

URSZULA KOSTERNA

*Kryzys obszaru jednowalutowego – potrzeba nowych ram
instytucjonalnych narodowej polityki fiskalnej*

The single-currency area crisis – the need for a new institutional
framework of national fiscal policy

Abstrakt: Kryzys w strefie euro ma związek z globalnym kryzysem finansowym, w trakcie którego doszło do dramatycznego pogorszenia stanu finansów publicznych państw członkowskich. Nastąpiło zróżnicowanie warunków finansowania ich potrzeb pożyczkowych z żądaniem wysokiej premii za ryzyko inwestycji w obligacje państw o niestabilnych finansach publicznych, szczególnie Grecji. Niemożność rynkowego finansowania greckiego długu publicznego, perspektywa bankructwa tego państwa i obawy przed przeniesieniem się kryzysu na inne gospodarki spowodowały przyjęcie przez UE antykryzysowego mechanizmu pomocowego. Jakkolwiek może on chwilowo ustabilizować rynki, to w dłuższym okresie warunkiem przetrwania wspólnej waluty jest stworzenie nowych ram instytucjonalnych narodowej polityki fiskalnej, zapewniających skuteczniejsze jej dyscyplinowanie.

FINANSE PUBLICZNE W TRAKCIE KRYZYSU FINANSOWEGO

Public finances during the financial crisis

Sfera finansów publicznych państw członkowskich UE jest przedmiotem szczególnych regulacji nakierowanych na zapewnienie stabilności obszaru jednowalutowego. Zawarto je pierwotnie w Traktacie ustanawiającym Wspólnotę Europejską – obecnie Traktat o funkcjonowaniu Unii Europejskiej¹ (fiskalne kryteria zbieżności kwalifikujące do

¹ Traktat z Lizbony zmieniający Traktat o Unii Europejskiej i Traktat ustanawiający Wspólnotę Europejską podpisany w Lizbonie 13 grudnia 2007 r. (Dziennik Urzędowy UE C 306 z 17 grudnia 2007 r.), który wszedł

pełnego członkostwa w UGW), następnie rozwiniętych w przyjętym w 1997 r. i istotnie rozluźnionym w 2005 r. Pakcie Stabilności i Wzrostu. Pakt zobowiązuje państwa członkowskie do osiągnięcia w perspektywie średnioterminowej sytuacji bliskiej równowagi budżetu bądź nadwyżki budżetowej, co ma umożliwić działanie automatycznych stabilizatorów koniunktury oraz otworzyć pole do stosowania dyskrecjonalnych narzędzi polityki fiskalnej dla podtrzymania wzrostu gospodarczego bez ryzyka przekroczenia przez deficyt wielkości 3% PKB.

Dane zawarte w tab. 1 dowodzą nieskuteczności Paktu jako mechanizmu dyscyplinowania polityki fiskalnej – po okresie trwającej od 2004 r. dobrej koniunktury w 2007 r. w 8 na 16 państw strefy euro występował deficyt budżetowy. Łączne saldo budżetu państwa w strefie euro było także ujemne, stanowiąc 0,6% PKB tego obszaru. Łączna wielkość długu publicznego (66,0% PKB) przekroczyła wartość referencyjną, a przekroczenie tej wartości zanotowano w 7 państwach.

Tab. 1. Deficyt budżetowy i dług publiczny w państwach strefy euro (% PKB)
Government budget deficit and public debt in the euro area (% of GDP)

	Deficyt budżetowy 2007	Deficyt budżetowy 2009	Deficyt budżetowy 2010*	Dług publiczny 2007	Dług publiczny 2009	Dług publiczny 2010*
Austria	-0,4	-3,4	-5,5	59,5	66,5	73,9
Belgia	-0,2	-6,0	-5,8	84,2	96,7	101,2
Cypr	+3,4	-6,1	-5,7	58,3	56,2	58,6
Finlandia	+5,2	-2,2	-4,5	35,2	44,0	47,4
Francja	-2,7	-7,5	-8,2	63,8	77,6	82,5
Grecja	-5,1	-13,6	-12,2	95,7	115,1	124,9
Hiszpania	+1,9	-11,2	-10,1	36,2	53,2	66,3
Holandia	+0,2	-5,3	-6,1	45,5	60,9	65,6
Irlandia	+0,1	-14,3	-14,7	25,0	64,0	82,9
Luksemburg	+3,6	-0,7	-4,2	6,7	14,5	16,4
Malta	-2,2	-3,8	-4,4	61,9	69,1	70,9
Niemcy	+0,2	-3,3	-5,0	65,0	73,2	76,7
Portugalia	-2,6	-9,4	-8,0	63,6	76,8	84,6

w życie 1 grudnia 2009 r. stanowi w art. 2 ust. 1: „Traktat ustanawiający Wspólnotę Europejską” zostaje przemianowany na „Traktat o funkcjonowaniu Unii Europejskiej”, zaś w art. 5 i Załączniku: „Artykuły, sekcje, rozdziały, tytuły oraz części Traktatu o Unii Europejskiej oraz Traktatu o funkcjonowaniu Unii Europejskiej otrzymują nowe oznaczenia”.

Słowacja	-1,9	-6,8	-6,0	29,3	35,7	39,2
Słowenia	0,0	-5,5	-7,0	23,4	35,9	42,8
Włochy	-1,5	-5,3	-5,3	103,5	115,8	116,7
Strefa euro-16	-0,6	-6,3	-6,9	66,0	78,7	84,0
UE-27	-0,8	-6,8	-7,5	58,8	73,6	79,3

* prognoza

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: Eurostat, *Provision of deficit and debt data for 2009 – first notification*, Newsrelease, 55/2010, 22 April 2010 (lata 2007 i 2009) oraz: European Commission, *Statistical Annex of European Economy*, Autumn, ECFIN/REP/51795/2009-EN, s. 176–177 i 180–181 (prognoza na 2010 r.)

Kryzys gospodarczy dramatycznie zmienił sytuację finansów publicznych. Według Komisji Europejskiej łączny deficyt budżetowy państw strefy euro w relacji do ich PKB wyniósł w 2009 r. 6,3%, w 2010 r. prognozowany jest na 6,9%. Powiększenie się deficytu jest wynikiem negatywnego wpływu czynnika cyklicznego oraz działań dyskrecyjnych – pakietów ratunkowych wspierających instytucje zarówno rynku finansowego, jak i sfery realnej. Wzrost ten stanowił 1,1% PKB państw strefy euro w 2009 r. i prognozowany jest na 0,8% PKB w 2010 r.²

Wyższy deficyt budżetowy oraz konieczność sfinansowania nieujmowanych w budżecie kosztów dokapitalizowania banków, gwarancji i poręczeń państwowych czy preferencyjnych pożyczek dla sektora prywatnego powodują skokowy wzrost wielkości długu publicznego i jego relacji do kurczącego się PKB³ – dług publiczny stanowił w strefie euro 78,7% PKB w 2009 r. i prognozowany jest na 84,0% PKB w 2010 r. Relacja długu publicznego do PKB w 2010 r. ma być wyższa od wartości referencyjnej w 11 państwach.

Przekroczenie fiskalnych wartości referencyjnych nie jest generalnie uznawane za naruszenie postanowień Paktu Stabilności i Wzrostu – usprawiedliwieniem deficytów jest „poważne załamanie koniunktury”. Elastyczność w stosowaniu postanowień Paktu jest konieczna zważywszy na fakt, że na koniec 2009 r. jedynie Cypr, Finlandia i Luksemburg nie były objęte procedurą nadmiernego deficytu. Jednak w przypadku kilku państw strefy euro obecny stan finansów publicznych rodzi pytanie o możliwość i horyzont czasowy dokonania skutecznej konsolidacji fiskalnej, zagrażając jednocześnie stabilności całego obszaru jednowalutowego. Dotyczy to Grecji, Portugalii i Hiszpanii, ale także Irlandii i Włoch. W szczególności sytuacja Grecji powoduje, że hipotetyczne w czasie konstruowania UGW ryzyko niewypłacalności państwa członkowskiego stało się realną możliwością.

² Najsilniejszy bodziec fiskalny w 2009 r. zastosowała Hiszpania (2,3% PKB), Austria (1,8% PKB), Finlandia (1,7% PKB), Malta (1,6% PKB) i Niemcy (1,4% PKB) – zob. European Commission, *Public finances in EMU 2009*, „European Economy” 2009, nr 5, s. 13–21.

³ Według najnowszych danych (kwiecień 2010) PKB w strefie euro obniżył się w 2009 r. o 4,0%.

NOWE WARUNKI FINANSOWANIA ZADŁUŻENIA PUBLICZNEGO
– RYNKOWY MECHANIZM DYSCIPLINOWANIA POLITYKI FISKALNEJ

New conditions of public debt financing
– the market mechanism disciplining fiscal policy

Do wybuchu kryzysu finansowego wydawało się, że względnie jednakowe warunki finansowania gospodarek obszaru jednawalutowego stanowią immanentną cechę jednolitego rynku finansowego związaną między innymi z faktem, że w operacjach refinansujących Europejskiego Banku Centralnego obligacje emitowane przez państwa członkowskie UGW traktowane są równorzędnie⁴. Inaczej mówiąc, w obszarze jednawalutowym nie było reakcji rynków na brak dyscypliny budżetowej w danym państwie. Przewidywania co do takiego funkcjonowania rynku wewnętrznego po wprowadzeniu wspólnej waluty były jedną z przyczyn przyjęcia regulacji stanowiących ramy dla narodowej polityki fiskalnej w UGW.

Wyróżnikiem obecnego kryzysu jest zróżnicowanie dochodowości papierów wartościowych poszczególnych państw strefy euro. W tab. 2 ujęto średniomiesięczną dochodowość (przed opodatkowaniem) długoterminowych (dziesięcioletnich) obligacji rządów szczebla centralnego na rynku wtórnym.

Tab. 2. Średniomiesięczna dochodowość długoterminowych obligacji skarbowych
Long term government bond yields; monthly average

	Dochodowość (%)					Marża w stosunku do obligacji niemieckich (pp)				
	04. 2008	12. 2008	03. 2009	12. 2009	03. 2010	04. 2008	12. 2008	03. 2009	12. 2009	03. 2010
Niemcy	4,04	3,05	3,02	3,14	3,10	0	0	0	0	0
Austria	4,22	3,74	4,01	3,29	3,04	0,18	0,69	0,99	0,15	-0,06
Belgia	4,37	3,87	4,03	3,61	3,62	0,33	0,82	1,01	0,47	0,52
Cypr	4,60	4,60	4,60	4,60	4,60	0,56	1,55	1,58	1,46	1,50
Finlandia	4,22	3,72	3,81	3,46	3,26	0,18	0,67	0,79	0,32	0,16
Francja	4,27	3,54	3,65	3,48	3,43	0,23	0,49	0,63	0,34	0,33
Grecja	4,54	5,07	5,87	5,49	6,24	0,50	2,02	2,85	2,35	3,14
Hiszpania	4,32	3,86	4,06	3,81	3,83	0,28	0,81	1,04	0,67	0,73
Holandia	4,21	3,65	3,66	3,44	3,37	0,17	0,60	0,64	0,30	0,27
Irlandia	4,44	4,57	5,76	4,88	4,54	0,40	1,52	2,74	1,74	1,44

⁴ Zob.: European Central Bank, *The implementation of monetary policy in the Euro Area*, Frankfurt am Main, November 2008, s. 14–19 i 34–58.

Luksemburg	4,55	4,17	4,30	3,80	3,60	0,51	1,12	1,28	0,66	0,50
Malta	4,77	4,17	4,58	4,41	4,33	0,73	1,12	1,56	1,27	1,23
Portugalia	4,52	4,00	4,68	3,91	4,31	0,48	0,95	1,66	0,77	1,21
Słowacja	4,46	4,72	4,71	4,12	4,00	0,42	1,67	1,69	0,98	0,90
Słowenia	4,47	4,56	4,71	3,91	3,94	0,43	1,51	1,69	0,77	0,84
Włochy	4,53	4,47	4,46	4,01	3,94	0,49	1,42	1,44	0,87	0,84
Strefa euro*	4,28	3,72	3,83	3,65	-	0,24	0,67	0,81	0,51	-

*2008 – UE 15, 2009 – UE 16.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: Eurostat.

W okresie 1999 r. – połowa 2007 r. średnia marża (*spread*) dochodowości obligacji skarbowych w stosunku do dochodowości (stanowiących *benchmark*) dziesięcioletnich niemieckich obligacji Bund wynosiła 18 punktów bazowych, w kwietniu 2008 r. 24 punkty bazowe, zaś w grudniu 2008 r. już 67 punktów bazowych. Największa średnia marża zanotowana była wiosną 2009 r. (w marcu wyniosła 81 punktów bazowych), po czym rozpoczął się proces zawężania przeciętnego *spreadu* – w grudniu 2009 r. wynosił on 51 punktów bazowych, wciąż zdecydowanie więcej niż w okresie przedkryzysowym.

Jednocześnie wyraźnie wzmożyły się różnice dochodowości obligacji emitowanych przez poszczególne państwa. O ile w kwietniu 2008 r. w grupie „starych” członków UGW *spread* nie przekraczał 50 punktów bazowych, to w marcu 2009 r. osiągnął poziom 285 punktów dla Grecji i 274 punktów dla Irlandii⁵. Interesujące jest na tym tle pytanie o przyczyny takiego zróżnicowania.

Kwestia zróżnicowania dochodowości skarbowych papierów wartościowych może być rozpatrywana w trzech powiązanych ze sobą ujęciach uwzględniających⁶:

- ryzyko kredytowe, obejmujące ryzyko niewypłacalności emitenta, ryzyko obniżenia jego ratingu, a także ryzyko spadku wartości rynkowej obligacji pod wpływem wzrostu marży kredytowej. Trwający kryzys finansowy wpłynął na wszystkie aspekty ryzyka kredytowego poprzez pogorszenie stanu finansów publicznych państw członkowskich w rezultacie zastosowania dyskrejonnych pakietów ratunkowych w połączeniu z działaniem automatycznych stabilizatorów koniunktury. Warto dodać, że na dokonywaną przez inwestorów ocenę wiarygodności kredytowej wpływa zarówno rzeczywisty, jak i przewidywany stan finansów publicznych. Oznacza, że także te elementy pakietów ratunkowych, które nie skutkują zmianami bilansu budżetu (jak np. objęcie przez państwo udziałów kapitałowych w instytucjach finansowych czy nabycie od nich aktywów) są

⁵ Marża dochodowości w stosunku do obligacji niemieckich była niższa od 80 punktów bazowych jedynie w przypadku obligacji fińskich, francuskich i holenderskich.

⁶ Zob.: S. Barrios, P. Iversen, M. Lewandowska, R. Setzer, *Determinants of intra-euro area government bond spreads during the financial crisis*, „European Economy Economic Papers” 2009, No. 388, November oraz L. Codogno, C. Favero, A. Missale, *Yield spreads on EMU government bonds*, „Economic Policy” 2003, October.

postrzegane jako działania potencjalnie powiększające przyszły dług publiczny, a zatem powiększające ryzyko kredytowe;

- ryzyko płynności. Płynne rynki umożliwiają dokonanie wyceny portfela oraz zawarcie transakcji w każdym momencie; płynność rynku określona jest jego głębokością (wartość zleceń kupna i sprzedaży) oraz szerokością (ilość takich zleceń). Na płynność rynku obligacji wywiera wpływ skala ich emisji a także istnienie płynnego rynku transakcji futures o charakterze zabezpieczającym. W tym aspekcie obligacje niemieckie wykazują zasadniczą przewagę nad obligacjami innych państw strefy euro.

Ryzyko kredytowe i ryzyko płynności są ze sobą powiązane – z jednej strony wzrost podaży skarbowych papierów wartościowych wpływa na wzrost płynności rynku, z drugiej jednak jest wyrazem nierównowagi bilansu budżetu i rosnącego długu publicznego, co zwiększa skalę ryzyka kredytowego;

- zmiany skłonności/niechęci inwestorów do podejmowania ryzyka, następujące pod wpływem zmian ogólnego klimatu ekonomicznego. Pogorszenie się tego klimatu i wzrost niepewności skutkują większą awersją wobec ryzyka i jego odmienną wyceną. Bardziej preferowane stają się płynne papiery wartościowe emitowane przez rządy wiarygodne kredytowo. W efekcie dostosowań struktury portfela aktywów do stanu nowej pożądanej równowagi rośnie premia za ryzyko (kredytowe i płynności), co różnicuje dochodowość obligacji emitowanych przez poszczególne państwa.

Dostosowania struktury portfela aktywów w sytuacji wzrostu awersji do podejmowania ryzyka wzmacniają skutki zmian postrzegania przez inwestorów ryzyka kredytowego i ryzyka płynności. Dostosowania te mają wówczas charakter kierowania się do „bezpiecznej przystani” („*flight-to-safety*” flows), bezpiecznej w aspekcie jakości aktywów („*flight-to-quality*”) i ich płynności („*flight-to-liquidity*”). W strefie euro taką „bezpieczną przystanią” jest rynek niemieckich skarbowych papierów wartościowych, ocenianych jako wolne od ryzyka kredytowego (*default-free*) oraz najbardziej płynne.

Silny wzrost zróżnicowania dochodowości obligacji skarbowych państw strefy euro mający miejsce od jesieni 2008 r. był konsekwencją nierównomiernego wzrostu postrzeganego przez inwestorów ryzyka (kredytowego i płynności) związanego z posiadaniem walorów poszczególnych państw. Czynnikiem wzmacniającym to zróżnicowanie była zwiększona awersja wobec ryzyka, wynikająca z pogarszających się globalnych prognoz makroekonomicznych.

Najwyższe różnice dochodowości zanotowano wiosną 2009 r. po czym, wraz ze stopniową poprawą perspektyw finansowych następowało uspokajanie się rynków i zawężanie spreadów, trwające do zapoczątkowania kryzysu greckiego.

Złagodzenie w 2005 r. postanowień Paktu Stabilności i Wzrostu⁷ wzbudziło dyskusję na temat umożliwienia rynkom finansowym pełnienia funkcji dyscyplinowania naro-

⁷ W. H. Buiter ogłosił wręcz „śmierć Paktu” stwierdzając jednocześnie, że jego konstrukcja (zarówno przed, jak i po reformie) jest z gruntu wadliwa – odnosi się (nieefektywnie) do kwestii stabilności fiskalnej i makroekonomicznej poszczególnych państw członkowskich, co powinno być domeną decyzji podejmowanych w tych państwach, nie odnosi się natomiast do stanu finansów publicznych w całości obszaru Unii, nie przyczynia się do koordynacji narodowych polityk fiskalnych ani do optymalizacji charakteru policy-mix realizowanej w tym

dowej polityki fiskalnej państw członkowskich. Proponowane rozwiązania dotyczyły przede wszystkim zmiany kryteriów kwalifikowalności aktywów przyjmowanych jako zabezpieczenia w operacjach kredytowych Eurosystemu tak, aby różnicować obligacje skarbowe emitowane przez państwa o niestabilnych i stabilnych finansach publicznych⁸, bądź wykluczenia wszystkich aktywów reprezentujących dług publiczny z kategorii aktywów kwalifikowalnych⁹ ze zwiększeniem znaczenia aktywów sektora prywatnego oraz certyfikatów depozytowych emitowanych przez EBC i narodowe banki centralne¹⁰.

Zanim doszło do realizacji tych postulatów rynki finansowe zaczęły pełnić funkcję dyscyplinującą narodową politykę fiskalną członków UGW. Oznacza to, że „jazda na gapę” państw nieprzestrzegających dyscypliny finansów publicznych przestała być możliwa. Po dziesięciu latach od wprowadzenia euro rynki obligacji zaczęły odnotowywać różnice ryzyka instrumentów emitowanych przez poszczególne państwa strefy euro¹¹.

KRYZYS FINANSÓW PUBLICZNYCH W GRECJI

Greece's public finance crisis

Po przejściu władzy w Grecji w grudniu 2009 r. przez socjalistyczny rząd Jorgosa Papandreu nowy premier ogłosił, że deficyt budżetowy, zamiast 3,7%, wynosi 12,7% PKB. Informacja ta spowodowała reakcję rynków finansowych w postaci wzrostu żądanej premii za ryzyko inwestycji w greckie skarbowe papiery wartościowe. Na początku 2010 r. wielkość deficytu skorygowano do 12,9% PKB. W obawie przed zaistnieniem niewypłacalności Grecji, wchodzącej w pułapkę zadłużenia, w lutym 2010 r. przywódcy UE uzgodnili konieczność podjęcia „zdecydowanych i skoordynowanych” działań pomocowych. 25 marca wstępnie określono warunki takiej pomocy – państwa strefy euro miałyby pożyczyć Grecji 30 mld euro, przy oprocentowaniu ok. 5% (niższym od rynkowego). Dodatkową pomocą byłaby pożyczka z MFW, w wysokości 10–15 mld euro. Koordynacją pożyczek kierowałaby Komisja Europejska, zaś warunkiem uruchomienia pakietu pomocowego miałyby być zasadnicze reformy strukturalne (program oszczędnościowy) gospodarki greckiej. Parlament grecki musiałby zaakceptować plan

obszarze, gdzie podejście ponadnarodowe byłoby pożądane. Zob.: W. H. Buiter, *The 'Sense and Nonsense of Maastricht' revisited: What have we learnt about stabilization in EMU?*, „Journal of Common Market Studies” 2006, Vol. 44, No. 4, November, s. 687–710.

⁸ W. H. Buiter, A. Sibert, *How the Eurosystem's treatment of collateral in its open market operations weakens fiscal discipline in the Eurozone (and what to do about it)*, „Centre for Economic Policy Research Discussion Paper” 2006, No 5387.

⁹ W 2007 r. zadłużenie instytucji rządowych i samorządowych stanowiło 49% ogólnej wartości zabezpieczeń kwalifikowalnych.

¹⁰ Ch. Wyplosz, *Financial markets should be given a chance of replacing the Stability Pact*, „Handelsblatt” 2005, 20 May.

¹¹ Stąd zresztą pojawiła się w styczniu 2009 r. koncepcja emitowania wspólnych euroobligacji przez państwa strefy euro. Przeciwno niej zaprotestowała m. in. Polska, jednak głównymi oponentami były Niemcy, pragnące dyskutować wyższą wiarygodność ich papierów skarbowych niż obligacji rządu włoskiego czy greckiego; zob. W. Münchau, *The benefits of a single European bond*, „Financial Times” 2009, 26.01.

oszczędnościowy, zaś narodowe parlamenty państw strefy euro poprzeć pakiet pomocowy. 11 kwietnia ministrowie finansów ostatecznie uzgodnili warunki pomocowe.

22 kwietnia 2010 r. Eurostat opublikował dane dotyczące sytuacji budżetowej w państwach członkowskich UE. Po raz kolejny okazało się, że deficyt grecki był wyższy niż deklarowany przez władze tego kraju – w 2009 r. wyniósł on co najmniej 13,6% PKB. Jednocześnie Eurostat wyraził zastrzeżenia co do jakości danych deklarowanych przez Grecję, zapowiadając dalszą ich rewizję. Oprocentowanie 10-letnich obligacji greckich przekroczyło 8,5%, wynosząc prawie trzykrotnie więcej niż oprocentowanie obligacji niemieckich. Rentowność obligacji dwuletnich przekroczyła 10,2%, zbliżając się do poziomu krajów Trzeciego Świata. W tym samym dniu agencja ratingowa Moody's obniżyła ocenę wiarygodności kredytowej Grecji z A2 do A3; poprzednie obniżenie ratingu, z A1 do A2, miało miejsce 22 grudnia 2009 r.¹²

23 kwietnia rząd Grecji zwrócił się z oficjalną prośbą o uruchomienie pomocy finansowej. Premier Papandreu w wystąpieniu telewizyjnym oświadczył: „Czas na reformy, jakiego nie dostaliśmy od rynków finansowych, dostaniemy dzięki wsparciu strefy euro”, mówiąc także o „nowej odysei” dla Grecji i greckiego narodu¹³. Prośba o uruchomienie mechanizmu pomocowego uspokoiła nieco rynki, jednak wątpliwości co do poparcia pakietu przez państwa strefy euro¹⁴ spowodowały, że 27 kwietnia koszty greckich długów osiągnęły nowy rekordowy poziom. Różnica w rentowności 10-letnich obligacji Grecji i Niemiec wyniosła 687 punktów bazowych. Dzień później różnica ta przekroczyła 1000 punktów, na co miał też wpływ fakt, że 27 kwietnia agencja ratingowa Standard & Poor's obniżyła ocenę wiarygodności kredytowej Grecji aż o trzy poziomy - do BB+, z perspektywą negatywną, nadając greckim obligacjom tzw. status śmieciowy¹⁵. W tym samym dniu rating Portugalii obniżono z A+ do A-, z perspektywą negatywną. 28 kwietnia rating Hiszpanii obniżono z AA+ do AA, z perspektywą negatywną. Dotychczas (do 10 maja 2010) nie zmieniono oceny wiarygodności Włoch (A+) i Irlandii (AA).

28 kwietnia pojawiły się informacje o przygotowywanym pakiecie ratunkowym – miałyby on wynieść nawet 120 mld euro. W tym dniu za greckie obligacje dwuletnie inwestorzy żądali nawet prawie 19% w skali roku, co wykluczało możliwość rynkowego finansowania długu tego państwa. 29 kwietnia 2010 r. premier Papandreu wezwał Greków do zaciskania pasa wobec kryzysu, w jakim znalazł się kraj wskutek „korupcji,

¹² Agencja Moody's w trakcie obecnego kryzysu finansowego obniżyła także rating Irlandii (2 lipca 2009 r., z Aaa, z perspektywą negatywną, do Aa1, z perspektywą negatywną). Nie zmienił się dotychczas (do 10 maja 2009 r.) rating Portugalii Aa2, perspektywa negatywna oraz Włoch Aa2, stabilny. Najwyższy rating Aaa, stabilny, utrzymała Hiszpania. Agencja Fitch obniżyła wiarygodność kredytową Grecji z A- do BBB+ 8 grudnia 2009 r., następnie do BBB- z perspektywą negatywną, 9 kwietnia 2010 r. Rating Portugalii, w związku z pogłębiającym się kryzysem finansów publicznych, obniżono 24 marca 2010 z AA na AA- do tego samego poziomu co Irlandii i Włoch). Hiszpania utrzymuje (do 10 maja 2010 r.) najwyższą ocenę Fitch AAA.

¹³ H. Kozieł, *Grecja prosi o pomoc, ale to nie koniec jej kłopotów*, „Rzeczpospolita”, 24–25.04.2010.

¹⁴ Większość Niemców była przeciwna pomocy. „Bild” w nagłówku z 27.04.2010 r. pytał: „Dlaczego mamy płacić za luksusowe emerytury Greków?”

¹⁵ Jednocześnie agencja S&P oceniła, że w przypadku ogłoszenia niewypłacalności i restrukturyzacji długu Grecji *recovery rate* wyniosłaby 30–50% co oznacza, że posiadacze obligacji greckich mogliby odzyskać 30–50% zainwestowanego kapitału.

klientelizmu i marnotrawstwa”. Zaapelował, by uzdrowić finanse publiczne. Wymagany przez MFW i UE trzyletni program oszczędnościowy przewidywałby cięcia budżetowe, zamrożenie płac i ograniczenie zatrudnienia w sektorze publicznym, likwidację 13. i 14. pensji, podwyższenie średniego wieku emerytalnego z 53 do 67 lat, zamrożenie emerytur, dodatkową podwyżkę podatku VAT (który w marcu został podniesiony o 2 punkty - do 21%) oraz wzrost akcyzy na paliwo, papierosy i alkohol. Deficyt budżetowy w wysokości 13,6% PKB w 2009 r. miałby być obniżony do 2,9% PKB w 2013 r.

W następstwie perspektywy realizacji programu oszczędnościowego i planu pomocowego 29 kwietnia rentowność greckich obligacji dwuletnich obniżyła się do 12,5%.

W ciągu weekendu 1–2 maja zakończone zostały negocjacje Grecji w sprawie pomocy finansowej. Na posiedzeniu ministrów finansów strefy euro w Brukseli zapadła decyzja o przyznaniu 110 mld euro do 2012 r. Członkowie strefy euro mają zapewnić 80 mld euro¹⁶, w tym 30 mld euro w 2010 r., 30 mld euro ma pochodzić z MFW. Grecki plan, zaakceptowany przez EBC i MFW, zakłada oszczędności budżetowe w wysokości 34,5 mld euro w ciągu trzech lat oraz spadek deficytu budżetowego w 2010 r. do 8,1% PKB. Poniżej poziomu 3% PKB deficyt ma jednak spaść dopiero w 2014 r. Dług publiczny Grecji ma osiągnąć 149% PKB w 2013 r. i zacząć obniżać się od roku 2014.

3 maja rząd w Berlinie zaakceptował udział Niemiec w pakiecie pomocy finansowej dla Grecji. „Walczymy z pożarem, który wybuchł w Grecji, aby nie przeniósł się na resztę Europy i naszą walutę” – argumentował wicekanclerz, minister spraw zagranicznych Guido Westerwelle. Niemcy mają przekazać Grecji ok. 22,4 mld euro w ciągu trzech lat, w tym 8,4 mld euro jeszcze w 2010 r. Wsparcie to ma mieć formę gwarantowanych przez rząd federalny pożyczek państwowego banku KfW. 5 maja kanclerz Angela Merkel przedstawiła projekt ustawy „o przejęciu poręczeń za konieczną dla utrzymania stabilności finansowej unii walutowej wypłacalność Republiki Helleńskiej” w niemieckim Bundestagu, 7 maja zaś ustawę w trybie pilnym przyjęły obie izby parlamentu. Także pozostałe państwa strefy euro do tego dnia zakończyły procesy decyzyjne, konieczne dla uruchomienia pożyczek dla Grecji. 7 maja przywódcy państw strefy euro ostatecznie zatwierdzili uruchomienie środków, 9 maja zaś MFW zaaprobował 30 mld pożyczki stand-by.

4 maja 2010 r. rozpoczął się w Grecji 48-godzinny strajk generalny (trzeci od lutego). Nastąpił paraliż komunikacji lotniczej, kolejowej i promowej. Przestał działać sektor publiczny. Doszło do zamieszek ulicznych i trzech ofiar śmiertelnych. W ten sposób związki zawodowe zareagowały na plan wprowadzenia programu oszczędnościowego. Choć 6 maja parlament grecki przyjął pakiet oszczędnościowy, to na 300 parlamentarzystów 121 było przeciwnych jego realizacji.

Niepewność co do rozwoju sytuacji w Grecji i obawy przed „rozlaniem się” kryzysu na inne państwa obszaru jednowalutowego spowodowały przecenę na rynkach akcji oraz masową wyprzedaż euro, którego kurs wobec dolara osiągał kolejne najniższe poziomy

¹⁶ Udział poszczególnych państw w pomocy dla Grecji ma być proporcjonalny do udziału w kapitale EBC.

od roku¹⁷. 4 maja różnica pomiędzy rentownością dziesięcioletnich obligacji greckich (powyżej 10%) i niemieckich wzrosła do ponad 600 punktów bazowych, zaś rentowność obligacji dwuletних wzrosła do 13,6%.

ZAGROŻENIA DLA STABILNOŚCI OBSZARU JEDNOWALUTOWEGO

Threats to the stability of the single-currency area

Kryzys grecki zmaterializował hipotetyczne dotąd ryzyko negatywnego wpływu nieodpowiedzialnej polityki fiskalnej państwa członkowskiego na funkcjonowanie pozostałych państw i strefy euro jako całości. Zdiagnozowany przez rynki finansowe wzrost ryzyka niewypłacalności Grecji z jednej strony stwarza zagrożenie „zarażenia” kryzysem pozostałych gospodarek, z drugiej zaś generuje koszty zażegnania takiego kryzysu. Szczególne znaczenie ma tutaj fakt, że nieodpowiedzialna polityka fiskalna państwa członkowskiego może podważyć wiarygodność całego obszaru jednowalutowego, doprowadzić do załamania wartości wspólnego pieniądza, a nawet do rozpadu UGW, z trudnymi do wyobrażenia konsekwencjami politycznymi i społecznymi. W takim właśnie duchu kanclerz Niemiec Angela Merkel 5 maja 2010 r. przekonywała członków parlamentu do akceptacji planu ratunkowego dla Grecji mówiąc: „Stawką w najpoważniejszym kryzysie, jaki w swojej 11-letniej historii przeżywa wspólna waluta, jest los Europy” oraz: „Bez pakietu ratunkowego reakcja łańcuchowa grozi destabilizacją europejskiego i międzynarodowego systemu finansowego”.

Wpływ kryzysu greckiego na europejski system finansowy wynika ze struktury podmiotowej posiadaczy greckich toksycznych aktywów. Grecki dług publiczny o wartości nominalnej 290 mld euro w stosunkowo niewielkiej części (77 mld euro) znajduje się w portfelach podmiotów greckich, 213 mld euro długu publicznego znajduje się za granicą, w posiadaniu banków i podmiotów niebankowych. Według szacunków Banku Rozrachunków Międzynarodowych ekspozycja banków zagranicznych na dług greckiego sektora publicznego i prywatnego wynosiła w końcu 2009 r. 164 mld euro, zaś na sam grecki dług publiczny 106 mld euro. 72% tego długu (76 mld euro) znajduje się w portfelach banków strefy euro, głównie francuskich (34 mld euro) i niemieckich (20 mld euro). Uwzględniając zadłużenie greckich banków i innych podmiotów tamtejszego sektora prywatnego w bilansach banków francuskich znajduje się 52 mld euro greckich wierzytelności, w przypadku Niemiec jest to 31 mld euro¹⁸.

Dopuszczenie do bankructwa Grecji i restrukturyzacja jej długu publicznego oznaczałoby zatem nie tylko pogrążenie banków greckich, ale także europejskich (głównie

¹⁷ 5 maja 2010 r. za euro płacono 1,28 dolara, 7 maja wartość euro dwukrotnie spadła do 1,25 USD, poziomowi występującego w ostatnich trzech latach tylko dwa razy, na przełomie lat 2008 i 2009.

¹⁸ Zob.: *The cracks spread and widen*, „The Economist” 2010, May 1st–7th.

francuskich i niemieckich. Pomoc dla Grecji jest zatem w istocie pomocą dla europejskiego systemu finansowego.

Alternatywą dla planu pomocowego mogłyby być bankructwo Republiki Helleńskiej. Bezpośrednie straty banków pozostałych państw strefy euro, zakładając 30% *recovery rate* greckiego długu publicznego, wyniosłyby ok. 53 mld euro. Bezpośrednia pomoc dla banków ze strony państw członkowskich byłaby więc mniej kosztowna niż uzgodniona wartość wsparcia dla Grecji¹⁹, wówczas jednak ciężar bankructwa spadłby na podmioty inwestorów niebankowych, krusząc inne ogniwa stabilności rynków. Nawet jeśli wsparcie objęłoby także greckie banki, to nierozwiązany pozostałby problem strukturalnej nierównowagi greckich finansów publicznych.

Akcja pomocy dla Grecji ma na celu uspokojenie rynków tak, aby kryzys nie rozlał się na inne państwa członkowskie, których wypłacalność może być kwestionowana. Dotyczy to pozostałych państw tzw. obrzeża strefy euro, grupy PIIGS, czyli Portugalii, Włoch, Irlandii i Hiszpanii. Każde z nich, choć w mniejszej niż w Grecji skali, charakteryzuje się występowaniem wysokich deficytów budżetowych i długów publicznych w relacji do PKB²⁰ (zob. tab. 1) i wymaga głębokich reform strukturalnych²¹. Ze względu na zróżnicowanie wielkości tych gospodarek wielkość bezwzględna długu publicznego i potrzeby jego refinansowania są także zróżnicowane. Dług publiczny Grecji na koniec 2009 r. stanowił 5,3% wartości rynku skarbowych papierów wartościowych państw strefy euro, dług Irlandii (71 mld euro) – 1,4% tego rynku, Portugalii (93 mld euro) – 1,8%, Hiszpanii (415 mld euro) – 8,3%, zaś Włoch (1300 mld euro) aż 25,9%. Dług publiczny grupy PIIGS łącznie stanowił prawie 43% wartości całego rynku obligacji skarbowych strefy euro.

W tab. 3 ujęto wielkość potrzeb pożyczkowych wynikających z konieczności refinansowania zapadalnego w latach 2010 i 2011 długu publicznego omawianych państw.

Tab. 3. Dług publiczny zapadalny w latach 2010 i 2011 (mld euro)
Public debt maturing within 2010 and 2011 (bln euro)

	Włochy	Hiszpania	Grecja	Portugalia	Irlandia
2010	278,5	77,5	25,6	21,8	8,2
2011	247,3	102,4	43,8	20,3	8,6

Źródło: Eurostat.

Dane zawarte w tabeli wskazują, że rozprzestrzenienie się kryzysu greckiego na inne zadłużone kraje może oznaczać załamanie się rynków finansowych. Zgodnie z szacun-

¹⁹ Pomoc ta byłaby jednak kierowana przez poszczególne państwa do rodzimych banków, a więc jej ciężar byłby proporcjonalny do skali finansowania przez te banki rządu greckiego, nie zaś do przyjętego w planie pomocowym udziału w kapitale akcyjnym EBC; zgodnie z planem wkład Słowacji – członka strefy euro – w pomoc dla bogatszej Grecji ma wynieść 816 mln euro.

²⁰ Państwa te jednak, w odróżnieniu od Grecji, nie fałszowały statystyk ekonomicznych.

²¹ W grupie PIIGS koszty pracy w trakcie minionej dekady rosły o 20% szybciej niż w Niemczech.

kami banku JP Morgan Chase koszty powstrzymania kryzysu zadłużenia wynosiłyby nawet 600 mld euro.

Premia za ryzyko inwestycji w obligacje skarbowe tej grupy krajów wzrastała. Już 28 kwietnia 2010 r. hiszpański wiceminister finansów ogłosił, że jego kraj nie będzie miał problemów ze spłatą 16,2 mld euro długu zapadającego do końca lipca akcentując, że Hiszpania nie będzie się ubiegać o zagraniczną pomoc finansową. 6 maja sprzedano pięcioletnie obligacje tego państwa o wartości 2,35 mld euro, przy ponad dwukrotnie wyższym popycie, jednak z najwyższą od maja 2008 r. rentownością wynoszącą 3,53%, (wyższą o 72 punkty bazowe od rentowności sprzedanych na początku marca obligacji o takim samym terminie zapadalności). Marża dochodowości obligacji hiszpańskich w stosunku do niemieckich była najwyższa w historii UGW. Następnym testem nastrojów inwestorów będzie sprzedaż obligacji portugalskich (za 0,3–1 mld euro) 12 maja i, oczywiście, obligacji greckich (za 8,5 mld euro) 19 maja.

POTRZEBA NOWYCH ROZWIĄZAŃ INSTYTUCJONALNYCH

The need for new institutional solutions

Pomoc dla Grecji nie rozwiązuje zasadniczego problemu braku skutecznych mechanizmów dyscyplinowania finansów publicznych państw członkowskich UE. Zapowiedź poszukiwania nowych rozwiązań systemowych pojawiła się już na początku marca 2010 r., gdy niemiecki minister finansów Wolfgang Schäuble zaproponował utworzenie Europejskiego Funduszu Walutowego²², który miałby wspierać pożyczkami kraje strefy euro, w zamian za reformy i konsolidację finansów publicznych. Jakkolwiek fundusz nie miałby stanowić konkurencji dla Międzynarodowego Funduszu Walutowego, to państwa członkowskie miałyby się zobowiązać do tego, że nie będą zabiegały o wsparcie z MFW. Miałyby to zapobiec uzyskaniu przez USA czy inne państwo wpływu na politykę strefy euro. Ponadto, zgodnie z wypowiedzią Schäuble, „akceptacja pomocy finansowej z MFW byłaby przyznaniem, że strefa euro nie potrafi samodzielnie rozwiązywać swoich problemów”. Wątpliwości co do trybu ustanowienia takiego funduszu, przede wszystkim problem jego zgodności z Traktatem z Lizbony spowodowały, że Komisja Europejska zaczęła poszukiwać innych rozwiązań antykryzysowych.

Na marcowym szczycie UE uzgodniono, że dyskusje o koordynacji polityk gospodarczych strefy euro muszą się odbywać z udziałem wszystkich 27 państw członkowskich. Mają one bowiem konsekwencje dla całej UE, w tym dla państw o niepełnym członkostwie w UGW. Ramy prawne wzmocnienia dyscypliny budżetowej ma proponować nowo powołana specjalna grupa (tzw. *task force*) pod kierownictwem przewodniczącego Rady Europejskiej Hermana Van Rompuy'a, współdziałająca z przedstawicielami UE–27

²² Koncepcja utworzenia takiego funduszu oraz równoległego określenia warunków i procedur kontrolowanego bankructwa członka strefy euro została opracowana w Centre for European Policy Studies; zob. D. Gros, T. Mayer, *How to deal with sovereign default In Europe: Towards a Euro(peak) Monetary Fund*, „CEPS Policy Brief” 2010, No. 202, February.

i z EBC. Wśród wstępnie zasygnalizowanych działań znajduje się wzajemna, coroczna ocena planów budżetowych poszczególnych państw pod kątem ich zgodności z celami gospodarczymi UE i zasadami dyscypliny budżetowej. Opinie jednak nie mogłyby być prawnie wiążące, stanowiąc jedynie środek nacisku o charakterze perswazji. Nie można zatem spodziewać się skuteczności tego rozwiązania.

Na szczycie zakończonym w nocy z 7 na 8 maja przywódcy państw strefy euro uzgodnili stworzenie stałego antykryzysowego mechanizmu pomocowego zapowiadając wzmocnienie koordynacji polityk gospodarczych i dyscypliny budżetowej, wzmocnienie Paktu Stabilności i Wzrostu oraz bardziej skuteczne sankcje za jego naruszenie, szybkie przyjęcie regulacji o nadzorze finansowym i walkę ze spekulacją na rynkach. 9 maja, w niedzielę, na posiedzeniu Ecofin przyjęto koncepcję powołania Europejskiego Mechanizmu Stabilizacyjnego o wartości do 750 mld euro, z uwzględnieniem udziału MFW. Środki UE mają pochodzić z dwóch źródeł. 60 mld euro zapewni Komisja Europejska dzięki pożyczkom na rynkach kapitałowych, gwarantowanym niewykorzystanymi funduszami ujętymi w wieloletnich ramach budżetowych UE, 440 mld euro to wartość pożyczek i gwarancji kredytowych, udzielanych przez inne państwa strefy euro²³. Z kolei MFW ma udostępnić 220–250 mld euro.

EBC ogłosił jednocześnie możliwość interwencji na rynkach długu publicznego – w razie konieczności („w ostrych przypadkach”) będzie skupował obligacje skarbowe na rynku wtórnym, aby powstrzymać nadmierny wzrost ich rentowności. Komisarz ds. gospodarczych i walutowych Olli Rehn oświadczył, że program będzie użyty tylko w razie konieczności.

Reakcja rynków 10 maja, w poniedziałek, była entuzjastyczna. Rentowność dziesięcioletnich skarbowych obligacji greckich spadła do 6,4% z ponad 12% w piątek, obligacji dwuletnich z 18% do poniżej 5%. Drożały także obligacje hiszpańskie i portugalskie. Indeksy giełd europejskich i amerykańskiej wzrastały. Główny indeks giełdy w Atenach wzrósł o 10%, indeksy giełdy hiszpańskiej (+14%) i portugalskiej (+10%) odnotowały najwyższe dzienne wzrosty w historii. Kurs euro w stosunku do dolara początkowo wzrastał, jednak po południu zaczął zniżkować.

Decyzje podjęte przez Ecofin i EBC z niedzieli na poniedziałek 10 maja miały na celu uspokojenie rynków finansowych, niedopuszczenie do rozprzestrzenienia się „greckiej zarazy” oraz powstrzymanie słabnięcia euro. Jeśli nawet przyniosą złagodzenie napięć na rynkach, to będzie ono tylko krótkoterminowe, okupione natomiast nadwężeniem reputacji EBC. Niepokojącym sygnałem była już decyzja EBC podjęta podczas weekendu 1–2 maja o czasowym akceptowaniu jako zabezpieczenia w operacjach kredytowych greckich obligacji niezależnie od ich ratingu²⁴, choć jeszcze na początku roku prezes EBC

²³ Państwa spoza strefy euro także będą mogły udzielać tego rodzaju wsparcia.

²⁴ Jednocześnie pojawiła się krytyka sposobu funkcjonowania agencji ratingowych, które utrzymując zbyt wysokie oceny przez zbyt długi okres dokonują dostosowań w trakcie zawirowań rynkowych, przez co pogłębiają ich skalę. W związku z tym kanclerz Angela Merkel stwierdziła, że celowe byłoby utworzenie niezależnej europejskiej agencji ratingowej. Jak wyjaśniła na konferencji prasowej, agencja taka – działając ze zrozumieniem europejskiej kultury gospodarowania i zasad społecznej gospodarki rynkowej – „formułowałaby być może nieco inne oceny”. Pomyśl taki wydaje się kuriozalny kojarząc się z wiarą w skuteczność zaklinania deszczu.

Jean Claude Trichet deklarował, że złagodzenie warunków finansowania dla banków nie będzie miało miejsca.

Zapowiedziana możliwość interwencji na rynkach obligacji skarbowych²⁵ (a nawet papierów korporacyjnych) znacznie silniej podważy wiarygodność EBC jako strażnika wartości euro, będzie odebrana przez rynki jako monetyzacja długu greckiego (i innych zadłużonych państw), naruszy także wizerunek EBC jako banku niezależnego²⁶. Co najważniejsze, zwiększy pokusę nadużycia zarówno ze strony rządów w ich polityce ekonomicznej, jak i ze strony inwestorów²⁷.

Europejski Mechanizm Stabilizacyjny nie jest także panaceum na kryzys grecki – należy się zgodzić ze zdaniem prof. Krzysztofa Rybińskiego²⁸: „Grecy przeżrą pieniądze z MFW”, a Grecja nie ma szans na spłatę swego prawie 300 miliardowego długu, będącego konsekwencją „30-letniego rozpasania”.

Decyzja o przyznaniu pomocy Grecji wydaje się naruszeniem art. 125 Traktatu o funkcjonowaniu Unii Europejskiej (dawny artykuł 103 TWE) stanowiącego, że ani Unia, ani poszczególne państwa członkowskie nie odpowiadają za zobowiązania rządów centralnych, władz regionalnych, lokalnych lub innych władz publicznych, innych instytucji lub przedsiębiorstw publicznych innych państw członkowskich, ani ich nie przejmują, z zastrzeżeniem wzajemnych gwarancji finansowych dla wspólnego wykonania określonego projektu²⁹. Przyjęty pod groźbą rozprzestrzenienia się kryzysu mechanizm może na jakiś czas uspokoić rynki, jednak przez stwarzanie pokusy nadużycia może zwiększyć skalę przyszłych nierównowag, o ile nie rozpocznie się proces uzdrawiania finansów publicznych w zadłużonych państwach.

Obszar jednolutowy znajduje się w głębokim kryzysie, którego korzenie tkwią w nieskuteczności mechanizmów dyscyplinowania narodowych polityk fiskalnych. Drogą do zwiększenia stopnia tej skuteczności mogłoby być zaostrzenie i egzekwowanie postanowień Paktu Stabilności i Wzrostu, na przykład przez uwzględnienie możliwości wstrzymania wypłat z funduszy spójności bądź zawieszenie prawa głosu członka strefy euro. Uporczywe naruszanie dyscypliny budżetowej powinno skutkować, w krańcowym przypadku, usunięciem danego państwa ze strefy euro, czego traktat lizboński nie prze-

²⁵ Do takich interwencji miało dojść już 9 maja; transakcji miały dokonywać banki centralne Niemiec, Włoch i Finlandii.

²⁶ Jeszcze 6 maja EBC nie rozważał możliwości wykupu obligacji, czemu był przeciwny od początku kryzysu finansowego. Zmiana stanowiska sugeruje skuteczny nacisk polityczny na władze EBC, choć prezes Trichet zaprzeczył takiemu wpływowi polityki.

²⁷ Nagła zmiana sentymentów inwestorów po ogłoszeniu elementów programu pomocowego jest ewidentnym wyrazem chęci wykorzystania stworzonej możliwości uprawiania hazardu moralnego, nie zaś wiary w uzdrawiającą moc tego programu.

²⁸ K. Rybiński, *Grecy przeżrą pieniądze z MFW*, komentarz z 23.04.2010, http://wyborcza.biz/biznes/1,100897,7807800,Grecy_przezra_pieniadze_z_MFW.html.

²⁹ Jako podstawę stworzenia mechanizmu Rada UE wskazuje art. 122.2 Traktatu o funkcjonowaniu Unii Europejskiej, który stanowi: „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”. Nie wydaje się, aby sytuacja Grecji odpowiadała wskazanym przesłankom udzielenia pomocy. Zob.: European Commission, MEMO/10/173, Brussels, 10 May 2010.

widuje³⁰. Konieczne wydaje się wreszcie stworzenie możliwości i procedur „kontrolowanego bankructwa”, którego perspektywa ograniczałaby zjawisko hazardu moralnego³¹.

Niezależnie od tymczasowych działań zaradczych wydaje się, że jedynym długofalowym rozwiązaniem jest zasadnicza reorientacja logiki funkcjonowania strefy euro, z przekazaniem choćby części uprawnień do prowadzenia polityki fiskalnej organowi ponadnarodowemu. Zniwelowałoby to zasadniczą wadę konstrukcji UGW – brak spójności polityki makroekonomicznej, wynikający z wewnętrznego konfliktu między scentralizowaną, jednolitą polityką pieniężną a zdecentralizowaną, narodową polityką fiskalną.

SUMMARY

The crisis in the Eurozone is connected with the global financial crisis in the course of which public finances of the member states have deteriorated dramatically. The borrowing conditions of the member states have become increasingly diversified and a high premium is demanded for the risk of investment in the government bonds of the countries whose public finances are unstable. The case in point here is Greece.

Market's inability to finance Greece's public debt, prospects of Greece bankruptcy and the fear that the Greek crisis could spread to other economies caused that the EU activated the anti-crisis mechanism. Although it may stabilize markets for a while, a long-term prerequisite for the survival of the common currency is creating a new institutional framework of national fiscal policy ensuring a more efficient discipline.

One way to increase the fiscal policy efficiency is to enforce stricter implementation of the Stability and Growth Pact. In the cases of a serious and persistent infringement of budget discipline a given country should be ousted from the Eurozone. Last but not least, it seems necessary to create possibilities and procedures of “controlled bankruptcy” the prospect of which would restrict the phenomenon of the moral hazard.

dr Urszula Kosterna, Politechnika Radomska im. K. Pułaskiego w Radomiu

³⁰ Nie przewiduje także możliwości wystąpienia z UGW, chociaż określa procedurę wystąpienia z Unii Europejskiej.

³¹ Wolfgang Schäuble, minister finansów Niemiec, stwierdził 4 maja: „W przyszłości należałoby w skrajnych przypadkach zapewnić krajom eurolandu możliwość kontrolowanego bankructwa bez narażania na konsekwencje całej strefy euro”.