równowagą możliwe są także dwa inne scenariusze związane ze stanem finansów publicznych, mianowicie może to być nadwyżka lub deficyt. Zdecydowanie częściej mamy do czynienia z deficytem finansowym, który oznacza, że wydaje się ponad możliwości, czyli wydatki sektora publicznego są większe niż dochody tegoż sektora.

Teoria głoszona przez J. M. Keynesa stanowiła alternatywę w stosunku do teorii klasycznej i mówiła, że budżet państwa należy wykorzystywać do przeciwdziałania cyklom koniunkturalnym, a co za tym idzie – dopuszczalne jest powiększanie wydatków przy utrzymywaniu dochodów na stałym poziomie lub nawet, jeśli to konieczne, przy ich zmniejszaniu. Takie działanie miało na celu zwiększenie popytu globalnego w czasie, gdy pojawiały się oznaki recesji i doprowadzenie do wyeliminowania spadkowej fazy cyklu. Zwiększenie wydatków przy niezmiennym poziomie przychodów miało prowadzić do pojawienia się i stopniowego wzrostu deficytu. Był on jednak dopuszczalny wyłącznie na określony, niezbędny czas, tzn. do momentu wprowadzenia gospodarki w fazę ponownego wzrostu. Z tą teorią zgadza się część ekonomistów, która podnosi argumenty, że potrzeba stabilizowania cyklu lub konieczność zaciągania kredytów na potężne inwestycje jest na tyle duża, że przyszłe pokolenia, które będą korzystały z efektów tak prowadzonej polityki finansowej, mogą ponieść część kosztów w postaci deficytu finansów publicznych³.

Deficyt może być spowodowany: spadkiem dochodów publicznych przy utrzymaniu stałego poziomu wydatków, zwiększeniem wydatków przy stałym poziomie podatków bądź w sytuacji, gdy tempo wzrostu wydatków jest większe niż tempo wzrostu dochodów. Niedostosowanie wydatków i przychodów może natomiast wynikać z problemu wysokiego poziomu wydatków budżetowych, który jest zdeterminowany przez tzw. wydatki sztywne, czyli wydatki, które muszą być poniesione w określonej kwocie (wynika to z przepisów prawnych)⁴ nawet w czasie dekoniunktury gospodarczej i niskiego poziomu przychodów, decyzji politycznych dotyczących wysokich nakładów przeznaczonych na inne cele, tj. reformy, inwestycje, dotacje, które znacząco zaburzają

² Tamże, s. 157.

³ R. S k a r ż y Ń s k i, *Polityka budżetowa w krajach kapitalistycznych*, Warszawa 1987, s. 12.

⁴ M. M a r k i e w i c z, J. S i w i ń s k a, *Wydatki sztywne budżetu państwa. Studia i analizy*, Warszawa: CeDeWu 2003, s. 6.

równowagę budżetową. Kolejno, powodem niedopasowania mogą być zmniejszone wpływy podatkowe, wynikające np. ze wzrostu bezrobocia, a co za tym idzie – z mniejszej wydajności podatkowej lub też spadku dochodów, i/lub wzrost wydatków, które mogą być skutkiem zdarzeń niezależnych, takich jak powódź, trzęsienie ziemi etc.

Traktat o Unii Europejskiej podpisany 7 lutego 1992 r., zwany także Traktatem z Maastricht, wprowadził postanowienia dotyczące Unii Gospodarczo-Walutowej oraz wspólnej waluty euro. W dokumencie tym zostały określone kryteria, które muszą spełnić państwa ubiegające się o przyłączenie do euro-landu, czyli kryteria konwergencji, inaczej zwane kryteriami zbieżności. Zostały także wskazane terminy dotyczące wprowadzenia euro oraz wyznaczone ramy prawne instytucji działających w Unii Gospodarczo-Walutowej.

Wysokość deficytu finansów publicznych jest jednym z kryteriów, które musi spełnić kraj ubiegający się o przyjęcie do grona państw posługujących się wspólną walutą. Jest to jedno z kryteriów nominalnych, określanych jako zbiór kryteriów z Maastricht, kryteriów konwergencji lub kryteriów zbieżności. Zgodnie z zapisem Traktatu z Maastricht poziom deficytu w państwie aspirującym do włączenia do strefy euro nie może być wyższy niż 3% Produktu Krajowego Brutto. Ponadto, Pakt Stabilności i Wzrostu nakłada na państwa, które go podpisały, obowiązek stopniowego, ale całkowitego wyeliminowania deficytu finansów publicznych. Oznacza to, że zasada równowagi budżetowej jest nadrzędną wartością, o czym może również świadczyć fakt, że w budżecie Unii Europejskiej, w odróżnieniu od budżetów krajowych, nie może zostać zaplanowany deficyt, tzn. że wydatki muszą w całości zostać sfinansowane z przychodów, a ponadto zabrania się zaciągania kredytów na jego finansowanie. Co więcej, określone zostały sankcje, które mogą zostać nałożone na państwo nieprzestrzegające pułapów określonych w Pakcie. Kary te są wyznaczone w konkretnych przedziałach finansowych w zależności od poziomu przekroczenia oraz okresu, jakiego dotyczy niedotrzymanie danego kryterium. Każde przekroczenie dopuszczalnego deficytu może skutkować grzywną nałożoną na dane państwo w wysokości pół punktu procentowego PKB za każdy procent deficytu. Środki finansowe o wskazanej wysokości powinny wtedy zostać przekazane na nieoprocentowane konto, a po dwóch latach, w przypadku kiedy nie poprawi się kondycja finansów publicznych, taki depozyt, zgodnie z zapisem, przepada. Ważne jednak, aby sankcje przewidziane dla państw, które nie przestrzegają limitów określonych w Pakcie, nie były tylko zapisem, z którego nic nie wynika, a stały się sprawnie działającym mechanizmem, który będzie skutecznie zwalczał zbyt luźną politykę finansową. W ciągu ostatnich 13 lat, czyli od momentu ratyfikowania na

szczyście w Amsterdamie Paktu Stabilności i Wzrostu żadne państwo nie zostało ukarane za zbyt wysoki poziom deficytu Sektora General Government, co nie oznacza, że sytuacja finansów publicznych krajów należących do strefy euro jest dobra. Realia znacząco odbiegają od teorii opisywanej w planach, dlatego też żadne z państw UE nie jest w stanie dotrzymać tak rygorystycznych wymogów, jak te, które zostały określone w Traktacie z Maastricht. Co więcej, po ostatnim okresie spowolnienia gospodarczego, większości państw wchodzących w skład Wspólnoty trudno jest dotrzymać choćby jednego z warunków, a wartość przekroczenia wielokrotnie stanowi nawet 300% i więcej określanego limitu.

Pozostałe wytyczne niezbędne do osiągnięcia trwałej konwergencji, które musi mieć na uwadze państwo starające się o włączenie do Wspólnoty, to kryterium stabilności cen, kryterium kursu walutowego, kryterium średniej, nominalnej, długookresowej stopy procentowej oraz kryterium związane z poziomem długu publicznego.

Kryterium stabilności cen, inaczej zwane kryterium inflacyjnym, wyznacza pułap procentowy, jaki może osiągnąć wskaźnik poziomu inflacji krajowej w stosunku do średniej inflacji wyliczonej na podstawie danego parametru pochodzącego z 3 krajów Unii Europejskiej o najbardziej stabilnych cenach. Państwo chcące spełnić to kryterium, musi przez rok poprzedzający moment oceny utrzymać inflację na poziomie nie wyższym niż 1,5% więcej niż średnia z trzech krajów o najniższym wskaźniku inflacji.

Kryterium kursu walutowego wymaga unikania poważnych napięć oraz utrzymania kursu waluty krajowej przez okres 2 lat w tzw. wężu walutowym, tj. paśmie +/- 15% w stosunku do parytetu ustalonego przez Europejski Bank Centralny. Spełnienie tego kryterium oznacza uczestnictwo w mechanizmie kursowym ERMII.

Kryterium średniej, nominalnej, długookresowej stopy procentowej stanowi, że krajowa, nominalna, długookresowa stopa procentowa nie może przekroczyć o więcej niż 2% poziomu wskazanego przez średnią wyznaczoną przez 3 kraje o najniższym wskaźniku inflacji wśród krajów Unii Europejskiej.

Kryterium związane z poziomem deficytu i długu publicznego określa, że poziom deficytu w relacji do PKB nie może przekroczyć 3%, natomiast dług publiczny w zestawieniu z PKB nie może być wyższy niż 60%.

Kryteria nominalne mają na celu zbudowanie odpowiedniego otoczenia makroekonomicznego, aby wprowadzenie wspólnej waluty nie było dla kraju zbyt dużym obciążeniem, z którym gospodarka nie będzie mogła sobie poradzić. Wypełnianie kryteriów zawartych w Traktacie z Maastricht przyczynia

się do ujednoczenia najważniejszych parametrów ekonomicznych z punktu widzenia prowadzenia wspólnej polityki pieniężnej.

Poza kryteriami ilościowymi ważną rolę odgrywa ocena jakościowa kryteriów z Maastricht, która dotyczy niezależności Europejskiego Banku Centralnego oraz zakazu finansowania przez niego wydatków budżetowych. Niezależność EBC zarówno pod względem instytucjonalnym, finansowym, jak i personalnym jest najważniejszym wyznacznikiem wiarygodności tej instytucji. W obecnej sytuacji, biorąc pod uwagę pakiet pomocowy, przyjęty, aby uchronić Grecję przed bankructwem, pojawiają się wątpliwości, czy niezależność EBC się nie zmniejszyła, bądź też nie jest ona zagrożona, co mogłoby skutkować negatywnie dla utrzymania stabilności cen.

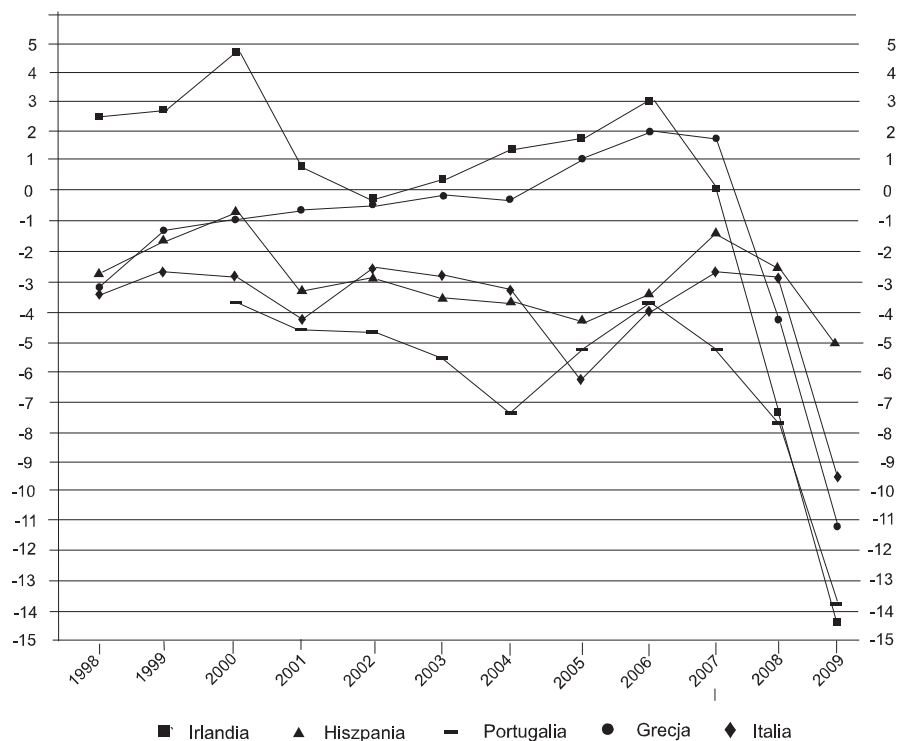
Dnia 2 maja 1998 r. Rada Unii Europejskiej podjęła decyzję o zakwalifikowaniu wybranych państw członkowskich do Unii Gospodarczo-Walutowej. Kryteria zbieżności gospodarczej, które były podstawą tej decyzji zostały spełnione przez 11 krajów, tj. Belgia, Niemcy, Hiszpania, Francja, Irlandia, Włochy, Luksemburg, Holandia, Austria, Portugalia i Finlandia posługuje się wspólną walutą już od roku 1999, co oznacza, że zostały one od razu zakwalifikowane do przystąpienia do UGW. W innej sytuacji znalazła się Grecja, która dołączyła do tego grona dopiero w 2001 r.⁵ ze względu na wcześniejsze problemy z dotrzymaniem wskaźników określonych w kryteriach zbieżności.

Pojawia się wiele wątpliwości co do faktu spełnienia przez Grecję wszystkich kryteriów konwergencji podczas oceny jej gotowości do przystąpienia do strefy euro. W roku 1999, czyli w momencie oceny kondycji gospodarczej państwo to wykazało deficyt na poziomie 1,6%, podczas gdy prawdziwa wartość deficytu oscylowała wokół poziomu 3,5% w stosunku do PKB. Różnica ta wynikała ze sposobu obliczania oraz klasyfikowania odpowiednich przychodów i wydatków⁶.

W pierwszej połowie lat dziewięćdziesiątych ubiegłego stulecia Grecja odnotowała najwyższy poziom deficytu wśród krajów należących do Unii Europejskiej. Sięgał on poziomu 16% PKB, a po kilku latach starań o jego obniżenie spadł do poziomu 10% PKB. Tak wysoki deficyt znacząco wpływał na skumulowane zadłużenie, jakim jest dług publiczny. Koniec lat dziewięćdziesiątych przyniósł dobre dane makroekonomiczne pochodzące z Grecji.

⁵ E. Ł o n, *Dlaczego Polska nie powinna wchodzić do strefy euro?*, Poznań: Akademia Ekonomiczna 2007, s. 7.

⁶ *Finanse*, s. 293.



Wykres 1. Stan Sektora General Government w latach 1998-2009 w krajach PIIGS

Źródło: Opracowanie własne na podstawie www.epp.eurostat.ec.europa.eu

W tym czasie deficyt tego kraju zbliżał się do poziomu akceptowanego i określonego jako dopuszczalny zgodnie z nominalnymi kryteriami konwergencji, natomiast dług publiczny spadł do wartości bliskiej 100% PKB⁷. Osiągnięcie stosunkowo niskiego poziomu obu wskaźników udało się nie ze względu na radykalne zmiany w prowadzonej polityce fiskalnej, ale raczej ze względu na okres dobrej koniunktury, co oznacza, że gdyby nie wysokie tempo wzrostu gospodarczego Grecja, Hiszpania i Portugalia, czyli kraje, które mają największe problemy z dotrzymaniem poziomu kryteriów bieżności, mogłyby nie dotrzymać właśnie tych kryteriów. W końcu wszystkie trzy kraje, których wejście do strefy euro budziło dużo kontrowersji ze

⁷ G. T c h o r e k, *Konwergencja nominalna a integracja rynków finansowych Hiszpanii, Portugalii i Grecji na drodze do strefy euro*, Warszawa: Uniwersytet Warszawski 2009, s. 3.

względu na niedopasowanie gospodarcze, spełniły niezbędne wymagania. Jednak tuż po okresie przygotowań do wprowadzenia wspólnej waluty, nastąpił powrót do swobodnej polityki fiskalnej, czyli do tego stylu, który był uprawiany wcześniej, a który skutkował olbrzymim deficytem i długiem publicznym na poziomie znacznie przekraczającym wartość Produktu Krajowego Brutto.

W pierwszej połowie 2010 r. po raz kolejny pojawiły się informacje o problemach Grecji dotyczących sfery finansów publicznych.

Kłopoty greckiej gospodarki są wynikiem, na który wpływ miał szereg czynników, które po skumulowaniu i nałożeniu w czasie spowodowały, że obecny stan finansów publicznych jest bardzo słaby, a państwo zagrożone jest bankructwem. Najważniejsze przyczyny to: systematyczna utrata konkurencyjności, preparowanie danych statystycznych na potrzeby kontroli i statystyk UE, które odbiegały od realiów i stwarzały pozory dobrej kondycji finansowej państwa. W rzeczywistości, uwzględniając koszty starzenia się społeczeństwa, olbrzymie zadłużenie i deficyt budżetowy oraz perspektywy kilkuletniej recesji, dług publiczny Grecji włączając przyszłe zobowiązania, może zbliżyć się do poziomu 1000% PKB⁸. Ostatnie lata to czas, kiedy Grecja żyła ponad stan, głównie korzystając z pożyczek zagranicznych, a pozyskane w ten sposób pieniądze nie zostały wykorzystane tak, aby zapewnić długotrwałe korzyści, lecz spożytkowano je m.in. na duże podwyżki płac w sferze budżetowej (w ciągu ostatnich 5 lat o 100 proc.). Kolejny znaczący czynnik to unikanie płacenia podatków przez obywateli Grecji. Przyczyn obecnej sytuacji, w jakiej znalazło się to państwo, a także inne, takie jak Portugalia, Hiszpania, Włochy i Irlandia, można doszukiwać się również w wielu innych czynnikach mikro- i makroekonomicznych, a są wśród nich: występowanie szarej strefy, co oznacza, że istnieje znaczna część działalności gospodarczej, która nie jest rejestrowana w ramach ewidencji statystycznej i podatkowej. Wiąże się to z brakiem partycypacji podmiotów w dochodach budżetowych. Kolejno, ujemne saldo obrotów na Rachunku bieżącym bilansu płatniczego. Suma bilansu handlowego, salda transferów bieżących, dochodów i innych niesklasyfikowanych obrotów bieżących, jeśli stanowi nadwyżkę na rachunku bieżącym, wpłynie to znacząco na zwiększenie rezerwy walutowej kraju. Jeśli wystąpi deficyt, spowoduje to zmniejszenie tych rezerw, co równie mocno wpłynie na kształtowanie się kursu walutowego. Wszystkie analizowane kraje PIIGS

⁸ Na podstawie www.obserwatorfinansowy.pl/2010/04/29/dlaczego-grecja-powinna-zbankrutowac/?K=Krzysztof-Rybinska z dnia 28.05.2010 roku

zanotowały za 2009 r. ujemne saldo obrotów bilansu płatniczego. Następną przyczyną jest korupcja, tzn. wykorzystywanie instytucji zaufania publicznego dla realizacji prywatnych interesów jednostek i podmiotów gospodarczych. Występowanie tego zjawiska świadczy o niskim standardzie rozwoju społecznego w danym kraju. Ponadto przyczyną obecnego stanu może być narzucenie krajom, odbiorcom, zewnętrznej pomocy, programów naprawy, co może prowadzić do bierności i braku postawy odpowiedzialności za sytuację gospodarczą państwa⁹.

Inną grupę przyczyn otwiera obrót spekulacyjnymi instrumentami pochodnymi, których bazą jest ryzyko niewypłacalności podmiotów, szczególnie tzw. CDS, czyli Credit Default Swaps. Jest to instrument, zgodnie z którym jego sprzedawca zobowiązuje się wypłacić nabywcy równowartość długu należnego od innego podmiotu w przypadku wystąpienia zdefiniowanego w umowie tzw. zdarzenia kredytowego, czyli najczęściej braku terminowej spłaty zobowiązania. Cena instrumentu jest ustalana na podstawie kondycji finansowej państwa lub spółki, której ryzyko jest sprzedawane i stanowi ona procent wartości tego zobowiązania, a wypłacana jest w skali roku. Kolejno, wzrastające spready dochodowości papierów skarbowych wymienionych krajów ponad dochodowość instrumentów skarbowych innych państw Unii Europejskiej, które świadczyły o zwiększonym ryzyku makroekonomicznym. Ostatecznie można wskazać jeszcze jeden czynnik, jakim jest spadek zaufania wobec polityki gospodarczej krajów PIIGS.

Problemem Grecji, o którym nikt nie myślał podczas dobrej koniunktury gospodarczej, były zbyt łatwo dostępne kredyty, które przeznaczano na wielkie rządowe projekty, m.in. rozwój infrastruktury, administracji i sektora publicznego. Był to okres, w którym znacząco wzrosły pensje i zmalało bezrobocie. Tak samo jak w USA przed rozpoczęciem kryzysu, banki prowadziły bardzo swobodną politykę kredytową, co oznacza, że nie weryfikowały i nie selekcjonowały podmiotów, które nie wykazywały zdolności kredytowej. Ten aspekt stanowił załączek, który uruchomił maszynę kryzysu i załamania najpierw na rynku amerykańskim, a później m.in. w Grecji, Hiszpanii czy Irlandii.

Kłopoty finansów publicznych Hiszpanii mogą stanowić większy problem dla UE ze względu na fakt, iż rozmiar gospodarki hiszpańskiej jest około pięć razy większy niż gospodarki greckiej i stanowi blisko 10% PKB. Wynika z tego, że problemy tego kraju w dużo większym stopniu mogą odbić się na systemie naczyń połączonych, jakim jest struktura gospodarcza UE. Hiszpa-

⁹ P. Wiśniewski, *Kryzys w strefie euro*, „Infos” 2010, nr 7(77).

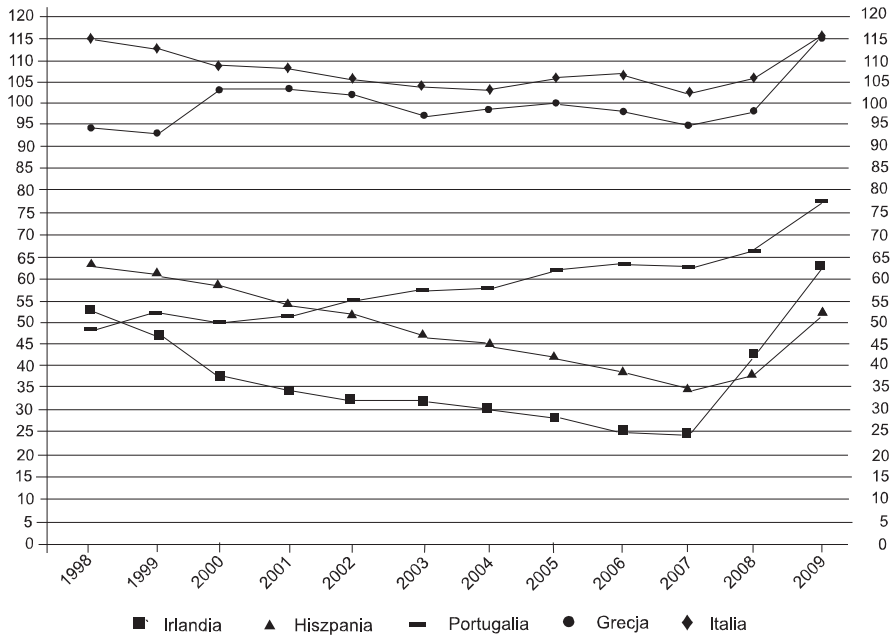
nia, do niedawna piąta co do wielkości gospodarka Europy, teraz doświadcza znacznych problemów finansów publicznych, i tak w 2009 r. deficyt budżetowy wyniósł 11,4%, czyli znacząco przekroczył wymogi ustalone w kryteriach z Maastricht. Dodatkowo sytuację pogarsza np. stopa bezrobocia, która w Hiszpanii oscyluje na poziomie około 20%, a wśród ludzi młodych sięga nawet 40%. Kolejny problem Hiszpanii to nie tak, jak w przypadku Grecji duże i sztywne wydatki, lecz kwestia przychodów, czyli m.in. wpływów podatkowych. Blisko połowa wpływów z tytułu podatków powiązana jest w Hiszpanii z rynkiem nieruchomości. W szczycie koniunktury w latach 2006-2007 Hiszpanie budowali bardzo dużo domów, w sumie więcej niż Niemcy i Francuzi łącznie. Wartość inwestycji w nieruchomości wyniosła wtedy około 30% PKB. Od szczytu z 2007 r. ceny nieruchomości spadły o około 15-20%, więc zaprzestano podejmować nowe inwestycje budowlane, co poskutkowało wzrostem bezrobocia i gwałtownym spadkiem wpływów z podatków.

W podobnej sytuacji znalazła się Portugalia, która również obecnie przeżywa problemy nadmiernego deficytu i długu publicznego. Dodatkowym problemem tego kraju jest zbyt duże uzależnienie od turystyki, czyli za mała dywersyfikacja gospodarki i zbyt niski udział przemysłu w PKB. Sytuacja jest o tyle trudna, że większe szanse mają zawsze duże gospodarki, dlatego też Portugalia znajduje się w gorszej pozycji niż Hiszpania.

Kolejny kraj, Irlandia jako pierwsza w strefie euro wpadła w recesję w 2008 r. Jedną z głównych przyczyn kryzysu było finansowanie ze źródeł zewnętrznych inwestycji w bardzo rozbudowanym sektorze budownictwa, które w dużej mierze odpowiadało za wzrost gospodarczy. Ceny nieruchomości szybko rosły. Wzrost gospodarczy Irlandii oparty był na tzw. bańce nieruchomości. Gdy w związku z kryzysem finansowym na świecie rozpoczął się okres, w którym zaprzestano podejmować nowe inwestycje, firmy zaczęły zwalniać pracowników, więc w szybkim tempie rosło bezrobocie, a właściciele zaczęli mieć kłopoty ze spłatą swoich kredytów¹⁰.

Społeczeństwo greckie nie jest skłonne do wyrzeczeń, aby w ten sposób ograniczyć wydatki publiczne, a dzięki temu przyczynić się do zmniejszenia deficytu, o czym świadczą częste strajki organizowane przez związki zawodowe, które w Grecji mają bardzo silny wpływ i ugruntowaną pozycję w strukturze społeczeństwa. Może wystąpić sytuacja, że rząd grecki będzie próbował

¹⁰ *Sytuacja gospodarcza w Grecji, Hiszpanii, Irlandii, Islandii, Estonii, na Litwie i Łotwie oraz w Polsce – skutki kryzysu*, Biuro Analiz Sejmowych, Warszawa 2010, s. 1-3.



Wykres 2. Dług publiczny w relacji do PKB
w krajach PIIGS (okres 1998-2009)

Źródło: Opracowanie własne na podstawie www.epp.eurostat.ec.europa.eu

wprowadzić niezbędne zmiany, jednak z różnych przyczyn (politycznych, społecznych) nie uda się ich zrealizować w całości lub nawet częściowo, co doprowadzi do tego, że bankructwo kraju będzie nieuniknione, a jedynie przesunie się w czasie o kilka miesięcy. Unia Europejska stoi obecnie przed podobnym dylematem jak Stany Zjednoczone w 2008 r., gdy ku upadkowi chylił się bank Lehmann Brothers. Dylemat ten dotyczy pomocy finansowej, jej wysokości, celowości i wątpliwości związanych z pytaniem o bankructwo jako alternatywne rozwiązanie.

Pakiet ratunkowy przekazany Grecji, a opiewający na sumę 110 miliardów euro, jest bardzo wyraźnym sygnałem, że kraje strefy euro gotowe są bronić unii monetarnej, a pomoc dla kraju, który w danym momencie znalazł się w złej kondycji gospodarczej, leży w interesie całej Wspólnoty. Istnieje także polityczne i dość wyraźne zobowiązanie ze strony państw członkowskich, że utrzymanie wspólnej waluty jest dla nich priorytetem, a zapewnienie płynności zagrożonym krajom jest konieczne również ze względu na spekulacje przeciwko wspólnej walucie, które jak najszybciej należy ukrócić.

Pomoc dla Grecji może być jedynie tymczasowym odłożeniem problemu, gdyż mając na uwadze przyzwyczajenia greckiego społeczeństwa do życia ponad stan, zamiłowanie greckiego rządu do wysokich podwyżek płacowych, zwłaszcza w sektorze publicznym, oraz wyraźnie zmieniającą się na niekorzyść strukturę społeczną, w której przybywa ludzi w wieku poprodukcyjnym, a pracujących i tym samym płacących podatki, jest coraz mniej, to wydaje się, że obecne załamanie finansów publicznych Grecji może stanowić jedynie początek wielkiego wyzwania, przed jakim stoi ten naród w postaci konieczności dokonania radykalnej zmiany strukturalnej, a nie wprowadzeniu jedynie chwilowych wyrzeczeń pod hasłem walki z deficytem i długiem publicznym. Wśród niezbędnych zmian, których wymaga grecka gospodarka, mogą znaleźć się m.in.:

- Obniżenie płac na poziomie nie mniejszym niż 30%.
- Znaczne wydłużenie wieku emerytalnego, tj. do 70 lat.
- Zwolnienie blisko 30% osób zatrudnionych w sektorze publicznym.
- Podniesienie podatków oraz umocnienie kontroli skarbowej i współpracy z innymi państwami ze względu na częste lokowanie kapitału greckiego poza granicami kraju.
- Opodatkowanie aktywów finansowych zamożnej części społeczeństwa oraz zapobieganie przed lokowaniem tych kapitałów za granicą¹¹.

Powyższe zestawienie koniecznych zmian wymagałoby podjęcia odważnych, politycznie niepopularnych decyzji, które niewątpliwie spotkałyby się z wielkim sprzeciwem społecznym oraz „śmiercią polityczną” decydentów odpowiedzialnych za ich wprowadzenie.

Gdyby Grecja nie była w strefie euro, można by rozważać inne rozwiązanie, jakim mogłoby być dodrukowanie pustego pieniądza i tym samym doprowadzenie do wysokiej inflacji, która spowodowałaby, że realna wartość zwracanego długu byłaby drobnym procentem tego, co pożyczono. Grecja jednak nie posiada takiej możliwości ze względu na wspólną politykę pieniężną prowadzoną przez Europejski Bank Centralny.

Kwestie fiskalne nie są problemem wyłącznie kilku wymienionych krajów, problemy te dotyczą także największych krajów UE, takich jak Wielka Brytania czy Francja oraz państw spoza wspólnoty, a wśród nich przede wszystkim Stanów Zjednoczonych. Ponowny wybuch kryzysu fiskalnego w ciągu najbliższych 3-5 lat może przynieść jeszcze trudniejsze do zniwelowania skutki,

¹¹ Na podstawie: www.obserwatorfinansowy.pl/2010/04/29/dlaczego-grecja-powinna-zbankrutowac/?K=Krzysztof-Rybinska z dnia 28.05.2010 roku

a jego siła rozprzestrzeniania może być bardzo duża i działać na zasadzie domina. Dlatego też należy rozważyć kwestię, czy bankructwo Grecji już w tym momencie, na przestrzeni 2010 r., pomimo wielu negatywnych skutków nie byłoby przestrogą dla pozostałych państw borykających się z tego typu problemami, czyli w rezultacie przyniosłoby więcej korzyści niż strat.

Konieczność przeprowadzenia radykalnych reform związanych z wprowadzeniem dyscypliny budżetowej we wszystkich krajach południa jest niepodważalna. Istnieją obawy, że pozostałe kraje określane mianem PIIGS nie będą skłonne do ograniczenia swobody w polityce finansów publicznych i wprowadzenia politycznie bardzo trudnych reform, jeśli greckie problemy finansowe zostaną rozwiązane przy pomocy EBC i udziału pozostałych państw eurolandu, gdyż będą pewne, że solidarność państw strefy euro nie pozwoli im zbankrutować, bo odbiłoby się to na wizerunku i reputacji całej Unii Europejskiej. Jeśli kryzys, z którym obecnie boryka się Grecja, zakończyłby się bankructwem tego kraju, to byłaby to klęska wizerunkowa całej UE, ale głównie waluty euro, która aspiruje, by stać się istotnym elementem rezerw światowych po osłabieniu dolara.

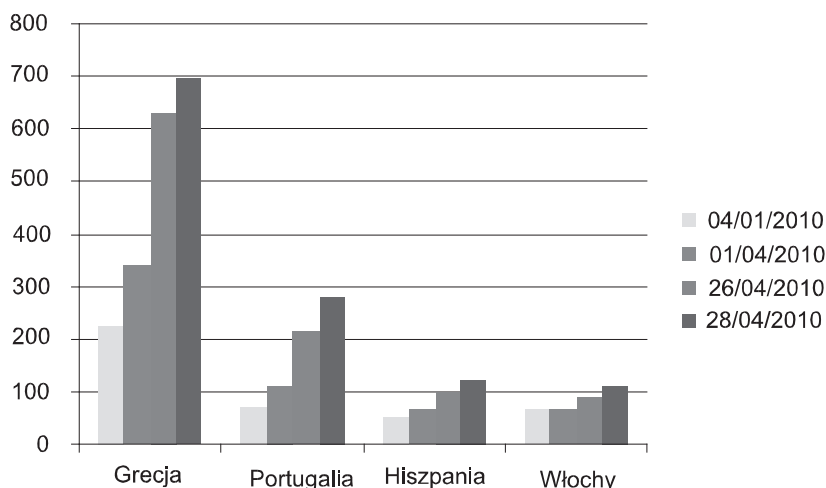
Kryzys finansów krajów PIIGS pokazuje, że konwergencja realna polegająca na dopasowaniu gospodarczym państw Wspólnoty, daleka jest od oczekiwanego poziomu, a przy okazji wydarzeń takich, jakie miały miejsce od początku 2010 r., widać, że coraz trudniej pogodzić interesy szybciej rozwijających się Niemiec i Holandii z interesami słabszych gospodarczo państw, takich jak Włochy czy Hiszpania. Możemy być pewni, że krajów, które borykają się obecnie z problemami fiskalnymi, nikt nie usunie ze strefy euro, a same nie podejmą takiej decyzji ze względu na poziom oprocentowania ich długu, który w momencie opuszczenia Unii Gospodarczo-Walutowej wzrósłby blisko trzykrotnie. Istnieje jednak ryzyko związane z tym, że kraje dobrze prosperujące, jak np. Holandia czy Niemcy, czyli kraj, który w największym stopniu finansuje pomoc państwom o słabszym potencjale gospodarczym, zechce powrócić do swojej waluty narodowej.

Omówimy teraz analizę kształtowania się kursów walutowych w kontekście problemów zadłużeniowych krajów PIIGS.

Inwestorzy niezależnie od tego, czy operują na rynku akcji, obligacji, surowców bądź walut, mają jedną wspólną cechę, nie znoszą się bać. Strach, obok chciwości i żądzy pieniądza, jak żadne inne uczucie tak wyraźnie nie wpływa na ich nastroje. Niepewność zamienia się w obawę, za którą przychodzi podejrzliwość, a wkrótce po tym pojawia się zdenerwowanie i frustracja. Z tego miejsca jest już tylko krok do ogarniającej paniki, rozlewającej się na

wszystkie rynki. Jest to bodajże jedna z najsilniej działających emocji, która zazwyczaj pcha ceny tylko w jedną stronę. W dół.

Przedstawione wcześniej problemy krajów PIIGS nie są bez znaczenia w kontekście potencjalnej projekcji kursów walutowych. Przeciwnie, olbrzymie długi publiczne oraz niepokojące rozmiary deficytów budżetowych dobrze wpisują się w negatywne wskazania analizy fundamentalnej (*fundamental analysis*) dla krajów strefy euro. Rosnące ryzyko, a więc możliwość nieosiągnięcia oczekiwanego efektu¹² musi zostać odzwierciedlone w bieżących notowaniach. W kontekście problemów państw dobrym miernikiem wielkości ich zagrożenia jest wielkość spreadu obligacji danego kraju do obligacji niemieckich, uznawanych za najbardziej stabilne i pewne. Oczywiście wzrost spreadu jest niekorzystny w przypadku taktyki awersji do ryzyka (*risk aversion*) i wskazuje na pogłębiające się problemy gospodarki danego kraju.



Wykres 3. Spread obligacji poszczególnych krajów do dziesięcioletnich obligacji niemieckich

Źródło: Opracowanie własne na podstawie www.tradingeconomics.com oraz www.xtb.pl

Należy zastanowić się nad tak znacznym podwyższeniem oprocentowania obligacji krajów południa Europy w stosunkowo krótkim czasie oraz przeana-

¹² K. J a j u g a, *Zarządzanie ryzykiem*, Warszawa: Wydawnictwo Naukowe PWN 2007, s. 13.

lizować czynniki, które o tym zdecydowały. Rozpatrując zatem zachowanie kursów walutowych i podejmując próby ich dalszego kształtowania, z punktu widzenia analizy fundamentalnej należy brać pod uwagę publikacje dotyczące między innymi: GDP (Gross Domestic Product), stopy bezrobocia, zmiany zatrudnienia w sektorze pozarolniczym, produkcji przemysłowej, sprzedaży detalicznej, inflacji, bilansu handlowego (Trade Balance), raporty czołowych banków centralnych. Potencjalne zagrożenie, które wystąpiło m.in. w Grecji, sprawia, że wieloletnie zaniechania prowadzone w ramach rozpasanej polityki budżetowej dotknąć mogą nie jednego czy dwóch wyżej wymienionych czynników, ale niemal wszystkich, i to w nader krótkim czasie. W prostej konsekwencji prowadzić to może do szybkiego załamania się greckich finansów.



Wykres 4. Dienne notowania pary EUR/USD

Źródło: Opracowanie własne, platforma XTB-Trader

Notowania pary EUR/USD obrazują sytuację krajów strefy euro w kontekście wydarzeń w Stanach Zjednoczonych. Analizując zmiany, jakie zachodziły w bieżącym roku na tym rynku, możemy wyróżnić cztery główne czynniki determinujące takie zachowanie. Gra polityczna Unii Europejskiej, a w szczególności Niemiec (będących jej największym płatnikiem), publikacja danych przez Eurostat (co przyczyniło się do pogorszenia nastrojów panujących na rynkach finansowych), kolejne cięcia ratingów dokonywane przez międzynarodowe agencje (w tym obniżka ratingu Grecji, Portugalii, Hiszpanii

ureczywistniająca skalę problemów tych państw), a w konsekwencji utrata wiarygodności Grecji połączona z zamętem informacyjnym.

W opinii wielu, problemy krajów południa Europy nie są nowe. Narastały systematycznie, a ostatni kryzys, którego symboliczną datą jest dzień upadku Lehmann Brothers, jedynie przyśpieszył ten proces. Szczególną uwagę inwestorów przykuła Grecja. Geneza jej problemów z pewnością leży po części w prowadzeniu systematycznej polityki stymulowania popytu wewnętrznego poprzez liczne rodzaje przywileje i ulgi. Kraj, w którym niemal połowa dorosłych obywateli pracuje w sektorze budżetowym, gdzie dodatkowym wynagrodzeniem jest trzynasta i czternasta pensja, w połączeniu z jednym z najniższych wieków przechodzenia na emeryturę (której wysokość cechuje się jednym z najwyższych współczynników ostatnich poborów) – prędzej czy później będzie miał kłopoty.

Spoglądając na wykres pary EUR/USD, widać wyraźnie niemal całą historię Grecji i jej pozostałych niechlubnych towarzyszy. Po kolejnych rekordach dla tej pary 1.5149 dolara za euro, dnia 8 grudnia 2009 r., agencja Fitch obniżyła rating dla Grecji do BBB+, co oznaczało najniższy poziom ze wszystkich krajów strefy euro. Pierwszy raz od 10 lat rating Grecji spadł poniżej poziomu A. Wszystko było skutkiem rosnących obaw o stan finansów tego kraju. Kurs EUR/USD odpowiedział spadkiem o ponad 200 pipsów. Po paru dniach (tj. 14 grudnia 2009) grecki premier George Papandreu zabrał głos, starając się uspokoić inwestorów, ogłaszając m.in. zawieszenie premii dla kierownictwa z sektora rządowego, czy 10% obniżkę płac dla służb cywilnych. Efektem tej werbalnej interwencji było jednodniowe powstrzymanie spadków dla tej pary walutowej. Wszystko w związku doniesieniami analityków o niewystarczających działaniach rządu greckiego, co w zderzeniu z deklaracjami związków zawodowych o możliwym 24-godzinnym strajku ostrzegawczym spowodowało kolejne ruchy na EUR/USD. Sprzeczne informacje i przeciąganie liny pomiędzy greckimi władzami starającymi się uspokoić inwestorów a ludnością kategorycznie przeciwstawiającą się proponowanym zmianom, wywołała spadek wspólnej waluty względem dolara w tydzień o przeszło 600 pipsów. Powstały szum informacyjny był zjawiskiem bardzo niekorzystnym dla inwestorów i w bezpośredni sposób wpłynął na wahania kursów walutowych.

W połowie stycznia oprocentowanie dziesięcioletnich obligacji rządu greckiego dochodzi do 6%, był to skutek doniesień z okresu pomiędzy 11 a 14 stycznia, kiedy to Międzynarodowy Fundusz Walutowy (*International Monetary Fund*) ogłosił, iż wyśle misję techniczną do Aten, by doradzać Grekom w sprawie reformy emerytalnej czy polityki podatkowej. Kolejno Komisja

Europejska oskarżyła Grecję o fałszowanie statystyk dotyczących deficytu budżetowego oraz długu publicznego¹³. Kurs EUR/USD przebił od góry poziom 1,4000, co stanowiło ważny moment zarówno z punktu widzenia psychologicznego, jak i analizy technicznej (*technical analysis*). W tym samym miesiącu oprocentowanie greckich „dziesięciołatek” wzrosło do 7% na skutek doniesień, iż Chiny, którym zostały zaoferowane te papiery dłużne, nie są zainteresowane zwiększaniem stopnia ich ekspozycji¹⁴. Niemal w jednym momencie oprocentowanie greckich obligacji skoczyło o 0,7%.

Po tych wydarzeniach kurs EUR/USD wszedł w ponadmiesięczną fazę konsolidacji, tracąc od grudnia 2009 r. ponad 11%, natomiast oprocentowanie greckich papierów dłużnych przez dwa miesiące oscylowało w granicach 6-7%. Na rynku można było odczuć wyraźnie zniecierpliwienie. Potencjalne nastroje inwestorów, które są tak ważne w procesie kształtowania się kursów, były coraz wyraźniej antygreckie. Oczekiwano kolejnych, niepokojących „bomb informacyjnych”. Pierwsza wybuchła pod koniec marca, tworząc na wykresie EUR/USD trzy czarne świece, będące odpowiedzią inwestorów na obniżkę przez agencję Standard & Poor’s ratingu Portugalii (AA – z negatywną perspektywą). Sytuacja, początkowo nazwana przez komentatorów „grecką tragedią”, została zamieniona w „grecki wirus”, który wdzierał się do kolejnych krajów Europy. Wydzźwięk tej publikacji był jednoznaczny, zagrożonych jest więcej krajów, niż to się początkowo mogło wydawać, a Grecja jest tego jedynie najbardziej spektakularnym przykładem. Już wcześniej agencja Standard & Poor’s, a 24 godziny po niej agencja Moody’s ostrzegały o możliwości obniżenia o dwie oceny jednocześnie długoterminowego ratingu kredytowego Grecji. Sytuacja ta była rzeczywistą zapowiedzią zbliżających się wydarzeń. Agencje ratingowe, tak mocno krytykowane za brak ostrzeżeń w związku z kryzysem z 2008 r., tym razem same walczyły o nadszarpniętą wiarygodność.

Na początku kwietnia z pomocą przyszła Unia Europejska. Podczas weekendu zostały ogłoszone uzgodnienia dotyczące planu pomocy dla Grecji, która miała dostać zastrzyk finansowy na preferencyjnych warunkach. W poniedziałek rynek EUR/USD otworzył się luką przy potężnym wolumenie. Ta solidarna deklaracja krajów Europy wniosła optymizm w poczynania inwestorów. Popyt na greckie krótkoterminowe papiery dłużne (6-miesięczne

¹³ Na podstawie: www.ft.com/cms/s/0/80d23712-ffe2-11de-ad8c-00144feabdc0.html z dnia 22.05.2010 roku

¹⁴ Na podstawie: www.ft.com/cms/s/0/bd55cfcc-0baa-11df-9f03-00144feabdc0.html z dnia 25.05.2010 roku

i roczne) był wyższy o prawie 400 milionów euro, niż początkowo chciano zaoferować. Wydawać się mogło, iż pierwsze problemy, jeśli nie zostały opanowane, to przynajmniej są pod kontrolą. Jak się później okazało, nic bardziej mylnego. Wszystko, co najgorsze na rynku greckiego długu, dopiero miało nastąpić, a to za sprawą kolejnych doniesień.



Wykres 5. Dienne notowania pary EUR/USD ze wskazaniem kilku ważnych momentów

Źródło: Opracowanie własne, platforma XTB-Trader

Panująca sytuacja na rynku walutowym była bardzo nerwowa. Większość inwestorów zwrócona była w kierunku informacji płynących z Niemiec. Od tej pory jednak wydarzenia potoczyły się błyskawicznie. 20 kwietnia 2010 r. greckie bezrobocie było na najwyższym poziomie od 6 lat, osiągnąwszy 11,3%. Oprocentowanie obligacji kraju Hellady sięgnęło rekordowego poziomu 7,84% z rekordowym spreadem 4,73% względem benchmarku, jakim są niemieckie bundy. Agencja informacyjna Bloomberg donosi, iż grecki minister finansów George Papaconstantinou stwierdził, że jego kraj może aktywować plan ratunkowy w wysokości 45 miliardów euro, przyznany przez Unię Europejską jeszcze przed zakończeniem omawiania warunków pożyczki¹⁵. Świadczyć to może o ogromnych potrzebach finansowych Grecji, i to w trybie wyjątkowo pilnym. Po kolejnych 24 godzinach urząd statystyczny Unii

¹⁵ Na podstawie: www.bloomberg.com/apps/news?pid=20601087&sid=aqYTUW_3IpG8 z dnia 25.05.2010 roku

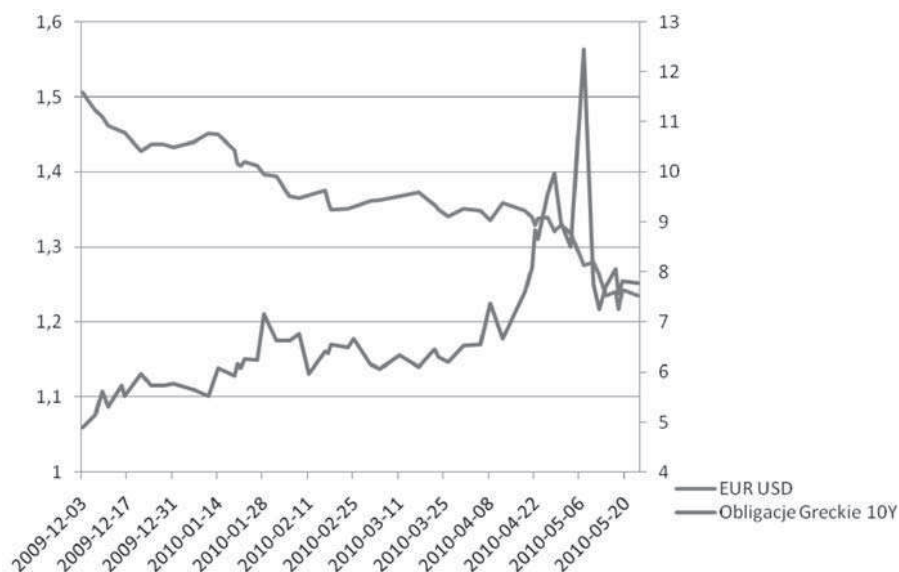
Europejskiej – Eurostat zrewidował poziom greckiego deficytu budżetowego z 12,9% na 13,6% PKB. Informacja ta została podana w momencie, gdy zapadła decyzja o 24-godzinnym strajku w Grecji, a agencja Moody's drugi raz w tym roku obniżyła rating dla tego państwa. Dziesięcioletnie obligacje osiągnęły poziom 8,8%, a dwuletnie 10,1%, co jest najwyższym poziomem od 12 lat. To kolejny cios. Grecja wykazała prostą zależność, że moment utraty wiarygodności finansowej jest rezultatem braku możliwości spłaty wcześniej zaciągniętych zobowiązań¹⁶. Reakcja rynku była natychmiastowa – notowania EUR/USD spadły z 1,3415 do 1,3360, zaś kontrakty na DAX, które rano testowały maksima z dnia poprzedniego, zaczęły zniżkować o ponad 100 punktów – do poziomu 6175 punktów. Głos w sprawie zmuszone były zabrać Niemcy, które nie mogły dłużej biernie przyglądać się rozwojowi sytuacji. Ich położenie wydało się równie dramatyczne, jednak za sprawą innej przyczyny – ze względów politycznych. 9 maja 2010 r. miały się odbyć wybory w Nadrenii Północnej i Westfalii, a w obliczu nieprzychylnych nastrojów ludności niemieckiej w temacie udzielenia pomocy rozrzutnej Grecji, nikt nie chciał podjąć tej niepopularnej politycznie decyzji. Z drugiej strony rosnące ryzyko upadłości (*default risk*) lub restrukturyzacji długu oznaczało ryzyko strat dla niemieckich banków, a nawet stabilności europejskiego systemu bankowego. 19 maja Grecja musiała wykupić obligacje o wartości 8,1 mld euro.

Na kolejne wieści o wzroście oprocentowania 10-letnich obligacji Portugalii do 5,13%, czyli nowego poziomu od chwili wstąpienia tego kraju do strefy euro i obniżki przez S&P ratingu greckich papierów dłużnych do poziomu śmieciowego (*junk bonds*), głos musiał zabrać niemiecki minister finansów Wolfgang Schauble. Stwierdził, iż w ciągu najbliższych kilku dni został ogłoszony pakiet pomocowy Unii Europejskiej i Międzynarodowego Funduszu Walutowego. Plan rzeczywiście zostaje wcielony w życie. Rynek EUR/USD po raz kolejny otworzył się luką powyżej ostatnich poziomów. Oprocentowanie 10-letnich obligacji rządu Grecji z poziomu absolutnych rekordów (około 12,5%) gwałtownie spada (do około 7,5%). Rynek walutowy nadal jednak wykorzystuje negatywne nastroje, obniżając kurs wspólnej waluty w stosunku do dolara do poziomu 1,2147 – spadając o 20% w ciągu ostatnich 5 miesięcy. Kluczowa, w momencie pisania tego artykułu, jest data 19 maja 2010 r., kiedy to Grecja miała wykupić znaczną część swoich obligacji. Był to swego

¹⁶ Na podstawie: www.obserwatorfinansowy.pl/2010/05/20/money-for-nothing-czyli-droga-do-rwpg/?k=makroekonomia z dnia 25.05.2010 roku

rodzaju test dla tego kraju, którego oceniającymi są inwestorzy. Udane przeprowadzenie tej transakcji nie zamykało problemu, ale znacząco wpłynęło na korzyść w przywracania wiarygodności całej strefy euro.

Olbrzymie znaczenie, które z pewnością obserwować będą inwestorzy, dotyczyć będzie zachowania mieszkańców Grecji. Protesty, uliczne walki, opór przed proponowanymi zmianami mogą w dalszym ciągu zniechęcać i pogłębiać negatywne, rynkowe nastroje. Miejmy nadzieję, że Grecja zachowa się wzorem Łotwy, którą już w styczniu Międzynarodowy Fundusz Walutowy wspomógł pożyczką, ale mimo wszystko, bez protestów społecznych udało się wprowadzić dotkliwy pakiet reform. W opinii wielu wydają się to jednak zbyt naiwne życzenia.



Wykres 6. Notowania pary EUR/USD wobec oprocentowania greckich obligacji 10-letnich

Źródło: Opracowanie własne na podstawie www.tradingeconomics.com oraz www.stooq.pl

Scenariuszy rozwoju sytuacji dla Grecji i pozostałych krajów jest kilka; wariant optymistyczny natomiast jeden. Zakładając, że otrzymany pakiet pomocowy jest wystarczający, a Grecja dzięki temu finansowemu zabezpieczeniu kupiła sobie czas na wprowadzenie skutecznych reform, to wtedy jest szansa na odwrócenie się sytuacji na parze EUR/USD i zawężeniu premii na rynkach długu. Zdecydowanie więcej jest scenariuszy pesymistycznych. Szczęśliwie ich liczba znacznie się zmniejszyła tuż po otrzymaniu pakietu

pomocowego. W przeciwnym razie spadek notowań dla EUR/USD byłby w dalszym ciągu bardzo gwałtowny, podobnie jak i odpływ kapitałów z rynków wschodzących (*emerging markets*). Obecnie wiele zależeć będzie od tego, czy rynek uwierzy w możliwość poprawy sytuacji, co skutkować będzie jego uspokojeniem, lub też nie. Należy pamiętać, iż tak gwałtowne wahania w oprocentowaniu obligacji są jak zamknięty krąg, gdyż może zdarzyć się sytuacja, że Grecja nie będzie w stanie obsłużyć papierów o tak wysokim oprocentowaniu. Spowodowany znacznym odchyleniem gwałtowny wzrost kosztów ich obsługi, w konsekwencji doprowadzi jedynie do odroczonej w czasie upadłości. Otwarte pozostaje pytanie o problem grożącej restrukturyzacji greckiego długu. Może ona w konsekwencji wywołać podobną konieczność na przykład dla Portugalii. Wtedy wejście Międzynarodowego Funduszu Walutowego do kolejnych krajów byłoby jeszcze bardziej prawdopodobne.

GREECE – A COUNTRY THAT IS TOO BIG TO COLLAPSE?
AN ANALYSIS OF THE SITUATION OF PUBLIC FINANCES IN THE PIIGS COUNTRIES
AND OF ITS EFFECT ON THE MONETARY MARKET

S u m m a r y

The aim of the present article is to present the convergence criteria contained in the Treaty of Maastricht and the degree to which it has been actually observed by the countries belonging to the Euro zone in the last two decades. Also, it tries to give an answer to the question concerning the rapid moves on the monetary market (with the indication to the EUR/USD ratio) in the context of the discussed problems of excessive debts incurred by the south European countries. In their analysis the authors pay special attention to Greece.

Translated by Tadeusz Karłowicz

Słowa kluczowe: deficyt budżetowy, dług publiczny, Grecja, kurs walutowy, ryzyko, obligacje, kryteria konwergencji, kraje PIIGS.

Key words: budget deficit, public debt, Greece, exchange rate, risk, bonds, convergence criteria, PIIGS countries.