



Ministerstwo Finansów

Biuro Pełnomocnika Rządu ds. Wprowadzenia Euro przez Rzeczpospolitą Polską

Kryzys grecki - geneza i konsekwencje

DOKUMENT UZUPEŁNIAJĄCY
DO RAM STRATEGICZNYCH NARODOWEGO PLANU WPROWADZENIA EURO

Warszawa, 26 października 2010 r.

Spis treści

1	Wprowadzenie	3
2	Geneza kryzysu	4
2.1	Grecka droga do euro	4
2.2	Grecja w strefie euro	9
3	Przebieg i skutki kryzysu w Grecji	14
3.1	Przebieg kryzysu	14
3.2	Rozwiązania dla Grecji	18
3.2.1	Możliwości wykluczenia Grecji ze strefy euro	18
3.2.2	Bankructwo	19
3.2.3	Pomoc finansowa	22
3.3	Redukcja poziomu zadłużenia i plany reform	24
4	Grecka lekcja - wnioski dla instytucji UE	27
4.1	Dotychczasowe uwarunkowania instytucjonalne i ich słabości	27
4.2	Propozycje nowych rozwiązań instytucjonalnych	30
5	Podsumowanie – wnioski dla Polski	38
	Literatura	40

1 Wprowadzenie

Celem niniejszego dokumentu jest przedstawienie genezy i przebiegu kryzysu greckiego oraz jego wpływu na Unię Europejską (UE), a w szczególności strefę euro. Grecję należy uznać za kraj, w którym **brak odpowiednich reform doprowadził do poważnych nierównowag w gospodarce**, ograniczających korzyści z przyjęcia wspólnej waluty. Wnioski z analizy negatywnego przykładu greckiego, jak i będących jego efektem propozycji reform w UE odgrywają istotną rolę także z punktu widzenia polskiej drogi do euro. Dlatego potrzebne jest odniesienie skutków tych zdarzeń do bilansu członkostwa w strefie euro, jak również wyciągnięcie wniosków co do sposobu realizacji procesu integracji walutowej.

Symptomy pogarszającego się stanu greckiej gospodarki można było dostrzec jeszcze przed przystąpieniem tego kraju do obszaru wspólnej waluty. Do przyczyn spadku konkurencyjności międzynarodowej należało wówczas zaliczyć m.in. preferencyjne traktowanie przedsiębiorstw państwowych w porównaniu z sektorem prywatnym, sztywności rynku pracy, strukturę systemu ubezpieczeń społecznych wspierającą nadmierny rozwój drobnej przedsiębiorczości oraz brak przejrzystości instytucjonalnej i legislacyjnej.

Przyjęcie euro w warunkach braku dostatecznego przygotowania gospodarczego oraz – co zostało wykazane *ex post* – niewypełnienia kryteriów konwergencji skutkowało dalszym pogłębianiem nierównowagi wewnętrznej i zewnętrznej Grecji. **Pogorszeniu stanu gospodarki nie towarzyszył jednak wzrost stóp procentowych** od długu zaciąganego przez Grecję na rynkach finansowych. **Nie działał tym samym mechanizm dyscyplinujący władze do wdrożenia pakietu działań naprawczych**, co pozwalało na dalsze finansowanie rosnących potrzeb budżetu środkami pochodzącymi z emisji obligacji. Skala problemu została ujawniona w 2009 r., gdy w wyniku kryzysu finansowo-gospodarczego odnotowano realny spadek PKB, a prognoza deficytu sektora instytucji rządowych i samorządowych w 2009 r. została zrewidowana z 3,7% PKB (kwiecień 2009 r.) w pierw do 12,7% PKB (październik 2009 r.), a ostatecznie do 13,6% PKB (kwiecień 2010 r.).

Dotychczasowy przebieg kryzysu wykazał brak systemowych rozwiązań w UE w przypadku wystąpienia sytuacji nadzwyczajnych, prowadząc jednocześnie do wzrostu poparcia politycznego w państwach członkowskich UE dla reform zmierzających w kierunku większej koordynacji krajowych polityk gospodarczych i wzmocnienia podstaw instytucjonalnych Unii. Miarą korzyści wynikających ze zwiększonego poparcia dla ściślejszej integracji i wzmocnienia ram instytucjonalnych UE będzie jednak nie tylko przyjęcie nowych regulacji, ale przede wszystkim przestrzeganie dotychczas obowiązujących przepisów.

2 Geneza kryzysu

Przyczyny obserwowanego w I połowie 2010 r. kryzysu w Grecji są związane w znacznej mierze z niedostatecznym przygotowaniem tego kraju do integracji walutowej. Słabnąca pozycja konkurencyjna gospodarki greckiej przed przystąpieniem do strefy euro, oparcie strategii wypełnienia kryteriów konwergencji nominalnej przede wszystkim o działania doraźne oraz brak reform o skutkach średnio- i długookresowych wskazują na nieprzygotowanie Grecji do wprowadzenia wspólnej waluty w 2001 r.

Wzrostowi zadłużenia zagranicznego i dalszemu osłabianiu konkurencyjności Grecji sprzyjał relatywnie niski koszt kapitału w strefie euro. Niskooprocentowane środki pochodzące z emisji obligacji przeznaczano przy tym w znacznej mierze na bieżącą konsumpcję. Wzrost kosztu kapitału, który nastąpił wskutek rewizji danych statystycznych jesienią 2009 r., ukazał skalę problemu w Grecji i zapoczątkował reformy zarówno w Grecji, jak i całej UE.

2.1 Grecka droga do euro

Problemy strukturalne greckiej gospodarki przed wprowadzeniem euro

U podstaw problemów Grecji obserwowanych w I połowie 2010 r. znajdują się słabości strukturalne, widoczne jeszcze przed przystąpieniem tego kraju do strefy euro. Skutkowały one pogorszeniem konkurencyjności międzynarodowej oraz pogłębieniem nierównowagi wewnętrznej i zewnętrznej greckiej gospodarki. Wśród przyczyn wskazanej sytuacji Rozkruit i Woreta (2005) wymieniają m.in. preferencyjne traktowanie przedsiębiorstw państwowych w porównaniu z sektorem prywatnym, sztywności rynku pracy, strukturę systemu ubezpieczeń społecznych prowadzącą do nadmiernego rozwoju drobnej przedsiębiorczości oraz brak przejrzystości instytucjonalnej i legislacyjnej (por. również OECD, 2007).

Przykłady **preferencyjnego traktowania przedsiębiorstw państwowych** w porównaniu z sektorem prywatnym można było dostrzec m.in. w sposobie ich finansowania. Na banki komercyjne nałożono nakaz przekazywania funduszy na pokrycie długu publicznego poprzez zakup państwowych instrumentów dłużnych¹ (por. Vamvakidis, 2003 oraz Karnowski, 2006). Środki uzyskane ze sprzedaży papierów skarbowych były z kolei przeznaczane na subsydiowanie nierentownych spółek państwowych operujących w schyłkowych branżach. Zobowiązanie banków do finansowania krajowego zadłużenia ograniczało jednocześnie podaż kredytów dla sektora prywatnego, przez co projekty prywatne były wypierane przez nieefektywną działalność państwową. Utrzymaniu *status quo* sprzyjało niskie tempo rządowych działań prywatyzacyjnych.

Istotnym czynnikiem ograniczającym konkurencyjność greckiej gospodarki i wstrzymującym proces jej modernizacji był również **wysoki poziom regulacji rynku pracy**. Promująca najmniej

¹Banki były zobowiązane do przeznaczania 75% środków odpowiadających wartości zgromadzonych przez nie depozytów na finansowanie preferowanej przez państwo działalności, z tego 40% musiało być zainwestowane w zakup bonów skarbowych. Obowiązek zakupu skarbowych instrumentów dłużnych przez banki komercyjne został zniesiony dopiero w 1993 roku.

zarabiające grupy społeczne indeksacja płac wskaźnikiem bieżącej inflacji, która w latach 80. miała przyczynić się do zmniejszenia zróżnicowania dochodów w społeczeństwie, doprowadziła w praktyce do nadmiernego wzrostu wynagrodzeń w grupie pracowników nisko wykwalifikowanych i niedoświadczonych. Zarobki nieproporcjonalne do posiadanych umiejętności przyczyniły się do wzrostu poziomu bezrobocia w powyższej grupie społecznej, w której koszt zatrudnienia pracownika był relatywnie wysoki w stosunku do jego produktywności. Nierównowagę na rynku pracy wzmacniały wysokie koszty zwolnień, w tym koszty rotacji. W praktyce zniechęcają one pracodawców do zatrudniania nowych osób w okresie poprawy koniunktury, z uwagi na trudności związane z redukcją etatów w okresach spowolnienia gospodarczego (por. Burtless, 2001).

Struktura sektora przedsiębiorstw niefinansowych w Grecji została w dużej mierze ukształtowana przez obowiązujący system ubezpieczeń społecznych oraz regulacji podatkowych. **Sztywności rynku pracy oraz regulacje podatkowe doprowadziły do nadmiernego rozwoju małych przedsiębiorstw**, którym znacznie trudniej niż dużym podmiotom gospodarczym jest pozyskać środki na rozwinięcie działalności (por. Kumar i in., 1999). Za wadę greckiego systemu ubezpieczeń społecznych należy z kolei uznać bardzo ograniczony wpływ wysokości i długości okresu opłacania składek na późniejszą wysokość uzyskiwanych świadczeń społecznych. Taki stan rzeczy nie dostarcza bodźców ekonomicznych do płacenia składek przez okres dłuższy niż wymagany do otrzymania świadczenia i promuje przechodzenie na emeryturę tak wcześnie, jak to tylko możliwe, co ogranicza podaż siły roboczej i obciąża wydatki budżetowe (por. Lutz, 2002).

Kryteria konwergencji - niewykorzystana szansa

Okazja do poprawy perspektyw gospodarczych Grecji, w tym m.in. redukcji deficytu i zmiany struktury wydatków sektora finansów publicznych wystąpiła w okresie poprzedzającym przystąpienie do strefy euro, w którym celem greckich władz było wypełnienie nominalnych kryteriów konwergencji. Działania podejmowane wówczas przez rząd były skoncentrowane przede wszystkim na poprawie stanu finansów publicznych i walce z inflacją.

Ramka 1. Rola kryteriów konwergencji

Sformułowanie w Traktacie ustanawiającym Wspólnotę Europejską (TWE) kryteriów konwergencji nominalnej było podyktowane potrzebą zbadania stopnia zbieżności zachowań gospodarek mających współtworzyć unię walutową. Narodowy Bank Polski (2009) wskazuje, iż **głównym celem stosowania kryteriów konwergencji jest zweryfikowanie, czy kraj poddawany ocenie jest w stanie funkcjonować w strefie euro bez zakłóceń** mimo braku niezależnej polityki pieniężnej oraz stałości nominalnego kursu walutowego wewnątrz obszaru wspólnej waluty.

Z tego powodu konstrukcja kryterium stabilności cen oraz kryterium stóp procentowych zakłada ocenę nie tyle absolutnych poziomów wskaźnika inflacji oraz wartości długoterminowych stóp procentowych, ile ich odchyień od wartości referencyjnych. Wartości te ulegają zmianom w zależności od sytuacji gospodarczej w państwach członkowskich UE (por. Ministerstwo Finansów,

2010, Aneks B). Poprzez uczestnictwo w mechanizmie ERM II odbywa się natomiast weryfikacja trwałości spełnienia kryteriów konwergencji nominalnej. Od wiarygodności strategii integracji ze strefą euro, w tym w szczególności od wiarygodności trwałego wypełniania kryteriów konwergencji, zależy bowiem uznanie przez inwestorów poziomu parytetu centralnego w ERM II za stabilny. Wiarygodność strategii integracji zmniejsza tym samym prawdopodobieństwo odniesienia korzyści z gry na dewaluację bądź rewaluację parytetu centralnego, ograniczając tym samym wahania kursu walutowego.

Ustanowieniu kryterium fiskalnego towarzyszyło założenie, że ograniczenie deficytu sektora instytucji rządowych i samorządowych stanowi warunek zrównoważonego wzrostu gospodarczego. Negatywne skutki nadmiernych deficytów obniżają skuteczność polityki pieniężnej prowadzonej dla krajów strefy euro przez Europejski Bank Centralny (EBC), jak również polityki pieniężnej prowadzonej w krajach systemu ERM II, zagrażając wypełnieniu przez nie pozostałych kryteriów. Abstrahując od członkostwa w unii walutowej, wysoki poziom deficytu sektora instytucji rządowych i samorządowych podnosi również koszt obsługi długu grożąc powstaniem tzw. spirali zadłużenia oraz prowadzi do tzw. efektu wypychania inwestycji prywatnych przez wydatki publiczne (por. Narodowy Bank Polski, 2009).

Ograniczenie nierównowagi finansów publicznych miało miejsce m.in. dzięki zwiększeniu dochodów podatkowych (wskutek zmian w systemie podatkowym² oraz odnotowania wyższego od prognozowanego wzrostu gospodarczego), ograniczeniu płatności odsetkowych z tytułu obsługi długu publicznego, zahamowaniu tempa wzrostu inwestycji publicznych oraz zwiększeniu wpływów z prywatyzacji (por. Europejski Bank Centralny, 2000 oraz Komisja Europejska, 2000). Ograniczenie płatności odsetkowych było możliwe dzięki poprawie wiarygodności państwa w oczach uczestników rynków finansowych, co stanowiło skutek wdrażanego programu naprawczego oraz rosnącego prawdopodobieństwa przystąpienia Grecji do stabilnego obszaru walutowego, za jaki uważano strefę euro. Nie doszła natomiast do skutku gruntowna reforma transferów socjalnych oraz racjonalizacja zatrudnienia i ograniczenie płac w administracji publicznej, przez co skalę dostosowań budżetowych, bazujących w dużej mierze na czynnikach krótkookresowych, należało uznać za niewystarczającą. Analizując doświadczenia greckie należy zatem zwrócić uwagę przede wszystkim na **doraźny, a przez to nietrwały charakter podjętych działań, bazujący w dużej mierze na sprzyjających warunkach koniunkturalnych** (wysoki wzrost gospodarczy) **oraz czynnikach egzogenicznych** (spadek oprocentowania obligacji).

²Wskazane zmiany w systemie podatkowym obejmowały m.in. uproszczenie przepisów; likwidację większości zwolnień podatkowych; brak indeksacji progów oraz istniejących ulg w latach 1991-1995; podwyższenie stawek (VAT, akcyza); wprowadzenie nowych podatków: 10% podatku od zysków z oszczędności w instytucjach finansowych (m.in. z depozytów bankowych, obligacji emitowanych przez towarzystwa ubezpieczeniowe, banki) – 1991 r.; 7,5% podatku od oprocentowania skarbowych papierów dłużnych, 2% podatku od zysków funduszy inwestycyjnych, 15% podatku od transakcji instrumentami pochodnymi – 1997 r.; opłata 0,3% wartości transakcji na giełdzie papierów wartościowych – 1998 r.; ograniczenie unikania płacenia podatków, podwyżka składek na ubezpieczenia społeczne (por. Karnowski, 2006).

Staraniom zmierzającym do redukcji deficytu sektora instytucji rządowych i samorządowych (ang. *general government*, stąd dalej: sektor g.g.) towarzyszyły działania nakierowane na wypełnienie kryterium inflacyjnego. Cel ten osiągnięto prowadząc restrykcyjną politykę monetarną. Relatywnie wysokie stopy procentowe (w stosunku do ówczesnych stóp procentowych EBC) przyczyniły się jednak do presji na aprecjację nominalnego kursu drachmy, skutkując podjęciem decyzji o rewaluacji parytetu centralnego w ERM II i **przyjęciu euro po kursie przewartościowanym w stosunku do szacunków kursu równowagi**.³ Nadmiernej aprecjacji nominalnego kursu walutowego starano się przeciwdziałać poprzez interwencje na rynku walutowym. Sprzedaż waluty krajowej przez grecki bank centralny pomogła w utrzymaniu drachmy w dopuszczalnym przedziale wahań ($\pm 15\%$ od parytetu centralnego) prowadząc przy tym do wzrostu poziomu rezerw walutowych i konieczności przeprowadzania operacji sterylizujących.

Wraz z polityką wysokich stóp procentowych wprowadzono działania nadzwyczajne mające na celu ograniczenie wskaźnika inflacji. Należały do nich m.in. ograniczenia podaży kredytów udzielanych przez banki, dwuletnie porozumienia płacowe z organizacjami pracowniczymi uzależniające wzrost płac od prognozowanej stopy inflacji, „porozumienia dżentelmeńskie” mające przeciwdziałać wzrostowi cen detalicznych oraz obniżki podatków pośrednich (por. Karnowski, 2006). Wskazane **rozwiązania miały w większości charakter tymczasowy**, nakierowany na ograniczenie wzrostu wskaźnika cen konsumpcyjnych wyłącznie w okresie monitorowania przez EBC, Komisję Europejską (Komisja) i Radę⁴ stopnia wypełnienia kryteriów konwergencji.

Wątpliwa trwałość wypełnienia kryteriów konwergencji

Dokonując oceny przygotowania państw członkowskich UE do integracji walutowej w „przeddzień” utworzenia strefy euro Komisja uznała, że Grecja nie wypełniła w ówczesnym okresie referencyjnym żadnego z kryteriów konwergencji nominalnej (por. Komisja Europejska, 1998). W ciągu dwóch kolejnych lat odnotowano wprawdzie istotne postępy w wypełnianiu kryteriów, jednak w znacznej mierze wiązały się one – jak później ujawniono – z przedstawianiem błędnych danych statystycznych.

W Raporcie o konwergencji z 2000 r. Komisja wskazała na istnienie podstaw ekonomicznych dla uchylenia derogacji wobec Grecji (por. Komisja Europejska, 2000).

W odniesieniu do poszczególnych kryteriów konwergencji zaznaczono, że:

- od grudnia 1999 r. Grecja wypełniała kryterium stabilności cen. Wartość kryterium w marcu 2000 r. wyniosła 2,0%, czyli o 0,4 pkt proc. poniżej wartości referencyjnej. Zwrócono uwagę na konieczność utrzymania restrykcyjnej polityki fiskalnej, mającej zapewnić dalszą redukcję tempa wzrostu płac i presji inflacyjnej;
- deficyt sektora g.g. został zredukowany w ciągu 4 lat z 10,2% PKB do 1,6% PKB⁵, a w kolejnych latach prognozowano utrzymanie poziomu deficytu poniżej 3% PKB. W efekcie,

³Jednocześnie silna waluta była jednym z czynników ograniczających tempo wzrostu cen umożliwiając wypełnienie przez Grecję kryterium inflacyjnego.

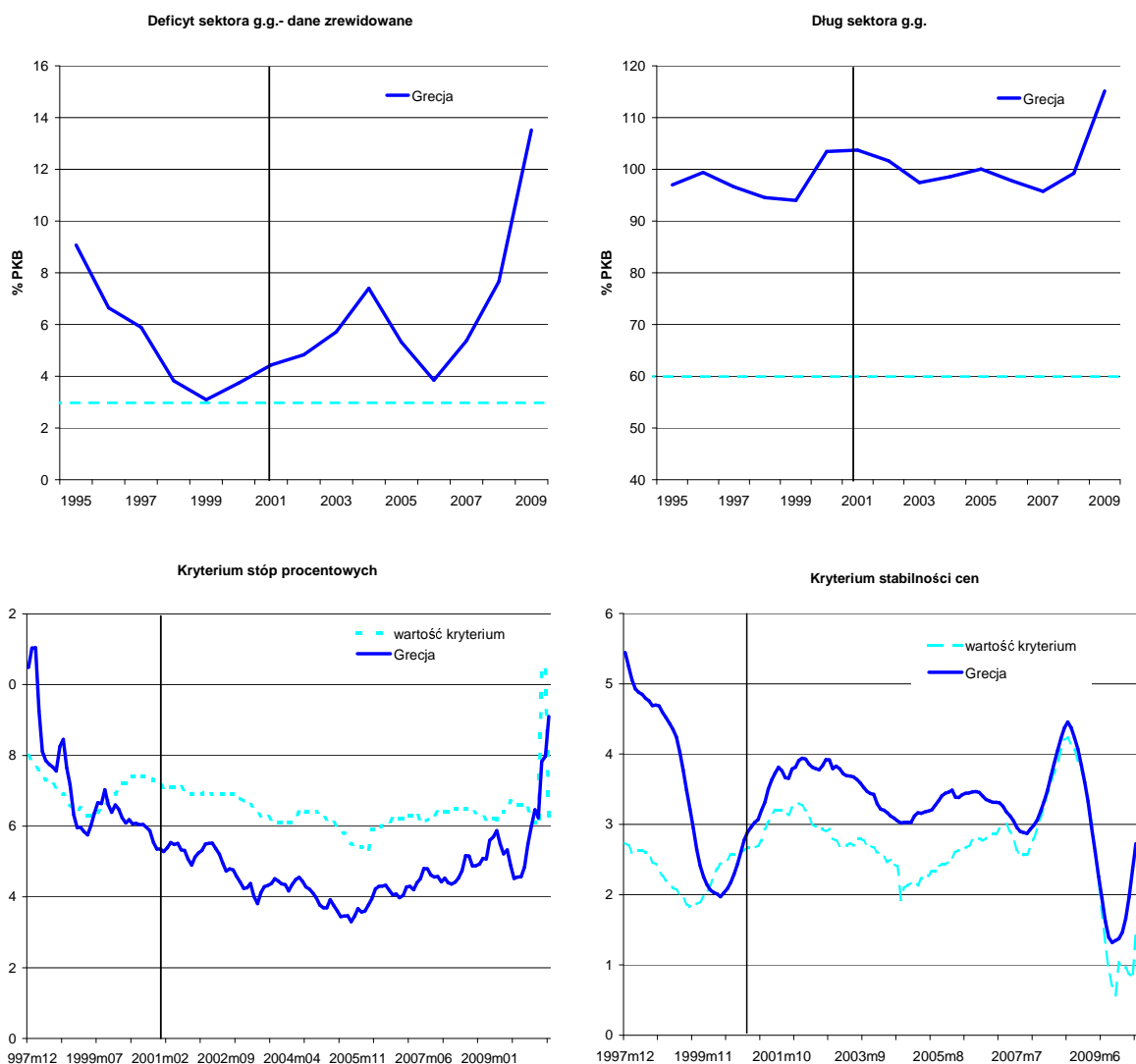
⁴Jeśli w tekście nie zaznaczono inaczej, pod pojęciem Rada należy rozumieć Radę Ecofin, tj. Radę (Unii Europejskiej) ds. Gospodarczych i Finansowych, (ang. *Economic and Financial Affairs Council*).

⁵W świetle ówczesnych danych statystycznych, które zostały zrewidowane w 2004 r.

w grudniu 1999 r. Rada uchylila decyzję z września 1994 r. o występowaniu w Grecji nadmiernego deficytu;

- Grecja uczestniczyła w mechanizmie ERM od marca do grudnia 1998 r., a w ERM II od stycznia 1999 r. do grudnia 2000 r., łącznie przez okres dłuższy niż wymagane 2 lata. Wahania kursu walutowego w tym okresie (w tym rewaluacja parytetu centralnego) zostały przy tym uznane za zgodne z zapisanymi w Traktacie ustanawiającym Wspólnotę Europejską warunkami wypełniania kryterium;
- średnia długoterminowa stopa procentowa za okres 12 miesięcy poprzedzających dokonywaną ocenę wyniosła 6,4% (marzec 2000 r.) i była niższa od wartości referencyjnej równej 7,2%.

Wykres 1: Wypełnienie kryteriów konwergencji przez Grecję



Źródło: Eurostat

Przeprowadzona w 2004 r. rewizja greckich danych statystycznych (por. rozdział 4.1) ujawniła, że **decyzja o uchyleniu procedury nadmiernego deficytu wobec tego kraju została oparta o błędne informacje**, a rzeczywisty deficyt sektora g.g. – pomimo działań na rzecz jego ograniczenia – pozostał na poziomie znacznie wyższym niż 3% PKB (por. Eurostat, 2004). Ponadto, przyjęcie kursu konwersji powyżej szacowanego kursu równowagi oraz doraźny charakter działań ograniczających inflację poddawały w wątpliwość trwałość wypełnienia pozostałych kryteriów konwergencji. Uwagę zwraca zwłaszcza krótkotrwałość wypełnienia przez Grecję kryterium stabilności cen. Wskaźnik inflacji dla Grecji przekroczył wartość referencyjną już w październiku 2000 r., utrzymując się powyżej do kwietnia 2009 r. (por. wykres 1).

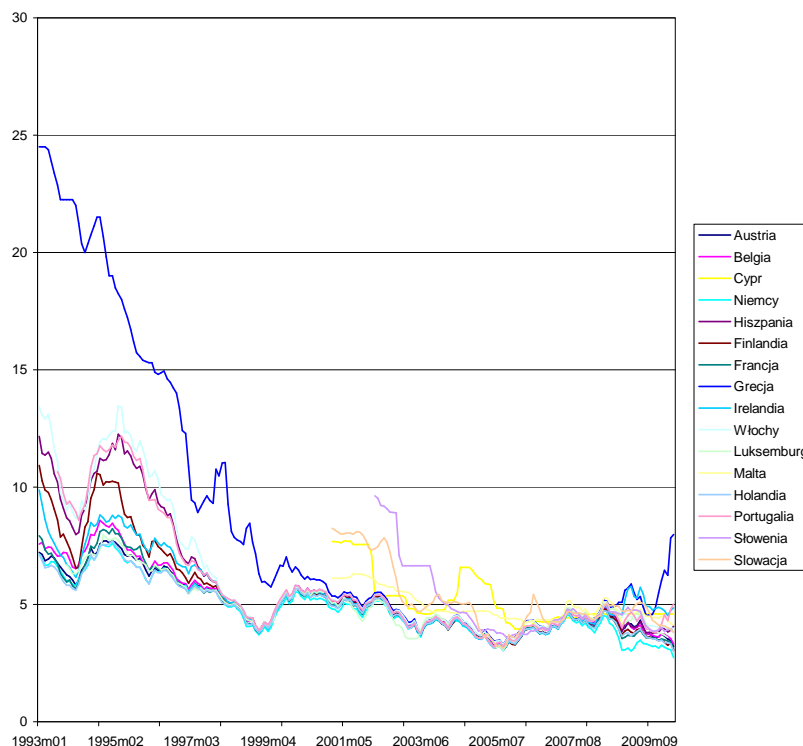
Przedstawione argumenty dają podstawę do stwierdzenia, że **w momencie dokonywania oceny Grecja nie była przygotowana do przyjęcia euro, a decyzja o uchyleniu derogacji została podjęta w oparciu o wątpliwe podstawy makroekonomiczne.**

2.2 Grecja w strefie euro

Skoncentrowanie na zaledwie tymczasowym wypełnieniu kryteriów konwergencji oraz brak reform m.in. uelastyczniających rynek pracy, poprawiających klimat inwestycyjny i ograniczających deficyt strukturalny skutkowało dalszym osłabieniem konkurencyjności gospodarki greckiej już po zastąpieniu drachmy wspólną europejską walutą.

Istotnym czynnikiem mogącym wpłynąć na pogorszenie pozycji konkurencyjnej państwa członkowskiego unii walutowej jest również spadek kosztu pozyskania kapitału na rynkach finansowych połączony z mało efektywnym wykorzystaniem uzyskiwanych środków. Liberalizacji międzynarodowych przepływów kapitałowych oraz perspektywie utworzenia wspólnego, europejskiego obszaru walutowego towarzyszyło od połowy lat 90. zmniejszenie różnic w oprocentowaniu obligacji krajów kandydujących do strefy euro (por. wykres 2). Tendencji tej sprzyjało usztywnienie nominalnych kursów walutowych w mechanizmie kursowym ERM (a następnie wprowadzenie euro), przez co ograniczone (a następnie wyeliminowane) zostało ryzyko kursowe. W efekcie, przed wybuchem kryzysu finansowego koszt kapitału, mierzony rentownością obligacji skarbowych, był we wszystkich państwach posługujących się wspólną walutą bardzo zbliżony. O koszcie kapitału decydowały wówczas w dużej mierze przynależność do obszaru wspólnej waluty oraz stabilne warunki makroekonomiczne w skali globalnej, a nie kształt polityki gospodarczej, wartości wskaźników gospodarczych i poziom ryzyka kredytowego emitenta obligacji (por. Arghyrou i Kontonikas, 2010 oraz Barrios i in., 2009).

Wykres 2: Rentowność obligacji w UE



Źródło: EBC

Liberalizacja przepływów kapitałowych oraz usztywnienie nominalnych kursów walutowych w obrębie obszaru walutowego mogą przyczynić się do wzrostu nierównowag na rachunkach obrotów bieżących państw członkowskich (por. Guyon, 2007). W myśl teorii ekonomii, w gospodarce zamkniętej oszczędności zrównują się z inwestycjami prowadząc do ustalenia realnych stóp procentowych na poziomie równowagi. W grupie gospodarek otwartych część oszczędności zostaje przesunięta do krajów o wyższej krańcowej stopie zwrotu z kapitału. Tym samym w krajach, których realna stopa procentowa równowagi jest wyższa niż przeciętna realna stopa procentowa dla całej grupy państw, dochodzi do powstania deficytu na rachunku obrotów bieżących (część inwestycji krajowych jest finansowana kapitałem zagranicznym). W długim okresie proces ten powinien prowadzić do nasycania mniej rozwiniętych gospodarek kapitałem, spadku krańcowej stopy zwrotu z niego i tym samym sprzyjać wyrównywaniu naturalnych stóp procentowych między poszczególnymi państwami. W praktyce jednak dostosowania te są długotrwałe i warunkowe względem dynamiki procesów inwestycyjnych w poszczególnych państwach.

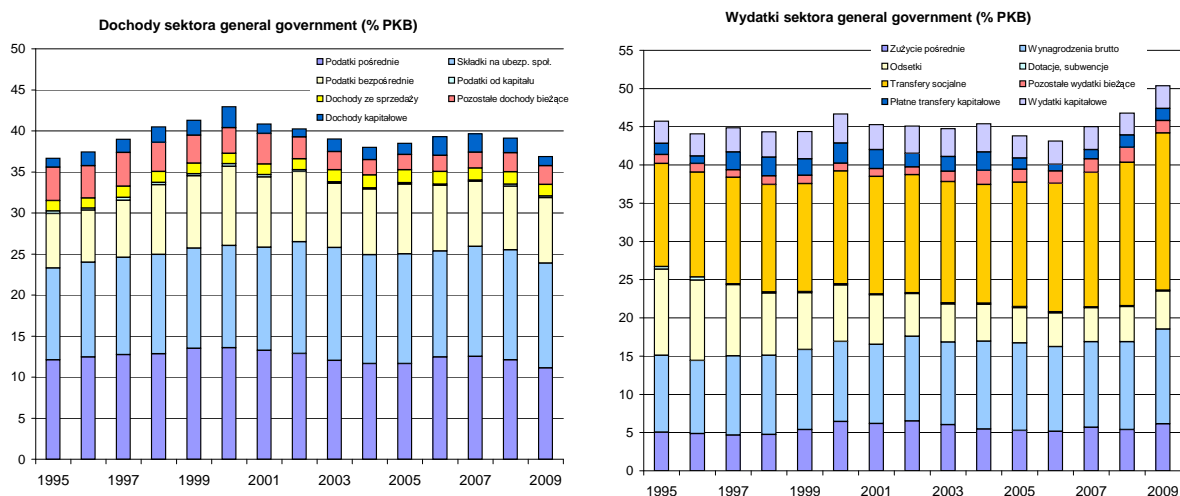
Grecja przystępowała do strefy euro jako kraj, w którym PKB *per capita* znajdował się poniżej średniej dla wszystkich państw obszaru wspólnej waluty, a realne stopy zwrotu z inwestycji były relatywnie wysokie. Spadkowi kosztów kapitału związanemu z wprowadzeniem euro powinien towarzyszyć zarówno wzrost poziomu inwestycji (realizowane powinny być te projekty, które stały się opłacalne w wyniku spadku kosztu kapitału), jak i spadek poziomu krajowych oszczędności

(wskutek niższego poziomu realnych stóp procentowych i wyższych prognoz wzrostu PKB *per capita* w przyszłości). W Grecji zaobserwowana została przede wszystkim druga ze wskazanych zależności (por. Jaumotte i Sodsriwiboon, 2010).

Blanchard i Giavazzi (2002) podkreślają, że **pożyczaniu kapitału na międzynarodowych rynkach finansowych musi towarzyszyć zwiększenie atrakcyjności eksportu, co pozwoli na spłatę zadłużenia w przyszłości. W przypadku Grecji uzyskiwane środki były jednak przeznaczane przede wszystkim na konsumpcję – zarówno w sektorze prywatnym, jak i publicznym.**

Z punktu widzenia sektora g.g. niższe stopy procentowe od obligacji oznaczały niższy koszt finansowania deficytu. Co więcej, przed wybuchem kryzysu koszt ten – nie tylko w przypadku Grecji, ale również pozostałych krajów strefy euro – charakteryzował się niską wrażliwością na zmianę sytuacji fiskalnej emitenta obligacji. **Oderwanie wyceny instrumentów dłużnych od czynników fundamentalnych pozwalało krajom o złym stanie finansów publicznych na finansowanie wydatków po relatywnie niskiej cenie (ang. *free-riding*).** Fakt ten wykorzystywały greckie władze, o czym świadczył strukturalny charakter greckich deficytów sektora g.g., spowodowanych systematycznym przekraczaniem planu wydatków, formułowaniem zbyt optymistycznych założeń dotyczących wpływów podatkowych oraz niską ściągalsnością podatków (por. Komisja Europejska, 2010a). **W ostatniej dekadzie deficyt sektora g.g. w Grecji w każdym roku przekraczał referencyjny poziom 3% PKB (por. wykres 1).**

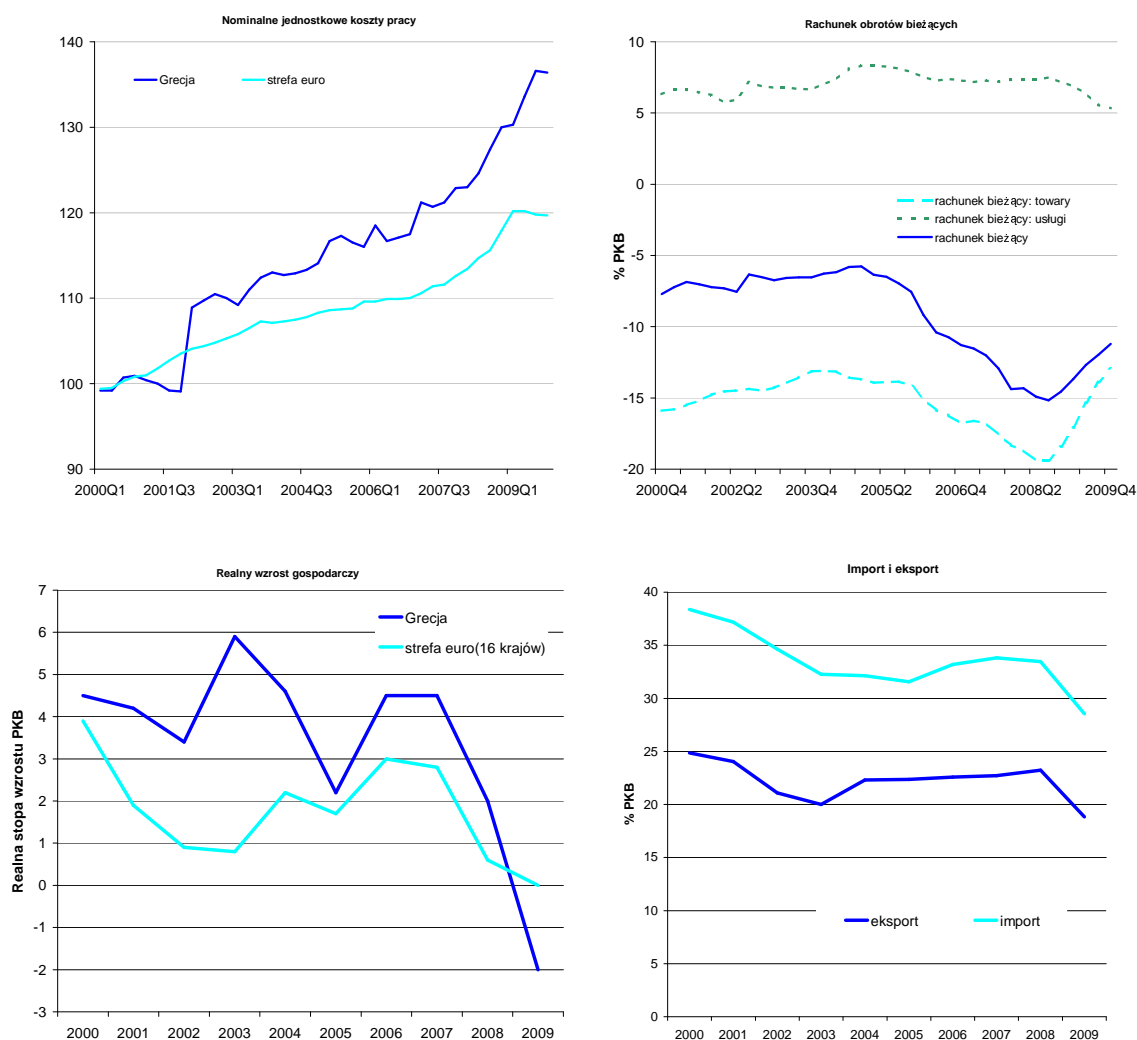
Wykres 3: Grecja – struktura dochodów i wydatków (% PKB)



Źródło: Eurostat

Jednocześnie struktura wydatków sektora instytucji rządowych i samorządowych, wśród których wyraźnie dominują wydatki na transfery socjalne oraz na płace w sektorze publicznym⁶, nie sprzyja wspieraniu wzrostu gospodarczego (por. wykres 3). Wzrost wydatków na wskazane cele pobudzał konsumpcję prywatną prowadząc do systematycznego przekraczania przez wskaźnik inflacji cen dóbr konsumpcyjnych w Grecji analogicznego wskaźnika dla całej strefy euro. Relatywnie wysokim wartościom inflacji towarzyszył wysoki, w porównaniu ze średnią dla strefy euro, wzrost jednostkowych kosztów pracy (por. wykres 4). W efekcie realny kurs walutowy podlegał aprecjacji, co znalazło odzwierciedlenie w pogorszeniu salda na rachunku obrotów bieżących (por. wykres 4).

Wykres 4: Grecja – wybrane wskaźniki gospodarcze



Źródło: Eurostat

⁶Szczegółowe informacje dotyczące poziomów i dynamiki płac w sektorze publicznym strefy euro podają Holm-Hadulla i in., 2010.

W warunkach unii walutowej redukcja nierównowag i przywrócenie konkurencyjności gospodarki wymagają podjęcia działań naprawczych w sferze realnej gospodarki. Wskazanych działań w Grecji zabrakło. **Do momentu ujawnienia skutków globalnego kryzysu finansowego i gospodarczego skala deficytów strukturalnych Grecji była przesłonięta przez wysoki** (w porównaniu ze średnią wartością w strefie euro) **wzrost gospodarczy** (por. wykres 4). **Skalę nierównowagi fiskalnej w pełni ujawnił dopiero obecny kryzys**, choć początkowo rzeczywisty obraz starano się ukryć poprzez podawanie do publicznej wiadomości zaniżonych (zbyt optymistycznych) statystyk dotyczących wyniku sektora g.g.

3 Przebieg i skutki kryzysu w Grecji

Przeprowadzona jesienią 2009 r. kolejna rewizja danych statystycznych unaoczniała znaczącą skalę problemów strukturalnych greckich finansów publicznych, podważając zdolność greckiego rządu do obsługi zadłużenia, w tym zadłużenia zagranicznego. Skutkiem zaistniałej sytuacji był gwałtowny wzrost rentowności greckich bonów i obligacji skarbowych, grożący powstaniem w tym kraju spirali zadłużenia, jak również przeniesieniem sytuacji kryzysowej na inne gospodarki strefy euro (tzw. efekt zarażania).

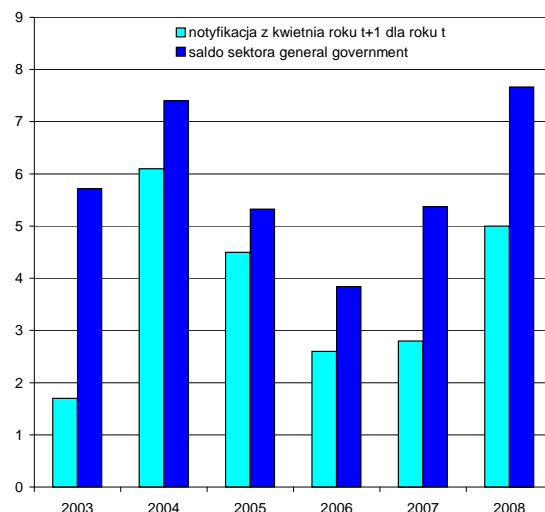
W odpowiedzi na destabilizację w gospodarce władze Grecji, instytucje UE oraz Międzynarodowy Fundusz Walutowy (MFW) przygotowały propozycje działań, których systematyczna realizacja stanowi warunek udzielenia Grecji pożyczki, poprawy perspektyw jej wypłacalności oraz zapobiegnięcia rozprzestrzenianiu się negatywnych efektów kryzysu na inne kraje obszaru wspólnej waluty. Przedstawiono również pakiet reform, których celem jest poprawa pozycji konkurencyjnej greckiej gospodarki i zrównoważenie finansów sektora g.g. w średnim i długim okresie.

3.1 Przebieg kryzysu

Bezpośrednim czynnikiem sprawczym gwałtownego spadku zaufania do Grecji wśród m.in. partnerów europejskich oraz uczestników międzynarodowych rynków finansowych była informacja o przekazywaniu przez greckie władze do Eurostatu nieprawdziwych danych statystycznych. Zapowiedź rewizji w greckich statystykach została ogłoszona przez nowy rząd po wyborach parlamentarnych w październiku 2009 r. Poinformowano wówczas, że deficyt sektora g.g. w 2009 r. wyniesie 12,7%, a nie 3,7% PKB, jak zakładano w notyfikacji fiskalnej z kwietnia 2009 r., czy 8% prognozowane jeszcze we wrześniu 2009 r. Tak dużą różnicę tłumaczono m.in. niedoszacowaniem tempa spadku produktu krajowego brutto oraz „ukrywaniem” rosnącego poziomu wydatków publicznych. Ostatecznie w 2010 r. Eurostat wskazał, że deficyt sektora g.g. w Grecji w 2009 r. był równy 13,6% PKB.

Korekty statystyk, w szczególności danych dotyczących deficytu sektora g.g., stanowią powszechną praktykę. Informacje publikowane w marcu przez urzędy statystyczne wymagają następnie częstej aktualizacji. Jednocześnie jednak **skalę rewizji danych dotyczących stanu finansów publicznych Grecji (aż o 9 pkt. proc.) należy uznać za niespotykaną wśród państw członkowskich UE**. Świadczy to o niskiej jakości greckich statystyk, co implikuje ich niską wiarygodność. Tezę tę dla Grecji potwierdzają również rewizje danych przeprowadzone w ubiegłych latach (por. wykres 5).

Wykres 5: Porównanie danych dotyczących rewizji deficytu (w % PKB)



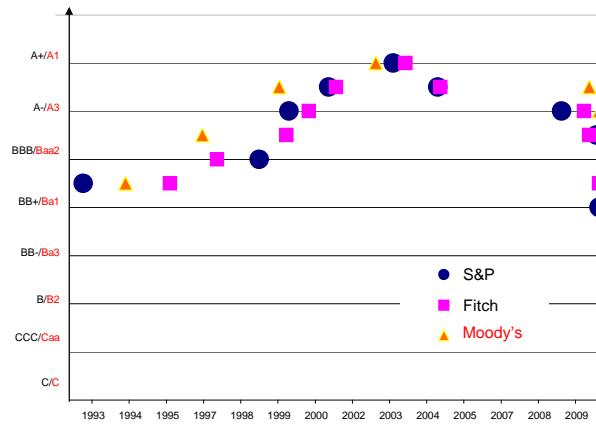
Źródło: Eurostat

Reakcją na informacje o rewizji greckich danych fiskalnych było obniżenie ocen wiarygodności kredytowej tego kraju przez agencje ratingowe, które pociągnęło za sobą spadek cen greckich aktywów na rynkach finansowych. W listopadzie 2009 r. agencja ratingowa Fitch jako pierwsza obniżyła rating⁷ Grecji do poziomu A-, a następnie w jej ślad poszły także pozostałe kluczowe agencje (por. wykres 6). W wyniku obniżki ratingów greckie papiery skarbowe zyskały status tzw. „obligacji śmieciowych”⁸ (ang. *junk bonds*), wskutek czego znalazły się automatycznie poza obszarem zainteresowania tych instytucji finansowych, które obowiązuje ograniczenia dotyczące inwestowania w aktywa o niskiej ocenie ratingowej.

⁷Poprzez rating rozumieć należy ocenę wiarygodności kredytowej emitenta lub konkretnej emisji papierów wartościowych. Im wyższa ocena tym większe, zdaniem agencji ratingowej, prawdopodobieństwo wywiązania się emitenta z podjętych zobowiązań.

⁸Terminem „obligacje śmieciowe” określa się obligacje obciążone wysokim ryzykiem kredytowym. Charakteryzują się one niską oceną ratingową, tj. poniżej poziomu BBB- (wg terminologii Standard&Poor's i Fitch) lub Baa3 (wg terminologii Moody's).

Wykres 6: Długoterminowy rating Grecji

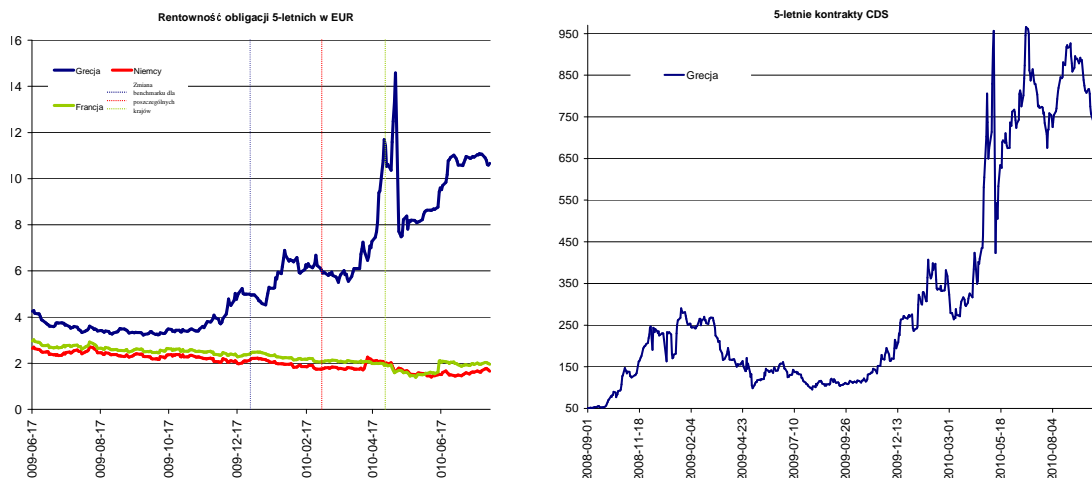


Źródło: Bloomberg

Wskutek pogorszenia perspektyw dla stanu finansów publicznych i towarzyszącego mu spadku ratingów oprocentowanie greckich obligacji 5-letnich przekroczyło w kwietniu 2010 r. 14% w skali roku, co stanowiło siedmiokrotność oprocentowania obligacji niemieckich i francuskich o takim samym okresie zapadalności (por. wykres 7). Tak gwałtowny spadek cen greckich obligacji należy przypisać m.in. wzrostowi ryzyka bankructwa emitenta. Ocena ta znajduje potwierdzenie w gwałtownych wzrostach notowań instrumentów pochodnych CDS (ang. *credit default swap*). Instrumenty te pozwalają uczestnikom rynków finansowych na zabezpieczenie się przed skutkami niewypłacalności emitenta aktywa bazowego, którym we wskazanym przypadku są greckie obligacje skarbowe (por. wykres 7).

Nagły spadek oceny wypłacalności Grecji przez agencje ratingowe skutkowało również, oprócz wzrostu rentowności greckich papierów skarbowych, **wzrostem zróżnicowania oprocentowania obligacji w całej strefie euro** (por. wykres 2). Perspektywie utworzenia wspólnego obszaru walutowego w 1999 r. oraz późniejszemu jej funkcjonowaniu, aż do chwili wybuchu w 2010 r. kryzysu zadłużeniowego, towarzyszył bardzo silny spadek zróżnicowania w oprocentowaniu skarbowych instrumentów dłużnych państw członkowskich (por. rozdział 2.2). Wzrost dyspersji rentowności instrumentów dłużnych w wyniku kryzysu należy jednak traktować raczej w kategoriach korekty panujących dotychczas nienaturalnych i nieuzasadnionych warunków, w wyniku której o koszcie kapitału będzie decydował w większym stopniu poziom ryzyka (w tym ryzyka niewypłacalności), a w mniejszym sam fakt przynależności do strefy euro (por. Ehrmann i in., 2007). Tym samym można oczekiwać, że różnice w oprocentowaniu instrumentów dłużnych strefy euro ustabilizują się na poziomie wyższym niż obserwowany przed kryzysem (por. Barrios i in., 2009).

Wykres 7: Grecja – Rentowności obligacji skarbowych i instrumenty pochodne CDS



Źródło: Bloomberg

Wzrost ryzyka niewypłacalności Grecji oraz zawirowania na rynkach finansowych w strefie euro wpłynęły na pogorszenie sytuacji kapitałowej i płynnościowej greckiego systemu bankowego. Komisja Europejska (2010a) wskazuje na trzy kanały wpływu kryzysu zadłużeniowego na działalność greckich banków:

- **Bezpośredni wpływ na bilans zysków i strat.** Zobowiązania greckiego rządu wobec krajowego sektora bankowego wynoszą około 40 mld euro (z czego 32 mld euro stanowią obligacje). Należy zakładać, że część spośród instrumentów dłużnych została zakupiona z zamiarem ich sprzedaży przed datą zapadalności. Wzrost rentowności obligacji, równoznaczny ze spadkiem ich ceny, oznacza poniesienie przez banki strat na tych aktywach w przypadku ich sprzedaży.
- **Ograniczenie możliwości wykorzystania greckich obligacji w transakcjach rynku pieniężnego.** Możliwość wykorzystania instrumentu dłużnego jako aktywa zabezpieczającego w transakcjach rynku pieniężnego wynika z jego ratingu. EBC jako minimalny akceptowany poziom ratingu przyjął ocenę BBB-. Niższy rating znacznie ogranicza możliwości wykorzystania aktywa, przez co spada również zainteresowanie kolejnymi jego emisjami. Nawet w sytuacji podjęcia przez EBC decyzji o akceptowaniu greckich obligacji bez względu na rating (por. rozdział 3.2.3), spadek ich cen jest równoznaczny ze spadkiem możliwości pożyczkowych banku ubiegającego się o środki pieniężne (spadek wartości posiadanego zabezpieczenia ogranicza dostępność pożyczek). Spowodowany tym spadek płynności może skłonić władze banku do ograniczenia działalności operacyjnej, co będzie miało negatywny wpływ na ich wynik finansowy.
- **Spadek zaufania do greckiego sektora bankowego** skutkujący wycofywaniem depozytów zarówno przez zagraniczne instytucje finansowe, jak i greckich obywateli. Ponadto,

zahamowany został dostęp greckich banków do europejskiego rynku międzybankowego, przez co zwiększyła się ich zależność od operacji rynku pieniężnego z EBC.

3.2 Rozwiązania dla Grecji

Wzrost ryzyka niewypłacalności Grecji wiązał się dla tego kraju z nagłym wzrostem kosztów pożyczek zaciąganych przez greckie podmioty (w tym rząd) na rynkach finansowych oraz z możliwością destabilizacji sektora bankowego (por. rozdział 3.1). Ryzyko wystąpienia spirali zadłużenia wymagało natychmiastowego wypracowania wiarygodnej dla rynków finansowych strategii reakcji na zaistniałą sytuację. Wśród proponowanych rozwiązań kryzysu wymieniano wykluczenie Grecji ze strefy euro, dopuszczenie do bankructwa Grecji oraz udzielenie jej pomocy finansowej.

3.2.1 Możliwości wykluczenia Grecji ze strefy euro

Wydarzenia związane z kryzysem w Grecji stały się pretekstem do podjęcia dyskusji nt. formalno-prawnych możliwości dobrowolnego wyjścia lub wykluczenia kraju ze strefy euro. Dodatkowym bodźcem do tego typu rozważań była także – wprowadzona zapisami Traktatu z Lizbony – możliwość wystąpienia z UE (por. ramka 2), a co za tym idzie w niektórych przypadkach również ze strefy euro. Wariant ten mógłby się okazać szczególnie przydatny w kontekście nadzwyczajnych trudności, które uniemożliwiają państwu członkowskiemu wypełnianie wymogów traktatowych. Jednocześnie należy podkreślić, że **zapisy traktatowe nie dopuszczają możliwości wykluczenia (bądź dobrowolnego wystąpienia) kraju ze strefy euro przy jednoczesnym zachowaniu statusu państwa członkowskiego UE**. Inicjatywę w zakresie procedury wystąpienia z UE posiada przy tym wyłącznie państwo członkowskie.

Ramka 2. Wystąpienie z Unii Europejskiej w świetle zapisów traktatowych

Możliwość wystąpienia z UE została wprowadzona do Traktatu o Unii Europejskiej (TUE) zapisami Traktatu z Lizbony. W art. 50 TUE sprecyzowano, że:

- (1) Każde państwo członkowskie może, zgodnie ze swoimi wymogami konstytucyjnymi, podjąć decyzję o wystąpieniu z UE.
- (2) Państwo członkowskie, które podjęło decyzję o wystąpieniu, notyfikuje swój zamiar Radzie Europejskiej. W świetle wytycznych Rady Europejskiej Unia prowadzi negocjacje i zawiera z tym państwem umowę określającą warunki jego wystąpienia, uwzględniając ramy jego przyszłych stosunków z Unią.
- (3) Traktaty przestają mieć zastosowanie do tego państwa od dnia wejścia w życie umowy o wystąpieniu lub, w przypadku jej braku, dwa lata po wskazanej notyfikacji, chyba że Rada Europejska w porozumieniu z danym państwem Członkowskim podejmie jednogłośnie decyzję o przedłużeniu tego okresu.

(4) Jeżeli państwo, które wystąpiło z Unii, zwraca się o ponowne przyjęcie, jego wniosek podlega procedurze, o której mowa w art. 49 TUE.

W przypadku kraju należącego do strefy euro przebieg tej procedury jest jednak niejednoznaczny. Dobrowolne wyjście danego kraju ze strefy euro wymagałoby bowiem ustaleń w zakresie następujących kwestii (por. Athanassiou, 2009):

- utworzenie nowej waluty albo przywrócenie uprzedniej waluty narodowej, bądź przyjęcie innej niż euro waluty międzynarodowej,
- zwrot krajowemu bankowi centralnemu udziału w kapitale EBC oraz w rezerwach walutowych strefy euro,
- transfer kompetencji w zakresie prowadzenia polityki pieniężnej z EBC do krajowego banku centralnego.

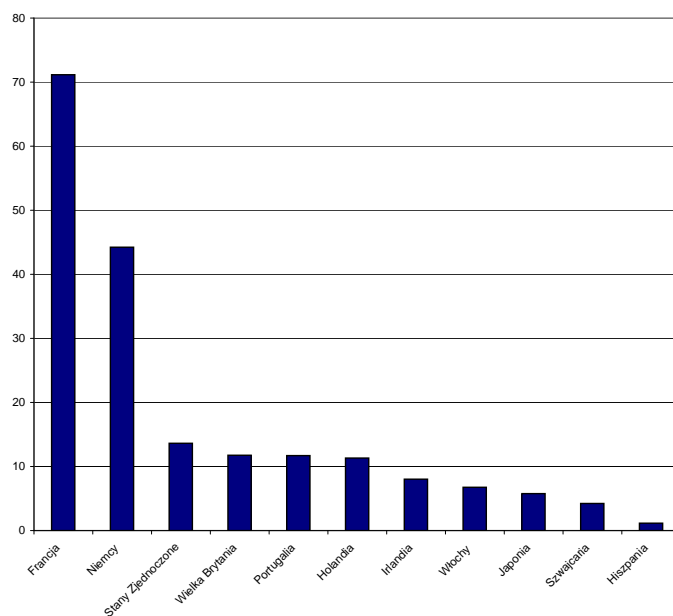
Hankel i in. (2010) wskazują na amortyzację skutków kryzysu, jaką unia walutowa zapewniła państwom członkowskim charakteryzującym się wysokim poziomem zadłużenia sektora g.g. Oceniają oni, że kraje te nie mają bodźców ekonomicznych do jej opuszczenia, co w świetle przedstawionych zapisów traktatowych (zależność wszczęcia procedury wystąpienia z UE od złożenia wniosku przez państwo, którego procedura miałaby dotyczyć) sugerowałoby wykluczenie wyjścia ze strefy euro jako realnego scenariusza dla Grecji.

3.2.2 Bankructwo

Drugim z dyskutowanych rozwiązań kryzysu było ogłoszenie przez Grecję bankructwa, co wiązałoby się z restrukturyzacją obligacji wyemitowanych przez grecki rząd. Wśród skutków takiego kroku należy wymienić m.in. konieczność odpisania strat na rachunkach wierzycieli oraz konieczność znacznej poprawy w krótkim czasie salda budżetu. Konieczność poprawy sytuacji w finansach publicznych wiązałaby się z sytuacją utraty zaufania do Grecji i znacznego ograniczenia lub wstrzymania transferu międzynarodowego kapitału do tego kraju.

Bankructwo Grecji przełożyłoby się na funkcjonowanie w tym kraju sektora prywatnego. Zahamowałoby ono dopływ zagranicznych środków do greckich przedsiębiorstw (bądź istotnie zwiększyłoby ich koszt, mający zbilansować wysokie ryzyko inwestycji), co znacznie utrudniłoby firmom możliwości prowadzenia i rozwijania działalności gospodarczej.

Wykres 8: Zaangażowanie zagranicznych banków w inwestycje w Grecji (mld dolarów, marzec 2010 r.)



Źródło: Bank Rozrachunków Międzynarodowych

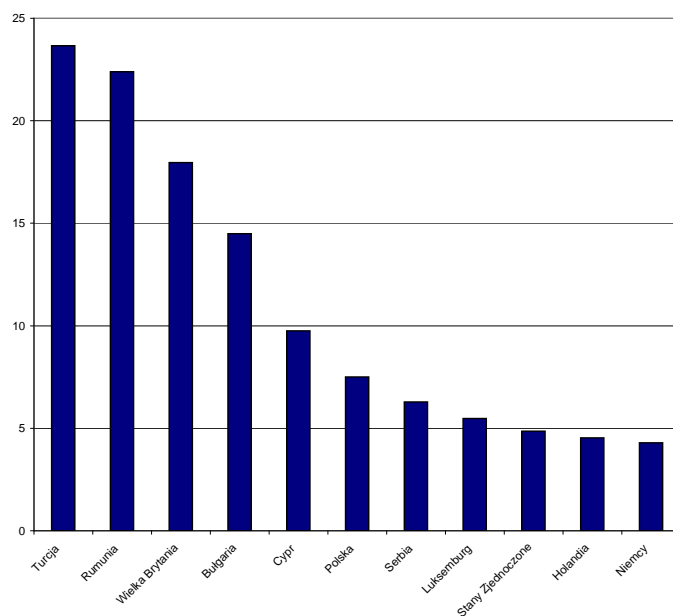
Jednocześnie „ucieczka” globalnych inwestorów od ryzyka groziłaby przeniesieniem sytuacji kryzysowej na inne kraje strefy euro, zwłaszcza te postrzegane jako rynki o relatywnie wysokim prawdopodobieństwie wystąpienia zdarzenia kredytowego (ang. *default*, oprócz Grecji w grupie tej są uwzględniane Hiszpania, Portugalia i Irlandia). Ogłoszenie niewypłacalności przez Grecję i/lub inne kraje obszaru wspólnej waluty stanowiłoby z kolei zagrożenie dla stabilności sektora finansowego strefy euro i całej UE.

Obligacje skarbowe o wysokim ratingu kredytowym (jakimi przed kryzysem były również obligacje greckie) stanowią istotny cel inwestycyjny banków komercyjnych, ale również np. funduszy emerytalnych, funduszy ubezpieczeniowych czy funduszy inwestycyjnych. Popyt banków komercyjnych na obligacje skarbowe krajów strefy euro jest w dużej mierze pochodną ich wysokiego ratingu, który umożliwia wykorzystanie zakupionych instrumentów finansowych jako aktywa zabezpieczającego (ang. *collateral*) m.in. w operacjach rynku pieniężnego z Europejskim Bankiem Centralnym. Obniżenie oceny emitenta zmniejsza tym samym przydatność instrumentu finansowego, powodując spadek popytu na niego i, w konsekwencji, spadek ceny aktywa. Niewypłacalność emitenta obligacji pociągnęłaby za sobą konieczność dokonania odpisów w bilansie banków komercyjnych i innych podmiotów będących w posiadaniu obligacji, co prowadziło do spadku zaufania na rynku pieniężnym, a przez to do trudności z pozyskaniem finansowania przez przedsiębiorstwa (nie tylko z sektora finansowego). Zachwianie sytuacji płynnościowej przedsiębiorstw mogłoby z kolei prowadzić do ich upadłości, potęgując „efekt domina”.

Bank Rozrachunków Międzynarodowych (2010) wskazuje, że w aktywach banków mających siedzibę w strefie euro znajdowało się na koniec 2009 r. 62% łącznego zaangażowania międzynarodowych

banków w wymienionych czterech krajach, z czego 16% przypada na zaangażowanie w sektorze publicznym.⁹ Największa kwota zainwestowana została w Hiszpanii (727 mld dolarów), w następnej kolejności w Irlandii (402 mld dolarów), Portugalii (244 mld dolarów) oraz Grecji (206 mld dolarów). Najbardziej zaangażowane w inwestycje w krajach PIIGS¹⁰ są banki francuskie i niemieckie (łącznie 62% środków zaangażowanych przez banki strefy euro). Z przedstawionych danych wynika, że **niewypłacalność Grecji mogłaby mieć poważne skutki dla stabilności sektora finansowego w strefie euro, których rozmiar (trudny do oszacowania *ex ante*) zależałby od skali przenoszenia sytuacji kryzysowej między państwami członkowskimi.**

Wykres 9: Zaangażowanie greckiego sektora bankowego za granicą (mld dolarów, marzec 2010 r.)



Źródło: Bank Rozrachunków Międzynarodowych

Należy się spodziewać, że **wskutek bankructwa Grecji zachwiana zostałaby również stabilność greckiego systemu finansowego**, który przez to mógłby zmniejszyć swoje zaangażowanie za granicą. W zależności od procentowego udziału greckiego kapitału w łącznych aktywach sektora bankowego kraju docelowego, aktywność gospodarcza w rozpatrywanym państwie mogłaby ulec ograniczeniu. Statystyki bazylejskiego Banku Rozrachunków Międzynarodowych wskazują, że zaangażowanie greckich banków za granicą wyniosło w marcu 2010 r. 143 mld dolarów, z czego w krajach europejskich (zarówno wysokorozwiniętych, jak i rozwijających się) ulokowano 128,5 mld dolarów (por. wykres 9).

Przewidywane skutki bankructwa Grecji dla stabilności sektora finansowego w tym kraju i w strefie euro, jak również brak prawnych możliwości opuszczenia przez Grecję strefy euro bez jednoczesnego

⁹We wskazanym raporcie kwartalnym zaprezentowane zostały dane na 31 grudnia 2009 r.

¹⁰Portugalia, Włochy, Irlandia, Grecja, Hiszpania. Nazwa pochodzi od złożenia pierwszych liter nazw wskazanych krajów w języku angielskim.

opuszczenia Unii Europejskiej, zwiększały prawdopodobieństwo realizacji trzeciego scenariusza – udzielenia Grecji pomocy finansowej. Jednocześnie należało zapewnić, że przekazane środki (1) zostaną zwrócone pożyczkodawcom po przywróceniu w Grecji równowagi finansów publicznych i zaufania rynków finansowych oraz (2) nie stworzą bodźców do zaniechania programów reform przez państwa stojące w obliczu podobnych problemów w przyszłości (w oczekiwaniu na przyznanie pomocy finansowej).

3.2.3 Pomoc finansowa

Podjęcie działań pomocowych dla Grecji przez kraje UE zostało ograniczone zapisami Traktatu o Funkcjonowaniu Unii Europejskiej (por. ramka 3). Porozumienie, zgodnie z którym państwa członkowskie strefy euro nie mogą zostać obciążone koniecznością spłaty swoich wzajemnych długów, stanowiło podstawę wspólnego obszaru walutowego, likwidując jedną z głównych przeszkód do jego utworzenia. Zmiana zapisów traktatowych w celu udzielenia Grecji wsparcia finansowego nie była w praktyce rozpatrywana z uwagi na długotrwałość procesu legislacyjnego. Jedyna droga do uchwalenia funduszu stabilizacyjnego dla Grecji wiodła tym samym przez uznanie złej sytuacji finansów publicznych tego kraju za skutek „nadzwyczajnych okoliczności pozostających poza jego kontrolą”.

Ramka 3. Wzajemne wsparcie finansowe krajów UE w świetle zapisów traktatowych

Możliwość wzajemnego wsparcia finansowego między państwami członkowskimi Unii Europejskiej została ograniczona zapisem art. 125 Traktatu o Funkcjonowaniu Unii Europejskiej (TFUE), w którym zaznaczono, że ani UE, ani żadne państwo członkowskie nie może odpowiadać za zobowiązania rządów centralnych, władz regionalnych, lokalnych lub innych władz publicznych, innych instytucji lub przedsiębiorstw publicznych państwa członkowskiego, ani ich nie przejmuje, z zastrzeżeniem wzajemnych gwarancji finansowych dla wspólnego wykonania określonego projektu.

Ponadto w art. 123 TFUE zaznaczono, iż zakazane jest udzielanie przez EBC lub banki centralne państw członkowskich pożyczek na pokrycie deficytu lub jakichkolwiek innych kredytów instytucjom, organom lub jednostkom organizacyjnym Unii, rządów centralnym, władzom regionalnym, lokalnym lub innym władzom publicznym, innym instytucjom lub przedsiębiorstwom publicznym państw członkowskich, jak również nabywanie bezpośrednio od nich ich papierów dłużnych.

Ograniczone możliwości wzajemnej pomocy są jednak dopuszczone zapisami art. 122.2 TFUE, w którym wskazano, że w przypadku, gdy państwo członkowskie ma trudności lub jest istotnie zagrożone poważnymi trudnościami z racji klęsk żywiołowych lub nadzwyczajnych okoliczności pozostających poza jego kontrolą, Rada, na wniosek Komisji, może przyznać danemu państwu członkowskiemu, pod pewnymi warunkami, pomoc finansową Unii. Przewodniczący Rady informuje Parlament Europejski o podjętej decyzji.

Centralnym elementem działań mających na celu zagwarantowanie płynności finansowej Grecji jest trzyletni pakiet pomocowy o łącznej wartości 110 mld euro, obejmujący bilateralne pożyczki od krajów strefy euro oprocentowane poniżej stawek rynkowych oraz promesę kredytową Międzynarodowego Funduszu Walutowego (ang. *Stand-By Arrangement*). Uzyskane środki pozwolą na bieżącą obsługę potrzeb pożyczkowych państwa bez konieczności emisji wysoko oprocentowanych skarbowych instrumentów dłużnych na rynkach finansowych (por. tabela 1). Równoległe z działaniami ogłoszonymi przez Komisję i MFW, istotne decyzje podjął również Europejski Bank Centralny, informując m.in. o (1) akceptowaniu greckich instrumentów finansowych jako aktywa zabezpieczającego w operacjach polityki pieniężnej Eurosystemu, pomimo spadku ich ratingów kredytowych poniżej obowiązującego wówczas minimalnego poziomu oraz (2) gotowości do skupowania na rynku wtórnym instrumentów dłużnych¹¹ wyemitowanych przez rządy państw strefy euro (por. Belke, 2010). Wskazane decyzje przyczyniły się do ograniczenia presji na spadek cen greckich instrumentów dłużnych.

Tabela 1: Wielkość zaangażowania państw strefy euro w pomoc dla Grecji

	BE	DE	IE	ES	FR	IT	CY	LU	MT	NL	AT	PT	SI	SK	FI
udział w kapitale EBC (% 15 państw strefy euro)	3,58	27,92	1,64	12,24	20,97	18,42	0,20	0,26	0,09	5,88	2,86	2,58	0,48	1,02	1,85
udział w pakiecie wspierającym (mld EUR)	2,861	22,336	1,310	9,794	9,794	14,739	0,161	0,206	0,075	4,704	2,290	2,065	0,388	0,818	1,479

Źródło: Komisja Europejska, 2010b

Wypracowane rozwiązania dają greckim władzom dodatkowy czas na wdrożenie działań restrukturyzacyjnych, bezpośrednio nie rozwiązując jednak samego problemu zadłużenia. Mobilizują one przy tym do poprawy stanu finansów publicznych, gdyż wypłata kolejnych transz pomocy została uzależniona od wyników oceny przeprowadzanej kwartalnie przez Komisję, EBC i MFW. Ocenie podlega stopień realizacji reform zadeklarowanych przez grecki rząd w styczniu i w maju 2010 r.

W średnim i długim okresie obniżenie ryzyka niewypłacalności wymaga trwałej redukcji deficytu strukturalnego oraz poprawy konkurencyjności gospodarki. Członkostwo w strefie euro implikuje, iż poprawa konkurencyjności nie może zostać tymczasowo zamortyzowana poprzez deprecjację nominalnego kursu walutowego, a cały ciężar dostosowań musi dotyczyć realnej sfery gospodarki

¹¹W celu uniknięcia wpływu przedstawionych transakcji na podaż pieniądza w strefie euro, wszelkie zakupy instrumentów dłużnych w ramach opisanego mechanizmu podlegają sterylizacji.

poprzez obniżenie relatywnych jednostkowych kosztów pracy w stosunku do pozostałych państw obszaru wspólnej waluty.

3.3 Redukcja poziomu zadłużenia i plany reform

Akceptując warunki przyznania funduszu pomocowego **Grecja zobowiązała się do wdrożenia pakietu reform, których realizacja będzie monitorowana co kwartał przez instytucje Unii Europejskiej i Międzynarodowy Fundusz Walutowy** (por. Załącznik 2 w dokumencie Komisja Europejska, 2010a). Wśród zaproponowanych działań naprawczych wyróżniono środki mające na celu redukcję deficytu sektora g.g., zapewnienie stabilności greckich finansów publicznych (m.in. poprzez reformę systemu emerytalnego i wzmocnienie ram instytucjonalnych budżetu), wzmocnienie pozycji konkurencyjnej Grecji oraz poprawę stabilności greckiego systemu finansowego. Zmiany te mają w założeniu doprowadzić do trwałego przywrócenia wiarygodności greckiej polityki gospodarczej (por. Komisja Europejska, 2010a).

Wdrażany przez greckie władze **program redukcji deficytu z poziomu 13,6% PKB w 2009 r. do poziomu poniżej 3% PKB w 2014 r.** zakłada podjęcie działań o łącznej wartości 13% PKB. Wyższy poziom rzeczywistych działań naprawczych niż sugerowałyby to prosty rachunek matematyczny wynika z konieczności uwzględnienia m.in. zrewidowanych w dół prognoz wzrostu gospodarczego oraz prognozowanego wzrostu wydatków na obsługę długu publicznego. Dotychczas zaproponowane przez grecki rząd środki konsolidacyjne przedstawione zostały w tabeli 12 (por. załącznik 1).

Planowana redukcja deficytu sektora g.g. nie doprowadzi do zrównoważenia finansów publicznych w średnim i długim okresie, jeśli nie będzie jej towarzyszyła **reforma systemu emerytalnego**. Zmiany w obecnym systemie zostały zaproponowane przez rząd w projekcie ustawy w maju 2010 r. Założeniem reformy jest silniejsze powiązanie wysokości wypłat emerytur z wysokością uiszczanych składek. Zmiany zakładają również m.in. podwyższenie wieku emerytalnego do 65 lat (z możliwością dalszego wzrostu wraz ze wzrostem oczekiwanej długości życia w społeczeństwie), ograniczenie możliwości przechodzenia na wcześniejszą emeryturę oraz ograniczenie listy zawodów zakwalifikowanych jako ciężkie, w przypadku których obowiązuje obniżona granica wieku emerytalnego. W lipcu 2010 r. ustawa została przyjęta przez parlament.

Zaproponowane w greckim programie naprawczym **działania wzmocniające ramy instytucjonalne finansów publicznych** obejmują m.in. wprowadzenie trzyletnich planów zawierających limity dla poszczególnych grup wydatków sektora g.g. Z góry określone limity wydatkowe (uwzględniające deficyt planowany w danym roku) obowiązywałyby również w ramach każdego z ministerstw. Ponadto zakładane jest wzmocnienie roli ministra finansów (w stosunku do pozostałych ministrów) w procesie ustalania i wykonywania zapisów ustawy budżetowej. Działania mające na celu wzmocnienie nadzoru nad wydatkami sektora publicznego wspierałoby również utworzenie niezależnego urzędu kontrolującego stan finansów publicznych.

Działaniom mającym na celu uzdrowienie finansów publicznych towarzyszą również propozycje mające **poprawić konkurencyjność greckiej gospodarki**. Zakłada się, że wskutek ich wprowadzenia zwiększona zostanie elastyczność rynku pracy i rynku produktów, wzrośnie produkt potencjalny, a zmiany cen i płac wpłyną na przywrócenie (a następnie utrzymanie) konkurencyjności międzynarodowej greckich produktów i usług. Pożądanym skutkiem planowanych działań jest również zmiana kierunku rozwoju greckiej gospodarki na bardziej proeksportowy. Warto zwrócić uwagę m.in. na następujące propozycje zmian:

- **Reorganizacja administracji publicznej.** Planowane zmiany w funkcjonowaniu administracji publicznej obejmują m.in. utworzenie instytucji nadzorczej mającej kontrolować funkcjonowanie administracji na poziomie centralnym, uproszczenie zasad wynagradzania pracowników sektora publicznego oraz redukcję liczby placówek na poziomie lokalnym. Celem planowanych działań jest zwiększenie przejrzystości funkcjonowania administracji, a przez to zmniejszenie korupcji.
- **Uelastycznienie rynku pracy.** Zakładane zmiany obejmują np. modernizację instytucji rynku pracy, wdrożenie systemu ułatwiającego identyfikację zatrudnienia nierejestrowanego, wydłużenie okresu zatrudnienia pracownika na okres próbny, reorganizację zasad przeprowadzania zwolnień grupowych oraz ułatwienie zatrudnienia pracownika na niepełny etat.
- **Poprawa klimatu dla przedsiębiorczości i zwiększenie poziomu konkurencji.** Planowane działania zakładają m.in. ograniczenie procedur przy zakładaniu działalności gospodarczej (wprowadzenie zasady „jednego okienka”), zapewnienie w 2010 r. zgodności greckiego prawa z zapisami dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady dotyczącej usług na rynku wewnętrznym (2006/123/WE), ograniczenie skali licencjonowanych działalności gospodarczych oraz likwidację barier utrudniających dostęp do wybranych zawodów (dotyczy m.in. farmaceutów, prawników, inżynierów, architektów, notariuszy, przewoźników i audytorów).
- **Racjonalizacja działalności przedsiębiorstw państwowych.** Celem zmian jest zapewnienie większej przejrzystości w działalności państwowych przedsiębiorstw, poprawa efektywności, a docelowo ograniczenie generowanych przez nie strat. W programie naprawczym założono upublicznienie w internecie sprawozdań finansowych dziesięciu przedsiębiorstw państwowych o największych stratach w 2009 r. Wskazano również konieczność opracowania przez przedsiębiorstwa przynoszące największe straty (w tym m.in. spółki transportu publicznego) harmonogramów redukcji kosztów. Propozycje zmian obejmują również plan sprzedaży aktywów państwowych (np. gruntów) oraz udoskonalenie nadzoru korporacyjnego (ang. *corporate governance*) nad spółkami państwowymi.
- **Poprawa wykorzystania funduszy z UE.** W programie naprawczym założono ścisłą współpracę greckiego rządu z Komisją na rzecz poprawy wykorzystania środków z funduszu

spójności i funduszu strukturalnego.

W przedstawionym przez greckie władze planie reform zawarto również **działania mające na celu zagwarantowanie stabilności greckiego systemu finansowego, wśród których za najistotniejsze należy uznać utworzenie Funduszu Stabilności Finansowej** (ang. *Financial Stability Fund*, dalej FSF). Zadaniem powołanego do życia w lipcu 2010 r. FSF będzie udzielanie czasowego wsparcia kapitałowego bankom o niskiej wartości współczynnika wypłacalności. Środki na ewentualną pomoc finansową (o łącznej wartości 10 mld euro) będą pochodziły z przyznanego Grecji pakietu stabilizacyjnego. W przypadku spadku wartości współczynnika adekwatności kapitałowej banku poniżej uzgodnionego poziomu, interwencja Funduszu będzie miała charakter automatyczny i obligatoryjny, a wsparcie zostanie udzielone poprzez podwyższenie kapitału. Udzielając pomocy Fundusz nabędzie m.in. prawo do wyznaczenia dodatkowego członka zarządu banku oraz uzyska prawo weta kluczowych decyzji, w tym dotyczących strategii biznesowej, polityki wypłaty dywidendy, polityki płac oraz strategii zarządzania aktywami. FSF jest instytucją niezależną od administracji publicznej, powołaną na okres 7 lat. Zarząd Funduszu jest zobowiązany do raportowania co 6 miesięcy o wynikach swoich prac greckiemu parlamentowi, Komisji, EBC i MFW. Po upływie 7 lat Fundusz zostanie rozwiązany, a wszelkie aktywa, którymi dysponuje zostaną przekazane greckiemu rządowi.

W ramach pozostałych działań naprawczych w sektorze finansowym zakładane jest m.in. rozszerzenie kompetencji nadzorczych greckiego banku centralnego. Reforma zakłada także wprowadzenie obowiązku przeprowadzania przez banki kwartalnych testów warunków skrajnych (ang. *stress tests*) oraz usprawnienie (przyspieszenie i zwiększenie częstotliwości) raportowania danych finansowych do instytucji nadzorczej.

Pierwsze postępy w realizacji przedstawionego w maju 2010 r. greckiego programu naprawczego zostały ocenione przez Komisję, MFW i EBC na przełomie lipca i sierpnia 2010 r. (por. Komisja Europejska, 2010b). W konkluzjach z wizyty kontrolnej wskazano, że uzgodnione działania są wdrażane zgodnie z planem – Grecji udało się osiągnąć wszystkie cele wyznaczone do końca czerwca, a w niektórych przypadkach nastąpiło wyprzedzenie harmonogramu. Przychody budżetowe okazały się wprawdzie niższe niż zakładano, jednak postępy w ograniczaniu wydatków pozwoliły na dotrzymanie terminów w zakresie redukcji deficytu sektora g.g. Doceniony został postęp prac w zakresie realizacji reform strukturalnych, w tym m.in. zatwierdzonej przez parlament reformy systemu emerytalnego, reformy podatków i budżetu państwa. Wśród ryzyk dla realizacji programu naprawczego w kolejnych kwartałach wymieniono m.in. niedostateczną płynność systemu bankowego, niższe od oczekiwań przychody budżetowe oraz konieczność przewyciężenia nacisków grup interesu przeciwstawiających się deregulacji w obszarze zamkniętych zawodów oraz w sektorze usług. Pozytywna ogółem ocena wyników gospodarczych oznaczała spełnienie podstawowego warunku dla przyznania Grecji drugiej transzy pożyczki (9 mld euro).

4 Grecka lekcja - wnioski dla instytucji UE

Grecki kryzys finansów publicznych uwypuklił słabości instytucjonalne Unii Europejskiej i strefy euro. Założenia dotyczące dyscypliny fiskalnej krajów UE okazały się błędne, w wybranych krajach strefy euro nastąpił znaczny spadek konkurencyjności gospodarek, a dla strefy euro nie został sprecyzowany klarowny sposób postępowania w przypadku wystąpienia sytuacji kryzysowej. Słabości te nawarstwiały się w ostatniej dekadzie, jednak dopiero kryzys z I połowy 2010 r. doprowadził do szerokiej dyskusji nad kształtem potrzebnych do przeprowadzenia reform.

4.1 Dotychczasowe uwarunkowania instytucjonalne i ich słabości

Nieprzestrzeganie dyscypliny fiskalnej

Założeniem fiskalnego kryterium konwergencji było m.in. zdyscyplinowanie państw członkowskich UE do utrzymywania deficytów sektora g.g. na poziomie nie wyższym niż 3% PKB i długu sektora g.g. nie przekraczającego 60% PKB. **Już w momencie dokonywania oceny sytuacji makroekonomicznej krajów UE przed rozpoczęciem trzeciego etapu UGiW warunków związanych z długiem sektora g.g. spełniały jednak jedynie 4 państwa członkowskie.**¹² Dług pozostałych krajów przekraczał wartość referencyjną (średnia wartość dla UE w 1997 r. wyniosła 72,1% PKB), jednak w ocenie Komisji zbliżał się do niej „w zadowalającym tempie”. Okolicznością łagodzącą dla krajów z nadmiernym poziomem długu sektora g.g. był wówczas krótki okres na dokonanie jego redukcji w relacji do PKB (wartość kryterium została uprawomocniona w listopadzie 1993 r., a oceny dokonywano na podstawie danych fiskalnych za 1997 r.).

Ramka 4. Pakt Stabilności i Wzrostu

Pakt Stabilności i Wzrostu (PSiW) jest zbiorem zasad mających wspierać dyscyplinę budżetową w krajach UE. Porozumienie w sprawie zapisów PSiW zostało osiągnięte na posiedzeniu Rady Europejskiej w Dublinie (grudzień 1996 r.), a następnie formalnie zatwierdzone na posiedzeniu Rady UE w czerwcu 1997 r. Formalnie, w skład Paktu wchodzi uchwała Rady Europejskiej oraz dwa rozporządzenia Rady UE.

Uchwała Rady Europejskiej z 17 czerwca 1997 r. zawierała głównie wytyczne dla państw członkowskich zobowiązując je do przestrzegania średnioterminowego celu budżetowego, jakim jest jego pozycja zbliżona do równowagi lub nadwyżka i i podjęcia działań niezbędnych do realizacji tego celu.

Pierwsze rozporządzenie Rady (nr 1466/97) wzmocniło nadzór budżetowy oraz nadzór i koordynację polityki gospodarczej, zawierało postanowienia o charakterze prewencyjnym (ang. *preventive arm*). Państwa członkowskie zobowiązały się do przestrzegania średniookresowego celu budżetowego

¹²Francja, Finlandia, Luksemburg i Wielka Brytania (por. Komisja Europejska, 1998).

bliskiego równowadze lub nadwyżki. Rozporządzenie nałożyło na państwa członkowskie obowiązek przedstawienia Komisji i Radzie programów stabilności (kraje strefy euro) i programów konwergencji (pozostałe państwa członkowskie UE), a następnie ich corocznej aktualizacji.

Z kolei rozporządzenie Rady nr 1467/1997 miało charakter korygujący (ang. *corrective arm*). Uszczegółowiono w nim m.in. sankcje przewidziane dla krajów posiadających nadmierny deficyt. Wystąpienie nadmiernego deficytu skutkuje sformułowaniem zalecenia przez Radę. Jeśli wskazane w nim środki nie zostaną wdrożone, a deficyt skorygowany, kraj może zostać zobowiązany do złożenia nieoprocentowanego depozytu (do wysokości 0,5% PKB). W przypadku niepodjęcia w ciągu dwóch lat stosownych działań, depozyt może zostać przekształcony w karę. Należy zaznaczyć, że wskazane sankcje finansowe mogą zostać nałożone wyłącznie na kraje strefy euro.

Wspieraniu równowagi finansów publicznych miał służyć również **Pakt Stabilności i Wzrostu** (PSiW, por. ramka 4.1), jednak **państwa członkowskie napotykały na trudności w realizacji uzgodnionych celów**. Przestrzegania dyscypliny fiskalnej nie poprawiła przeprowadzona w 2005 r. reforma zapisów Paktu zakładająca m.in. zróżnicowanie średniookresowego celu budżetowego dla poszczególnych państw członkowskich. W efekcie wprowadzonych zmian **zapisy Paktu uległy uelastycznieniu, a ocena ich wypełniania została obarczona większą dozą uznaniowości**. Tym samym osłabiony został bodziec mobilizujący państwa członkowskie do przeprowadzenia konsolidacji finansów publicznych (por. von Hagen, 2010 oraz Filipek i Schreiber, 2010).

Warto również zaznaczyć, iż **środki dyscyplinujące w postaci kary lub nakazu złożenia nieoprocentowanego depozytu nie zostały dotychczas zastosowane wobec żadnego państwa członkowskiego**, a sam proces nakładania oraz uchylania procedury nadmiernego deficytu jest rozciągnięty w czasie. Nakładanie procedury było przy tym dokonywane przez Radę przede wszystkim w oparciu o dane dotyczące deficytu sektora g.g., przy niedostatecznym uwzględnieniu poziomu długu sektora g.g.

Fiskalne kryterium konwergencji i związana z nim procedura nadmiernego deficytu oraz sprecyzowane w dalszej kolejności zapisy PSiW powinny stanowić skuteczne narzędzia kontroli pozycji fiskalnej krajów UE. Dotychczasowa praktyka wskazuje jednak, że uzgodnione reguły nie były respektowane. Tym samym wydaje się, że **główny kierunek reform w Unii w zakresie dyscypliny fiskalnej powinien skupiać się nie tyle na tworzeniu nowych reguł, ale na zapewnieniu przestrzegania zasad już obowiązujących**.

Spadek konkurencyjności w wybranych gospodarkach strefy euro

Wzmocnieniu dyscypliny fiskalnej w UE powinno towarzyszyć wprowadzenie mechanizmów monitoringu pozycji konkurencyjnej państw członkowskich strefy euro. Niedawny kryzys finansowy i gospodarczy ujawnił bowiem, że **spadek wiarygodności państwa może wynikać ze sposobu prowadzenia polityki fiskalnej, jak i z utraty konkurencyjności** (por. Holinski i in., 2010).

Pisani-Ferry (2010) wskazuje na Hiszpanię i Irlandię jako na kraje, które – pomimo wypełniania przed kryzysem zapisów traktatowych w zakresie dyscypliny fiskalnej¹³ – nie uniknęły w okresie kryzysu znacznego pogorszenia salda sektora g.g. Powodem zawirowań w obu krajach był przede wszystkim szybki wzrost akcji kredytowej w okresie pobytu w strefie euro, który przełożył się na boom w sektorze budowlanym. Szybkiej ekspansji w budownictwie towarzyszył spadek aktywności w pozostałych branżach. Marzinotto i in. (2010) wskazują, że postępujący wzrost nierównowagi zewnętrznej miał miejsce niezależnie od stanu finansów publicznych, a między saldem na rachunku obrotów bieżących a saldem sektora g.g. w strefie euro w latach 1999 – 2007 nie ma wyraźnej korelacji.

Z czasem niska konkurencyjność gospodarki państwa członkowskiego strefy euro (lub zidentyfikowane ryzyko pogorszenia konkurencyjności) skutkuje jednak wzrostem deficytu i długu sektora g.g. w rozpatrywanym kraju, co w obliczu ryzyka osłabienia fundamentów unii walutowej implikuje konieczność działań na szczeblu wspólnotowym.

Niska wiarygodność danych statystycznych

Podstawę rzetelnej oceny polityki fiskalnej krajów UE, dokonywanej w oparciu o kryterium konwergencji i zapisy PSiW, stanowią wiarygodne dane statystyczne przekazywane Komisji przez państwa członkowskie. Rekomendacje wydawane na podstawie błędnych danych mogą prowadzić do nieefektywnej polityki gospodarczej. Publikowanie zbyt optymistycznych szacunków w celu ukrycia złych wyników gospodarczych tuszuje wprawdzie problem w krótkim okresie, prowadzi jednak do zaburzeń na rynkach finansowych w momencie ujawnienia korekty pierwotnych danych. Jednocześnie podważone zostaje zaufanie do rozpatrywanego kraju.

Problem związany z wiarygodnością danych statystycznych przedkładanych instytucjom unijnym przez państwa członkowskie został dobrze zobrazowany na przykładzie Grecji. Dane dotyczące greckich rachunków narodowych zostały poddane rewizji w 2004 r. (por. Eurostat, 2004) oraz w 2009 r. Pierwsza ze wskazanych korekt doprowadziła do wzmocnienia zasad kontroli jakości przekazywanych danych poprzez wdrożenie zapisów *Kodeksu postępowania w statystyce europejskiej* (por. Komisja Europejska, 2005) oraz utworzenie Rady Konsultacyjnej ds. Zarządzania Statystyką (por. Parlament Europejski i Rada, 2008). Podjęte środki okazały się jednak, jak uwypuklił kryzys z I połowy 2010 r., niewystarczające.

Brak mechanizmu zarządzania kryzysowego

Grecki kryzys zadłużeniowy wyraźnie wskazał **potrzebę sformułowania w UE usystematyzowanych zasad reakcji na wystąpienie sytuacji nadzwyczajnych. Brak wiarygodnych i jasnych reguł zarządzania kryzysem skutkuje wzrostem niepewności na rynkach finansowych**, których uczestnicy starają się przewidzieć kształt przyszłych rozwiązań. Wzrost niepewności może z kolei prowadzić m.in. do przenoszenia sytuacji kryzysowej między gospodarkami unii walutowej oraz do osłabienia europejskiej waluty. Rozważenia wymaga m.in.

¹³W latach 2005 – 2007 Hiszpania i Irlandia odnotowywały nadwyżki sektora g.g. Przeciętne saldo sektora g.g. w latach 1999 – 2007 wyniosło w Hiszpanii 0,1% PKB, a w Irlandii 1,6% PKB.

idea mechanizmu wzajemnej pomocy państw strefy euro (obecny mechanizm został wypracowany w trybie pilnym i ma charakter tymczasowy) oraz sformułowanie procedury bankructwa kraju (uruchamianej w przypadku, gdyby wszelkie wcześniejsze działania okazały się niewystarczające).

4.2 Propozycje nowych rozwiązań instytucjonalnych

Kryzys grecki unaoczniał słabości systemu instytucjonalnego UE i strefy euro, stając się punktem wyjścia do dyskusji o reformach. Propozycje działań skupione wokół wzmocnienia zarządzania gospodarczego w UE i strefie euro zostały wstępnie nakreślone w komunikatach Komisji (por. Komisja Europejska, 2010c oraz Komisja Europejska, 2010j). Kolejnym krokiem było przedstawienie przez Komisję 29 września 2010 r. pakietu sześciu projektów aktów prawnych, w których uszczegółowiono treść wskazanych komunikatów.

Wypracowaniem kształtu zmian w otoczeniu instytucjonalnym UE zajmuje się powołana w marcu 2010 r. **Grupa Zadaniowa ds. Zarządzania Gospodarczego** (ang. *Task force on economic governance*), w skład której wchodzi: przewodniczący Rady Europejskiej, przewodniczący Eurogrupy, przedstawiciele państw członkowskich UE (głównie ministrowie finansów), komisarz UE ds. gospodarczych i walutowych oraz prezes EBC. Prace Grupy Zadaniowej koncentrują się na zaproponowaniu środków mających na celu (1) zwiększenie dyscypliny budżetowej, (2) ograniczenie różnic w konkurencyjności, (3) stworzenie mechanizmu zarządzania kryzysowego oraz (4) wzmocnienie koordynacji działań na poziomie UE. Wnioski z prac Grupy zostaną zaprezentowane na posiedzeniu Rady Europejskiej w październiku 2010 r.

Niezależnie od propozycji dotyczących zwiększenia dyscypliny fiskalnej i koordynacji polityk gospodarczych w UE, na forum globalnym (m.in. G20 i Bazylejski Komitet Nadzoru Bankowego) oraz na forum unijnym toczy się dyskusja nad zwiększeniem stabilności systemu finansowego. Skuteczne działania w tym zakresie stanowiłyby istotny krok w kierunku zwiększenia stabilności gospodarczej krajów strefy euro i całej Unii.

Wzmocnienie reguł skłaniających do przestrzegania dyscypliny fiskalnej

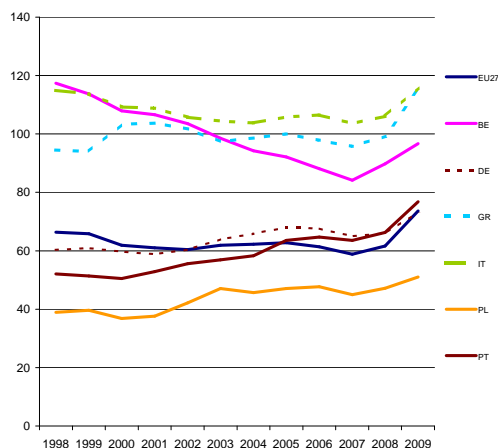
Propozycje Komisji Europejskiej zakładają m.in. uszczegółowienie zapisów w prewencyjnej części Paktu Stabilności i Wzrostu, uwydatnienie znaczenia poziomu długu sektora g.g. przy ocenie sytuacji fiskalnej państw członkowskich oraz usprawnienie procesów decyzyjnych związanych z procedurą nadmiernego deficytu (a nawet częściowe ich zautomatyzowanie).

W celu **uszczegółowienia zapisów prewencyjnej części Paktu Stabilności i Wzrostu** Komisja zaproponowała m.in. definicję tzw. rozważnej polityki budżetowej (ang. *prudent fiscal policy-making*). Jej realizacja ma zagwarantować stabilizację strukturalnych sald finansów publicznych państw UE wokół właściwych dla nich celów średniookresowych (ang. *Medium-Term Objective, MTO*). Ocena polityki fiskalnej danego kraju byłaby przy tym dokonywana poprzez porównanie nominalnego wzrostu wydatków państwa ze średniookresową stopą wzrostu PKB (por. Komisja Europejska, 2010f).

W projekcie Komisji założono również **ściślejszy monitoring poziomu długu sektora g.g. w państwach członkowskich oraz traktowanie zadłużenia równorzędnie z sytuacją w zakresie deficytu**. W myśl przedstawionych propozycji zapisów, państwa członkowskie, których zadłużenie przekraczałoby poziom 60% PKB zostałyby zobowiązane do podjęcia środków zmierzających do zmniejszenia go w *odpowiednim tempie*. Wyznacznikiem *odpowiedniego tempa* byłyby przy tym redukcja różnicy między rzeczywistym poziomem długu w okresie ostatnich 3 lat, a wartością referencyjną równą 60% o $\frac{1}{20}$ w skali rocznej (por. Komisja Europejska, 2010e).

Nieprzestrzeganiu dyscypliny fiskalnej (w zakresie deficytu lub długu sektora g.g.) miałyby zapobiec **zmieniony system kar finansowych przewidzianych dla krajów strefy euro**, w ramach którego państwo członkowskie przekazywałoby do UE nieoprocentowany bądź oprocentowany depozyt w wysokości 0,2% PKB, który w ściśle określonych przypadkach mógłby zostać przekształcony w grzywnę. Decyzja o nałożeniu sankcji byłaby podejmowana w toku tzw. „głosowania odwrotnego”¹⁴ (por. Komisja Europejska, 2010i).

Wykres 10: Dług sektora g.g. w wybranych krajach UE



Źródło: Eurostat

Alternatywny, oparty na zasadach rynkowych, mechanizm wspierania dyscypliny fiskalnej w państwach członkowskich UE zaproponowali De Grauwe i Moesen (2009) oraz Delpla i von Weizsäcker (2010). Przedstawione przez nich rozwiązanie opiera się na **emisji wspólnych obligacji krajów strefy euro**.

De Grauwe i Moesen (2009) wskazują, że środki zebrane dzięki emisji obligacji strefy euro byłyby przekazywane poszczególnym rządów. Poszczególne państwa uczestniczyłyby w projekcie w stopniu uzależnionym od ich udziału w kapitale Europejskiego Banku Inwestycyjnego (EBI). Oprocentowanie obligacji byłoby równe średniemu ważonemu (udziałami w EBI) oprocentowaniu obligacji emitowanych przez poszczególne państwa. Koszt obsługi długu byłby jednak różny dla poszczególnych państw, odpowiadając wartości użytej do wyliczenia średniego oprocentowania.

¹⁴Wniosek Komisji byłby uznany za przyjęty, jeśli Rada nie odrzuciłaby go kwalifikowaną większością głosów

Pozwoliłoby to na wyeliminowanie „efektu gapowicza”¹⁵ w przypadku państw o wysokim zadłużeniu przy równoczesnym zabezpieczeniu finansowania przez rynek państw zmagających się z wysokim długiem.

Koncepcja, którą przedstawili Delpla i von Weizsäcker (2010) zakłada z kolei podział obligacji strefy euro na dwie grupy. Obligacje „niebieskie” (ang. *blue bonds*) mogłyby stanowić do 60% PKB i charakteryzowałyby się pierwszeństwem wykupu w sytuacji zagrożenia wypłacalności emitenta. Dług przekraczający granicę 60% PKB byłby klasyfikowany do drugiej, „czerwonej” transzy (ang. *red bonds*) o wyższym poziomie ryzyka kredytowego. Zaletą „niebieskich” obligacji byłoby połączenie niskiego poziomu ryzyka kredytowego z wysokim poziomem płynności, co wzmocniłoby pozycję euro jako międzynarodowej waluty rezerwowej. Jednocześnie autorzy wskazują, że oprocentowanie „niebieskich” obligacji byłoby niższe niż średnia ważona bieżącego oprocentowania obligacji krajów strefy euro.

Monitorowanie poziomu konkurencyjności państw członkowskich

Istotnym celem działań mających wzmocnić nadzór nad politykami gospodarczymi krajów strefy euro jest również zapobieganie narastaniu makroekonomicznych nierównowag w obrębie obszaru wspólnej waluty oraz dywergencji w zakresie pozycji konkurencyjnej poszczególnych państw członkowskich. Wczesna identyfikacja powstających nierównowag byłaby ułatwiona dzięki **regularnemu zestawianiu ze sobą i bieżącemu monitorowaniu przez Komisję wskaźników gospodarczych krajów UE**, w tym m.in. salda rachunku obrotów bieżących, aktywów zagranicznych netto, produktywności, jednostkowych kosztów pracy, realnego efektywnego kursu walutowego, długu sektora g.g. oraz zadłużenia i aktywów sektora prywatnego. Ryzyka zidentyfikowane przez Komisję stałyby się podstawą dla zaleceń wydawanych przez Radę poszczególnym państwom członkowskim, w których zawarte byłyby sugerowane kierunki w polityce gospodarczej (por. Komisja Europejska, 2010g).

Zgodnie z propozycjami Komisji, **utrzymywanie lub pogłębianie się nierównowag gospodarczych prowadziło do ogłoszenia przez Radę wobec rozpatrywanego państwa członkowskiego tzw. procedury nadmiernych nierównowag** (ang. *excessive imbalances procedure*), stanowiąc punkt wyjścia dla pogłębionych działań korygujących. Państwo członkowskie, wobec którego wszczęto wskazaną procedurę, byłoby zobowiązane przedstawić plan działań naprawczych. Plan ten byłby weryfikowany przez Radę, która następnie wyznaczałaby termin realizacji zawartych w nim działań. Brak postępów we wdrażaniu środków korygujących występujące nierównowagi naraziłoby dane państwo członkowskie strefy euro¹⁶ na konieczność uiszczenia **rocznej grzywny w wysokości 0,1% jego PKB**. Decyzja o nałożeniu grzywny mogłaby zostać zablokowana wyłącznie kwalifikowaną większością głosów („głosowanie odwrotne”), w drodze głosowania ograniczonego do państw członkowskich należących do strefy euro (por. Komisja

¹⁵Mianem "gapowicza" (ang. *free rider*) określane jest w tym przypadku państwo, które czerpie korzyści z dobrego postrzegania przez inwestorów unii walutowej jako całości, samemu prowadząc niezdiscyplinowaną politykę budżetową (por. Buti, 2005).

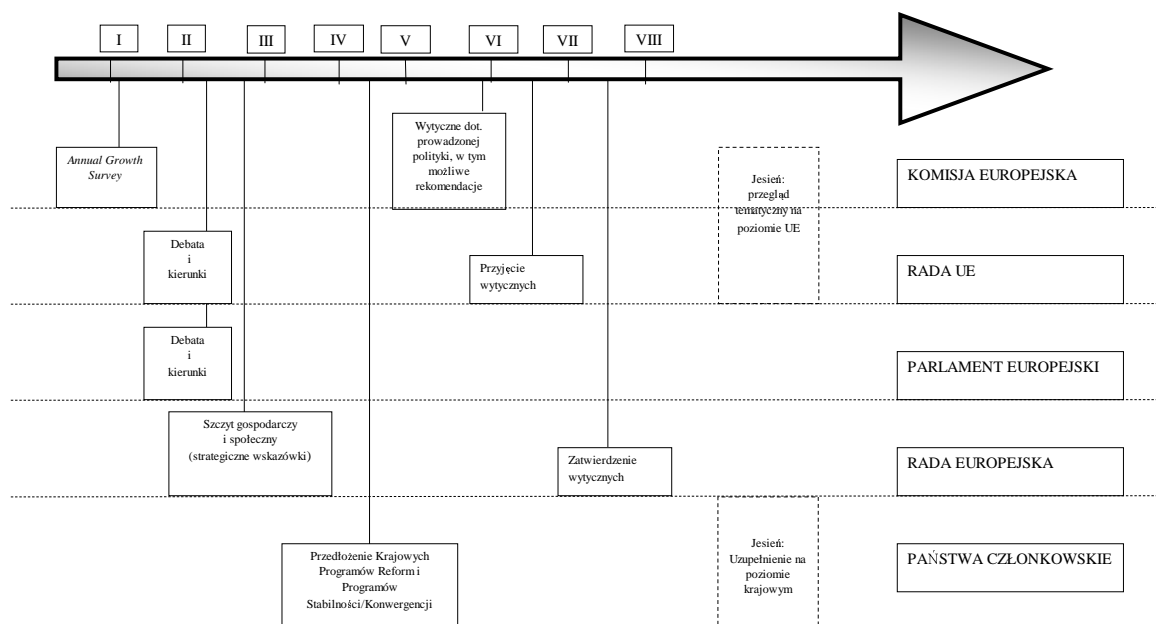
¹⁶Zgodnie z propozycjami Komisji sankcje finansowe mogłyby zostać nałożone wyłącznie na kraje strefy euro.

Europejska, 2010h).

Ścisła koordynacja polityk gospodarczych

Ścisła niż dotychczas koordynacja polityk gospodarczych krajów UE byłaby natomiast możliwa dzięki wprowadzeniu – według planów Komisji od 2011 r. – tzw. **Semestru Europejskiego** (ang. *European Semester*) oraz dzięki **zapewnieniu spójności ram budżetowych** w państwach członkowskich. Zgodnie z założeniami Komisji, ocena polityki gospodarczej w obrębie Unii byłaby przeprowadzana nie tylko *ex post*, poprzez zestawienie rzeczywistych danych fiskalnych z wartościami referencyjnymi fiskalnego kryterium konwergencji, lecz również *ex ante*, co umożliwiłoby korekty działań poszczególnych krajów w celu ich koordynacji na szczeblu UE. Początek Semestru, planowany na początek roku kalendarzowego, zakładałby identyfikację przez Radę Europejską (na podstawie analiz Komisji) głównych wyzwań i wytyczenie kierunków w polityce gospodarczej dla Unii Europejskiej i strefy euro. Konkluzje powinny być następnie uwzględniane przez poszczególne państwa członkowskie przy opracowywaniu programów stabilności i konwergencji oraz krajowych planów reform. Przedłożenie przez państwa członkowskie powyższych dokumentów w pierwszej połowie roku oraz ich niezwłoczna analiza na forum Rady może pozwolić na uwzględnienie opinii Rady w pracach nad ustawami budżetowymi na kolejny rok.

Wykres 11: Semestr Europejski



Źródło: Komisja Europejska

Krokiem w kierunku ścisłej koordynacji polityk gospodarczych w UE są również propozycje

Komisji dotyczące zapewnienia spójności ram budżetowych w państwach członkowskich (por. Komisja Europejska, 2010d). We wskazanym projekcie dyrektywy zawarto zapisy dotyczące zasad księgowości i raportowania statystycznego w ramach rachunków narodowych, zasad formułowania prognoz (służących m.in. jako założenia do ustaw budżetowych), reguł fiskalnych, wieloletniego planowania budżetowego oraz przejrzystości i spójności wprowadzanych przepisów w ramach wszystkich podsektorów sektora g.g. Celem dyrektywy jest zwiększenie skuteczności funkcjonowania procedury nadmiernego deficytu. Proponowany termin dla państw członkowskich na przystosowanie krajowych porządków prawnych do wymogów dyrektywy (zakładając jej wejście w życie) został ustalony przez Komisję na 31 grudnia 2013 r.

Analiza propozycji Komisji w zakresie nadzoru i koordynacji polityk budżetowych państw Unii Europejskiej i strefy euro rodzi pytanie o wolę polityczną dla wprowadzenia proponowanych rozwiązań. Polityka fiskalna leży obecnie w zakresie kompetencji rządów państw członkowskich, a rekomendacje Rady – przy założeniu istnienia skutecznych bodźców do ich wdrożenia – spowodują ograniczenie autonomii podejmowanych decyzji. Zaakceptowanie propozycji zmian przedkładanych przez Komisję będzie dla krajów UE oznaczało ograniczenie swobody w kształtowaniu polityki gospodarczej, przez co reformy te – choć zmierzające w kierunku słusznym z punktu widzenia funkcjonowania unii gospodarczej i walutowej – mogą budzić sprzeciw na forach krajowych.

Wzmocnienie kompetencji Eurostatu

Warunkiem sprawnego funkcjonowania mechanizmu nadzoru i koordynacji polityki gospodarczej na szczeblu unijnym jest m.in. wiarygodność danych przekazywanych przez narodowe urzędy statystyczne. Wczesna identyfikacja narastających nierównowag i zagrożeń wymaga tym samym wzmocnienia uprawnień europejskiego urzędu statystycznego – Eurostatu. Zasady składania sprawozdań, ich zakres oraz jakość danych zostały określone w Rozporządzeniu Rady nr 479/2009 o stosowaniu Protokołu w sprawie procedury dotyczącej nadmiernego deficytu, załączonego do Traktatu ustanawiającego Wspólnotę Europejską. Na mocy rozporządzenia, **dopuszczono możliwość oceny przez Eurostat jakości danych przekazywanych przez państwa członkowskie**. Dalsze wzmocnienie uprawnień europejskiego urzędu statystycznego zakłada m.in. wzmocnienie uprawnień kontrolnych Eurostatu w sytuacji, gdy nieprawidłowości w sprawozdawczości zostały wstępnie zidentyfikowane.

Utworzenie Europejskiego Mechanizmu Stabilizacyjnego

Oprócz rozwiązań skoncentrowanych na wzmocnieniu konkurencyjności UE i strefy euro oraz zniwelowaniu nierównowag strukturalnych, propozycje formułowane przez Komisję zakładają również **utworzenie mechanizmu reakcji w przypadku wystąpienia przyszłych kryzysów**.

Tymczasowym rozwiązaniem, zaprojektowanym na potrzeby kryzysu finansów publicznych z I połowy 2010 r., jest tzw. Europejski Mechanizm Stabilizacyjny. Celem utworzenia Mechanizmu jest zagwarantowanie stabilności Unii Europejskiej i strefy euro poprzez uruchomienie linii kredytowych dla krajów zagrożonych skutkami kryzysu finansowego wynikłego z nadzwyczajnych okoliczności pozostających poza ich kontrolą (zgodnie z art. 122

TFUE). Środki na pożyczki i linie kredytowe przewidziane w Mechanizmie (w kwocie 750 mld euro) pochodziłyby z pożyczek zaciąganych na rynkach finansowych przez Komisję Europejską, kredytów zaciąganych przez specjalnie utworzoną spółkę celową (ang. *special purpose vehicle*, SPV) w oparciu o gwarancje państw członkowskich strefy euro i, dobrowolnie, pozostałych państw UE¹⁷ oraz z Międzynarodowego Funduszu Walutowego. Gotowość do udzielenia kredytów została wsparta deklaracją Europejskiego Banku Centralnego o skupowaniu na rynku wtórnym obligacji krajów, które zmagają się z trudnościami z finansowaniem zadłużenia, w celu zahamowania wzrostu rentowności tych instrumentów.

Podobnie jak w przypadku pomocy dla Grecji, **wskazane działania stabilizacyjne nie prowadziłyby bezpośrednio do rozwiązania problemów strukturalnych** zadłużonych gospodarek. Zmniejszają one jedynie prawdopodobieństwo pogłębienia kryzysu zaufania wobec gospodarki zagrożonej kryzysem finansów publicznych, ograniczając skalę wzrostu kosztów zadłużenia rozpatrywanego kraju. Jednocześnie warto podkreślić rolę środków pomocowych jako bodźca do wdrażania koniecznych reform – pożyczkom w ramach mechanizmu stabilizacyjnego będą towarzyszyły obwarowania uzależniające transfer kolejnych transz pomocy od postępów w działaniach restrukturyzacyjnych.

Oprócz wdrożonych tymczasowych rozwiązań w ramach Europejskiego Mechanizmu Stabilizacyjnego Komisja Europejska wskazuje na **potrzebę wypracowania trwałych rozwiązań instytucjonalnych służących zarządzaniu ewentualnym kryzysem w przyszłości**. Projektując mechanizm zarządzania kryzysem należy możliwie w największym stopniu ograniczyć związane z nim ryzyko wystąpienia tzw. pokusy nadużycia (ang. *moral hazard*). Pomocy przewidzianej w ramach mechanizmu powinien towarzyszyć ścisły monitoring postępów w realizacji reform, od którego byłaby uzależniona wypłata kolejnych rat, oraz bodźce zachęcające do zaprzestania korzystania z dalszej pomocy wraz z przywróceniem stabilności finansowej. Opracowany mechanizm powinien być wiarygodny oraz oparty o klarowne i jednoznaczne reguły przyznawania środków. Tym samym konstrukcja mechanizmu powinna zapewnić stabilność rynków finansowych krajów strefy euro (poprzez gotowość do udzielenia pomocy państwu zagrożonemu kryzysem zaufania), jednocześnie zniechęcając państwa członkowskie do korzystania z udostępnionych środków, jeśli nie jest to konieczne (w celu ograniczenia pokusy nadużycia).

Działania wspierające stabilność systemu finansowego

Inicjatywom mającym na celu niwelowanie nierównowag w strefie euro oraz poprawę pozycji konkurencyjnej jej państw członkowskich towarzyszą działania wspierające stabilność unijnego i globalnego systemu finansowego. Propozycje w tym zakresie formułowane są przede wszystkim w reakcji na globalny kryzys finansowy. Sytuacja w Grecji oraz związane z nią obawy o destabilizację systemu finansowego strefy euro dodatkowo uzasadniają jednak wprowadzane zmiany.

Kryzys finansowy unaoczniał potrzebę ściślejszej **koordynacji nadzoru nad instytucjami**

¹⁷Gotowość do współuczestniczenia w mechanizmie pomocowym wyraziły dwa kraje spoza strefy euro: Polska i Szwecja.

finansowymi w państwach UE. Brak dostatecznej współpracy krajowych instytucji ogranicza m.in. skuteczność nadzoru nad przedsiębiorstwami świadczącymi usługi finansowe w skali międzynarodowej. Proponowane zmiany opierają się na dwóch filarach.

- Pierwszy filar (ang. *micro-prudential pillar*) obejmuje **utworzenie trzech tzw. europejskich instytucji nadzorczych** (ang. *European Supervisory Authorities, ESA*), nadzorujących odpowiednio: banki, firmy ubezpieczeniowe oraz rynki finansowe. Zadaniem ESA będzie – zgodnie z założeniem Komisji Europejskiej – harmonizacja zasad funkcjonowania sektora finansowego w poszczególnych państwach członkowskich. Nie dojdzie natomiast do centralizacji kompetencji nadzorczych – odpowiedzialni za monitorowanie stabilności finansowej w poszczególnych państwach będą wciąż krajowi nadzorcy.
- Drugi filar (ang. *macro-prudential pillar*) zakłada **powołanie Europejskiej Rady ds. Ryzyka Systemowego** (ang. *European Systemic Risk Board, ESRB*), w której skład wejdą przedstawiciele banków centralnych krajów UE, przewodniczący europejskich instytucji nadzorczych (ESA) oraz przedstawiciele Komisji Europejskiej i krajowych instytucji nadzoru finansowego. Zadaniem ESRB będzie bieżąca ocena stabilności finansowej w UE oraz – jeśli okaże się to zasadne – wydawanie (a następnie wspieranie wdrożenia w krajach Unii) rekomendacji w zakresie systemu finansowego.

Zmianom w funkcjonowaniu nadzoru finansowego w UE towarzyszy wdrażanie **mechanizmu nadzoru nad agencjami ratingowymi**. Zgodnie z propozycją Komisji, kontrola nad działalnością agencji ratingowych w UE zostałaby docelowo powierzona jednej z trzech ESA – europejskiej instytucji nadzoru nad rynkiem finansowym (ang. *European Securities and Markets Authority*). Istotny wpływ ocen formułowanych przez agencje ratingowe na kierunek i skalę realokacji kapitału wymaga bowiem zagwarantowania wysokiej jakości oferowanych przez nie usług (w tym m.in. rzetelności i skrupulatności w przeprowadzaniu analiz oraz niskiej podatności na ryzyko konfliktu interesów).

Pierwsze regulacje w zakresie funkcjonowania agencji ratingowych zostały wprowadzone na mocy rozporządzenia Parlamentu i Rady z dnia 7 grudnia 2009 r. w sprawie agencji ratingowych i zaczną obowiązywać od grudnia 2010 r. Instytucje sektora finansowego (wskazane w rozporządzeniu) mogą wykorzystywać ratingi kredytowe jako punkt odniesienia dla obliczania wymogów kapitałowych, przez co ratingi mają istotny wpływ na funkcjonowanie i stabilność rynków oraz na zaufanie inwestorów. Jednocześnie, większość agencji ratingowych ma siedziby poza Unią Europejską, a ich działalność nie podlegała dotychczas prawu unijnemu. Celem rozporządzenia jest określenie zasad gwarantujących, że wszystkie ratingi wydane przez agencje zarejestrowane w UE będą miały odpowiednią jakość, a same agencje będą podlegały rygorystycznym wymogom. W tym celu w rozporządzeniu zawarto m.in. następujące zapisy:

- instytucje sektora finansowego w UE mogą do celów regulacyjnych wykorzystywać wyłącznie

ratingi kredytowe wystawiane przez agencje ratingowe z siedzibą w Unii Europejskiej i zarejestrowane zgodnie ze wskazanym rozporządzeniem,

- agencja ratingowa, pod warunkiem, że jest osobą prawną z siedzibą w UE, może wystąpić z wnioskiem o rejestrację do Komitetu Europejskich Organów Nadzoru nad Papierami Wartościowymi. Zarejestrowana agencja powinna w każdym czasie spełniać warunki pierwszej rejestracji,
- składając wniosek o rejestrację agencja zobowiązuje się zapewnić: niezależność, odpowiednią wiedzę i kompetencje analityków ratingowych, pracowników i innych osób uczestniczących w wystawianiu ratingów kredytowych oraz rygorystyczne, zapewniające kontynuację i przejrzyste metody ratingu, a także unikać konfliktów interesów,
- naruszenie warunków rozporządzenia może skutkować m.in.: wycofaniem rejestracji, nałożeniem tymczasowego zakazu wystawiania ratingów, zawieszeniem akceptowania ratingów kredytowych wystawionych przez tę agencję oraz wszczęciem postępowania karnego.

Interesującą inicjatywą na rzecz wzmocnienia stabilności systemu finansowego w skali globalnej jest **wprowadzenie antycyklicznych elementów do konstrukcji wymogów kapitałowych** wyznaczanych przez Nową Umowę Kapitałową. Pomysł ten znany jest w literaturze ekonomicznej jako propozycja Goodharta-Persauda (Goodhart i Persaud, 2008; por. też Brunnermeier i in., 2009; Persaud, 2009). Według autorów, podstawowym błędem w obowiązujących zasadach kalkulacji wymogów jest ich zależność od bieżących i przeszłych cen aktywów. Jeżeli rynek w niedostatecznym stopniu wycenia ryzyko, co ostatecznie prowadzi do boomu, ta niepoprawna percepcja przenosi się na procykliczną kalkulację wymogów kapitałowych, a nadzór finansowy – nawet jeżeli przewiduje ryzyko boomu – nie zawsze podejmuje działania, które mogłyby mu zapobiec. Goodhart i Persaud proponują system antycyklicznych buforów kapitałowych, które miałyby być gromadzone w lepszych, a wykorzystywane w gorszych momentach cyklu. Sposobem osiągnięcia tego celu byłyby zmienne w czasie wymogi kapitałowe. Ich wysokość mogłaby być uzależniona od różnicy między tempem wzrostu kredytów zgodnym z nominalnymi celami makroekonomicznymi (jak np. cel inflacyjny), ustalonym przez bank centralny i nadzór finansowy, a dynamiką aktywów banku. Szczególnym przypadkiem takiej zmienności wymogów byłaby reguła, że wymogi minimalnej adekwatności kapitałowej występują w dwóch wariantach: łagodnym na „złe” czasy i restrykcyjnym na „dobre”. Autorzy pokazują dodatkowo, że zmienność wymogów kapitałowych powinna być również funkcją niedopasowania terminów zapadalności aktywów i pasywów banku. Podkreślają, że wprowadzenie takiej zależności pozostawałoby zgodne z duchem komunikatu grupy G-20 o zmniejszeniu zależności od nadmiernie ryzykownych źródeł finansowania.

5 Podsumowanie – wnioski dla Polski

Grecki kryzys finansów publicznych uwydatnił skutki nadmiernego zadłużenia oraz unaoczniał zagrożenie wynikające z nieodpowiedzialnej polityki fiskalnej jednego państwa dla funkcjonowania całej unii walutowej. W dokumencie wskazano, iż za główną przyczynę zaistniałej sytuacji należy uznać krótkowzroczny sposób prowadzenia polityki gospodarczej przez greckie władze oraz ich niedostateczny wysiłek reformatorski. Przyjęcie przez Grecję euro miało wpływ jedynie na opóźnienie reakcji rynków finansowych na nierównowagi narastające w greckiej gospodarce, nie stanowiąc bezpośredniego czynnika sprawczego kryzysu. Nierównowagi te ukrywano przekazując do Eurostatu nieprawdziwe, zbyt optymistyczne dane statystyczne.

Za pozytywny skutek kryzysu greckiego należy uznać dostarczenie bodźca do działań zmierzających w kierunku ściślejszej integracji gospodarczej państw Unii Europejskiej. W zakresie zwiększenia dyscypliny fiskalnej działania te powinny zostać skoncentrowane w mniejszym stopniu na tworzeniu nowych reguł, a większym na zapewnieniu przestrzegania zasad już obowiązujących. Otwartym pozostaje pytanie, na ile stworzona szansa zostanie wykorzystana, a deklaracje polityczne znajdują odzwierciedlenie w obowiązujących i respektowanych w przyszłości przepisach.

Kryzys grecki oraz będące jego następstwem propozycje reform instytucjonalnych Unii Europejskiej i strefy euro mają bezpośredni wpływ na kształt polskiej drogi do euro. Warte uwzględnienia wydają się w szczególności następujące wnioski:

- Analiza genezy i przebiegu kryzysu w Grecji **nie prowadzi do istotnych zmian w bilansie netto integracji Polski ze strefą euro** przedstawionym w *Ramach Strategicznych Narodowego Planu Wprowadzenia Euro*, natomiast **podkreśla konieczność starannego przygotowania do zamiany waluty**. Szacowany bilans netto integracji jest wyraźnie dodatni zarówno w krótkim, jak i w długim okresie.
- **Wypełnianie kryteriów konwergencji musi mieć charakter trwały, a najważniejsze reformy powinny zostać przeprowadzone (a przynajmniej rozpoczęte) jeszcze przed wprowadzeniem złotego do mechanizmu ERM II.** Uczestnictwo w mechanizmie ERM II oraz związane z nim wyraźne ograniczenie swobody w stosowaniu narzędzi polityki pieniężnej i kursowej może utrudnić proces implementacji reform strukturalnych (np. prowadzących do spadku naturalnej stopy bezrobocia) oraz sprawić, że z politycznego punktu widzenia staną się one bardziej kosztowne. Zmiany mające na celu wzrost zatrudnienia generują bowiem przejściowy impuls deflacyjny, który może przyczynić się do wydłużenia okresu niższej aktywności gospodarczej. Poluzowanie polityki pieniężnej, które pozwoliłoby na szybkie osiągnięcie przez gospodarkę nowej równowagi, jest jednak w mechanizmie ERM II ograniczone z uwagi na jego wpływ na osłabienie nominalnego kursu walutowego. Nadmierne wahania nominalnego kursu walutowego groziłyby niewypełnieniem kursowego kryterium konwergencji, a przez to osłabieniem wiarygodności procesu integracji Polski ze strefą euro.

- **Staraniom o wypełnienie formalnych warunków uchylenia derogacji** (kryteriów konwergencji nominalnej oraz kryterium konwergencji prawnej) **powinny towarzyszyć działania zwiększające efektywność alternatywnych mechanizmów absorpcji wstrząsów**. Kryzys finansów publicznych ujawnił nieefektywność funkcjonowania w Grecji alternatywnych mechanizmów dostosowawczych, takich jak kanał konkurencyjności oraz kanał fiskalny. Ponadto wysoki poziom strukturalnego deficytu sektora g.g. spowodował, wraz z pogorszeniem warunków makroekonomicznych, szybki wzrost poziomu długu sektora g.g. Wprowadzenie euro w Polsce będzie wymagało rezygnacji z autonomicznej polityki monetarnej i nominalnego kursu walutowego w stosunku do euro. Szybkość reakcji gospodarki na szoki asymetryczne będzie przez to zależała przede wszystkim od elastyczności rynku produktów i rynku pracy oraz od niskiego poziomu deficytu strukturalnego, jak również racjonalnej polityki fiskalnej i skuteczności nadzoru finansowego. Utrzymaniu w ryzach wydatków sektora g.g. będzie sprzyjać wprowadzenie reguły wydatkowej, którą należy traktować jako wstęp do dalszych reform finansów publicznych mających na celu konsolidację fiskalną.
- Staraniom o wprowadzenie euro w Polsce powinna towarzyszyć świadomość, iż **kryzys grecki może przełożyć się na bardziej rygorystyczną ocenę przez instytucje unijne trwałości wypełniania kryteriów konwergencji** przez państwa z derogacją. Doświadczenie pokazało, że Grecja w momencie podejmowania przez Radę decyzji o uchyleniu derogacji nie była przygotowana do przyjęcia euro, w szczególności dopuszczając się manipulacji danymi statystycznymi. Skutkiem niedostatecznego przygotowania oraz braku reform już po przyjęciu wspólnej waluty jest obserwowany obecnie kryzys zadłużeniowy. Należy oczekiwać, że w przypadku kolejnych ocen w Raportach o konwergencji Komisja i EBC będą przykładały do trwałości wypełniania kryteriów jeszcze większą wagę niż dotychczas.
- Wprowadzeniu euro towarzyszy podwyższenie ratingów kredytowych kraju, a przez to ratingów kredytowych poszczególnych emisji obligacji skarbu państwa oraz wielu innych krajowych podmiotów gospodarczych. Wzrost ten wynika ze zwiększenia wiarygodności państwa jako pożyczkobiorcy na rynkach finansowych. W następstwie kryzysu greckiego ocena wiarygodności kredytowej dokonywana jest w większym stopniu w oparciu o sytuację fiskalną rozpatrywanej gospodarki, w odpowiednio mniejszym natomiast – jak to miało miejsce przed kryzysem – na samym fakcie przynależności do obszaru walutowego, uznawanego za stabilny. Należy tym samym oczekiwać, że **korzyści dla Polski związane z niższymi kosztami obsługi długu publicznego po przyjęciu euro będą zależały**, w większym stopniu niż to miało miejsce dotychczas, **od stanu finansów publicznych państwa i wiarygodności deklarowanego planu reform**.
- Kryzys greckich finansów publicznych doprowadził do sytuacji, w której coraz większa liczba decyzji jest podejmowana na forum krajów strefy euro, a nie wszystkich krajów Unii Europejskiej. **Przystąpienie do strefy euro zwiększy tym samym rolę Polski w podejmowaniu decyzji dotyczących przyszłości UE**.

Literatura

- Arghyrou M., Kntonikas A. (2010)**, *The EMU sovereign-debt crisis: Fundamentals, expectations and contagion*, Cardiff Economics Working Papers.
- Athanassiou P. (2009)**, *Withdrawal and expulsion from the EU and EMU:*, ECB Legal Working Papers Series, No. 10.
- Bank Rozrachunków Międzynarodowych (2010)**, *BIS Quarterly Review June 2010*.
- Barrios S., Iversen P., Lewandowska M. and Setze R. (2009)**, *Determinants of intra-euro area government bond spreads during the financial crisis*, European Commission Economic Papers 388.
- Belke A. (2010)**, *Driven by the Markets? ECB Sovereign Bond Purchases and the Securities Market Programme*, Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung.
- Blanchard O., Giavazzi F. (2002)**, *Current account deficits in the euro area: The end of the Feldstein-Horioka puzzle?*, Brookings Papers on Economic Activity, (2).
- Brunnermeier M., Crocket A., Goodhart C., Hellwig M., Persaud A., Shin H. (2009)**, *The Fundamental Principles of Financial Regulation*, Geneva Report on the World Economy.
- Burtless G. (2001)**, *The Greek Labour Market*, Greece's Economic Performance and Prospects, Bank of Greece and The Brookings Institution.
- Buti M. & Franco D. (2005)**, *Fiscal Policy in Economic and Monetary Union*.
- De Grauwe P., Moesen W. (2009)**, *Gains for All: A proposal for a common Eurobond*, CEPS Commentary, Center for European Policy Studies.
- Delpla J., von Weizsäcker J. (2010)**, *The blue bond proposal*, Bruegel Policy Brief.
- Ehrmann M., Fratzscher M., Gürkaynak R., Swanson E. (2007)**, *Convergence and anchoring of yield curves in the euro area*, EBC Working Paper Series, Nr 817.
- Europejski Bank Centralny (2000)**, *Raport konwergencji*.
- Eurostat (2004)**, *Report by Eurostat on the Revision of the Greek government deficit and debt figures*.
- Filipek A.K., Schreiber T. (2010)**, *The Stability and Growth Pact: Past Performance and Future Reforms*, College of William and Mary, Working Paper Nr 97.
- Goodhart C., Persaud A. (2008)**, *A proposal for how to avoid the next crash*, Financial Times, 31.01.2008.

- Guyon T. (2007)**, *Should we worry about current-account imbalances in a monetary union?*, Tresor-Economics, 20.
- von Hagen J. (2010)**, *The Sustainability of Public Finances and Fiscal Policy Coordination in the EMU*, CASE Network Studies & Analyses Ner 412.
- Hankel W., Hauskrecht A., Stuart B. (2010)**, *The Euro-Project at Risk*, Munich Personal RePEc Archive Nr 23750.
- Holinski N., Clemens Kool C., Muysken J. (2010)**, *Origins of persistent macroeconomic imbalances in the Euro area*, Utrecht School of Economics, Tjalling C. Koopmans Research Institute, Discussion Paper Series 10-12.
- Holm-Hadulla F., Kamath K., Lamo A., Pérez J.J., Schuknecht L. (2010)**, *Public Wages in the Euro Area. Towards securing stability and competitiveness*, EBC Occasional Paper Series Nr 112.
- Jaumotte F., Sodsriwiboon P. (2010)**, *Current Account Imbalances in the Southern Euro Area*, IMF Working Paper.
- Karnowski J. (2006)**, *Polityka gospodarcza Hiszpanii, Portugalii i Grecji w drodze do Unii Gospodarczej i Walutowej. Analiza doświadczeń na tle teorii.*, Materiały i Studia, 199.
- Komisja Europejska (1998)**, *Raport o konwergencji*.
- Komisja Europejska (2000)**, *Raport o konwergencji*.
- Komisja Europejska (2005)**, *Zalecenie z dnia 25 maja 2005 r. w sprawie niezależności, wiarygodności i odpowiedzialności krajowych i wspólnotowych organów statystycznych*, COM(2005) 217 wersja ostateczna.
- Komisja Europejska (2010a)**, *The Economic Adjustment Programme for Greece*, Occasional Paper 61.
- Komisja Europejska (2010b)**, *The Economic Adjustment Programme for Greece. First review - summer 2010*, Occasional Paper 68.
- Komisja Europejska (2010c)**, *Enhancing economic policy coordination for stability, growth and jobs ? Tools for stronger EU economic governance*.
- Komisja Europejska (2010d)**, *Proposal for a Council Directive on requirements for budgetary frameworks of the Member States*, COM(2010) 523.
- Komisja Europejska (2010e)**, *Proposal for a Council Regulation amending Regulation (EC) No 1467/97 on speeding up and clarifying the implementation of the excessive deficit procedure*, COM(2010) 522 final.

- Komisja Europejska (2010f)**, *Proposal for a Regulation amending Regulation (EC) No 1466/97 on the strengthening of the surveillance of budgetary positions and the surveillance and coordination of economic policies*, COM(2010) 526 final.
- Komisja Europejska (2010g)**, *Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on the prevention and correction of macroeconomic imbalances*, COM(2010)527 final.
- Komisja Europejska (2010h)**, *Proposal for a Regulation on enforcement measures to correct excessive macroeconomic imbalances in the euro area*, COM(2010) 525 final.
- Komisja Europejska (2010i)**, *Proposal for a Regulation on the effective enforcement of budgetary surveillance in the euro area*, COM(2010) 524 final.
- Komisja Europejska (2010j)**, *Reinforcing economic policy coordination*.
- Kumar K., Rajan R., Zingales L. (1999)**, *What Determines Firm Size?*, NBER Working Paper No. 7208.
- Lutz M. (2002)**, *Greece: Selected Issue - An Overview of Pension Reform*, IMF Country Report No. 02/58.
- Marzinotto B., Pisani-Ferry J., Sapir A. (2010)**, *Two crises, two responses*, Bruegel Policy Brief.
- Ministerstwo Finansów (2010)**, *Ramy Strategiczne Narodowego Planu Wprowadzenia Euro*.
- Narodowy Bank Polski (2009)**, *Raport na temat pełnego uczestnictwa Rzeczypospolitej Polskiej w trzecim etapie Unii Gospodarczej i Walutowej*, www.nbp.pl.
- OECD (2007)**, *OECD Economic Surveys: Greece*.
- Parlament Europejski i Rada (2008)**, *Decyzja Parlamentu Europejskiego i Rady Nr 235/2008/WE z dnia 11 marca 2008 r. ustanawiająca Europejską Radę Konsultacyjną ds. Zarządzania Statystyką*.
- Persaud A. (2009)**, *Macro-Prudential Regulation*, The World Bank Public Policy Journals, Crisis Response Policy Briefs, <http://rru.worldbank.org/PublicPolicyJournal/>.
- Pisani-Ferry J. (2010)**, *Euro-area governance: What went wrong? How to repair it?*, Bruegel Policy Contribution.
- Rozkrut M., Woreta R. (2005)**, *Sukcesy i porażki Grecji na drodze do strefy euro. Wnioski dla nowych krajów UE*, Materiały i Studia, 188.
- Vamvakidis A. (2003)**, *The convergence experience of the Greek economy in the EU: lessons for EU accession countries*, National Bank of Poland conference "Successes and failures in real convergence".

Wykres 12: Działania greckiego rządu na lata 2010-2014

2010	mln EUR	% PKB
DOCHODY		
Wzrost stawek podatku VAT	800	0,3
Wzrostu akcyzy na paliwa	200	0,1
Wzrostu akcyzy na papierosy	200	0,1
Wzrostu akcyzy na alkohol	50	0
WYDATKI		
Redukcja funduszu płac poprzez redukcję premii świątecznych, dodatków	1100	
Zużycie pośrednie	700	0,3
Redukcja emerytur (najwyższych)	350	0,1
Zniesienie zasiłku z ang. <i>solidarity allowance</i>	400	0,2
Redukcja emerytur poprzez redukcję premii świątecznych	1500	0,6
Redukcja inwestycji publicznych	500	0,2
SUMA	5575	2,4

2011	mln EUR	% PKB
Kontynuacja działań z poprzedniego roku		1,1
Wzrost stawek podatku VAT	1000	0,4
Wzrostu akcyzy na paliwa	250	0,1
Wzrostu akcyzy na papierosy	300	0,1
Wzrostu akcyzy na alkohol	50	0
Redukcja funduszu płac poprzez redukcję premii świątecznych, dodatków	400	0,2
Redukcja funduszu płac poprzez redukcję premii świątecznych, dodatków	500	0,2
DOCHODY		
Podatek od niezarejestrowanych firm	800	0,4
Podatek od dóbr luksusowych	100	0
"Książka przychodów"	50	0
Oplaty od gier hazardowych	200	0,1
Zezwolenia na gry hazardowe	500	0,2
Specjalna opłata od zyskowych firm	600	0,3
Opłata od nielegalnych budynków	500	0,2
VAT-zmiany w podkategoriach i rozszerzenie bazy	1000	0,4
Podatek ekologiczny	300	0,1
Zmiany w zakresie ordynacji podatkowej (ang. <i>presumptive taxation</i>)	400	0,2
Wzrost wartości prawnej nieruchomości	400	0,2
Opodatkowania wynagrodzenia w naturze (samochody)	150	0,1
WYDATKI		
Zużycie pośrednie	300	0,1
Oszczędności wynikające z wprowadzenia jednolitych płac w sektorze publicznym	100	0
Zamrożenie emerytur	100	0
Oszczędności z "planu Kalikratesa"	500	0,2
Redukcja emerytur (najwyższych)	150	0,1
Zmniejszenie inwestycji publicznych	500	0,2
SUMA	9150	4,1

2012	mln EUR	% PKB
DOCHODY		
Akcyza na napoje bezalkoholowe	300	0,1
Oplaty od gier hazardowych	225	0,1
Zezwolenia na gry hazardowe	400	0,2
Poszerzenie bazy podatkowej VAT	300	0,1
Zmiany w zakresie ordynacji podatkowej (ang. <i>presumptive taxation</i>)	100	0
Wzrost wartości prawnej nieruchomości	200	0,1
WYDATKI		
Zmniejszenie zatrudnienia w sektorze publicznym	600	0,3
Weryfikacja celowości zasiłku dla bezrobotnych	500	0,2
Zamrożenie emerytur	250	0,1
Oszczędności z "planu Kalikratesa"	500	0,2
Redukcja transferów dla jednostek publicznych	800	0,4
Zmniejszenie inwestycji publicznych	500	0,2
Pozostałe redukcje w wydatkach operacyjnych	900	0,4
SUMA	5575	2,4

2013	mln EUR	% PKB
DOCHODY		
Zmiany w zakresie ordynacji podatkowej (ang. <i>presumptive taxation</i>)	100	0
Zezwolenia na gry hazardowe	-725	-0,3
WYDATKI		
Zmniejszenie zatrudnienia w sektorze publicznym	500	0,2
Zamrożenie emerytur	200	0,1
Oszczędności z "planu Kalikratesa"	500	0,2
Niewyszczególnione działania	4200	1,8
SUMA	4775	2

2014	mln EUR	% PKB
DZIAŁANIA TYMCZASOWE		
Specjalne opłaty ponoszone od zysków firm	-600	-0,2
Oplaty od nielegalnych budynków	-450	-0,2
Niewyszczególnione działania	5750	2,4
SUMA	4700	1,9
SUMA DZIAŁAŃ 2010-2014	30000	13