

Miklaszewicz, Slawomir

Working Paper

Sovereign debt crisis of euro zone countries

Institute of Economic Research Working Papers, No. 135/2015

Provided in Cooperation with:

Institute of Economic Research (IER), Toruń (Poland)

Suggested Citation: Miklaszewicz, Slawomir (2015) : Sovereign debt crisis of euro zone countries, Institute of Economic Research Working Papers, No. 135/2015, Institute of Economic Research (IER), Toruń

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/219751>

Standard-Nutzungsbedingungen:

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

Terms of use:

Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.

You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.

If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.



<https://creativecommons.org/licenses/by/3.0/>



Institute of Economic Research Working Papers

No. 135/2015

Sovereign debt crisis of euro zone countries

Sławomir Mikłaszewicz

The paper submitted to

**8th INTERNATIONAL CONFERENCE ON APPLIED ECONOMICS
CONTEMPORARY ISSUES IN ECONOMY
under the title
MARKET OR GOVERNMENT?**

Institute of Economic Research and Polish Economic Society Branch in Toruń

18-19 June 18-19, 2015, Toruń, Poland

Toruń, Poland 2015

© Copyright: Creative Commons Attribution 3.0 License

Sovereign debt crisis of euro zone countries

JEL Classifications: *F43, F36, H63*

Keywords: sovereign debt crisis of the euro area, EMU monetary policy, the European Semester, Fiscal Pact, the European Stability Mechanism

Summary

The global financial crisis has led to a significant deterioration of the fiscal position of the euro area countries. Measures taken by member states after euro zone crisis led to a considerable worsening in the budget balance and growth of the public debt. Fiscal consolidations resulted in a deepening recession and farther fall of budget revenues, causing additional need for austerity programs, which contributed and contributes to delay in the exit of these countries from the crisis. However, the action taken by the European Central Bank has become the key point for rescuing situation of the most indebted countries. Increase of the European financial system's liquidity by the ECB, when the euro zone sovereign debt crisis transformed additionally into a liquidity crisis, resulted in a reduction in debt servicing costs and *de facto* saved some member states from insolvency and the whole eurozone from collapse. The aim of the publication is to examine the fiscal position of the euro area countries and fiscal policy architecture in Europe after the outbreak of the financial and economic crisis started in 2008. The first part of the publication consists of the analyses of the budgetary situation of euro area countries and complications with the increasing costs of servicing the public debt in the European market affected by the financial liquidity crisis. In the second section the most important changes in the framework of budgetary policies coordination process in the euro zone are presented. The final section describes the role and activities of the European Central Bank in minimising the negative consequences of the debt crisis in the euro zone.

Słowa kluczowe: kryzys zadłużenia publicznego strefy euro, polityka pieniężna EBC, Semestr europejski, Pakt fiskalny, Europejski Mechanizm Stabilności

Streszczenie

Globalny kryzys finansowy doprowadził do znaczącego pogorszenia się sytuacji budżetowej krajów strefy euro. Działania podjęte przez państwa członkowskie strefy w obliczu kryzysu doprowadziły do znaczącego pogorszenia się równowagi budżetowej oraz wzrostu zadłużenia publicznego. Wprowadzanie oszczędności w budżetach przełożyło się na pogłębienie recesji i ograniczenie wpływów budżetowych, wywołując dalszą konieczność oszczędzania, co przyczyniało się i przyczynia do opóźnienia momentu wyjścia tych krajów z kryzysu. Kluczowym punktem dla ratowania sytuacji najbardziej zadłużonych państw strefy stały się jednak działania podjęte przez Europejski Bank Centralny. Zasilenie płynnością europejskiego systemu finansowego przez EBC w momencie przeistoczenia się kryzysu zadłużenia strefy euro dodatkowo w kryzys płynności finansowej przełożyło się na obniżenie kosztów obsługi długu i *de facto* uratowało niektóre kraje członkowskie przed niewypłacalnością, a strefę euro przed rozpadem.

Celem publikacji jest przybliżenie sytuacji budżetowej krajów strefy euro oraz ram polityki budżetowej po wybuchu w Europie kryzysu finansowo-gospodarczego w 2008 r. W pierwszej części przybliżono sytuację budżetową krajów strefy euro z uwzględnieniem kosztów obsługi długu publicznego wynikających z poziomu oprocentowania skarbowych papierów wartościowych na

Europejskim rynku finansowym dotkniętym kryzysem płynności. W drugiej części dokonano analizy najważniejszych zmian zasad koordynacji polityk budżetowych w krajach strefy euro. W ostatniej części przedstawione zostały rola i działania Europejskiego Banku Centralnego w zatrzymaniu negatywnych następstw kryzysu zadłużenia w strefie euro.

Wprowadzenie

Globalny kryzys finansowy doprowadził do znaczącego pogorszenia się sytuacji budżetowej krajów strefy euro. Działania podjęte przez władze krajowe państw członkowskich strefy euro w celu ratowania instytucji finansowych będących w kłopotach, wraz z efektami cyklicznymi spowolnienia gospodarczego występującymi w dochodach i wydatkach budżetowych oraz dyskrecyjne, pobudzające wzrost gospodarczy działania polityki budżetowej, na które nałożyła się zmiana wyceny ryzyka krajowego zadłużenia przez instytucje rynku finansowego, doprowadziły do znaczącego pogorszenia się równowagi budżetowej oraz wzrostu zadłużenia publicznego ponad bezpieczny i utrzymywany poziom. Skutkami kryzysu były i wciąż są między innymi: problemy wysokich deficytów budżetowych, problemy szybko rosnących długów publicznych oraz relatywnie mniejsze trudności z emisją skarbowych papierów wartościowych na europejskim rynku finansowym. Głównym wyzwaniem dla polityki budżetowej w strefie euro po wybuchu kryzysu stało się zatrzymanie tych negatywnych trendów za pomocą konsolidacji budżetowych oraz działań instytucjonalnych, a także zapewnienie możliwości działania jej funkcji stabilizacyjnej, przy jednoczesnym zapewnieniu zgodności z europejskimi regułami budżetowymi. Podejmowane przez władze krajów członkowskich dotkniętych kryzysem finansowym i gospodarczym oraz władze Unii Europejskiej inicjatywy, w tym wielomiliardowe wsparcia finansowe znajdujących się w recesji europejskich gospodarek, nie doprowadziły do oczekiwanych efektów¹. Polityka cięć wydatków towarzysząca programom oddłużeniowym stała w sprzeczności z celem, jakim było znaczące pobudzenie koniunktury na krajowych rynkach. Wprowadzanie oszczędności w budżetach przełożyło się na pogłębienie recesji i ograniczenie wpływów budżetowych, wywołując dalszą konieczność oszczędzania, co przyczyniało się i przyczynia do opóźnienia momentu wyjścia tych krajów z kryzysu. Ze względu na niezadowolające efekty dokonywanych działań naprawczych, jak również w związku z perspektywą rozpadu strefy euro, większego znaczenia nabrała potrzeba znalezienia nowych ram prawnych i instytucjonalnych², które zapewniłyby trwałość struktury, jaką jest obszar wspólnej waluty. Uruchomione przez kraje członkowskie oraz Unię Europejską programy i mechanizmy pomocy przyczyniły się do utrzymania integralności strefy euro. Do najważniejszych z tych działań zaliczyć można: Semestr Europejski, tzw. „sześciopak”, tzw. „dwupak”, Pakt fiskalny, czy Europejski Mechanizm Stabilności. Kluczowym punktem dla ratowania sytuacji najbardziej zadłużonych państw strefy stały się jednak działania podjęte przez Europejski Bank Centralny. Zasilenie płynnością europejskiego systemu finansowego przez EBC w momencie przeistoczenia się kryzysu zadłużenia strefy euro dodatkowo w kryzys płynności finansowej przełożyło się na obniżenie kosztów obsługi długu i *de facto* uratowało niektóre kraje członkowskie przed niewypłacalnością, a strefę euro przed rozpadem³. EBC występując z wyraźną deklaracją, że gotowy będzie do nieograniczonego skupu określonych papierów w celu zapobieżenia niekontrolowanym ruchom cen na rynku długu, pośrednio złagodził ryzyko niewypłacalności rządów krajów peryferyjnych strefy euro. Bank centralny wystąpił tym samym w długo oczekiwaną przez uczestników rynku finansowego roli gwaranta integralności wspólnej waluty. Mario Draghi, po objęciu funkcji prezesa EBC w listopadzie 2011 r., sformułował tę deklarację używając słów, że „euro jest nieodwracalne”.⁴ 29 sierpnia 2012 r. nowy prezes zapewnił: „EBC zrobi wszystko, co konieczne, by utrzymać stabilność cen. Pozostanie niezależny. Zgodnie ze swoim mandatem. Trzeba jednak zrozumieć, że ten mandat wymaga czasem od nas wyjścia poza

¹ Gasz M., Mechanizmy przeciwdziałania kryzysowi zadłużenia w strefie euro, Katedra Mikroekonomii, Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu, Wrocław 2012, s. 62.

² Hallerberg, M., Strauch, R. and von Hagen, J. (2009), Fiscal governance in Europe, Cambridge: CUP <http://dx.doi.org/10.1017/CBO9780511759505>

³ Romana A., Bilana I., The Euro area sovereign debt crisis and the role of EBC's monetary policy, *Procedia Economics and Finance* 3, Romania 2012, s. 763 – 768.

⁴ Pronobis M., Czy Europejski Bank Centralny ratuje strefę euro?, *Analiza natolińska* nr 68, Centrum Europejskie Natolin, Warszawa 2013, s. 9.

zwykle decyzje polityczno-walutowe. Podejmowania niekiedy kroków nadzwyczajnych. Powzięcie takich decyzji – w razie potrzeby – jest naszą powinnością, obowiązkiem banku centralnego całej strefy euro.”⁵

Celem publikacji jest przybliżenie sytuacji budżetowej krajów strefy euro oraz ram polityki budżetowej po wybuchu w Europie kryzysu finansowo-gospodarczego w 2008 r. W pierwszej części przybliżono sytuację budżetową krajów strefy euro z uwzględnieniem kosztów obsługi długu publicznego wynikających z poziomu oprocentowania skarbowych papierów wartościowych na europejskim rynku finansowym dotkniętym kryzysem płynności. W drugiej części dokonano analizy najważniejszych zmian zasad koordynacji polityk budżetowych w krajach strefy euro. W ostatniej części przedstawione zostały rola i działania Europejskiego Banku Centralnego w zatrzymaniu negatywnych następstw kryzysu zadłużenia w strefie euro.

1. Sytuacja budżetowa krajów strefy euro

Kryzys finansowy, który rozpoczął się w Stanach Zjednoczonych, wywarł ogromny wpływ na gospodarkę, politykę gospodarczą i finanse publiczne krajów strefy euro. Kraje strefy euro oraz pozostałe kraje Unii Europejskiej od połowy 2008 r. do chwili obecnej przechodzą najcięższą i najbardziej rozległą recesję od okresu II Wojny Światowej. Wzrost oczekiwań ogłoszenia niewypłacalności rządu Grecji, które wystąpiły na początku 2010 r., a które zaczęły silnie oddziaływać na sytuację finansów publicznych Irlandii, Hiszpanii, Portugalii i Włoch, uznać można za początek kryzysu zadłużeniowego w strefie euro.⁶

Kryzys finansowy, który dotknął światową gospodarkę jesienią 2008 r., wywołał gospodarczą recesję niemal we wszystkich krajach strefy euro. Spadek popytu ze strony głównych partnerów handlowych Europy w ostatnim kwartale 2008 r. przyczynił się do pogłębienia skutków kryzysu finansowego⁷. Dynamikę dochodu narodowego mierzona w relacji do PKB w krajach Unii Europejskiej przedstawia Tabela 1. Mimo iż w okresie od połowy 2009 r. przez 2010 i 2011 rok w strefie euro nie odnotowywano spadków produkcji, finanse publiczne krajów członkowskich nadal znajdują się w bardzo trudnej sytuacji. Ujemny wzrost gospodarczy zostanie odnotowany w niektórych krajach strefy euro również w 2014 roku. Obrazują to wykresy 1 i 2. Z ostatnich danych statystycznych Eurostatu z dnia 14 sierpnia 2014 r. na temat wzrostu gospodarczego w krajach strefy euro wynika, iż recesja dotknie w br. Włochy i Niemcy – spadek PKB o -0,2 punktu procentowego PKB oraz Cypr -0,3 pkt. proc PKB. Druga co do wielkości gospodarka strefy euro Francja odnotuje w 2014 r. zerowy wzrost gospodarczy. Podobnie kształtuje się średni wzrost gospodarczy dla 18 państw strefy euro

Tabela 1. Wzrost PKB w wartościach realnych (zmiana procentowa odniesiona do poprzedniego roku)

	200 2	200 3	200 4	200 5	200 6	200 7	200 8	200 9	201 0	201 1	201 2	201 3
Austria	1,7	0,9	2,6	2,4	3,7	3,7	1,4	-3,8	1,8	2,8	0,9	0,3
Belgia	1,4	0,8	3,3	1,8	2,7	2,9	1	-2,8	2,3	1,8	-0,1	0,2
Cypr	2,1	1,9	4,2	3,9	4,1	5,1	3,6	-1,9	1,3	0,4	-2,4	-5,4
Estonia	6,6	7,8	6,3	8,9	10,1	7,5	-4,2	-	2,6	9,6	3,9	0,8
								14,1				
Finlandia	1,8	2	4,1	2,9	4,4	5,3	0,3	-8,5	3,4	2,8	-1	-1,4
Francja	0,9	0,9	2,5	1,8	2,5	2,3	-0,1	-3,1	1,7	2	0	0,2
Grecja	3,4	5,9	4,4	2,3	5,5	3,5	-0,2	-3,1	-4,9	-7,1	-7	-3,9
Hiszpania	2,7	3,1	3,3	3,6	4,1	3,5	0,9	-3,8	-0,2	0,1	-1,6	-1,2
Holandia	0,1	0,3	2,2	2	3,4	3,9	1,8	-3,7	1,5	0,9	-1,2	-0,8

⁵ Mario Draghi kontra Niemcy – kolejne starcie, Frankfurter Allgemeine Sonntagszeitung, Presseurop Die Zeit, 30 sierpnia 2012.

⁶ Cour-Thimann P., Winkler B., The ECB's non-standard monetary policy measures the role of institutional factors and financial structure, Working Paper Series, NO 1528, Frankfurt, April 2013, s. 5.

⁷ Lane Philip R. (2012) The European Sovereign Debt Crisis, Journal of Economic Perspectives—Volume 26, Number 3—Summer 2012—Pages 49–68, <http://dx.doi.org/10.1257/jep.26.3.49>.

Irlandia	5,4	3,7	4,2	6,1	5,5	5	-2,2	-6,4	-1,1	2,2	0,2	-0,3
Luksemburg	4,1	1,7	4,4	5,3	4,9	6,6	-0,7	-5,6	3,1	1,9	-0,2	2,1
Łotwa	7,1	7,7	8,8	10,1	11	10	-2,8	-	-1,3	5,3	5,2	4,1
									17,7			
Malta	2,4	0,7	-0,3	3,6	2,6	4,1	3,9	-2,8	4,2	1,5	0,8	2,6
Niemcy	0	-0,4	1,2	0,7	3,7	3,3	1,1	-5,1	4	3,3	0,7	0,4
Portugalia	0,8	-0,9	1,6	0,8	1,4	2,4	0	-2,9	1,9	-1,3	-3,2	-1,4
Słowacja	4,6	4,8	5,1	6,7	8,3	10,5	5,8	-4,9	4,4	3	1,8	0,9
Słowenia	3,8	2,9	4,4	4	5,8	7	3,4	-7,9	1,3	0,7	-2,5	-1,1
Włochy	0,5	0	1,7	0,9	2,2	1,7	-1,2	-5,5	1,7	0,4	-2,4	-1,9
Strefa euro	0,9	0,7	2,2	1,7	3,3	3	0,4	-4,5	1,9	1,6	-0,7	-0,4
18												
EU 28	1,3	1,5	2,6	2,2	3,4	3,2	0,4	-4,5	2	1,6	-0,4	0,1

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Eurostat z dnia 19.08.2014:

http://epp.eurostat.ec.europa.eu/cache/ITY_SDDS/Annexes/gov_dd_esms_an12.htm

Pogorszenie sytuacji finansów publicznych stało się najbardziej widoczne w krajach peryferyjnych strefy euro, zwanych także w skrócie PIIGS: Portugalia, Irlandia, Włochy, Grecja i Hiszpania oraz w Słowenii. Pogorszenie się stanu finansów publicznych krajów strefy euro zostało wywołane zarówno: działaniem automatycznych stabilizatorów koniunktury, których zadaniem jest przeciwdziałanie skutkom kryzysu poprzez pobudzanie aktywności gospodarczej, dyskrecyjnymi działaniami rządów, podjętym w celu wsparcia zagregowanego popytu, jak i bezpośrednim wpływem kryzysu finansowego na sytuację finansową banków i instytucji finansowych zaangażowanych w tak zwane toksyczne aktywa. Od relatywnie dobrego 2007 roku stan finansów publicznych krajów strefy euro uległ znaczącemu pogorszeniu osiągając poziom dotąd nienotowany w historii Unii Europejskiej (Tabela 2.). Najsilniej zadłużenie sektora publicznego wzrosło w Irlandii, gdyż aż o 98,9 punktów procentowych PKB – z poziomu 24,9% PKB w 2007 do poziomu 123,7% PKB w 2013 r. Następnie w Grecji, Portugalii i Hiszpanii zadłużenie publiczne powiększyło się o 67,7 pkt. proc. PKB, 60,6 pkt. proc. PKB i 57,6 pkt. proc. PKB odpowiednio. W przypadku Grecji dług publiczny wzrósł z najwyższego poziomu wśród krajów strefy 107% PKB w 2007 r. do bardzo wysokiego, nadal najwyższego, poziomu 175% PKB w 2013 r. Również w Słowenii w ostatnich latach 2010-2013 zadłużenie wzrosło o niemal 50 punktów procentowych PKB. Średnio w strefie euro od wybuchu kryzysu roku zadłużenie publiczne wzrosło z 66,2% PKB w 2008 do 92,6% PKB, czyli o 26,4 punktu procentowego PKB.

Tabela 2. Zmiany wielkości zadłużenia w krajach strefy euro (punkty procentowe PKB)

	1999	2007	2010	2013	Zmiana 1999- 2007	Zmiana 2007- 2010	Zmiana 2010- 2013	Zmiana 2007- 2013
Austria	66,8	60,2	72,5	74,5	-6,6	12,3	2	14,3
Belgia	113,6	84	96,6	101,5	-29,6	12,6	4,9	17,5
Cypr	59,3	58,8	61,3	111,7	-0,5	2,5	50,4	<u>52,9</u>
Estonia	6,5	3,7	6,7	10	-2,8	3	3,3	6,3
Finlandia	45,7	35,2	48,8	57	-10,5	13,6	8,2	21,8
Francja	58,9	64,2	82,7	93,5	5,3	18,5	10,8	29,3
Grecja	94	107,4	148,3	175,1	13,4	40,9	26,8	<u>67,7</u>
Hiszpania	62,4	36,3	61,7	93,9	-26,1	25,4	32,2	<u>57,6</u>
Holandia	61,1	45,3	63,4	73,5	-15,8	18,1	10,1	28,2
Irlandia	47	24,9	91,2	123,7	-22,1	66,3	32,5	<u>98,8</u>
Luksemburg	6,4	6,7	19,5	23,1	0,3	12,8	3,6	16,4
Łotwa	12,4	9	44,5	38,1	-3,4	35,5	-6,4	29,1
Malta	55,2	60,7	66	73	5,5	5,3	7	12,3
Niemcy	61,3	65,2	82,5	78,4	3,9	17,3	-4,1	13,2
Portugalia	51,4	68,4	94	129	17	25,6	35	<u>60,6</u>

Słowacja	47,8	29,6	41	55,4	-18,2	11,4	14,4	25,8
Słowenia	24,1	23,1	38,7	71,7	-1	15,6	33	<u>48,6</u>
Włochy	113,1	103,3	119,3	132,6	-9,8	16	13,3	29,3
Strefa euro 18	71,6	66,2	85,5	92,6	-5,4	19,3	7,1	26,4

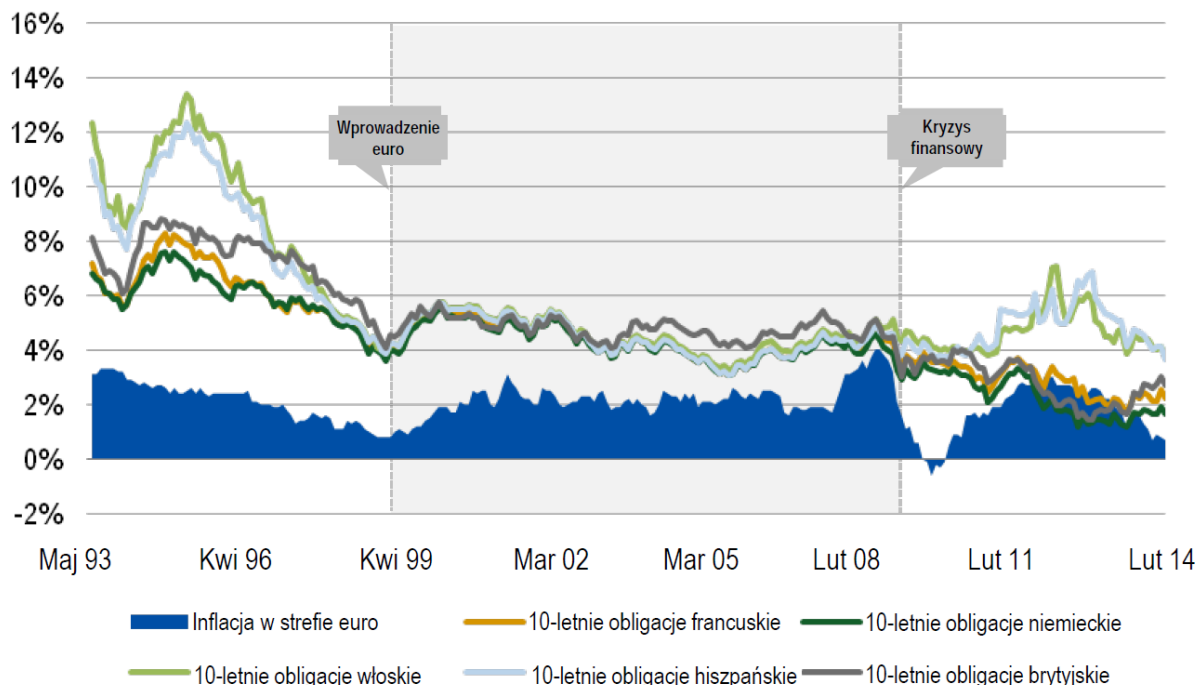
Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Eurostat z dnia 19.08.2014:

<http://epp.eurostat.ec.europa.eu/tgm/table.do?tab=table&init=1&plugin=1&language=en&code=teina230>

Irlandia, której sytuacja finansów publicznych uległa największemu pogorszeniu po próbie ratowania swoich banków, w połowie grudnia 2013 r. zakończyła realizację trzyletniego programu ratunkowego administrowanego przez Komisję Europejską, Europejski Bank Centralny i Międzynarodowy Fundusz Walutowy. Pakiet pomocowy dla kraju wraz z funduszami na rekapitalizację banków i pożyczkami dwustronnymi wyniósł 85 mld euro. Znaczące cięcia wydatków publicznych wraz z reformami strukturalnymi oraz zaciskanie pasa opłaciło się, gdyż w 2013 roku stopa bezrobocia zbliżyła się do 12 proc. z rekordowych 15 proc. w 2012 r. Irlandia jest pierwszym krajem objętym pomocą KE, EBC i MFW, któremu udało się wyjść spod kurateli tych trzech instytucji. Dzięki temu od początku 2014 r. Irlandia może samodzielnie się finansować, emitując obligacje na międzynarodowym rynku.

W maju 2014 r. Portugalia jako trzeci kraj strefy euro, po Irlandii i Hiszpanii na przełomie 2013 i 2014 r., ogłosiła rezygnację z przedłużenia programu pomocowego Unii Europejskiej i Międzynarodowego Funduszu Walutowego, która to łącznie wyniosła 78 mld euro. Na pomoc tę składały się w równych częściach środki z Europejskiego Mechanizmu Stabilizacji Finansowej, Europejskiego Instrumentu Stabilności Finansowej i MFW. Programem pomocowym nadal są objęte Grecja i Cypr. Po decyzji Portugalii rynki finansowe oceniają jej dług jako bardziej bezpieczny. Firma ratingowa S&P podniosła ocenę zdolności kredytowej Portugalii z negatywnej do stabilnej, natomiast Moody's w maju zmienił rating na Ba2 i rozważa dalszą jego poprawę. Dodatkowo oprocentowanie 10-letnich obligacji skarbowych Portugalii od początku 2014 r. zmniejszyło się z 6,03% do 3,77% w maju, co również wskazuje na stopniowe odzyskiwanie zaufania rynków finansowych do portugalskiej gospodarki. Programami pomocy wciąż objęte są dwa kraje strefy euro: Grecja i Cypr.

Wykres 1. Rentowność 10-letnich obligacji rządowych (maj 1993 – luty 2014)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie Bloomberg oraz Citi Handlowy, Barometr Inwestycyjny z dnia 7 lipca 2014 r (rentowność obligacji); Dane Europejskiego Banku Centralnego (Inflacja w strefie euro).

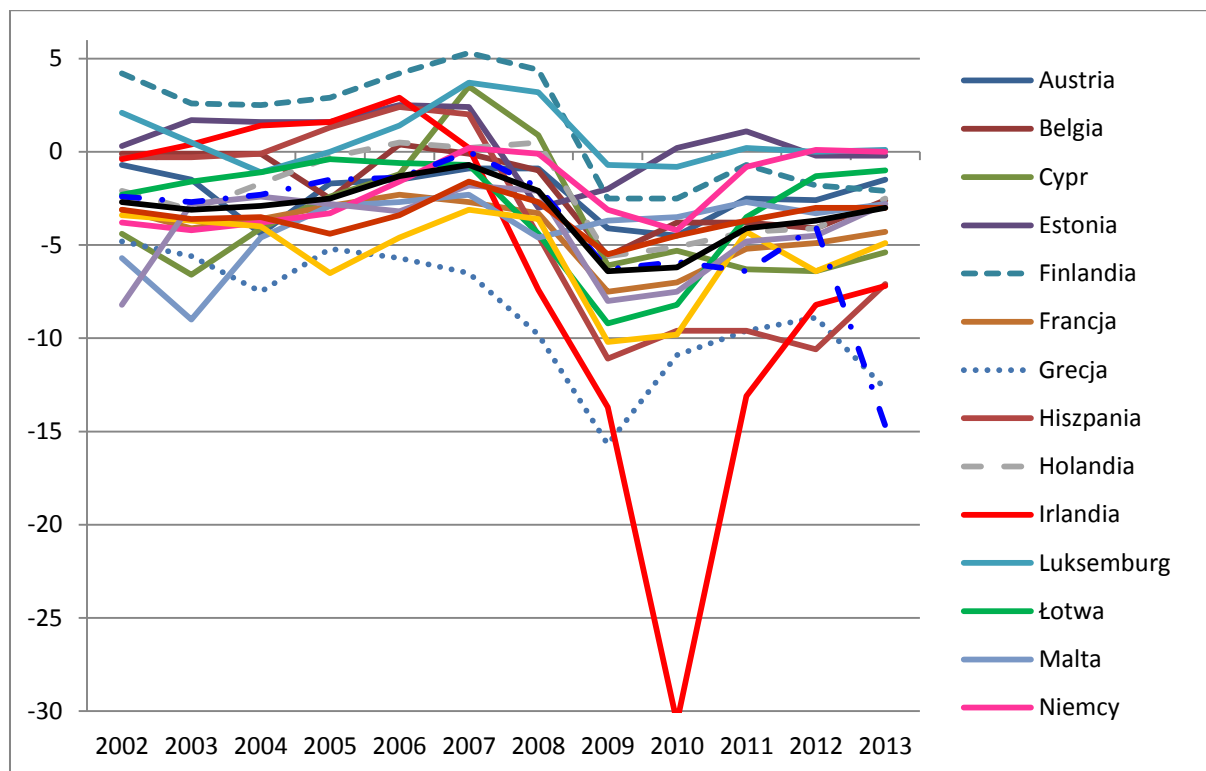
Kryzys finansowy i gospodarczy w strefie euro, w połączeniu z kryzysem zadłużenia i płynności, tylko ujawnił szereg problemów strukturalnych obszaru funkcjonowania wspólnej waluty, co jest widoczne najbardziej na przykładzie Grecji. Podstawowym problemem Grecji nie jest jedynie okresowy brak płynności finansowej, jest nim trwająca od 2009 r. nieformalna, nieogłoszona

niewypłacalność. Źródła tego problemu leżą w długoletniej niewłaściwej polityce gospodarczej. Za obecny stan finansów publicznych Grecji nie tylko odpowiedzialna jest niewłaściwa krajowa polityka budżetowa, lecz również polityka pieniężna, która ze względu na niedopasowanie do realiów gospodarki krajów śródziemnomorskich wywoływała zmniejszenie konkurencyjności krajowych produktów na międzynarodowych rynkach., co pociągnęło za sobą długoletni deficyt na rachunku obrotów bieżących. Również polityka niskich realnych stóp procentowych doprowadziła do nieproporcjonalnego wzrostu zadłużenia prywatnego i publicznego.

Nadmierne zadłużenie występujące w krajach strefy euro, które zostało wywołane utrzymywaniem wysokich deficytów publicznych, uniemożliwia prowadzenie polityki pobudzania budżetowego w dłuższym okresie. Obecna strategia „stawia dłużnika pod ścianą,” gdyż najbardziej zadłużone państwa strefy by prowadzić ekspansywną politykę budżetową muszą dodatkowo się zadłużyć. Kolejnym, jednym z kluczowych, utrudnieniem sytuacji zadłużonych krajów strefy euro w okresie najbardziej nasilonego kryzysu było brak zaufania na rynku finansowym. Potwierdzeniem tego może być w chwili obecnej już historyczna wypowiedź ministra finansów Japonii Juna Azumi, który powiedział, iż: „rynek nie ma zaufania ani do funduszu ratunkowego strefy euro, ani do ogarniętych kryzysem peryferyjnych krajów eurolandu.”⁸

Kryzys zadłużeniowy strefy euro po raz kolejny potwierdził, że w długim okresie czasu dług publiczny nie może narastać w nieskończoność oraz że sektor publiczny nie powinien pełnić roli „kamizelki ratunkowej” dla prywatnych firm, nawet w sytuacji postrzegania ich jako strategicznych dla państwa.

Wykres 2. Deficyt sektora *general government* (% PKB)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Eurostat z dnia 19.08.2014:
http://epp.eurostat.ec.europa.eu/cache/ITY_SDDS/Annexes/gov_dd_esms_an12.htm

Zdaniem niektórych ekonomistów kolejne transze pomocy dla gospodarek narodowych krajów Europy południowej jedynie odwołają czasowo problem niewypłacalności⁹. Utworzenie Europejskiego Funduszu Stabilizacyjnego paradoksalnie może, ich zdaniem, tylko nasilić wyżej wymienione problemy strefy euro, oddalając w czasie konieczność przeprowadzenia głębokich reform gospodarczych. W opinii tychże ekonomistów utworzenie tych Funduszy miało również za zadanie w dużej mierze utrzymanie luźnej polityki budżetowej, a tym samym wysokich deficytów budżetowych

⁸ „UE: Włochy same prosiły o monitoring MFW”, Newsweek, 4 listopada 2011 r.

⁹ Pronobis, op. cit. s. 9.

krajów strefy euro. W konsekwencji utworzenie tych instrumentów może przekładać się na osłabienie motywacji krajów zadłużonych do przeprowadzenia koniecznych reform wewnętrznych oraz zmiany porządku w systemie budżetowym krajów UE. Przewyciężenie obecnego kryzysu w strefie euro jest przedsięwzięciem długookresowym i obecnie trudno jest stwierdzić kiedy finanse publiczne państw strefy zostaną zrównoważone oraz przy pomocy jakich narzędzi zostanie to osiągnięte. Jednak z całą pewnością konieczne będą cięcia wydatków budżetowych i reformy strukturalne dostosowane do specyfiki gospodarek narodowych. Odpowiednio wiarygodna i trwała sanacja finansów publicznych może przywrócić konkurencyjność Unii Europejskiej na arenie międzynarodowej oraz przyczynić się do ożywienia gospodarczego, które jest niezbędne do wieloletniego procesu zmniejszania zadłużenia państw strefy euro.

2. Nowe zasady koordynacji polityki budżetowej w strefie euro

Kryzys zadłużeniowy, gospodarczy i finansowy, który dotknął obszar wspólnego pieniądza w Europie wymusił przeprowadzenie reform kształtowania i koordynacji polityki budżetowej krajów Unii Europejskiej. Zmodyfikowano między innymi system nadzoru polityk budżetowych i gospodarczych krajów członkowskich oraz wprowadzono nowy harmonogram budżetowy dla strefy euro. Do najważniejszych w tym obszarze nowych przepisów zalicza się: Sześciopak, Dwupak, Traktat o stabilności, koordynacji i zarządzaniu. Nowe zasady oparto na europejskim semestrze - unijnym kalendarzu kształtowania polityk.

2.1 Ścisła koordynacja polityk budżetowych i gospodarczych - Semestr Europejski

Przed kryzysem politykę budżetową i gospodarczą w UE planowano za pośrednictwem różnych procesów¹⁰. Brakowało spójnego wglądu w wysiłki podejmowane na szczeblu krajowym, a kraje członkowskie nie miały okazji do przeanalizowania wspólnej strategii dla unijnej gospodarki¹¹. Ścisła niż przed kryzysem koordynacja polityk gospodarczych krajów UE stała się możliwa dzięki wprowadzeniu od 2011 r. tzw. Semestru Europejskiego (*ang. European Semester*) oraz dzięki zapewnieniu większej spójności ram budżetowych w państwach członkowskich. Zgodnie z założeniami Komisji, ocena polityki gospodarczej w obrębie Unii powinna być przeprowadzana nie tylko *ex post*, poprzez zestawienie rzeczywistych danych fiskalnych z wartościami referencyjnymi budżetowego kryterium konwergencji, lecz również *ex ante*, co umożliwiłoby korekty działań poszczególnych krajów w celu ich koordynacji na szczeblu UE. W przeszłości wdrażanie przez państwa członkowskie zobowiązań podjętych na szczeblu unijnym było poddawane przeglądowi przez organy UE tylko *ex-post*.¹²

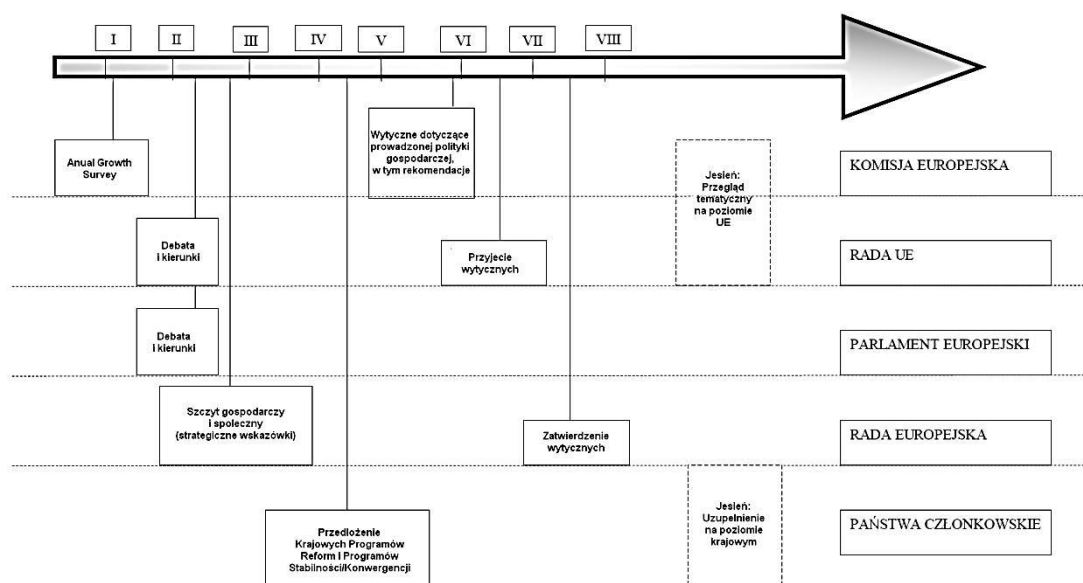
Semestr Europejski, który jest instrumentem gwarantującym, że kraje członkowskie omówią swoje plany budżetowe i gospodarcze ze swoimi unijnymi partnerami w określonych momentach w ciągu roku. Przy tej okazji kraje członkowskie mogą wzajemnie przedstawiać uwagi do swoich planów gospodarczych, a Komisja z wyprzedzeniem – przed podjęciem decyzji na szczeblu krajowym – może odpowiednio udzielać wskazówek dotyczących polityki. Komisja monitoruje też, czy państwa członkowskie podejmują odpowiednie działania na rzecz realizacji celów strategii na rzecz długoterminowego wzrostu „Europa 2020”, która obejmuje zatrudnienie, edukację, innowacje, klimat i ograniczenie ubóstwa.

¹⁰ Buti, M. and van den Noord. P. (2003) Discretionary Fiscal Policy and Elections: The Experience of the Early Years of EMU. OECD Economics Department Working Paper No. 351. Available at: <http://dx.doi.org/10.1787/378575422756>

¹¹ Hagemann, Robert (2011), “How Can Fiscal Councils Strengthen Fiscal Performance?”, OECD Journal: Economic Studies, Vol. 2011/1. http://dx.doi.org/10.1787/eco_studies-2011-5kg2d3gx4d5c

¹² Debrun X., Hauner D., and Kumar M. S., Independent Fiscal Agencies, Journal of Economic Surveys (2009) Vol. 23, No. 1, pp. 44–81, International Monetary Fund, doi: 10.1111/j.1467-6419.2008.00556.x

Wykres 3. Semestr Europejski



Źródło: Pytanie o euro: Ewolucja systemu zarządzania gospodarczego w UE, Biuro Pełnomocnika Rządu ds. Wprowadzenia Euro przez Rzeczpospolitą Polską, Ministerstwo Finansów, Warszawa, 2012.

W 2011 r. zainaugurowany został pierwszy Semestr Europejski. Od tego czasu w jego ramach skoordynowane zostały dyskusje zarówno na temat reform strukturalnych, środków służących pobudzeniu wzrostu gospodarczego, jak i kwestii nadzoru budżetowego, które odbywają się w pierwszej połowie roku, od stycznia do czerwca. Co roku Semestr Europejski rozpoczyna się w listopadzie, wraz z przedstawieniem przez Komisję tzw. rocznej analizy wzrostu gospodarczego (*ang. Annual Growth Survey*), w ramach której sformułowane zostają priorytety dla UE w zakresie reform gospodarczych i konsolidacji budżetowej¹³. Priorytety te są poddawane pod dyskusję i zatwierdzane na marcowym posiedzeniu Rady Europejskiej. W kwietniu kraje członkowskie przedstawiają Komisji i partnerom swoje krajowe programy reform (KPR) oraz programy stabilności (w przypadku państw strefy euro) bądź programy konwergencji (w przypadku państw spoza strefy euro). Następnie Komisja wydaje zalecenia odnoszące się do tych programów, które są zatwierdzane na czerwcowym posiedzeniu Rady Europejskiej i formalnie przyjmowane przez Radę w lipcu. Ostatecznie, kraje członkowskie są zobowiązane do uwzględnienia tych zaleceń przy opracowywaniu swoich budżetów, które zwykle są dyskutowane w parlamentach krajowych w drugim półroczu (Wykres 5).

2.2 Zreformowany Pakt Stabilności i Wzrostu

Pakt Stabilności i Wzrostu został przyjęty w momencie wprowadzania wspólnej waluty w celu zapewnienia stabilności finansów publicznych strefy euro. Jednak sposób, w jaki realizowano jego zobowiązania przed kryzysem, nie zapobiegł powstaniu znacznych zakłóceń równowagi budżetowej w niektórych krajach członkowskich.

W obliczu efektów, jakie wywarł kryzys finansowy, gospodarczy i zadłużeniowe w strefie euro Unia Europejska zreformowała ramy polityki budżetowej przyjmując: tzw. „sześciopak” (który zaczął obowiązywać w grudniu 2011 r.) i „dwupak” (który wszedł w życie w maju 2013 r.) oraz wzmocniła tzw. Paktem fiskalnym - Traktatem o stabilności, koordynacji i zarządzaniu (który wszedł w życie w styczniu 2013 r. w 25 krajach będących sygnatariuszami).

¹³ Jak funkcjonuje zarządzanie gospodarcze w UE?, Komisja Europejska, Notatka MEMO/13/979, Bruksela 28 maja 2014 r., s. 1.

2.2.1 Wzmocnienie zarządzania gospodarczego – tzw. „sześciopak”

Bardzo ważnym z punktu widzenia długofalowego oddziaływania na politykę gospodarczą, a w tym politykę budżetową krajów Unii Europejskiej i strefy euro jest projekt głębokich zmian w zarządzaniu gospodarczym. Mowa o sześciu aktach prawnych wzmacniających koordynację polityk gospodarczych w UE tzw. „sześciopak”. Zmiany te zostały zaproponowane przez Komisję Europejską we wrześniu 2010 r. Część z nich to zupełnie nowe rozwiązania prawne, a reszta – gruntowna nowelizacja dotychczasowych. Obecnie po negocjacjach obejmujących trzy organy UE - Radę - Parlament Europejski - Komisję Europejską ich kluczowe dotyczyć będą sześciu następujących dokumentów.

Dyrektywa dotycząca wymogów dla ram budżetowych¹⁴ harmonizuje zasady tworzenia narodowych budżetów (zasady księgowości budżetowej, statystyki, sposoby prognozowania, reguły i instytucje budżetowe). Państwa członkowskie musiałyby też zapewnić większą przejrzystość procesów przyjmowania narodowych budżetów i wprowadzić takie rozwiązania prawne, które pozwalałyby wypełniać zapisane w traktatach zobowiązania (czyli utrzymywanie deficytu na poziomie do 3 proc. PKB i długu – do 60 proc. PKB).¹⁵

Nowelizacja rozporządzenia nt. wzmocnienia nadzoru budżetowego i koordynacji polityk gospodarczych¹⁶ to „prewencyjna” część paktu stabilizacji i rozwoju. Zmusza kraje z wysokim poziomem długu do poprawiania swego salda strukturalnego (to saldo nominalne sektora instytucji rządowych i samorządowych skorygowane o wpływ cyklu koniunkturalnego na dochody i wydatki) o więcej niż 0,5 proc. PKB rocznie, zaś tempo wzrostu wydatków sektora instytucji rządowych i samorządowych nie powinno przekraczać tempa wzrostu gospodarczego w danym kraju w średnim okresie.

Nowelizacja rozporządzenia ws. procedury nadmiernego deficytu („korygująca” część paktu stabilizacji i rozwoju)¹⁷ nie zmienia progu deficytu sektora instytucji rządowych i samorządowych 3 proc. PKB. Jednakże w nowej procedurze nadmiernego deficytu duże znaczenie zyskuje dodatkowo kryterium długu. Kraje, które przekroczą próg 60 proc. długu do PKB, będą musiały zagwarantować wystarczające tempo jego redukcji (redukcja nadwyżki ponad 60 proc. w tempie 1/20 na rok).

Ta nowelizacja wprowadza także inne kluczowe zmiany, m.in. w sposób stały pozwala uwzględniać koszty reform systemów emerytalnych w kolejnych fazach procedury nadmiernego deficytu. Co prawda na odliczanie kosztów reformy emerytalnej pozwalały już wcześniejsze ramy prawne, ale na niedogodnych warunkach (bo z ograniczeniem czasowym i ograniczeniem wielkości odliczenia). Nowe rozwiązanie zakłada odliczenie stałe i w pełnej wysokości kosztów.

Projekt rozporządzenia w sprawie skutecznego egzekwowania nadzoru finansów publicznych w strefie euro¹⁸ ustala system sankcji finansowych za nieprzebranie paktu stabilizacji i rozwoju. Na kraj, który znacznie odchodzi od swojego średniookresowego celu budżetowego (w państwach strefy euro jest to zwykle obowiązek posiadania zrównoważonego budżetu, dla Polski jest to deficyt strukturalny na poziomie 1 proc. PKB), Rada UE nakładałaby obowiązek wpłaty oprocentowanego depozytu w wysokości 0,2 proc. PKB, który byłby zwracany dopiero, gdy Rada oceni, że państwo poprawiło swoją politykę. Jeśli kraj nie będzie przestrzegał „korygującej” części paktu, Rada UE też nałoży obowiązek uiszczenia depozytu 0,2 proc. PKB - tym

¹⁴ Dyrektywa Rady 2011/85/UE z dnia 8 listopada 2011 r. w sprawie wymogów dla ram budżetowych państw członkowskich, Dz.U. L306/41.

¹⁵ Hallerberg M., Strauch R., von Hagen J. (2005), The design of fiscal rules and forms of governance in European Union Countries, „European Journal of Political”, Vol. 23, No. 2, <http://dx.doi.org/10.1016/j.ejpolco.2006.11.005>

¹⁶ Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 1175/2011 z dnia 16 listopada 2011 r. zmieniające rozporządzenie Rady (WE) nr 1466/97 w sprawie wzmocnienia nadzoru pozycji budżetowych oraz nadzoru i koordynacji polityk gospodarczych.

¹⁷ Rozporządzenie Rady (UE) nr 1177/2011 z dnia 8 listopada 2011 r. zmieniające rozporządzenie (WE) nr 1467/97 w sprawie przyspieszenia i wyjaśnienia procedury nadmiernego deficytu.

¹⁸ Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 1173/2011 z dnia 16 listopada 2011 r. w sprawie skutecznego egzekwowania nadzoru budżetowego w strefie euro.

razem jednak nieoprocentowanego - i ten depozyt zamieni się w bezzwrotną karę, gdyby Rada stwierdziła, że jej rekomendacje ws. redukcji nadmiernego deficytu nie zostały wdrożone.

Projekt rozporządzenia ws. monitorowania i zapobiegania nierównowagom makroekonomicznym¹⁹ ma na celu stworzenie nowej procedury - odpowiednika procedury nadmiernego deficytu. Komisja Europejska co roku oceniała, czy w państwach członkowskich pojawiają się sygnały świadczące o narastaniu nierównowagi (np. wysoki wzrost kredytów hipotecznych w połączeniu z wysokim zadłużeniem prywatnym). Gdyby KE coś takiego stwierdziła, inicjuje działanie, a Rada UE (Ecofin) może wydać rekomendację. Państwo objęte procedurą nadmiernej nierównowagi musi przedłożyć plan działań naprawczych. Podobnie jak w przypadku procedury nadmiernego deficytu także i tu istnieje możliwość nakładania kar. Opisuje ją ostatni element „sześciopaku”, czyli:

Projekt rozporządzenia o ustanowieniu sankcji za brak działań ograniczających nadmierne nierównowagi w krajach strefy euro²⁰ określa, że państwo objęte „procedurą nierównowagi” musiałoby płacić co roku karę - 0,1 proc. PKB - gdyby Rada UE uznała, że jej rekomendacje nie są realizowane bądź plan naprawczy jest niezadowolający. Kara byłaby nakładana dopiero wtedy, gdyby Rada UE dwukrotnie zajęła negatywne stanowisko wobec danego państwa.

Podczas uchwalania projektu największe emocje wzbudziło żądanie PE, by decyzja o nieskuteczności działań podejmowanych przez państwo w kwestii osiągnięcia średniookresowego celu budżetowego (prowadząca w przypadku państw strefy euro do nałożenia sankcji finansowych) zapadała w Radzie UE tzw. odwróconą większością głosów - brak sprzeciwu kwalifikowanej większości oznaczał akceptację. W trakcie negocjacji Rada i PE porozumiały się jednak w sprawie wielu innych drobniejszych modyfikacji „sześciopaku”, niezmiennych jego podstawowych założeń.

Przyjęcie wyżej opisanych sześciu zmian oznacza głębokie zmiany w zasadach koordynacji polityk gospodarczych w Unii Europejskiej, zwiększy wiarygodność krajów członkowskich, w tym członków strefy euro, a to z kolei przyczyni się do większej stabilizacji na rynkach finansowych.

2.2.2 Pakt Euro Plus

Druga z inicjatyw to plan reform uzupełniających, przyjęty przez państwa strefy euro i zatwierdzony w marcu 2011 r. potocznie nazywany Paktem fiskalnym. Ze względu na fakt, iż do Paktu przystąpiło również sześć krajów spoza strefy euro, w tym Polska nazywano go również Paktem Euro „Plus”. Pakt koncentruje się wokół 4 osi:

- a) konkurencyjności,
- b) zatrudnienia,
- c) długoterminowej stabilności finansów publicznych oraz
- d) wzmocnienia stabilności finansowej.

Realizacja postanowień Paktu Euro Plus jest zintegrowana z Semestrem Europejskim, a wdrażanie zobowiązań przez państwa członkowskie jest monitorowane przez Komisję Europejską.

Pakt fiskalny, lub inaczej Pakt Euro Plus jest umową międzyrządową zawartą przez państwa strefy euro oraz chcące do niej przystąpić kraje spoza eurolandu. Po bojkocie tego dokumentu przez Wielką Brytanię jego nazwa i ranga została obniżona z „Traktatu o stabilności, koordynacji i zarządzaniu w Unii Gospodarczej i Monetarnej” do poziomu umowy międzyrządowej. Jej głównym zadaniem jest zaostrenie dyscypliny budżetowej i poprawa wiarygodności państw strefy euro na rynkach finansowych. Nowy traktat obliguje do umieszczenia zasady zrównoważonego deficytu w ustawach krajowych. Wyjątkiem od tej zasady ma być jedynie głęboka recesja. Zgodnie z zapisami Traktatu o stabilności, koordynacji i zarządzaniu od stycznia 2014 r. średniookresowe cele budżetowe muszą być zapisane w ustawodawstwie krajowym. Kraje sygnatariusze ze strefy euro muszą również wprowadzić wynoszący 0,5 proc. PKB limit deficytu strukturalnego (limit ten może zostać poniesiony

¹⁹ Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 1176/2011 z dnia 16 listopada 2011 r. w sprawie zapobiegania zakłóceniom równowagi makroekonomicznej i ich korygowania.

²⁰ Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 1174/2011 z dnia 16 listopada 2011 r. w sprawie środków egzekwowania korekty nadmiernych zakłóceń równowagi makroekonomicznej w strefie euro.

do 1 proc., jeżeli wskaźnik deficytu jest znacznie niższy od 60 proc. Zasada ta nazywana jest paktem fiskalnym. Traktat stanowi również, że jeżeli limit deficytu strukturalnego (lub jego ścieżka dostosowania) zostanie naruszony, należy uruchomić automatyczne mechanizmy korekty. Zapisy zawierają wymóg by państwa członkowskie prawie krajowym określiły, w jaki sposób i kiedy naruszenie zostanie naprawione w ramach budżetów na kolejne lata. Unijny trybunał w Luksemburgu wyznaczony jest do stania na straży przestrzegania tych zapisów. Ratyfikowany pakt ma ułatwić również nakładanie sankcji finansowych na kraje euro, które przekraczają dozwolony próg deficytu, czyli 3 proc. PKB. Jeżeli państwo członkowskie nie zdoła ograniczyć swojego deficytu, może zostać obciążone grzywną wynoszącą 0,2 proc. PKB. Grzywny można podnieść do maksymalnie 0,5 proc w przypadku wykrycia fałszowania statystyk. Kary mogą polegać na zawieszeniu funduszy regionalnych UE (nawet dla państw spoza strefy euro). Jednocześnie na 25 krajów członkowskich, które podpisały Traktat, można nałożyć grzywnę w wysokości 0,1 proc. PKB, jeżeli nie wprowadzą we właściwy sposób paktu fiskalnego do prawa krajowego. Ratyfikacja paktu jest dla krajów euro warunkiem uzyskania pomocy z wartego 500 mld euro, funduszu ratunkowego eurolandu - Europejskiego Mechanizmu Stabilności.

2.2.3 Wzmocnienie nadzoru w strefie euro – tzw. „dwupak”

Kryzys pokazał, że problemy w jednym kraju członkowskim strefy euro mogą wywołać efekt domina w państwach sąsiednich. W związku z możliwościami wystąpienia efektów domina i zarażania w strefie euro wzmocniono nadzór, aby rozwiązywać problemy zanim nabiorą charakteru systemowego. Tzw. „dwupak” obejmuje dwa rozporządzenia, które mają na celu dalsze wzmocnienie integracji i konwergencji gospodarczej państw członkowskich strefy euro. Rozporządzenia te opierają się na „sześciopaku” reformującym Pakt Stabilności i Wzrostu, na europejskich ramach nadzoru budżetowego oraz na europejskim semestrze na rzecz koordynacji polityki gospodarczej, a także uzupełniają zapisane w tych dokumentach rozwiązania. W ramach „dwupaku”, który wszedł w życie z dniem 30 maja 2013 r., wprowadzono nowy, obejmujący strefę euro cykliczny proces monitorowania, zgodnie z którym kraje członkowskie corocznie przedkładają projekty budżetu w październiku²¹. Po zapoznaniu się z założeniami i wykonalnością tych projektów Komisja wydaje opinię w sprawie zgodności jego projektu z wymogami paktu stabilności i wzrostu oraz z zaleceniami dla poszczególnych krajów sformułowanymi w ramach europejskiego semestru w dziedzinie polityki budżetowej. Działanie powyższe umożliwia bardziej dogłębne monitorowanie krajów strefy euro objętych procedurą nadmiernego deficytu oraz ściślejszą kontrolę nad tymi państwami, w których występują poważne trudności. Należy jednak podkreślić, że „dwupak” nie uprawnia Komisji do zmiany projektów budżetów krajowych, ani też nie zobowiązuje krajów członkowskich do ścisłego zastosowania się do opinii Komisji. Wartością dodaną takiej oceny są bezpośrednie wytyczne udzielone w trakcie uchwalania budżetu. Dostarczają one wszystkim uczestnikom krajowej procedury budżetowej informacji potrzebnych do podjęcia decyzji w sprawie budżetu, a innym krajom członkowskim informacji na temat realizowanej polityki budżetowej przez pozostałych członków strefy euro.

3. Rola EBC w łagodzeniu skutków kryzysu zadłużenia

Potencjalne niebezpieczne następstwa kryzysu zadłużenia strefy euro mogące wystąpić w systemie bankowym i realnej gospodarce, skłoniły Europejski Bank Centralny, odpowiedzialny za stabilność systemu finansowego Unii Europejskiej, do silnej, gwałtownej i dotąd nie spotykanej zmiany polityki pieniężnej. Europejski Bank Centralny (EBC), podobnie jak inne duże banki centralne na świecie, podjął się niekonwencjonalnej polityki pieniężnej w odpowiedzi na globalny kryzys finansowy. Mimo że reakcja EBC nie była tak daleko idąca, jak chociażby amerykańskiej Rezerwy Federalnej – można ocenić, że działania podjęte przez EBC uratowały niektóre kraje strefy euro przed niewypłacalnością, a samą strefę euro przed rozpadem²².

²¹ Z wyłączeniem państw objętych programami dostosowań makroekonomicznych.

²² Pronobis, op. cit. s. 2.

W 2011 roku stało się jasne, iż kryzys zadłużeniowy nie uda się rozwiązać wyłącznie środkami polityki budżetowej zastosowanymi przez zagrożone kraje strefy euro²³. Dodatkowo w systemie finansowym strefy euro wciąż pogłębiał się kryzys płynności finansowej. Kiedy kraj członkowski strefy euro dotyka kryzys płynności finansowej, stopa procentowa rośnie i kryzys zamienia się w kryzys niewypłacalności. Obawy inwestorów działają w takiej sytuacji jak samospełniająca się przepowiednia: kraj staje się niewypłacalny, ponieważ inwestorzy obawiali się jego niewypłacalności. W związku pogłębiającymi się trudnościami w tym obszarze głównym celem działań Europejskiego Banku Centralnego, po objęciu stanowiska przez nowego prezesa Mario Draghiego w listopadzie 2011 r., stało się zwiększenie płynności banków dotkniętych skutkami kryzysu zadłużenia oraz banków posiadających w swoich portfelach papiery skarbowe wyemitowane przez kraje strefy euro będące w kryzysie zadłużeniowym. Działania EBC miały przełożyć się na wzrost dostępności pieniądza i pożyczek w systemie finansowym oraz realnej gospodarce oraz zapewnić prawidłowe funkcjonowanie mechanizmów transmisji polityki pieniężnej EBC²⁴.

Europejski Bank Centralny w obliczu zagrożenia dla stabilności systemu finansowego Unii podejmował już od października 2008 r. efektywne działania używając standardowych jak i niekonwencjonalnych instrumentów polityki pieniężnej²⁵. Na standardowe działania składało się obniżenie stóp procentowych do historycznie najniższego poziomu oraz ich utrzymywanie na niezwykle niskim poziomie. Stopa procentowa podstawowych operacji refinansujących EBC obniżona została we wrześniu 2008 r. o 50 punktów bazowych, a w maju 2009 r. obniżona do najniższego dotychczas poziomu 0,75%. Stopa procentowa depozytów EBC została również obniżona z poziomu 3,25 % we wrześniu 2008 r. do poziomu 0,25% w kwietniu 2009 r. W lipcu 2012 r. stopa ta została obniżona do poziomu 0,0%, zaś w czerwcu 2014 r. do ujemnego poziomu -0,10%. Stopa kredytu refinansowego EBC podobnie w tym okresie była najniższa w historii strefy euro. W pierwszej fazie kryzysu zadłużenia maj 2010 – czerwiec 2011 niekonwencjonalne instrumenty polityki pieniężnej przyjęły formę wsparcia kredytowego – operacje refinansujące o stałej stopie procentowej, długoterminowe operacje refinansujące – LTRO, operacje zasilające okresu nadzwyczajnego, sześciomiesięczne i dwunastomiesięczne operacje refinansujące LTRO, operacje zasilające w dolary amerykańskie, program zakupu zabezpieczonych obligacji (CBPP) i Program Rynkowych Derywatów EBC (SMP).

Za pierwszoplanowy niestandardowy instrument polityki pieniężnej EBC w okresie kryzysu uznaje się główne narzędzie operacji otwartego rynku w strefie euro - podstawowe operacje refinansujące (*ang. Main Refinancing Operations, MRO*). Innowacja w przypadku tego instrumentu polega na wprowadzeniu zasady stałego oprocentowania oraz zasady pełnego przydziału (*ang. fixed rate-full allotment, FRFA*). Do wybuchu kryzysu, tj. w normalnych okolicznościach rynkowych, EBC zasiliał banki komercyjne w płynność w ramach cotygodniowych operacji MRO, jednakże to bank centralny określał wielkość, pulę tych operacji, a banki zgłaszały się do przetargu, konkurując ze sobą określoną ceną (stopą procentową - nie niższą niż główna stopa refinansowa banku centralnego). W nowych warunkach EBC w ramach operacji MRO rozpoczął oferować finansowanie bez określania łącznego limitu, zaspokajając wszystkie zgłaszane na bieżąco potrzeby płynnościowe europejskich banków. Stopa procentowa tych operacji była stała i od maja 2009 roku wynosiła 1%. Jedynym warunkiem udostępnienia płynności w ramach podstawowych operacji EBC było posiadanie stosownego zabezpieczenia (*ang. collateral*). Jednakże lista akceptowanych przez EBC instrumentów finansowych jako zabezpieczenie została w tym samym czasie istotnie rozszerzona. Dodatkowo procedurę FRFA zaimplementowano także do standardowych długoterminowych (3-miesięcznych) operacji refinansujących EBC (*ang. longer-term refinancing operations, LTRO*). Wprowadzenie zasady FRFA do podstawowych operacji płynnościowych EBC oznaczało znaczące złagodzenie warunków finansowania na rynku (*ang. credit easing*), a jednocześnie powodowało automatyczne

²³ Romana A., Bilana I., The Euro area sovereign debt crisis and the role of EBC's monetary policy, *Procedia Economics and Finance* 3, Romania 2012, s. 767.

²⁴ Skrzypczyńska J., Koordynacja polityki fiskalnej i pieniężnej strefy euro w obliczu kryzysu finansowego, *Rocznik Integracji Europejskiej*, nr 6, Poznań 2012.

²⁵ Miruszewski T., Polityka monetarna w strefie euro w okresie stabilizacji pokryzysowej [w:] *Gospodarka. Nowe perspektywy po kryzysie*, red. M. Kalinowski, M. Prono-bis, CeDeWu, Warszawa 2010, s. 96.

uzależnienie płynności w sektorze bankowym od popytu zgłaszanego na nią przez banki, nie zaś od decyzji banku centralnego, jak to miało miejsce do tej pory.

W grudniu 2011 r. EBC uruchomił następny niestandardowy instrument polityki pieniężnej: 36-miesięczne pożyczki dla banków komercyjnych w ramach LTRO. Do tego momentu, zapadalność LTRO wynosiła 3 miesiące. Wydłużenie zapadalności aż do 36 miesięcy miało na celu poprawę możliwości zarządzania średnioterminową płynnością przez europejskie banki. Pośrednim, choć nieoficjalnym, celem wprowadzenia wydłużonych operacji refinansujących było wsparcie rynku długu zadłużonych krajów peryferyjnych²⁶. LTRO realizowane było zgodnie z zasadą *fixed rate-full allotment*, co oznacza stałą stopę procentową (stopa refinansowa EBC) operacji oraz uzależnienie jej skali od zgłaszanych przez europejskie banki komercyjne potrzeb. Wartość udzielonych przez EBC pożyczek podczas pierwszej rundy LTRO w grudniu 2011 r. wyniosła 490 mld EUR, w drugiej rundzie zaś (luty 2012 r.) 530 mld EUR, w sumie ponad 1 bln EUR. Żaden inny nowo wprowadzony instrument polityki EBC nie był pod tym względem tak istotny dla płynności i ratowania systemu finansowego strefy euro jak LTRO. Mimo Traktatowego zakazu finansowania przez Europejski Bank Centralny deficytów i długów publicznych krajów członkowskich, który obejmuje nie tylko bezpośredni zakup rządowych papierów wartościowych, ale również interwencje na rynku wtórnym, EBC rozpoczął we wrześniu 2012 r. przeprowadzanie Bezwarunkowych Operacji Monetarnych (*ang. Outright Monetary Transactions (OTM)*). Program OMT zalicza się do niestandardowych instrumentów polityki pieniężnej EBC. Przewiduje on bezterminowe skupowanie przez bank krótko- i średnio-terminowych (1–3-letnich) obligacji krajów zagrożonych strefy euro.

Działanie w ramach OMT oznacza zmianę paradygmatu EBC, który zgodnie z literą prawa nie może poprzez nabycie obligacji rządowych finansować deficytu żadnego kraju, należy jednakże podkreślić, iż EBC stosuje taką praktykę w odniesieniu do zakupów obligacji rządowych dokonywanych na rynku wtórnym. Przesłanką wprowadzenia OMT było niedopuszczenie do sytuacji, w której inwestorzy na rynkach finansowych przez swoje inwestycje grają na rozpad strefy euro²⁷. Bank w ramach OMT skupował jedynie obligacje krajów, które wyraziły zgodę na przeprowadzenie niezbędnych, określonych reform wymaganych podczas udzielania pomocy przez Europejski Mechanizm Stabilności (*ang. European Stability Mechanism, ESM*) lub przed utworzeniem ESM jednego z dwóch tymczasowych europejskich funduszy ratunkowych - Europejski Instrument Stabilności Finansowej (*ang. European Financial Stability Facility, EFSF*) albo Europejski Mechanizm Stabilizacji Finansowej (*ang. European Financial Stabilisation Mechanism, EFSM*)²⁸. Wyemitowany dzięki programowi OMT nadmiar pieniądza EBC był zmuszony sterylizować. EBC w zamian za nabycie papierów sektora bankowego dostarcza płynne rezerwy, które znajdują się na terminowych depozytach banku. Tym działaniem EBC doprowadza do obniżenia rentowności obligacji na wolnym rynku oraz obniżenia poziomu oczekiwanych przez inwestorów odsetek od nowo emitowanego długu. Swoim działaniem EBC zmniejsza napięcia na rynkach finansowych oraz ułatwia funkcjonowanie systemu finansowego strefy euro. W konsekwencji powiązania OMT z warunkami udzielania pomocy przez Europejski Mechanizm Stabilności rządy mają obowiązek kontynuować wysiłki zmierzające do zmniejszenia nierównowagi budżetowej i strukturalnej, i dzięki temu z mniejszymi trudnościami emitują dług, od którego płacą niższe odsetki. Uzależnienie objęcia działaniem OMT papierów skarbowych kraju strefy euro będącego w trudnej sytuacji budżetowej od podjęcia przez ten kraj niezbędnych reform jest kluczowym punktem tego programu dla osiągnięcia krótko i długoterminowych celów programu. Działanie programu Bezwarunkowych Operacji Monetarnych ograniczone jest do rynku wtórnego rządowych papierów wartościowych i nie wiąże się z bezpośrednim finansowaniem długu publicznego, gdyż pieniądze trafiają do inwestorów już posiadających obligacje skarbowe, a nie do rządów państw, które te obligacje emitują.

W czerwcu 2014 r. EBC zapowiedział uruchomienie możliwości pozyskania przez sektor prywatny kredytów o łącznej wartości 400 mld EUR, tzw. „celowanego programu LTRO”. Celem wprowadzenia programu będzie ułatwienie finansowania przedsiębiorstw w szczególności

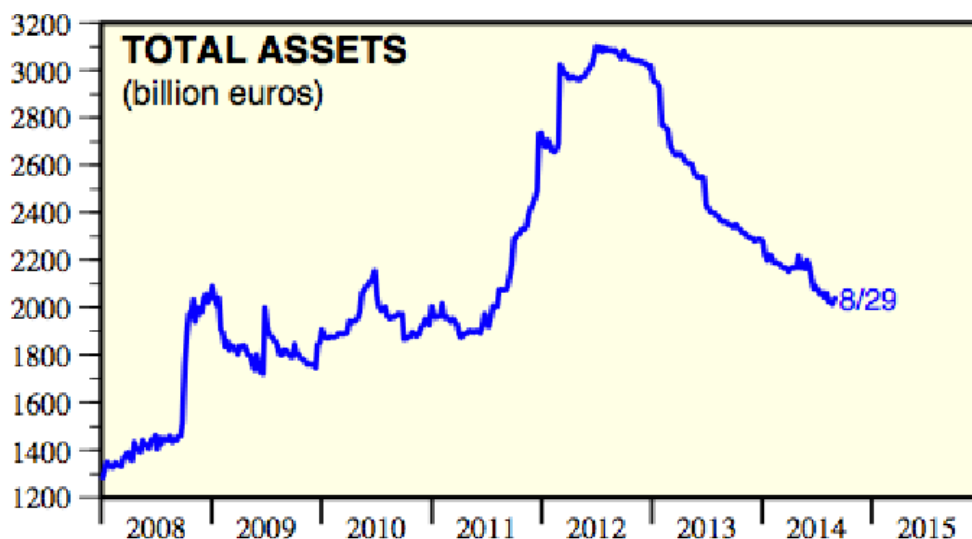
²⁶ Pronobis, op. cit., s. 7.

²⁷ Kowalczyk K. A., Draghi drukuje i ratuje, „Wprost” nr 40/2012, 1–7 października, s. 53

²⁸ The European Stability Mechanism, Monthly Bulletin, ECB, Frankfurt am Mein, July 2011, s. 71.

funkcjonujących na peryferiach strefy euro, gdzie koszty kredytu są relatywnie wysokie.²⁹ Równocześnie prezes EBC Mario Draghi zapowiedział zaprzestanie operacji „sterylizacji” w ramach Programu Rynkowych Derywatów - SMP, co ma przełożyć się na zwiększenie podaży pieniądza w systemie finansowym strefy euro. Zakomunikowano prócz tego, iż EBC rozpoczął prace nad możliwością uruchomienia operacji skupu prywatnego długu w postaci obligacji ABS (*ang. Asset Backed Securities*). Instytucje rynku finansowego szacują, iż operacje te mają osiągnąć wartość pomiędzy 500 mld, a 1 bln euro. Znajduje to pośrednio potwierdzenie w słowach prezesa Mario Dragiego z 4 września 2014 r., w których zaznaczył, że chciałby aby bilans Europejskiego Banku Centralnego powrócił do poziomu z 2012 roku (porównaj Wykres 4 i 5).

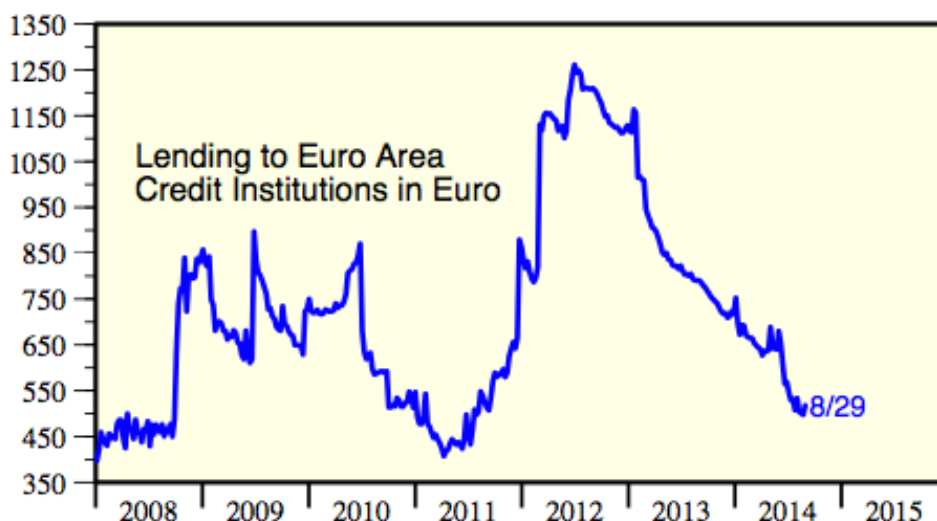
Wykres 4. Aktywa Europejskiego Banku Centralnego (mln euro)



Źródło: Koniec mitu silnego Euro, Niezależny Portal Finansowy, 2014-09-05

Suma bilansowa EBC zmniejszyła się w ciągu dwóch ostatnich lat o ponad jeden bilion euro nie dlatego, że bank centralny w zamierzony sposób ograniczał podaż pieniądza lecz dlatego, że banki komercyjne bardzo ograniczyły udzielanie kredytów. Tak znaczące ograniczenie bazy monetarnej przełożyło się na spowolnienie gospodarcze, którego oznaki odnotowane zostały przez Eurostat w sierpniu 2014 r.

Wykres 5. Kredyt z EBC dla europejskich instytucji finansowych (mln euro)



źródło: Koniec mitu silnego Euro, Niezależny Portal Finansowy, 2014-09-05

²⁹ Codogno L., Favero C., Missale A., (2003), Yield Spreads on EMU Government Bonds, Bank of America, London; IGIER, Università Bocconi and CEPR; Università di Milano, http://dx.doi.org/10.1111/1468-0327.00114_1

W ostatnio zapowiedzianych przez władze EBC działaniach spodziewać się można obok zwiększenia akcji kredytowej, czy dostarczenia płynności do systemu bankowego, kilku ukrytych celów. Skup ABS'ów przez bank można interpretować jako sytuację, w której EBC kreuje nowe euro, za które skupuje od banków komercyjnych różne aktywa, również obciążone większym ryzykiem obligacje skarbowe lub prywatne, niespłacalne hipoteki czy inne złe długi. W konsekwencji Europejski Bank Centralny stanie się posiadaczem relatywnie najbardziej toksycznych lub niechcianych papierów w strefie euro. Oprócz tego zwiększenie bazy monetarnej może doprowadzić do wzrostu inflacji, a tym samym do obniżenia relacji długu do PKB³⁰, a 4 września podczas konferencji EBC, na której uzasadniono kolejną obniżkę stóp procentowych EBC do najniższego historycznie poziomu prezes Mario Draghi powiedział, że „Sięgnięcie po niekonwencjonalne środki prowadzenia polityki monetarnej mają na celu przywrócenie inflacji do poziomu określonego przez cel”. Skutkiem pośrednim powyższego działania EBC może być deprecjacja euro wobec dolara amerykańskiego, która ma poprawić konkurencyjność europejskich gospodarek i wpłynąć pobudzająco na niski wzrost gospodarczy w strefie euro.

Podsumowanie

Kryzys gospodarczo-finansowy, który doświadcza kraje strefy euro od 2009 r. jak dotąd wywołał pozytywne reformy kształtowania i koordynacji polityki budżetowej w Unii Europejskiej. Zmodyfikowany między innymi został system nadzoru polityk budżetowych i gospodarczych krajów członkowskich oraz wprowadzono nowy harmonogram budżetowy dla strefy euro. Do najważniejszych w tym obszarze nowych rozwiązań należy: tzw. sześciopak, tzw. Dwupak i Traktat o stabilności, koordynacji i zarządzaniu. Nowe zasady oparto na semestrze europejskim - unijnym kalendarzu kształtowania i koordynacji polityk gospodarczych krajów strefy euro. Dzięki tym nowym rozwiązaniom na obszarze strefy euro już obecnie dochodzi do większej koordynacji podejmowanych przez poszczególne kraje członkowskie działań antykryzysowych i naprawczych. W większym niż dotychczas stopniu Komisja Europejska może oddziaływać na wszczynane przez państwa krajowe inicjatywy.

EBC rzeczywiście odegrał istotną rolę w zażegnaniu kryzysu płynności systemu finansowego strefy euro. Jeśli jednak przyjąć założenie, że europejski kryzys zadłużeniowy nie ma wyłącznie charakteru kryzysu płynności, lecz także kryzysu wypłacalności - wówczas polityka pieniężna EBC, choćby najbardziej nawet niekonwencjonalna i daleko posunięta, nie będzie w stanie go rozwiązać. Polityka monetarna EBC skutecznie pomogła ustabilizować rentowności obligacji skarbowych, lecz mimo to inercja rosnącego długu w przypadku niektórych krajów członkowskich strefy euro i tak wydaje się nie do zatrzymania. Wyeliminowanie komponentu premii za ryzyko niewypłacalności w cenach poszczególnych obligacji skarbowych pozostaje poza kontrolą polityki pieniężnej. Mimo korzystnej polityki EBC ułatwiającej procesy obsługi długu publicznego strukturalna słabość niektórych gospodarek krajowych jest czynnikiem przesądzającym o nieuchronności dalszych problemów w najbliższej i dalszej przyszłości. Nawet najbardziej sprzyjająca polityka EBC nie będzie w stanie tej sytuacji w trwały sposób zmienić. Może przyczynić się do wywołania trendu oddłużania tych państw, nie zapewni jednak utrzymania go przez lata.

Przezwyciężenie obecnego kryzysu w strefie euro jest przedsięwzięciem długookresowym i jak dotąd trudno jest stwierdzić kiedy finanse publiczne krajów członkowskich strefy zostaną zrównoważone oraz przy pomocy jakich narzędzi zostanie to osiągnięte. Z całą pewnością bezwzględnie konieczne będą cięcia wydatków budżetowych i reformy strukturalne dostosowane do specyfiki gospodarek narodowych. Odpowiednio wiarygodna i trwała sanacja finansów publicznych może przywrócić konkurencyjność europejskich gospodarek na arenie międzynarodowej oraz przyczynić się do trwałego ożywienia gospodarczego, które jest niezbędne do podtrzymania wieloletniego procesu zmniejszania zadłużenia państw strefy euro.

³⁰ Koniec mitu silnego Euro, Niezależny Portal Finansowy, 2014-09-05.

Bibliografia

1. Ahrend, Rudiger, Pietro Catte and Robert Price (2006a), "Interactions Between Monetary and ... Conditions Affect Fiscal Consolidation", OECD Economics Department Working Papers, No. 521, DOI: <http://dx.doi.org/10.1787/414663503428>.
2. Buti, M. and van den Noord. P. (2003) Discretionary Fiscal Policy and Elections: The Experience of the Early Years of EMU. OECD Economics Department Working Paper No. 351. Available at: <http://dx.doi.org/10.1787/378575422756>
3. Codogno L., Favero C., Missale A., (2003), Yield Spreads on EMU Government Bonds, Bank of America, London; IGER, Università Bocconi and CEPR; Università di Milano, http://dx.doi.org/10.1111/1468-0327.00114_1
4. Cour-Thimann P., Winkler B., The ECB's non-standard monetary policy measures the role of institutional factors and financial structure, Working Paper Series, NO 1528, Frankfurt April 2013.
5. Debrun X., Hauner D., and Kumar M. S., Independent Fiscal Agencies, Journal of Economic Surveys (2009) Vol. 23, No. 1, pp. 44–81, International Monetary Fund, doi: 10.1111/j.1467-6419.2008.00556.x
6. Dyrektywa Rady 2011/85/UE z dnia 8 listopada 2011 r. w sprawie wymogów dla ram budżetowych państw członkowskich, Dz.U. L306/41.
7. Hagemann, Robert (2011), "How Can Fiscal Councils Strengthen Fiscal Performance?", OECD Journal: Economic Studies, Vol. 2011/1. http://dx.doi.org/10.1787/eco_studies-2011-5kg2d3gx4d5c
8. Hallerberg M., Strauch R., von Hagen J. (2005), The design of fiscal rules and forms of governance in European Union Countries, „European Journal of Political”, Vol. 23, No. 2, <http://dx.doi.org/10.1016/j.ejpoleco.2006.11.005>
9. Hallerberg, M., Strauch, R. and von Hagen, J. (2009), Fiscal governance in Europe, Cambridge: CUP <http://dx.doi.org/10.1017/CBO9780511759505>
10. Gasz M., Mechanizmy przeciwdziałania kryzysowi zadłużenia w strefie euro, Katedra Mikroekonomii, Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu, Wrocław 2012.
11. Jak funkcjonuje zarządzanie gospodarcze w UE?, Komisja Europejska, Notatka MEMO/13/979, Bruksela 28 maja 2014 r..
12. Koniec mitu silnego Euro, Niezależny Portal Finansowy, 2014-09-05.
13. Kowalczyk K. A., Draghi drukuje i ratuje, „Wprost” nr 40/2012, 1–7 października,
14. Lane Philip R. (2012) The European Sovereign Debt Crisis, Journal of Economic Perspectives—Volume 26, Number 3—Summer 2012—Pages 49–68, <http://dx.doi.org/10.1257/jep.26.3.49>. Mario Draghi kontra Niemcy – kolejne starcie, Frankfurter Allgemeine Sonntagszeitung, Presseurop Die Zeit, 30 sierpnia 2012.
15. Miruszewski T., Polityka monetarna w strefie euro w okresie stabilizacji pokryzysowej [w:] Gospodarka. Nowe perspektywy po kryzysie, red. M. Kalinowski, M. Prono-bis, CeDeWu, Warszawa 2010.
16. Pronobis M. Czy Europejski Bank Centralny uratuje strefę euro?, Analiza natolińska nr 68, Centrum Europejskie Natolin, Warszawa 2013.
17. Romana A., Bilana I., The Euro area sovereign debt crisis and the role of EBC's monetary policy, Procedia Economics and Finance 3, Romania 2012.
18. Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 1173/2011 z dnia 16 listopada 2011 r. w sprawie skutecznego egzekwowania nadzoru budżetowego w strefie euro.
19. Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 1174/2011 z dnia 16 listopada 2011 r. w sprawie środków egzekwowania korekty nadmiernych zakłóceń równowagi makroekonomicznej w strefie euro.
20. Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 1175/2011 z dnia 16 listopada 2011 r. zmieniające rozporządzenie Rady (WE) nr 1466/97 w sprawie wzmocnienia nadzoru pozycji budżetowych oraz nadzoru i koordynacji polityk gospodarczych.
21. Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 1176/2011 z dnia 16 listopada 2011 r. w sprawie zapobiegania zakłóceniom równowagi makroekonomicznej i ich korygowania.

22. Rozporządzenie Rady (UE) nr 1177/2011 z dnia 8 listopada 2011 r. zmieniające rozporządzenie (WE) nr 1467/97 w sprawie przyspieszenia i wyjaśnienia procedury nadmiernego deficytu.
23. Skrzypczyńska J., Koordynacja polityki fiskalnej i pieniężnej strefy euro w obliczu kryzysu finansowego, Rocznik Integracji Europejskiej, nr 6, Poznań 2012.
24. Światowy kryzys gospodarczy i jego wpływ na kraje rozwijające się, Global Development Research Group Policy Paper 2009, No 1.
25. Taylor J. B., Zrozumieć kryzys finansowy, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2010.
26. The European Stability Mechanism, Monthly Bulletin, ECB, Frankfurt am Mein, July 2011.
27. „UE: Włochy same prosiły o monitoring MFW”, Newsweek, 4 listopada 2011 r.