

redakcja naukowa PIOTR ALBIŃSKI

# KRYZYS A POLITYKA STABILIZACYJNA W UNII EUROPEJSKIEJ



OFICyna WYDAWNICZA  
SZKOŁA GŁÓWNA HANDLOWA W WARSZAWIE

redakcja naukowa PIOTR ALBIŃSKI

# KRYZYS A POLITYKA STABILIZACYJNA W UNII EUROPEJSKIEJ



OFICyna WYDAWNICZA  
SZKOŁA GŁÓWNA HANLOWA W WARSZAWIE  
WARSZAWA 2014

**Recenzent**

Bogusław Pietrzak

**Redaktor**

Monika Wróbel

© Copyright by Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa 2013  
Wszelkie prawa zastrzeżone. Kopiowanie, przedrukowywanie i rozpowszechnianie całości  
lub fragmentów niniejszej publikacji bez zgody wydawcy zabronione.

Wydanie I

**ISBN 978-83-7378-888-6**

**Szkoła Główna Handlowa w Warszawie – Oficyna Wydawnicza**

02-554 Warszawa, al. Niepodległości 162

tel. 22 564 94 77, 22 564 94 86, fax 22 564 86 86

[www.wydawnictwo.sgh.waw.pl](http://www.wydawnictwo.sgh.waw.pl)

e-mail: [wydawnictwo@sgh.waw.pl](mailto:wydawnictwo@sgh.waw.pl)

**Projekt i wykonanie okładki**

Monika Trypuz

**Skład i łamanie**

Gemma

**Druk i oprawa**

QUICK-DRUK s.c.

tel. 42 639 52 92

e-mail: [quick@druk.pdi.pl](mailto:quick@druk.pdi.pl)

Zamówienie 60/IV/14

# Spis treści

WYKAZ SKRÓTÓW . . . . .	9
WSTĘP – <i>Piotr Albiński</i> . . . . .	13
ROZDZIAŁ 1. KRYZYSY I POLITYKA STABILIZACYJNA	
W UNII EUROPEJSKIEJ – <i>Piotr Albiński</i> . . . . .	19
1.1. Kryzys na rynku kredytów podstandardowych ( <i>subprime</i> ) w USA . . . . .	20
1.2. Trzy kryzysy w Unii Europejskiej – ich pojęcia i specyfika . . . . .	21
1.2.1. Kryzys bankowy . . . . .	21
1.2.2. Kryzys finansów publicznych . . . . .	23
1.2.3. Kryzys w sferze realnej . . . . .	29
1.3. Wzajemne oddziaływanie kryzysów bankowego, finansów publicznych i w sferze realnej w Unii Europejskiej . . . . .	31
1.4. Polityka stabilizacyjna w Unii Europejskiej oraz jej cele od 2007 r. . . . .	34
1.4.1. Działania ustrojowe i procesowe . . . . .	34
1.4.2. Polityka stabilizacyjna i jej fazy w czasie kryzysu . . . . .	36
ROZDZIAŁ 2. PIERWSZA FAZA KRYZYSU W UNII EUROPEJSKIEJ:	
LATA 2007–2009 . . . . .	39
2.1. Sfera realna – <i>Krzysztof Marczewski</i> . . . . .	39
2.1.1. Analiza sytuacji makroekonomicznej . . . . .	41
2.1.2. Europejskie wytyczne dla polityki stabilizacji i ich realizacja w krajach Unii Europejskiej . . . . .	49
2.1.3. Anatomia nierównowag wewnętrznych i zewnętrznych w wybranych krajach . . . . .	53
2.2. Polityka pieniężna i rynki finansowe – <i>Zbigniew Polański</i> . . . . .	62
2.2.1. Polityka Europejskiego Banku Centralnego . . . . .	63
2.2.1.1. Zarys koncepcji strategii EBC . . . . .	63
2.2.1.2. Rezultaty strategii EBC i problemy w jej realizacji w okresie przedkryzysowym . . . . .	67
2.2.1.3. Reakcja EBC w pierwszej fazie kryzysu . . . . .	71
2.2.1.4. Rezultaty polityki pieniężnej EBC w pierwszej fazie kryzysu . . . . .	79
2.2.2. Polityka pieniężna w krajach spoza strefy euro . . . . .	82
2.2.3. Początki przemian unijnej architektury finansowej . . . . .	92
2.3. Kryzys finansów publicznych w Unii Europejskiej i działania stabilizacyjne – <i>Katarzyna Waćko-Jasińska</i> . . . . .	94
2.3.1. Narzędzia i procedury koordynacji polityki fiskalnej . . . . .	94

2.3.2.	Pakt Stabilności i Wzrostu . . . . .	97
2.3.3.	Reforma Paktu Stabilności i Wzrostu w 2005 r. . . . .	98
2.3.4.	Procedura nadmiernego deficytu . . . . .	101
2.3.5.	Skutki działań stabilizacyjnych w Unii Europejskiej w odniesieniu do kryzysu finansów publicznych . . . . .	105

### ROZDZIAŁ 3. DRUGA FAZA KRYZYSU W UNII EUROPEJSKIEJ:

	OD ROKU 2010 . . . . .	113
3.1.	Polityka pieniężna i rynki finansowe – <i>Zbigniew Polański</i> . . . . .	113
3.1.1.	Polityka Europejskiego Banku Centralnego . . . . .	113
3.1.1.1.	Reakcja EBC w drugiej fazie kryzysu . . . . .	113
3.1.1.2.	Salda systemu TARGET2: ukryty kryzys bilansu płatniczego w strefie euro . . . . .	132
3.1.1.3.	Zmiany rozmiarów bilansu Eurosystemu . . . . .	136
3.1.1.4.	Rezultaty polityki pieniężnej EBC w drugiej fazie kryzysu . . . . .	141
3.1.2.	Polityka pieniężna w krajach spoza strefy euro . . . . .	143
3.1.3.	Przemiany unijnej architektury finansowej . . . . .	150
3.2.	Nowe działania stabilizacyjne w Unii Europejskiej wobec kryzysu finansów publicznych – <i>Marek Chrzanowski</i> . . . . .	154
3.2.1.	Semestr Europejski . . . . .	154
3.2.2.	Pakt Euro Plus . . . . .	160
3.2.3.	Sześciopak i zmiany w Pakcie Stabilności i Wzrostu . . . . .	162
3.2.3.1.	Polityka fiskalna . . . . .	165
3.2.3.2.	Nierównowaga makroekonomiczna . . . . .	167
3.2.4.	Dwupak . . . . .	171
3.2.5.	Traktat o Stabilności, Koordynacji i Zarządzaniu w Unii Gospodarczej i Walutowej . . . . .	172
3.2.6.	Skutki działań stabilizacyjnych w Unii Europejskiej w odniesieniu do kryzysu finansów publicznych . . . . .	174
3.3.	Sfera realna – <i>Krzysztof Marczewski</i> . . . . .	179
3.3.1.	Analiza sytuacji makroekonomicznej . . . . .	181
3.3.2.	Ważniejsze działania stabilizacyjne podjęte w poszczególnych krajach . . . . .	190
3.3.3.	Anatomia nierównowag wewnętrznych i zewnętrznych w wybranych krajach . . . . .	191
	ANEKS – komentarze do wybranych rozporządzeń Parlamentu Europejskiego i Rady Unii Europejskiej oraz dyrektywy . . . . .	200

### ROZDZIAŁ 4. DEBATA NA TEMAT KOLEJNYCH DZIAŁAŃ

	UNII EUROPEJSKIEJ . . . . .	207
4.1.	Strategia „Europa 2020” w kontekście kryzysu finansów publicznych – <i>Krzysztof Marczewski</i> . . . . .	207
4.2.	W kierunku pogłębionej Unii Gospodarczej i Walutowej . . . . .	211

---

4.2.1. Wizja Hermana Van Rompuya – <i>Zbigniew Polański</i> . . . . .	211
4.2.2. Unia bankowa – <i>Zbigniew Polański</i> . . . . .	215
4.2.3. Unia fiskalna – <i>Katarzyna Waćko-Jasińska</i> . . . . .	225
4.2.3.1. W kierunku unii fiskalnej . . . . .	225
4.2.3.2. Unia fiskalna w literaturze . . . . .	229
ZAKOŃCZENIE – WNIOSKI – <i>Piotr Albiński</i> . . . . .	239
SPIS TABEL . . . . .	249
SPIS RYSUNKÓW . . . . .	251
BIBLIOGRAFIA . . . . .	255

# Wykaz skrótów

- CBPP** – (*Covered Bonds Purchase Programme*) – program skupu przez Eurosystem zabezpieczonych obligacji wyemitowanych pod zastaw kredytów hipotecznych i długu publicznego
- CCI** – (*Convergence and Competitiveness Instrument*) – instrument na rzecz konwergencji i konkurencyjności
- CDO** – (*Collateralized Debt Obligation*) – obligacja zabezpieczona długiem (zobowiązaniami kredytowymi) powstała w wyniku procesu sekurytyzacji
- CDS** – (*Credit Default Swap*) – instrument pochodny pozwalający na przeniesienie ryzyka kredytowego; rodzaj ubezpieczenia
- CEBS** – (*Committee of European Banking Supervisors*) – Komitet Europejskich Nadzorców Bankowych
- CPI** – (*Consumer Price Index*) – wskaźnik cen towarów i usług konsumpcyjnych
- CRD** – (*Capital Requirements Directive*) – dyrektywa w sprawie warunków dopuszczenia instytucji kredytowych do działalności oraz nadzoru ostrożnościowego nad instytucjami kredytowymi i firmami inwestycyjnymi
- CRR** – (*Capital Requirements Regulation*) – rozporządzenie w sprawie wymogów ostrożnościowych dla instytucji kredytowych i firm inwestycyjnych
- DMO** – (*Debt Management Office*) – Urząd ds. Zarządzania Wspólnym Długiem w strefie euro
- EBA** – (*European Banking Authority*) – Europejski Urząd Nadzoru Bankowego
- ECB** – (*European Central Bank – ECB*) – Europejski Bank Centralny
- EBRD** – (*European Bank for Reconstruction and Development*) – Europejski Bank Odbudowy i Rozwoju – EBOR
- ECOFIN** – (*Economic and Financial Affairs Council*) – Rada ds. Gospodarczych i Finansowych, w skład której wchodzi ministrowie finansów i gospodarki państw członkowskich UE; jeden z możliwych składów, w jakich pracuje Rada Unii Europejskiej
- EDA** – (*European Debt Agency*) – Europejska Agencja ds. Długu

- EDP** – (*Excessive Deficit Procedure*) – procedura nadmiernego deficytu sektora finansów publicznych
- EFSD** – (*European Financial Stability Facility*) – Europejski Instrument Stabilności Finansowej
- EFSD** – (*European Financial Stabilisation Mechanism*) – Europejski Mechanizm Stabilizacji Finansowej
- EIOPA** – (*European Insurance and Occupational Pensions Authority*) – Europejski Urząd Nadzoru Ubezpieczeń i Pracowniczych Programów Emerytalnych
- EJB** – (*European Junior Bonds*) – podporządkowane (nieuprzywilejowane) obligacje krajów strefy euro objęte jedynie gwarancją krajową
- ELA** – (*Emergency Liquidity Assistance*) – awaryjne wsparcie płynności banków
- EONIA** – (*Euro Overnight Index Average*) – stopa (stawka) odzwierciedlająca kształtowanie się „najkrótszych” (jednodniowych, O/N – *overnight*) stóp procentowych niezabezpieczonych pożyczek w euro na międzybankowym rynku strefy euro
- ERF** – (*European Redemption Fund*) – Europejski Fundusz Spłaty Zadłużenia
- ERM2** – (*Exchange Rate Mechanism 2*) – unijny mechanizm kursowy (wszedł w życie w 1999 r.), którego standardowe pasmo wahań waluty krajowej wobec euro wynosi  $\pm 15\%$
- ESA '95** – (*European System of Accounts 1995*) – obowiązujący w UE Europejski System Rachunków Narodowych i Regionalnych z 1995 r. Od września 2014 r. zostanie zastąpiony przez ESA 2010.
- ESBC** – Europejski System Banków Centralnych (*European System of Central Banks*) – EBC oraz banki centralne wszystkich państw członkowskich UE
- ESBies** – (*European Safe Bonds*) – uprzywilejowane obligacje krajów strefy euro objęte gwarancją tej strefy
- ESM** – (*European Stability Mechanism*) – Europejski Mechanizm Stabilności
- ESMA** – (*European Securities and Markets Authority*) – Europejski Urząd Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych
- ESRB** – (*European Systemic Risk Board*) – Europejska Rada ds. Ryzyka Systemowego
- Eurogrupa** – (*Eurogroup*) – forum uzgodnień składające się z ministrów finansów państw członkowskich strefy euro



- Eurosystem** – (*Eurosystem*) – EBC oraz banki centralne krajów strefy euro
- FCL** – (*Flexible Credit Line*) – elastyczna linia kredytowa zaoferowana m.in. Polsce przez MFW
- FDIC** – (*Federal Deposit Insurance Corporation*) – Federalna Korporacja Ubezpieczeń Depozytów (w USA)
- Fed** – (*Federal Reserve System*) – System Rezerwy Federalnej (bank centralny USA)
- G-20** – (*Group of Twenty Finance Ministers and Central Bank Governors*) – forum koordynacji polityki gospodarczej dziesięciu największych krajów świata oraz Unii Europejskiej
- HICP** – (*Harmonised Index of Consumer Prices*) – zharmonizowany wskaźnik cen konsumpcyjnych
- JKP** – jednostkowe koszty pracy
- KE** – (*European Commission*) – Komisja Europejska
- KPR** – Krajowy Program Reform
- LTRO** – (*Longer-Term Refinancing Operation*) – dłuższa operacja refinansująca; kredyt udzielany bankom (w ramach odwracalnych operacji otwartego rynku) przez Eurosystem z terminem zapadalności od powyżej jednego tygodnia do 36 miesięcy
- MFW** – Międzynarodowy Fundusz Walutowy (*International Monetary Fund – IMF*)
- MIP** – (*Macroeconomic Imbalance Procedure*) – Procedura Nierównowag Makroekonomicznych
- MRO** – (*Main Refinancing Operation*) – podstawowa, odwracalna, o tygodniowym terminie zapadalności, refinansująca operacja otwartego rynku Eurosystemu; jej oprocentowanie to główna stopa procentowa EBC
- MSP** – małe i średnie przedsiębiorstwa
- MTO** – (*Medium Term Objectives*) – średniookresowe cele budżetowe
- OECD** – (*Organisation for Economic Cooperation and Development*) – Organizacja Współpracy Gospodarczej i Rozwoju
- OFE** – Otwarte Fundusze Emerytalne
- OMT** – (*Outright Monetary Transactions*) – program Bezpośrednich Transakcji Monetarnych (oficjalne tłumaczenie: „bezw warunkowe transakcje monetarne”) – warunkowy skup przez Eurosystem na rynku wtórnym obligacji rządowych (z terminami zapadalności od roku do 3 lat) zagrożonych niewypłacalnością państw strefy euro

- p.b.** – punkt bazowy – miara zmiany stóp procentowych (100 punktów bazowych = 1 punkt procentowy)
- PE** – (*European Parliament*) – Parlament Europejski
- PSW** – (*Stability and Growth Pact – SGP*) – Pakt Stabilności i Wzrostu
- QE** – (*Quantitative Easing*) – poluzowanie ilościowe polityki pieniężnej w drodze zakupu przez banki centralne aktywów finansowych na rynku wtórnym na dużą skalę
- SEPA** – (*Single Euro Payments Area*) – Jednolity Obszar Płatności w Euro
- SMP** – (*Securities Markets Programme*) – Program Rynków Papierów Wartościowych – dotyczył (maj 2010 – wrzesień 2012) skupu na rynku wtórnym obligacji rządowych zagrożonych niewypłacalnością państw strefy euro przez Eurosystem
- SRB** – (*Single Resolution Board*) – rada ds. jednolitej restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji banków
- TARGET** – (*Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer*) – transeuropejski zautomatyzowany błyskawiczny system rozrachunku brutto w czasie rzeczywistym dla płatności w euro, prowadzony przez Eurosystem
- TFUE** – (*Treaty on the Functioning of the European Union*) – Traktat o Funkcjonowaniu Unii Europejskiej
- TSUE** – (*Court of Justice of the European Union*) – Trybunał Sprawiedliwości Unii Europejskiej
- TUETFUE** – (*Treaty on European Union and Treaty on the Functioning of the European Union*) – wersje skonsolidowane Traktatu o Unii Europejskiej i Traktatu o Funkcjonowaniu Unii Europejskiej z marca 2010 r.
- TWE** – (*Treaty establishing European Community*) – Traktat ustanawiający Wspólnotę Europejską
- UGW** – (*Economic and Monetary Union – EMU*) – Unia Gospodarcza i Walutowa

# Wstęp

*Piotr Albiński*

Głównym celem książki jest wyjaśnienie wpływu kryzysu finansowo-ekonomicznego na politykę Unii Europejskiej od 2007 r., jak również analiza podejmowanych przez nią działań stabilizacyjnych. To dwuczłonowe pojęcie kryzysu obejmuje zarówno zjawiska napięć w sferze finansów sektora publicznego oraz prywatnego (rynkowego), jak i zmiany w sferze realnej. W ramach tak rozumianego kryzysu można wyodrębnić szereg jego rodzajów w sferze finansów rynkowych, np. kryzysy bankowe, w tym na rynku podstandardowych (*subprime*) kredytów hipotecznych w USA, giełdowe i walutowe oraz w sferze finansów publicznych, np. kryzysy fiskalne, czy kryzysy zadłużenia publicznego (*sovereign debt crisis*), nazywane także kryzysami finansów publicznych. Natomiast w sferze realnej kryzys łączy się zazwyczaj z tradycyjnym cyklem koniunkturalnym, tj. fazą recesji i ożywienia, przy czym w głębokiej recesji mamy do czynienia z dużym spadkiem PKB, załamaniem produkcji, wzrostem bezrobocia, a także z powstaniem szeregu nierównowag destabilizujących gospodarkę. Przyczynami tych zjawisk mogą być tutaj również m.in. różnego rodzaju szoki popytowe lub podażowe, jak np. kryzys naftowy, a także impulsy kryzysowe płynące ze sfery finansów.

W niniejszej książce uwaga została przede wszystkim skoncentrowana na trzech kryzysach: bankowym, w sferze realnej oraz finansów publicznych. Wychodząc z założenia, że rozwijał się kryzys finansowo-ekonomiczny, którego elementami były kryzys bankowy, kryzys w sferze realnej oraz kryzys finansów publicznych badana będzie hipoteza o wzajemnym ich oddziaływaniu. Służyć temu ma wyjaśnienie istniejących między nimi sprzężeń zwrotnych.

Konieczne było także przyjęcie stosownej periodyzacji. Obejmuje ona dwie fazy kryzysu, tj. pierwszą w latach 2007–2009 oraz drugą od roku 2010. Istotnym celem badań jest przedstawienie działań stabilizacyjnych w UE w obu fazach. W tym kontekście weryfikowana jest hipoteza o nieskuteczności polityki stabilizacyjnej UE do 2009 r. wobec faktu, iż nie tylko nie zahamowała ona narastania kryzysu zadłużenia publicznego, ale przyczyniła się do jego zaostrzenia. W związku z tym celowe stało

się wyjaśnienie, jakie działania stabilizacyjne podejmowano po 2009 r. i na jaką zasługują ocenę. Służyć temu mają następujące szczegółowe pytania badawcze:

- jak kształtowały się stany niebilansowań w wybranych krajach UE oraz jaka była skuteczność działań w sferze realnej?
- w jakim zakresie realizowano cele polityki pieniężnej w strefie euro w ramach polityki ustrojowej (instytucjonalnej) oraz czy i jaka była skuteczność działań w ramach polityki procesowej?
- czy ewentualnie i jak w sytuacji heterogenicznej unii monetarnej EBC różnicował swoje podejście do różnych regionów strefy euro i w jaki sposób interweniował wobec zagrożonych niewypłacalnością państw?
- jak kształtowała się sytuacja makroekonomiczna w krajach UE w warunkach kryzysu finansów publicznych oraz czy i jakie efekty przyniosły działania w zakresie polityki fiskalnej, w tym instytucjonalne?
- dlaczego szereg państw nie realizowało zobowiązań wynikających z Traktatu z Maastricht oraz Paktu Stabilności i Wzrostu, podporządkowując je bieżącym celom gospodarczym?
- jakie w związku z powyższym, działania stabilizacyjne w przyszłości mają być podjęte w UE?

Rozdział 1 ma w znacznej mierze charakter definicyjny i wprowadzający. Wyjaśniono w nim specyficzne cechy kryzysu na rynku kredytów podstandardowych (*subprime*) w USA oraz powiązanych z nim kryzysów bankowego, finansów publicznych i w sferze realnej w UE. Badanie cech tych kryzysów stało się podstawą do określenia wzajemnego ich oddziaływania, w tym skutków i sprzężeń zwrotnych, które wywołują. Scharakteryzowano tutaj ogólnie działania instytucjonalne i procesowe w UE właściwe dla wspomnianych wyodrębnionych dwóch faz. W pierwszej fazie kryzysu i polityki stabilizacyjnej koncentrowano się głównie na stymulacji popytu, a w drugiej, w ramach tzw. „*fiscal exit*” lub „*exit strategy*”, zalecano odejście od ekspansji wydatków rządowych na rzecz powrotu do zrównoważenia finansów publicznych oraz wdrażanie w szeregu wypadków drastycznych programów oszczędnościowych określanych mianem „*austerity programmes*”. Wiele krajów UE nie realizowało tych programów w zalecanych przez Komisję Europejską terminach, co uzasadniało dalsze, kolejno modyfikowane działania procesowe i instytucjonalne usprawniające koordynację w zakresie polityki fiskalnej oraz strukturalnej w strefie euro, a także wśród nieuczestniczących w niej państw UE.

W rozdziale 2 analizowano pierwszą fazę kryzysu w UE. W tej fazie nastąpił rzeczywisty wybuch kryzysu, którego bezpośrednim zapalnikiem stało się bankrutstwo banku inwestycyjnego Lehman Brothers we wrześniu 2008 roku. Wywołał on głęboką recesję w sferze realnej oraz spowodował zaburzenia w sektorze finansów.

Ze względu na głębokość recesji i dużą skalę podjętych w sferze realnej działań zagadnienia te omawiane są już w podrozdziale 2.1. Na podstawie modelu IS-LM-BP analizowane są szoki popytowe i ich skutki w wybranych grupach krajów strefy euro mniej i bardziej dotkniętych kryzysem oraz w krajach spoza strefy euro o stałych i płynnych kursach walutowych z uwzględnieniem podstawowych wskaźników makroekonomicznych i konkurencyjności.

Kryzys w swej pierwszej fazie doprowadził również do poważnych zaburzeń na rynkach finansowych. W podrozdziale 2.2 przedstawiono zarys koncepcji strategii Europejskiego Banku Centralnego (EBC), hierarchię celów i charakterystykę jego operacji otwartego rynku oraz innych działań. Naświetlono problemy w realizacji strategii EBC w okresie przedkryzysowym, w tym te związane z heterogenicznym charakterem unii monetarnej. Następnie opisana została polityka pieniężna prowadzona przez EBC w reakcji na rozwój kryzysu w tym czasie. Posłużono się tutaj statystyką podstawowych i dłuższych operacji refinansujących Eurosystemu oraz podstawowych stóp procentowych EBC. Przeprowadzono analizę rezultatów jego polityki na podstawie takich zmiennych, jak inflacja, pieniądź, kredyty bankowe, PKB i stopa bezrobocia w strefie euro. Następnie dokonano analizy polityki pieniężnej w krajach UE spoza tej strefy. Kolejnym opisanym kierunkiem działania były początki przemian unijnej architektury finansowej.

W podrozdziale 2.3 opis pierwszej fazy kryzysu dopełnia obraz pogarszającej się sytuacji w dziedzinie finansów publicznych, mimo wdrożenia opisanego Paktu Stabilności i Wzrostu (PSW). Dla ilustracji przytoczono dane o liczbie krajów z otwartą procedurą nadmiernego deficytu oraz statystykę porównawczą długu publicznego i deficytu.

Rozdział 3 dotyczy drugiej fazy kryzysu w UE. Ze względu na bardzo szeroki zakres działań stabilizacyjnych EBC, podrozdział 3.1 poświęcono badaniu jego polityki pieniężnej. Jej dominacja w porównaniu do innych działań stabilizacyjnych wraz z towarzyszącymi jej zmianami ustrojowo-instytucjonalnymi w drugiej fazie kryzysu przesądziła o zmianie kolejności podrozdziałów w rozdziale 3. Działania w drugiej fazie kryzysu nakierowane były głównie na przeciwdziałanie pogarszającej się sytuacji fiskalnej w wielu krajach UE, tj. w postaci rosnących deficytów fiskalnych i długów publicznych powstałych m.in. w wyniku pobudzania gospodarek w warunkach spadku produkcji i popytu w pierwszej fazie kryzysu. Do opisanych działań ratunkowych o charakterze ustrojowym w związku z groźbą rozpadu strefy euro należały: utworzenie Europejskiego Instrumentu Stabilności Finansowej (EFSF), Europejskiego Mechanizmu Stabilności (ESM), Programu Rynków Papierów Wartościowych (SMP), tj. pomocy pożyczkowej dla państw zagrożonych brakiem płynności i konfrontowanych z gwałtownym wzrostem rentowności własnych

obligacji skarbowych, oraz Bezpośrednie Transakcje Monetarne (*Outright Monetary Transactions*, OMT). Następnie omówiono także politykę pieniężną w krajach spoza strefy euro i przemiany unijnej architektury finansowej.

Opisywane w podrozdziale 3.2 działania w sferze finansów publicznych w drugiej fazie kryzysu o charakterze instytucjonalnym nakierowane były na przezwyciężenie słabości koordynacji dotychczas prowadzonej polityki fiskalnej na szczeblu krajowym, szczególnie w państwach dotkniętych kryzysem. W rezultacie do praktyki działania w UE od 2011 r. wdrożono instrumenty służące zacieśnieniu koordynacji głównie polityki fiskalnej i zwiększeniu dyscypliny w zakresie finansów publicznych: Semestr Europejski, „Pakt Euro Plus”, sześciopak, dwupak i Traktat o Stabilności, Koordynacji i Zarządzaniu w Unii Gospodarczej i Walutowej (tzw. „Pakt Fiskalny”). Wprowadzono także Procedurę Nadmiernych Nierównowag, która stawia sobie za cel zapobieganie stanom nierównowagi w gospodarce. Procedura ta sięga do źródeł ich powstawania, np. do badania konkurencyjności, której spadek przyczynia się do powstania wewnętrznych i zewnętrznych nierównowag. Dalej opisano skutki działań stabilizacyjnych w UE w odniesieniu do kryzysu finansów publicznych. Podrozdział 3.2 uzupełnia zamieszczony na końcu rozdziału 3 aneks zawierający komentarze do wybranych unijnych rozporządzeń i dyrektyw.

W podrozdziale 3.3 analizowana jest druga faza kryzysu w sferze realnej w UE. Podobnie jak w podrozdziale 2.1 badane są procesy dostosowawcze na podstawie wspomnianego już modelu IS-LM-BP, tym razem w odniesieniu do drugiej fazy kryzysu. Jego skutki poddano analizie w wybranych grupach krajów strefy euro mniej i bardziej dotkniętych kryzysem oraz w krajach spoza tej strefy o stałych i płynnych kursach walutowych z uwzględnieniem podstawowych wskaźników makroekonomicznych i konkurencyjności. Jej bliższemu wyjaśnieniu służą rozważania na temat zewnętrznej i wewnętrznej dewaluacji oraz model dewaluacji fiskalnej. Analogicznie jak w podrozdziale 2.1, zbadano wskaźniki niezbilansowania zewnętrznego i wewnętrznego oraz ich ewolucję w obu fazach kryzysu na przykładzie wybranych krajów ze strefy euro i spoza niej.

Rozdział 4 nawiązuje do toczącej się debaty na temat kolejnych działań UE, które mają wytyczyć kierunki integracji w bliższej i dalszej perspektywie. Tej ostatniej dotyczy omawiana w podrozdziale 4.1 Strategia „Europa 2020” i przeprowadzona ocena stopnia jej realizacji w latach 2011–2012. Następny podrozdział poświęcony jest koncepcji pogłębionej Unii Gospodarczej i Walutowej (UGW). Skoncentrowano się w nim na kwestiach unii bankowej i fiskalnej. W przypadku pierwszej z nich nawiązano do dyskusji związanej z jej wprowadzeniem, a ściślej biorąc z utworzeniem europejskich systemów nadzoru bankowego, gwarantowania depozytów i rozwiązywania problemów niewypłacalnych banków, w tym utworzenia funduszu

upadłościowego (*resolution fund*). Wprowadzenie wspomnianych ponadnarodowych systemów budzi szereg kontrowersji dotyczących przyszłości europejskiej integracji. Łączą się one z koncepcją unii fiskalnej i koniecznością dalszego pogłębienia integracji państw nie tylko w strefie euro, ale również tych poza nią pozostających.

W podrozdziale 4.2. omawiana jest dyskusja związana z koncepcją utworzenia unii fiskalnej. Przewija się w niej postulat o konieczności pogłębienia integracji politycznej w strefie euro jako warunku ujednoczenia polityki fiskalnej. Postulat ten jest naturalną konsekwencją przyjętej wraz z wprowadzeniem euro jednolitej polityki pieniężnej. W dyskusji na temat unii fiskalnej w Unii Europejskiej opisano postulowane zmiany UGW wraz ich harmonogramem. Porównano m.in. propozycje utworzenia wspólnych obligacji strefy euro oraz etapy uwspólnotowienia długu wraz z niezbędnymi zmianami instytucjonalnymi, w tym stworzenie wspólnego budżetu i ministerstwa finansów dla strefy euro.

W zakończeniu – wnioskach dokonano rozwiniętej syntezy przeprowadzonych w książce analiz oraz ustosunkowano się do postawionych we wstępie hipotez i pytań badawczych.

Zarówno literatura, na podstawie której omówiono debatę o działaniach decydujących o przyszłości UE, jak i analizowane we wcześniejszych rozdziałach książki dane statystyczne (dla których źródłem w dużym zakresie jest publikacja Komisji Europejskiej „*European Economic Forecast Spring 2013*”) uwzględniają publikacje dostępne do pierwszych dni sierpnia 2013 roku.

Autorzy składają serdeczne podziękowania prof. dr hab. Bogusławowi Pietrzakowi za cenne uwagi krytyczne pomocne w redakcji całości niniejszej książki, a także prof. dr hab. Małgorzacie Iwanicz-Drozdowskiej, prof. dr hab. Ryszardowi Kokoszczyńskiemu, prof. dr hab. Adamowi Lipowskiemu oraz mgr Mikołajowi Szadkowskiemu za cenne komentarze i pomoc w obszarze podrozdziałów 2.2 i 3.1 oraz punktów 4.2.1 i 4.2.2. Oczywiście ewentualne błędy (oby nieliczne) obciążają wyłącznie autorów.

Autorzy pragną również podziękować władzom dziekańskim Kolegium Zarządzania i Finansów SGH za wsparcie finansowe badań i wydania niniejszej książki.

Redaktor naukowy książki serdecznie dziękuje wszystkim autorom za współpracę w projekcie badawczym, którego efektem było zbiorcze opracowanie, i za doprowadzenie go do publikacji. Szczególnie podziękowania należą się prof. dr hab. Zbigniewowi Polańskiemu za wkład wniesiony przy powstawaniu opracowania i końcowej wersji książki, w tym za inspirujące dyskusje odnoszące się do jej struktury, sugerowanie istotnej i aktualnej literatury tematu, jak i za pomoc w nadaniu jej ostatecznej postaci.

# Rozdział 1

## Kryzysy i polityka stabilizacyjna w Unii Europejskiej

*Piotr Albiński*

Podjmując próbę wyjaśnienia źródeł i mechanizmów kryzysów finansów publicznych, bankowego i w sferze realnej, które wystąpiły w gospodarce światowej od 2007 r. niezbędne jest uwzględnianie ich historycznej specyfiki. Rozwijający się w tym czasie kryzys finansowo-ekonomiczny, zwany też międzynarodowym kryzysem ekonomicznym, osiągnął globalny zasięg. Typowymi jego cechami są wewnętrzne i zewnętrzne nierównowagi finansowe, rosnące ryzyko poniesienia strat przez inwestorów i zahamowanie akcji kredytowej powodujące spowolnienie ekonomiczne z recesją w wielu krajach świata. Z tą ostatnią jest identyfikowany kryzys gospodarczy lub kryzys wzrostu, a jego łagodniejszą wersją jest bliskie stagnacji spowolnienie wzrostu. Sytuację w sektorze finansowym po 2007 r. w UE określa się też mianem kryzysu finansowego (objawiającego się narastającymi nierównowagami makroekonomicznymi, związanymi z nimi napięciami na rynkach finansowych przejawiającymi się gwałtownymi zmianami wskaźników finansowych i ich „*spreadach*”), w tym bankowego (instytucji finansowych) i zadłużenia publicznego, których początki sięgają ekspansji kredytów hipotecznych w USA.

Kryzys bankowy ujawnił się perturbacjami na rynkach finansowych skutkującymi brakiem płynności lub niewypłacalnością. Z kolei kryzys zadłużenia publicznego identyfikowany jest z szybkim narastaniem długu publicznego (wewnętrznego, *internal default* lub/i zagranicznego, *sovereign external debt crisis/external default*) w wielu krajach dotkniętych recesją lub spowolnieniem wzrostu. Oba te kryzysy wzajemnie się przeplatały: kryzysowi w sferze finansów publicznych towarzyszył w szeregu krajach kryzysogenny wzrost zadłużenia przedsiębiorstw i gospodarstw domowych.

Celem niniejszego rozdziału jest określenie specyfiki tych kryzysów w UE od 2007 r., a także wyjaśnienie współzależności między nimi i sferą realną, które stanowią trudne wyzwanie dla stabilizacyjnej polityki krajowej i unijnej.



## 1.1. Kryzys na rynku kredytów podstandardowych (*subprime*) w USA

Pęknięcie banki spekulacyjnej na rynku mieszkaniowym w USA w latach 2006–2007 zapoczątkowało kryzys finansowy, który stopniowo ogarnął kolejne rejonny światowej gospodarki, przekształcając się z czasem w międzynarodowy kryzys ekonomiczny (Polański 2010, s. 6). Pęknięcie to związane było z nadmiernym udzielaniem kredytów podstandardowych (*subprime*), rozpowszechnionych szczególnie w USA. Podstandardowość tych kredytów polegała na tym, że były one oprocentowane na ogół niewiele wyżej niż kredyty standardowe a udzielane kredytobiorcom o małej wiarygodności kredytowej i w związku z tym obarczone dużym ryzykiem niespłacalności. Dotyczyło to na ogół kredytów hipotecznych i części kart kredytowych. Kredyty te stawały się przedmiotem sekurytyzacji przez banki w postaci emisji obligacji CDO (*Collateralized Debt Obligations*). Sekurytyzacja złych, nieściągalnych kredytów, czyli zamienianie ich na papiery wartościowe była początkiem zapaści (Roubini, Mihm 2011, s. 84). Załamanie kursów tych obligacji związane było z szybko rosnącą niespłacalnością kredytów *subprime*. Wynikała ona zarówno z niskiej wiarygodności kredytobiorców (zwanym też *ninja* – *no income, no job, no assets*, tj. bez dochodów, pracy i zasobów, korzystających często – w warunkach notowanego do 2005 r. szybkiego wzrostu cen nieruchomości – z szerokiego wsparcia kredytowego), jak i gwałtownego załamania cen nieruchomości od 2006 r. (Case-Shiller 2013, s. 1). Sytuacja taka, na którą złożyło się też szereg innych przyczyn (np. zbyt ekspansywna polityka państwa, brak nadzoru nad częścią systemu bankowego i innych instytucji finansowych, w tym nad stosowaniem innowacji finansowych, nadmierna sekurytyzacja połączona z pokusą nadużycia, nadmierne lewarowanie transakcji i tolerowanie ich wysokiego ryzyka), szybko doprowadziła do kryzysu bankowego w USA, gdy silna przecena złożonych finansowych instrumentów, finansowanych ostatecznie kredytem bankowym, przyczyniła się do zmniejszenia ich kapitałów własnych i w konsekwencji w wielu wypadkach do bankructwa. Spektakularnym tego przykładem był upadek banku inwestycyjnego Lehman Brothers we wrześniu 2008 r., który zdecydowanie zaostriżył rozwijający się kryzys bankowy. Ze względu na silne powiązania kapitałowe i transakcyjne (w zakupach omawianych papierów wartościowych, które stały się toksycznymi aktywami uczestniczyły także banki europejskie) oraz rozbudowaną wymianę towarową z Unią Europejską, kryzys rozprzestrzenił się na jej obszarze i w innych częściach świata. W ten sposób, szczególnie w odniesieniu do strefy euro, następowało zarażanie się kryzysem.

## 1.2. Trzy kryzysy w Unii Europejskiej – ich pojęcia i specyfika

### 1.2.1. Kryzys bankowy

Do kryzysu bankowego dochodzi na ogół w warunkach zakłóceń w równowadze bilansowej między aktywami i pasywami banków komercyjnych w związku z wstrzymaniem napływu lub/i z odpływem środków pieniężnych w wyniku czego następuje utrata płynności lub/i wypłacalności. Utrata płynności jest często stanem poprzedzającym niewypłacalność. W normalnej sytuacji banki starają się utrzymać relacje między aktywami, tj. stanem zasobów gotówkowych i rezerwy w banku centralnym oraz wielkością udzielanych pożyczek i zakupami papierów wartościowych a pasywami, tj. zadłużeniem wobec banku centralnego, depozytami sektora prywatnego i kapitałem własnym, które zapewniają im płynność. Zwykle do finansowania działalności kredytowej i pożyczkowej banki wykorzystują depozyty i należności krótkookresowe, utrzymując do dyspozycji deponentów tylko taką ich część, która zabezpiecza bieżące potrzeby. Obok tego rodzaju tradycyjnej części działalności bankowej (*banking book*), stosunkowo łatwej do regulacji i nadzoru, szybko rozwijała się od 2000 r. część handlowa (*trading book*), tj. finansowany z części bankowej i silnie lewarowany obrót wysoce płynnymi aktywami rynkowymi, jak np. papiery wartościowe i instrumenty pochodne (derywaty). Ta część znacznie trudniej poddawała się kontroli organom nadzoru. W konsekwencji nasilała się spekulacja destabilizująca na rynkach finansowych (wzrost popytu na aktywa przy wzroście cen, a przy ich spadku, często paniczna wyprzedaż aktywów). Przykładem takiej spekulacji było finansowanie zakupów papierów wartościowych, np. wspomnianych obligacji CDO za pomocą kredytów krótkoterminowych zaciąganych na hurtowym rynku kapitałowym, a następnie załamanie popytu na te papiery. W sytuacji kryzysowej dochodziło do załamań kursów papierów wartościowych i do wybuchu paniki połączonej z runem na banki. Utrata przez banki płynności polegała na tym, że nie były one w stanie szybko i terminowo wypłacić depozytów (często w wyniku przeniesienia aktywów z części bankowej do części handlowej obciążonej niedoszacowanym ryzykiem strat) oraz spłacić innych należności, w tym kredytów krótkoterminowych. Płynność pogarszały też zbyt wysoki udział zobowiązań krótkookresowych i zakłócenia w regularności spłacania kredytów przez kredytobiorców. W warunkach kryzysu i narastającej niepewności rozprzestrzenił się brak zaufania w sektorze bankowym, który powodował, że w obawie niewypłacalności banków deponenci i inni wierzyciele w skrajnych przypadkach chcieli

natychmiast wycofywać swe wkłady i należności. Jednocześnie udzielanie kredytów uległo gwałtownemu zahamowaniu. Nawet banki posiadające początkowo znaczny kapitał własny nie były w stanie natychmiast upłynnić krótko- i średnioterminowych aktywów, aby umożliwić masową spłatę swych zobowiązań. W takich sytuacjach dla podtrzymania swej płynności lub w celu zapobieżenia jej utraty, banki próbowały zaciągać dalsze kredyty, np. w innych bankach, co było utrudnione w warunkach wspomnianego zaniku zaufania.

Z kolei do niewypłacalności banków dochodzi wtedy, gdy przecena wartości udzielanych pożyczek i poczynionych inwestycji powoduje taki spadek wartości aktywów, że kapitał własny banku w sensie czysto księgowym staje się ujemny zgodnie z równaniem „Aktywa = Zobowiązania + Kapitał własny” (Wielgórka-Leszczynska 2011, s. 17). Innymi słowy, jeśli kapitał własny banku staje się wartością ujemną, gdyż wielkość zobowiązań znacznie przekracza wielkość aktywów (aktywa < zobowiązania => kapitał własny < 0), to staje się on niewypłacalny.

Narastający początkowo brak płynności, a następnie niewypłacalność stały się udziałem wielu amerykańskich banków i instytucji finansowych w latach 2007–2009. W bankach tych zabrakło wystarczającej ilości kapitału dla pokrycia ich zobowiązań. Bankructwo amerykańskiego banku Lehman Brothers w połowie września 2008 r. stało się brzemienne w skutkach zarówno dla banków amerykańskich, jak i dla wielu innych banków w świecie, m.in. na skutek odwrócenia kierunku przepływów kapitałowych (Sławiński 2009, s. 50). Banki amerykańskie silnie zaangażowane kredytowo w krajach wschodzących i w UE obawiały się podobnego losu jak Lehman Brothers w wyniku rosnącego ryzyka utraty wypłacalności i rozpoczęły gwałtowną repatriację kapitału. Skutkiem odpływu kapitału krótkoterminowego z krajów wschodzących było zahamowanie kredytowania w tych krajach. Narastał kryzys zaufania w ich systemach bankowych. Już w końcu 2007 r. w USA pojawiły się pierwsze symptomy recesji. Jej pojawieniu również w strefie euro, a także w innych państwach UE towarzyszyło ograniczenie kredytowania przez banki.

Jednak sytuacja zagrożonych brakiem płynności banków amerykańskich i europejskich w strefie euro istotnie się różniła. Wpływ na to miał fakt, że dla banków amerykańskich System Rezerwy Federalnej (Fed) spełnia rolę banku pożyczkodawcy ostatecznej instancji, podczas gdy w wypadku Europejskiego Banku Centralnego sytuacja nie była początkowo oczywista (Polański 2012a, s. 102). Jednak w warunkach rosnącego zagrożenia stabilności Eurosystem zwiększał wolumen operacji otwartego rynku, rozszerzając je w latach 2011–2012 na pożyczki udzielane bankom na bardzo niski procent z terminami zapadalności do 36 miesięcy. Pod zastaw tych operacji akceptowane były w coraz szerszym zakresie niskiej jakości papiery wartościowe. Ze środków tych banki kupowały obligacje krajów zagrożonych niewypłacalnością,

które nadal mogły w miarę tanio finansować się na rynku. W ten sposób EBC wspierał stabilność publicznego sektora finansowego w krajach strefy euro przeciwstawiając się grze inwestorów na jej rozpad<sup>1</sup>.

Część zagrożonych niewypłacalnością banków europejskich została uratowana w wyniku dokapitalizowania przez państwa i poddana ich kontroli. Ratowanie prywatnych banków, np. ING, Dexia, Commerzbank i banków irlandzkich przez państwa UE dokonywało się głównie za pomocą transferów bezpośrednich z ich budżetów lub udzielania gwarancji obciążających dług publiczny.

Podsumowując, w czasie kryzysu nasilały się zjawiska braku płynności i niewypłacalności w bankach. Kryzys bankowy zapoczątkowało pęknięcie bańki spekulacyjnej na amerykańskim rynku mieszkaniowym powiązane z nadmierną emisją papierów wartościowych opartych na niespłacalnych kredytach podstandardowych. Gwałtowne załamanie kursów tych papierów przyczyniło się do kryzysu bankowego w USA. Kryzys ten przeniósł się do Europy zarażając tamtejsze banki. Prowadziło to najpierw do braku ich płynności, a następnie do niewypłacalności. Część banków („zbyt duże by upaść”, *too big to fail*) była ratowana przez rządy. Upowszechniał się kryzys zaufania, następowała repatriacja kapitału do sektora bankowego w USA, a w związku z odpływem części kapitału amerykańskiego nastąpiło ograniczenie kredytowania generujące negatywne szoki popytowe w strefie euro i w całej UE. Państwowa pomoc udzielana prywatnym bankom przyczyniała się do zwiększenia deficytów i długu sektora finansów publicznych w krajach dotkniętych kryzysem. Pogłębieniu kryzysu finansów publicznych sprzyjały też rosnące rentowności obligacji rządowych.

### 1.2.2. Kryzys finansów publicznych

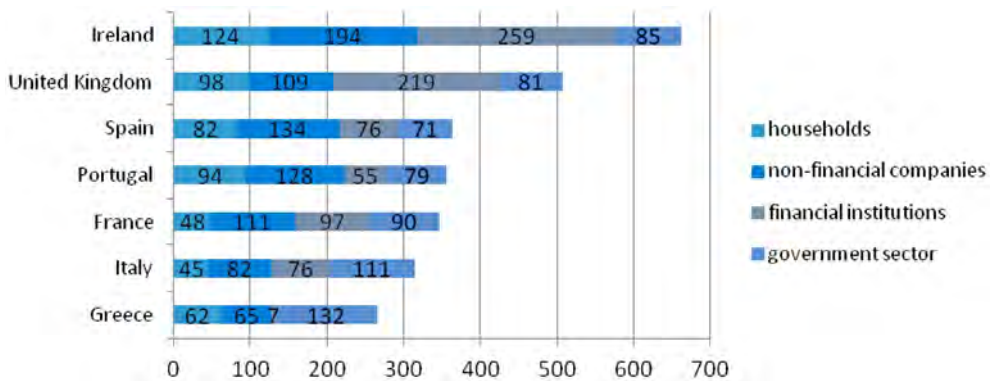
Kryzys w strefie euro jest w ostatnich latach najczęściej utożsamiany z rosnącym długiem publicznym. W 2012 r. zbliżał się on do 100% PKB w Belgii i znacznie przekraczał ten poziom w Grecji, Irlandii, Włoszech i Portugalii, a jego średnia w tej strefie wynosiła 92,7% PKB (European Commission 2013f, s. 150), tj. daleko przewyższała poziom 60% PKB określony w traktacie z Maastricht i w Pakcie Stabilności i Wzrostu (PSW). W państwach UE nienależących do strefy euro dług ten, z wyjątkiem Wielkiej Brytanii i Węgier, nie przekraczał 60% PKB. Nadmierny wzrost długu wygenerowany został po 2000 r., np. w Grecji, Włoszech i Portugalii,

---

<sup>1</sup> Ponadto w latach 2010–2013 realizowano opisane dalej dwa programy: Program Rynków Papierów Wartościowych (*Securities Markets Programme – SMP*) oraz Program Bezpośrednich Transakcji Monetarnych (*Outright Monetary Transactions – OMT*), obejmujące skup na rynku wtórnym obligacji rządowych zagrożonych niewypłacalnością państw strefy euro.

w wyniku utrzymujących się z roku na rok deficytów sektora finansów publicznych większych niż 3% PKB. Ich głównymi przyczynami były oczywiście nadmierne wydatki publiczne w stosunku do dochodów. Brak dyscypliny płacowej, szczególnie w odniesieniu do sektora państwowego, ujawnił się zwłaszcza w Grecji i Portugalii. Z kolei opóźnienia we wdrażaniu reform strukturalnych przewidzianych najpierw w Strategii Lizbońskiej, a następnie w Strategii „Europa 2020” obserwowano we Włoszech i Hiszpanii. Te negatywne zjawiska prowadziły do spadku konkurencyjności w krajach dotkniętych kryzysem, przyczyniającego się do ograniczenia produkcji, eksportu oraz w efekcie do malejących dochodów budżetowych generujących wzrost deficytu.

Obok rosnącego zadłużenia publicznego część krajów bardziej dotkniętych kryzysem borykała się z szybko rosnącym zadłużeniem prywatnym. Zadłużenie publiczne i prywatne w wybranych krajach strefy euro i Wielkiej Brytanii ilustruje rys. 1.1. Wynika z niego, że w połowie 2011 r. łączne zadłużenie sektora rządowego, instytucji finansowych i niefinansowych oraz gospodarstw domowych wśród 7 krajów UE było największe w Irlandii, i doszło do 662% PKB, tj. ponad dwukrotnie więcej w porównaniu ze średnią łącznego zadłużenia dla dziesięciu krajów o rozwiniętych gospodarkach, wynoszącą 339% PKB (por. uwaga pod rys. 1.1). Najmniejsze łączne zadłużenie w połowie 2011 r. było w Grecji, tj. 266% PKB, jednak przy najwyższym zadłużeniu sektora rządowego (tj. 132% PKB) w porównaniu z odpowiednią składową (100% PKB) wspomnianej średniej.



**Rysunek 1.1. Zadłużenie publiczne i prywatne dla wybranych państw europejskich w % PKB (połowa 2011 r.)**

Uwaga:

- 1) W przypadku Portugalii i Włoch dane na koniec pierwszego kwartału 2011 r.
- 2) Średnia łącznego zadłużenia dla 10 krajów o rozwiniętych gospodarkach (USA, Japonia, Niemcy, Francja, Wielka Brytania, Włochy, Hiszpania, Kanada, Australia i Południowa Korea) wynosiła ówczesnie 339% PKB, w tym 77% (gospodarstwa domowe), 82% (przedsiębiorstwa niefinansowe), 80% (instytucje finansowe), 100% (sektor rządowy), w kolejności podanej na rys. 1.1.

Źródło: McKinsey Global Institute (2012, s. 5 i 14)

W tym samym czasie najwyższy poziom zadłużenia gospodarstw domowych wśród krajów zagrożonych kryzysem notowano w Irlandii i Portugalii (tj. odpowiednio 124% PKB i 94% PKB w porównaniu do średniej 77% PKB dziesięciu wspomnianych krajów), czemu sprzyjała nadmierna ekspansja kredytowa w odniesieniu do konsumpcji indywidualnej i nieruchomości. Do kryzysu finansów publicznych przyczynił się też kryzys prywatnego sektora bankowego, którego skutkiem było zwiększenie deficytów sektora finansów publicznych i przyrost długu publicznego. W Irlandii deficyt sektora finansów publicznych wyniósł w 2010 r. aż 30,8% PKB. W rezultacie doprowadziło to w kraju szczytującym się do 2008 r. niskim poziomem długu publicznego do gwałtownego jego narastania i zwiększania się kosztów jego obsługi. Podobne zjawiska, w mniejszej skali występowały w wielu krajach strefy euro i prowadziły do zwiększenia ryzyka utraty płynności szczególnie państw najsilniej dotkniętych kryzysem.

Warunki zrównoważenia długu publicznego można wyjaśnić za pomocą badania zależności, jakie występują między przyrostem relacji długu do nominalnego PKB, zmianami nominalnej stopy procentowej (stopy zwrotu) od papierów skarbowych oraz nominalnej stopy wzrostu PKB i salda pierwotnego w relacji do nominalnego PKB. Zależności te ilustruje poniższe równanie (Shambaugh 2012, s. 8):

$$\Delta Dt = (Rt - gt) * Dt - 1 + \text{pierwotny deficyt sektora publicznego/PKB}, \quad (1)$$

gdzie:

$\Delta Dt$ , to przyrost relacji długu do nominalnego PKB w roku  $t$ ,

$R$  to nominalna stopa oprocentowania (zwrotu) długu,

$g$  to stopa wzrostu nominalnego PKB,

$Dt - 1$  to dług publiczny (w relacji do PKB) w roku  $t - 1$ ,

pierwotny deficyt sektora publicznego w relacji do PKB liczony jest bez spłaty odsetek.

Z równania (1) wynika, że jeśli stopa oprocentowania pozostającego do spłaty długu jest niższa od tempa wzrostu nominalnego PKB, tzn. gdy wartość  $(Rt - gt)$  jest ujemna, to przy założeniu zrównoważonego pierwotnego deficytu budżetu państwa relacja długu publicznego do PKB spada.

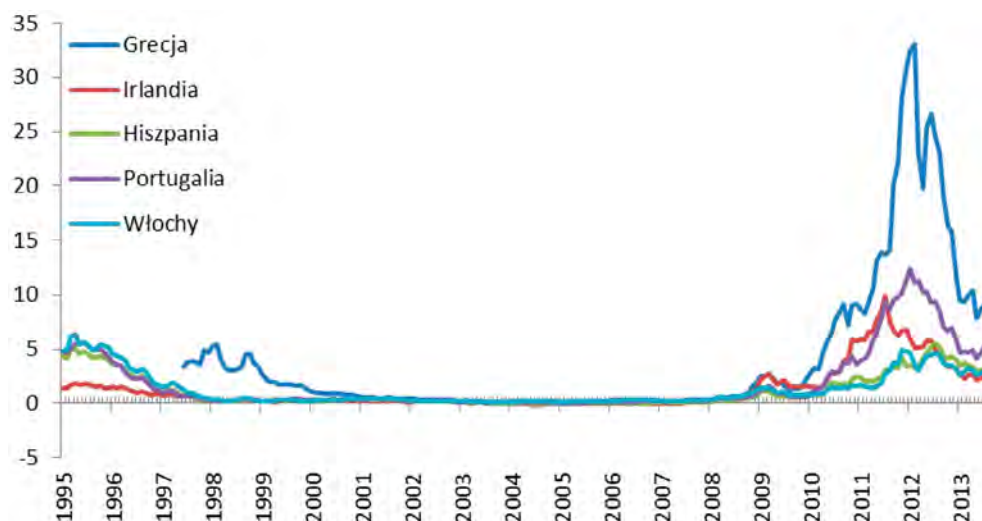
Założenie zrównoważonego pierwotnego deficytu sektora publicznego oznacza, że państwo nie zaciąga nowych pożyczek i w związku z tym nie ponosi z tego tytułu dodatkowych kosztów ich obsługi.

Występuje również zależność odwrotna: jeśli stopa oprocentowania pozostającego do spłaty długu jest wyższa od tempa wzrostu PKB, tzn. wartość  $(Rt - gt)$  jest dodatnia, przy założeniu, że saldo pierwotne budżetu jest zrównoważone, to relacja długu publicznego do PKB rośnie. Jeśli proces ten ma charakter trwały, to mamy

do czynienia z efektem kuli śniegowej (*snow-ball effect*) i narastaniem długu. Efekt ten wyraża łączny wpływ, jaki wywierają stopa procentowa i tempo wzrostu PKB na relację długu do PKB. Na narastanie długu może dodatkowo wpłynąć brak skutecznych działań zmierzających do zrównoważenia salda pierwotnego. Jeśli nawet tempo wzrostu PKB jest wyższe od nominalnej stopy oprocentowania długu uznanego za wysoki, np. ponad 100% PKB, a państwo spłacając go, przyjmuje za cel zmniejszenie jego relacji do PKB, to nie powinno dopuszczać do pojawienia się ujemnego salda deficytu pierwotnego, a więc zaciągać nowych pożyczek. Takie saldo zwiększyłoby wtedy tę relację, której nadmierny wzrost skłania inwestorów do żądania zwiększania premii za ryzyko.

Działający na globalnym rynku finansowym inwestorzy szacują to ryzyko przy zakupie emitowanych przez rządy papierów skarbowych. W państwach, w których poziomy progowe zadłużenia publicznego przekraczają 90% PKB (Reinhart, Rogoff 2010, s. 22) lub mają krytyczne poziomy tego zadłużenia powyżej 100% PKB (World Economic Outlook 2012, s. 108) dochodzi do obniżenia tempa wzrostu i trudności w obsłudze zadłużenia. Choć przytoczone poziomy progowe wynikające z badań Reinhart i Rogoff poddane były krytyce, m. in., że nie ma prostej zależności między wielkością długu publicznego i tempem wzrostu PKB, to jednak inwestorzy traktują dużą część państw, które przekraczają takie poziomy zadłużenia publicznego jako zagrożone utratą płynności lub niewypłacalnością i żądają coraz większych premii za ryzyko przy zakupie kolejnych emisji instrumentów dłużnych. Działania te nasilają spekulacyjny wzrost rentowności nabywanych przez nich obligacji rządowych. Rosnące lawinowo zadłużenie publiczne oraz koszty jego obsługi w tych państwach ograniczają możliwości stymulowania wzrostu. Kraje te popadają w recesję, która dodatkowo ogranicza ich możliwości spłaty zobowiązań przy utrzymującej się dodatniej wartości  $Rt - gt$ . W ten sposób działania rynków finansowych przyspieszają nie tylko kryzys finansów publicznych, ale również przyczyniają się do recesji.

Przed kryzysem finansów publicznych w strefie euro można wyodrębnić w latach 1995–1997 fazę zmniejszania się spreadów w stosunku do obligacji niemieckich oraz fazę od 1998 r., tj. od roku poprzedzającego wprowadzenie euro do obiegu bezgotówkowego w 1999 r., do połowy 2008 r., w której spready na dziesięcioletnich obligacjach rządowych czterech państw (na obligacjach Grecji dopiero od 2001 r.) praktycznie nie istniały. Za istotną w rozwoju kryzysu finansów publicznych uznać można fazę od połowy 2008 r., od której następuje gwałtowny ich wzrost oraz różnicowanie. Fazy te na przykładzie wybranych 5 krajów strefy euro ilustruje rys. 1.2.



**Rysunek 1.2. Spreads na 10-letnich obligacjach skarbowych krajów strefy euro bardziej dotkniętych kryzysem w stosunku do obligacji niemieckich, 1995–2013 (punkty procentowe)**

Uwaga: dane miesięczne do lipca 2013 r.

Źródło: NBP na podstawie danych Reuters EcoWin

W państwach uznawanych przez rynki finansowe jako stabilne i nie zagrożone niepłynnością, jak np. w Niemczech, średniomiesięczne rentowności długoterminowych obligacji utrzymują się na bardzo niskich poziomach, co jest spowodowane napływem kapitału wycofywanego z niestabilnych gospodarek. W sierpniu 2012 r. rentowności te wynosiły np. w Niemczech 1,34%, i do połowy 2013 r. ulegały niewielkim wahaniom (Eurostat 2013b).

Natomiast w państwach uznawanych przez rynki finansowe za zagrożone niepłynnością lub niewypłacalnością, a nawet opuszczeniem strefy euro, jak Grecja, rentowności rządowych obligacji gwałtownie rosły. Ilustruje to przykład Grecji, w której rentowności miesięczne dziesięcioletnich obligacji na przełomie lat 2011–2012 zbliżały się do 35%, a w sierpniu 2012 r. wynosiły 25,8% i po kolejnych wdrożeniach uzgodnień z KE, MFW i EBC, odnośnie do programu oszczędnościowego zmniejszyły się w czerwcu 2013 r. do nadal wysokiej wartości 10,1%. Podobnemu zróżnicowaniu, tj. spadkowi w Niemczech i wzrostowi w Grecji podlegały też wyceny ryzyka wypłacalności długu tych państw (CDS – *Credit Default Swap*).

Wspomniane wyżej zmiany rentowności obligacji rządowych i ocen ryzyka niewypłacalności były rezultatem zarówno nieskutecznej z punktu widzenia stabilności i wzrostu krajowej polityki fiskalnej i strukturalnej, np. przewidzianej w „Agendzie 2020”, w tym rynku pracy, jak i działań spekulacyjnych inwestorów



grających np. na rozpad strefy euro. Polityka jednolitej stopy procentowej EBC w państwach strefy euro przesunęła na ponadnarodowy, unijny szczebel gestię w zakresie polityki pieniężnej i kursowej. Miało to ten skutek, że od wprowadzenia euro w 1999 r. konkurencyjność i rozwój gospodarek państw tej strefy zależały w znacznie większym stopniu od jakości krajowej polityki fiskalnej i strukturalnej oraz skuteczności ich wpływu na przebieg cyklu koniunkturalnego. Zdawano sobie dobrze sprawę z tego faktu w państwach o stabilnych finansach, jak np. w Niemczech. Już w latach 2003–2005 za czasów rządów kanclerza Gerharda Schrödera dokonano tam istotnej reformy rynku pracy pod nazwą „Agenda 2010” (Albiński, Chrzanowski 2009, s. 288). W jej rezultacie rygorystycznie utrzymywano prawie na stałym poziomie płace realne, hamowano wzrost jednostkowych kosztów pracy i tylko sporadycznie przekraczano w średnim okresie deficyt sektora finansów publicznych powyżej 3% PKB oraz w dużym stopniu zliberalizowano rynek pracy. Głównym celem tej reformy było zapewnienie Niemcom przewag konkurencyjnych. Produkowane tam w 2011 r. towary i usługi były od 25% (w stosunku do Europy Południowej) do 20% (w stosunku do Francji) tańsze od porównywalnych produktów i usług innych krajów (Flassbeck 2013, s. 71–73).

Odwrotnie postępowano w państwach o niestabilnych finansach, gdzie rządy często dla zapewnienia sobie reelekcji dopuszczały do nadmiernych wydatków i rosnących deficytów sektora finansów publicznych, tolerowały szybki wzrost płac przekraczający wzrost wydajności pracy. Nie podejmowano także istotnych reform strukturalnych, które mogłyby stymulować rozwój. W rezultacie wraz ze wzrostem jednostkowych kosztów pracy spadała konkurencyjność ich gospodarek, której towarzyszyło utrzymywanie się bliźniaczych deficytów obrotów bieżących i sektora finansów publicznych, tzn. w uproszczeniu więcej importowano niż eksportowano a wydatki budżetu państwa przewyższały długotrwałe jego dochody. Dalszą konsekwencją było narastanie długu publicznego, tym szybciej im bardziej spadało tempo wzrostu i gospodarki pogrążały się w recesji. W państwach tych stopa oprocentowania pozostającego do spłaty długu nagromadzonego przez szereg lat oraz nowego, bieżąco zaciąganego była wyższa od tempa wzrostu PKB, tzn. wartość  $(Rt - gt)$  z równania (1) była dodatnia, przy czym saldo pierwotne było nadal ujemne. W rezultacie rosła relacja długu publicznego do PKB, a obawy o jej (nadmierną) wielkość powodowały zwiększenie rentowności obligacji rządowych (Gurria, Padoan 2012, s. 5). Proces ten utrwalał się w latach 2008–2012, co spowodowało narastanie długu w skali odpowiadającej efektowi kuli śniegowej.

W warunkach rozwijającego się kryzysu finansów publicznych rządy państw strefy euro podejmowały też działania ratunkowe na rzecz innych państw. Udzielono pomocy Grecji, Portugalii, Irlandii i Cypru w celu zapobieżenia utracie płynności,

która doprowadziłaby do niewypłacalności i w konsekwencji do rozpadu strefy euro oraz kryzysu walutowego.

Do kryzysu finansów publicznych przyczynił się także kryzys sektora bankowego powodując, że część środków publicznych przeznaczono na ratowanie banków, np. w Irlandii i Hiszpanii. Skutkiem tego było zwiększenie deficytów sektora finansów publicznych, a w konsekwencji przyrost długu publicznego i rosnące w obawie o jego wielkość rentowności obligacji rządowych.

Reasumując, kryzys finansów publicznych charakteryzuje się wysokim poziomem długu publicznego (powyżej 100% PKB), szczególnie silnie narastającym po 2008 r. w państwach UE zagrożonych utratą płynności lub/i niewypłacalnością. Przyczyniały się do tego głównie długotrwale utrzymujące się deficyty sektora finansów publicznych powstałe w wyniku nadmiernych wydatków rządowych, w tym braku dyscypliny płacowej. W części państw tolerowano nadmierną ekspansję kredytową (np. w budownictwie i w konsumpcji indywidualnej), prowadzono niefrasobliwą politykę fiskalną, często pod presją cyklu politycznego. Nie podejmowano reform strukturalnych. Spadek konkurencyjności przyczyniał się do niskiego tempa wzrostu, które pogłębiało kryzys zadłużeniowy finansów publicznych. W państwach tych stopa oprocentowania pozostającego z kolejnych lat do spłaty długu i nowego, bieżąco zaciąganego była wyższa od tempa wzrostu PKB, przy czym często saldo pierwotne budżetu pozostawało długotrwale ujemne. W każdym z nadmiernie zadłużonych krajów występowała kombinacja tych czynników.

### **1.2.3. Kryzys w sferze realnej**

Kryzys bankowy, który spowodował zahamowanie akcji kredytowej i w jego następstwie negatywny szok popytowy, był główną przyczyną kryzysu w sferze realnej. Rozprzestrzenił się on na inne kraje coraz szybciej po upadku banku Lehman Brothers w 2008 roku. W 2009 r. wystąpiła recesja i wzrost bezrobocia w większości rozwiniętych krajów świata, takich jak Japonia, Kanada, Niemcy, USA i Wielka Brytania.

Kryzys w sferze realnej w UE zaznaczył się w swej pierwszej fazie od 2007 r. spadkiem popytu i zmniejszeniem tempa wzrostu produkcji. W 2008 r. UE znalazła się w fazie recesji, która osiągnęła swoje największe rozmiary spadku produkcji i PKB w 2009 roku. Według danych Eurostatu w 2009 r. średnia spadku PKB dla EU-27 wyniosła aż  $-4,3\%$ , a dla strefy euro  $-4,4\%$ . W tym samym roku w USA i Japonii spadki te wyniosły odpowiednio  $-3,1\%$  i  $-5,5\%$ . Gwałtownemu spowolnieniu uległy obroty międzynarodowe.

Zaburzenia na rynkach finansowych i surowcowych przeniosły się przez sektor finansowy na sferę realną w UE i w innych częściach świata. Nastąpiło pogorszenie perspektyw rozwojowych w strefie euro, a także poza nią i dalszy spadek popytu w krajach wysoko rozwiniętych. Temu negatywnemu trendowi towarzyszyło ograniczenie akcji kredytowej, które zmniejszyło skalę finansowania produkcji i przyczyniło się do jej spadku w gospodarkach wielu krajów.

Recesję pogłębiał brak reform strukturalnych, w tym na rynku pracy oraz spadek konkurencyjności, szczególnie w zagrożonych niewypłacalnością państwach strefy euro. Obniżenie konkurencyjności ich gospodarek wynikało głównie z szybkiego wzrostu płac zarówno w sektorze publicznym, jak i w prywatnym, których tempo wzrostu przed kryzysem i w jego pierwszej fazie wyprzedzało dynamikę wzrostu wydajności pracy. W rezultacie rosły jednostkowe koszty pracy. W państwach strefy euro doszło do zróżnicowania poziomów konkurencyjności: w latach 2001–2011 r. w Hiszpanii, Portugalii i we Włoszech jednostkowe koszty pracy rosły szybciej niż stopa inflacji w strefie euro, a w Grecji trend ten zaznaczył się silnie od 2007 roku. Natomiast w Niemczech jednostkowe koszty pracy rosły w tym czasie dużo wolniej niż stopa inflacji, co doprowadziło do skumulowanego wzrostu wcześniej wspomnianych niemieckich przewag konkurencyjnych względem większości państw strefy euro (Flassbeck 2013, s. 71–73).

W drugiej fazie kryzysu w UE od 2010 r. udało się początkowo wyjść z recesji i rozpocząć proces ożywienia, w którym większość państw strefy euro zanotowała wzrost PKB. Sprzyjała temu poprawa światowej koniunktury, do której przyczynił się wzrost PKB USA i Japonii w 2010 r. odpowiednio o 2,4% i 4,7%. Natomiast dalszy spadek PKB wśród państw strefy euro wystąpił wtedy jedynie w Irlandii, Grecji i Hiszpanii.

W 2011 r. faza ożywienia osłabła, przechodząc w 2012 r. ponownie w recesję, której średnia dla EU-27 wyniosła  $-0,3\%$  PKB, a dla strefy euro  $-0,6\%$  PKB, przy czym największe spadki PKB nastąpiły w krajach strefy euro w Południowej Europie. Lata 2010–2012 można określić fazą ożywienia i płytkiej recesji.

Reasumując, na kryzys w sferze realnej wywarł istotny wpływ kryzys bankowy, w wyniku którego ograniczona została akcja kredytowa, co uniemożliwiło finansowanie na dotychczasowym poziomie działalności gospodarczej i rozwoju. Wraz ze spadkiem popytu i produkcji rosło bezrobocie, a w pierwszej fazie kryzysu w UE od 2008 r. pogłębiała się recesja. Jednocześnie w krajach strefy euro w Południowej Europie utrwał się trend spadku konkurencyjności. Od 2010 r. UE weszła w drugą fazę kryzysu. W latach 2010–2011 w UE nastąpiło ożywienie, które w 2012 r. przeszło w stosunkowo łagodną recesję, a następnie w stagnację w 2013 roku. Recesja i stagnacja sprzyjały zwiększaniu się zadłużenia publicznego w wielu państwach UE.

### **1.3. Wzajemne oddziaływanie kryzysów bankowego, finansów publicznych i w sferze realnej w Unii Europejskiej**

Kryzys na amerykańskim rynku podstandardowych (*subprime*) kredytów hipotecznych był pierwotnym impulsem dla kryzysu bankowego w USA (por. schemat blokowy na rys. 1.3.). Zarażeniu tym kryzysem uległ sektor bankowy w UE, co miało istotny wpływ na nasilenie się kryzysu zadłużenia publicznego oraz zadłużenia prywatnego (gospodarstw domowych, instytucji finansowych i przedsiębiorstw niefinansowych), szczególnie w zagrożonych niewypłacalnością państwach strefy euro. W konsekwencji doszło w niej, jak i w większości państw UE, do kryzysu w sferze realnej, a w obserwowanym cyklu koniunkturalnym wystąpiły w pierwszej fazie kryzysu zjawiska głębokiej recesji, a w drugiej jego fazie, pojawiło się krótkie ożywienie. Po nim pojawiła się ponownie recesja i spowolnienie wzrostu oraz działania szeregu specyficznych czynników nasilających te zjawiska.

W niektórych amerykańskich publikacjach kanał transmisji kryzysu z rynku kredytów hipotecznych w USA nie jest uwzględniony w analizie współzależności kryzysów w strefie euro (Shambauch 2012, s. 47). Natomiast w większości publikacji europejskich i części amerykańskich (Bernanke 2008, s. 1) podkreśla się, iż efekt zarażenia się kryzysem bankowym w UE należy wiązać z kryzysem na rynku podstandardowych kredytów hipotecznych i kryzysem bankowym w USA, m.in. w związku z posiadaniem przez banki europejskie toksycznych amerykańskich papierów wartościowych (blok 1).

Aktywa te straciły na wartości w stopniu, który doprowadził do utraty płynności i zagrożenia bankructwem szeregu banków europejskich. Sytuację pogorszyły zarówno obserwowana w pierwszej fazie kryzysu repatriacja kapitału do USA, wzmacniająca negatywne skutki szoku popytowego (blok 2), jak i narosłe dysproporcje dotyczące wielkości zadłużenia i rosnącego ryzyka jego spłaty zarówno w kontekście zagranicznym, jak i krajowym, zwłaszcza w strefie euro. W związku z tym bloki 1 i 2 mają ten sam kierunek oddziaływania na blok 3.

Dalszy rozwój kryzysu bankowego w UE generowany był przez kryzys finansów publicznych, który przyczyniał się do utraty płynności i narastającego ryzyka upadłości banków posiadających obligacje państw zagrożonych niewypłacalnością (blok 5). Były one zmuszone odpisać znaczną ich część na straty. Również kryzys w sferze realnej wywierał negatywny wpływ na kryzys bankowy, gdyż recesja lub spowolnienie wzrostu powodowały spadek cen aktywów będących w posiadaniu banków i obniżenie ich wartości w stosunku do zobowiązań wobec swych klientów.

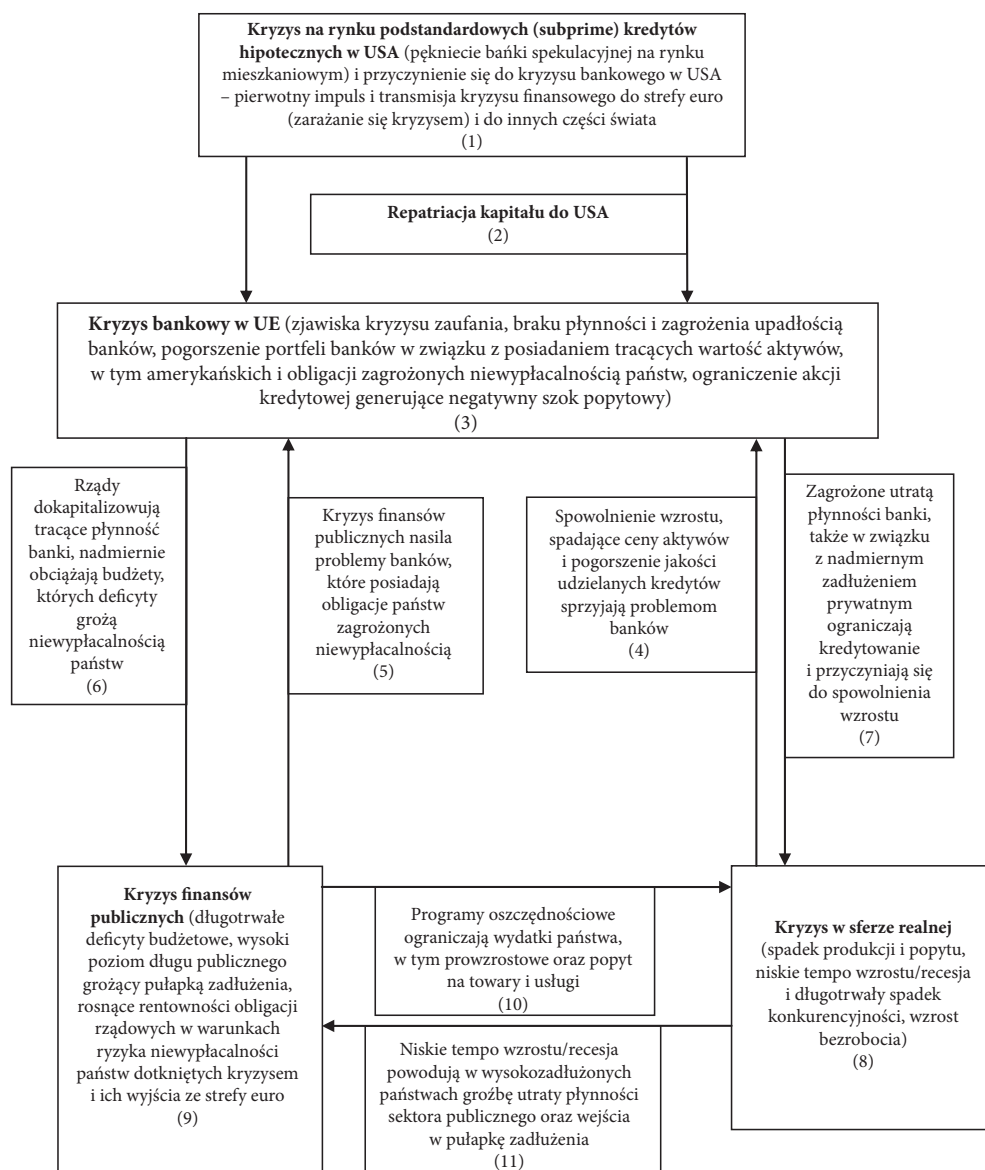
Sytuacja taka prowadziła do utraty płynności przez banki (blok 4). Kryzys bankowy w UE, szczególnie w strefie euro przyczynił się też do kryzysu finansów publicznych. W Grecji, Włoszech oraz w Portugalii dług publiczny przekroczył 100% PKB. Było to m.in., skutkiem ratowania przez rządy banków zagrożonych upadłością. Te sprzężenia zwrotne między rządami i bankami doprowadziły do powstania tzw. „błędnego koła”. Dofinansowanie przez rząd banków spowodowało, np. w Irlandii, silny wzrost deficytu finansów publicznych, a utrzymywanie go przez kolejne lata prowadziło do szybkiego narastania długu i zwiększania kosztów jego obsługi, a także do spadku kursu papierów skarbowych, ograniczenia akcji kredytowej i spowolnienia wzrostu. To „błędne koło” ilustrują sprzężenia między blokami 3 i 9. Wzmocnienie negatywnych efektów tych sprzężeń wyjaśniają bloki 5 i 6.

Kryzys bankowy wywarł także istotny wpływ na kryzys w sferze realnej, gdyż zagrożone utratą płynności i niewypłacalnością banki ograniczyły kredytowanie, przyczyniając się tym samym do recesji lub spowolnienia wzrostu (blok 7). Wzmocnienie negatywnych efektów sprzężeń zwrotnych między kryzysem w sferze realnej (blok 8) a kryzysem bankowym (blok 3) ilustrują bloki 4 i 7.

Kryzys w sferze realnej (blok 8) wywiera negatywny wpływ na kryzys finansów publicznych (blok 9), głównie w wyniku spadku przychodów fiskalnych, które pozwoliłyby na finansowanie wydatków publicznych pobudzających wzrost, pokrycie potrzeb pożyczkowych i spłatę długu. Dochodzi do sytuacji, w której bieżące wydatki nie mogą być pokryte z bieżących dochodów (dochody te maleją wraz ze spadkiem PKB) i sprzedaży obligacji, w rezultacie czego budżet traci płynność, w tym możliwość obsługi długu, co grozi wejściem w pułapkę zadłużenia (blok 11). Obligacje nie znajdują nabywców obawiających się niewypłacalności państwa, a rentowności emitowanych papierów skarbowych osiągają bardzo wysoki poziom. Kryzys finansów publicznych i realizowane po okresie stymulowania koniunktury programy oszczędnościowe (w tym zobowiązania wynikające z procedur nadmiernego deficytu) ograniczają możliwości wydatkowe państwa na cele pobudzające popyt na towary i usługi konsumpcyjne oraz na programy inwestycyjne sprzyjające wzrostowi. W konsekwencji zmniejszają się możliwości przeciwdziałania kryzysowi w sferze realnej (blok 10). Wzmocnienie negatywnych efektów sprzężeń zwrotnych między kryzysem finansów publicznych (blok 9) a kryzysem w sferze realnej (blok 8) ilustrują bloki 10 i 11.

Podsumowując, należy podkreślić, że wzajemne oddziaływanie kryzysów bankowego, zadłużeniowego i sfery realnej w UE w latach 2007–2012 prowadziło do ich pogłębiania (i utworzenia „błędnego koła”) w wyniku transmisji sprzężeń zwrotnych impulsów kryzysowych. W działaniach antykryzysowych zarówno narodowych,

jak i na szczeblu UE pod uwagę powinny być brane sprzężenia zwrotne, które istnieją między opisanymi kryzysami.



**Rysunek 1.3. Schemat współzależności kryzysów bankowego, finansów publicznych i w sferze realnej w UE od 2007 r.**

Źródło: Opracowanie własne z uwzględnieniem współzależności trzech kryzysów w strefie euro (Shambaugh 2012, s. 47)

## **1.4. Polityka stabilizacyjna w Unii Europejskiej oraz jej cele od 2007 r.**

### **1.4.1. Działania ustrojowe i procesowe**

W kontekście badania współzależności między aspektami instytucjonalnymi a efektywną realizacją celów ekonomicznych w UE wyróżnić można działania w ramach polityki ustrojowej oraz działania w ramach polityki procesowej.

W polityce ustrojowej (instytucjonalnej) UE podkreśla się konieczność łączenia ładu społecznego, gospodarczego i politycznego. Postulat ten, mający swe korzenie w głównym nurcie niemieckiego ordoliberalizmu jest szczególnie aktualny, gdyż kryzys finansów publicznych w strefie euro jest związany z istniejącym ładem instytucjonalnym, który wymaga fundamentalnej przebudowy Unii Gospodarczej i Walutowej (UGW) (Coeuré 2013a, s. 1). Na konieczność istnienia takiego ładu, zwracał uwagę już w 1950 r. czołowy przedstawiciel tego nurtu Walter Eucken (2005, s. 209). Podkreślał on także konieczność stworzenia, w odniesieniu do danego kraju, takiego ustroju gospodarczego (włączając do niego ustrój walutowy zapewniający stabilny kurs wymiany), który okazałby się wystarczający do rozumnego kierowania całym procesem ekonomicznym i efektywną realizacją wytyczonych celów.

Wykorzystując do badania polityki UE metodologię badawczą uwzględniającą taki punkt widzenia, a także dorobek ekonomii instytucjonalnej, poszukuje się współzależności między unijną polityką ekonomiczną a ustrojem i jego przemianami. Nacisk na aspekty instytucjonalne pozwala na ukazanie zmian instytucji gospodarczych w perspektywie historycznej, tj. w opisywanych fazach kryzysu. Umożliwia również podkreślenie ewolucyjności zjawisk ekonomicznych w dziedzinie rozwoju gospodarczego, jak i spojrzenie ewolucyjne na politykę ekonomiczną (Polański 1995, s. 15).

Kraje UE nie prowadzą wspólnej polityki gospodarczej, pomimo że poddają się rygorom jej unijnej koordynacji, a jedynie w odniesieniu do strefy euro gestia polityki pieniężnej została przeniesiona na szczebel ponadnarodowy. Poziom integracji i wymiany w analizowanym okresie, a także prowadzone krajowe polityki gospodarcze, faktycznie uzależniają wzajemnie gospodarki państw członkowskich, o czym świadczą także negatywne skutki opisanych kryzysów. Ich przenoszeniu się nie była w stanie zapobiec polityka ekonomiczna prowadzona na szczeblu unijnym, co rodzi pytania dotyczące jej efektywności, wpływu na rozwój gospodarczy i uzależnienia od rozwiązań ustrojowo-instytucjonalnych.

Do badania wzajemnej zależności, a także specyfiki odróżniającej politykę ustrojową od polityki procesowej w odniesieniu do UE, posłużyć się można przykładem polityki pieniężnej, jako jedynej jednolitej ponadnarodowej polityki Unii ograniczonej jednak do strefy euro.

„Pieniężna polityka ustrojowa reguluje w ramach ustroju walutowego stosunki między walutą krajową a walutami innych obszarów walutowych (krajów lub grup krajów), a w ramach ustroju pieniężnego zasady zaopatrzenia gospodarki w pieniądź, kontrolę systemu bankowego, a także podmioty, cele i narzędzia polityki pieniężnej. Polityka ta prowadzona jest po to, aby osiągnąć nowe, inne cele polityki walutowej i pieniężnej lub aby przy niezmiennych celach dostosować pieniężne warunki ramowe i instrumenty polityki walutowej oraz pieniężnej do zmian w postępowaniu banków i podmiotów gospodarczych, a także do strukturalnych zmian w systemie bankowym, gospodarce i w stosunkach gospodarczych z zagranicą” (Schaal 1996, s. 365–366). Taką definicję odnieść można do prowadzonej przez EBC polityki pieniężnej. Jej ustrój oraz cele i instrumenty zostały ujęte szczegółowo w Traktacie o Unii Europejskiej z Maastricht z 1991 r. i unijnym dorobku prawnym ratyfikowanym i przyjętym następnie przez państwa członkowskie. Ważną rolę odgrywają w nim działania kształtujące ład gospodarczy, w szczególności realizację celów UGW. Chodzi tutaj o spełnianie kryteriów konwergencji określonych w Traktacie z Maastricht, Pakcie Stabilności i Wzrostu (PSW) oraz ustaleń wynikających z kolejnych paktów, procedur itp. będących rezultatem polityki instytucjonalnej UE. Polityka ta ma na celu realizację celów zarówno konwergencji nominalnej, tj. stabilności cen, stóp procentowych, kursu walutowego i zrównoważonego budżetu, jak i celów konwergencji realnej, tj. np. tempa wzrostu PKB, konkurencyjności i rozwoju eksportu.

Przesłankami skutecznej ustrojowej polityki pieniężnej jest jej zgodność z unijną ustrojową polityką gospodarczą, systemem finansowym, zgodność narzędzi z celami i możliwość ich bezkonfliktowej realizacji. Takie same przesłanki z uwzględnieniem specyfiki, dotyczą zgodności całościowej polityki gospodarczej UE z politykami krajowymi.

Pieniężna polityka procesowa jest kombinacją celów i środków, której zadaniem jest sterowanie procesem gospodarowania pieniądzem, tj. realizacja, w danych ramach pieniężnej polityki ustrojowej, celów polityki pieniężnej w drodze bieżącego stosowania narzędzi polityki monetarnej. Jej długofalowe cele i narzędzia, a także podmioty ją realizujące są określane przez pieniężną politykę ustrojową, ona też przewiduje odpowiednie zmiany (Schaal 1996, s. 370). Polityka procesowa może rozwijać określoną strategię pieniężną dla osiągnięcia jej celów. Głównym podmiotem pieniężnej polityki procesowej jest bank centralny, a w odniesieniu



do strefy euro – EBC (oraz cały Eurosystem), który realizuje strategię pieniężną. Strategia ta winna być zgodna z całościową procesową polityką gospodarczą, w tym stabilizacyjną w strefie euro.

### 1.4.2. Polityka stabilizacyjna i jej fazy w czasie kryzysu

Politykę stabilizacyjną określa się jako „przedsięwzięcia skierowane na utrwalenie poziomu zagregowanego dochodu i wydatków, jak również na opanowanie bezrobocia” (Burda, Wyplosz 2000, s. 700). Ma ona na celu tłumienie wahań cyklu koniunkturalnego i w jego normalnym przebiegu polega na dokonywaniu korekt, tj. oddziaływaniu na popyt za pomocą polityki pieniężnej i fiskalnej.

Polityka pieniężna oddziałuje na podstawowe agregaty ekonomiczne, jak np. dochód narodowy, produkcja i eksport. Jej celem jest stabilność cen (i ewentualnie produkcji). W zależności od fazy cyklu, np. dla wsparcia ożywienia stosowana jest ekspansyjna lub dla ochrony przed przegrzaniem gospodarki restrykcyjna polityka pieniężna. Wewnętrznie zgodna z nią powinna być polityka fiskalna, tj. celowe kształtowanie wydatków i dochodów państwa, które umożliwia ich zbilansowanie, a najczęściej – wobec braku wystarczających dochodów bieżących – kształtowanie deficytu sektora publicznego. Jej celem strategicznym jest minimalizacja tego deficytu lub uzyskanie w trakcie cyklu koniunkturalnego równowagi budżetowej.

W ramach polityki stabilizacyjnej w UE podjęto działania zmierzające do opanowania kryzysu bankowego, finansów publicznych i prywatnych oraz głębokiej recesji. Działania te uznać można za tożsame z polityką antykryzysową, która od polityki stabilizacji wahań cyklicznych różni się większą intensywnością działań w związku z gwałtownym rozwojem opisywanych zjawisk kryzysowych, tj. np. silnego spadku PKB w 2009 r. w krajach UE i szybko narastającego długu publicznego.

Od początku kryzysu wyróżnić można, co najmniej dwie fazy unijnej polityki stabilizacyjnej:

- pierwsza od sierpnia 2007 r. do końca 2009 r. zapoczątkowana działaniami płynnościowymi EBC i opracowaniem na jesieni 2008 r. szeregu dokumentów wytyczających ścieżkę wyjścia z kryzysu. Należy do nich m.in. komunikat Komisji Europejskiej pt. „Przewyciężenie kryzysu finansowego i wyjście na prostą: europejskie ramy działania”. Członkowie ECOFIN, ministrowie finansów i gospodarki państw członkowskich UE opracowali plan działań stabilizacyjnych w strefie euro (European Commission 2008b). Rada UE w swym komunikacie wsparła ten plan w strefie euro oraz analogiczne działania stabilizacyjne w krajach członkowskich nie należących do niej. Działania te przewidywały zwiększenie poziomu zaufania

na rynku finansowym, w tym ochronę oszczędności deponowanych w bankach (Council of the European Union 2008). W dokumencie KE, zaproponowano nową architekturę rynku finansowego w UE (por. rozdziały 2 i 3), zarys planu przeciwdziałania tendencjom kryzysowym w sferze realnej oraz działania antykryzysowe w skali międzynarodowej (European Commission 2008c). Kolejnym kluczowym dokumentem był „Europejski plan naprawy gospodarczej” (Komisja Europejska 2008). W marcu 2009 r. Parlament Europejski w pełni poparł w swej rezolucji ten plan i zalecił KE jego wdrożenie. W rezolucji wskazano na tymczasowy charakter rozluźnienia polityki finansowej. W związku z narastaniem deficytów budżetowych Rada UE wyznaczyła nowe, wydłużone terminy redukcji deficytu budżetowego dla większości krajów UE (Albiński 2011, s. 31).

We wspomnianym planie koncentrowano się na stymulowaniu popytu, głównie za pomocą rosnących wydatków rządowych i ulg podatkowych, które łącznie przyczyniły się do gwałtownego wzrostu deficytów sektora finansów publicznych i długu publicznego w większości państw UE. Były to zwłaszcza działania procesowe zarówno w ramach unijnej polityki pieniężnej, jak i odnoszące się krajowych polityk fiskalnych. Taki sposób stymulowania popytu, głównie za pomocą narzędzi dyskrecjonalnej polityki fiskalnej przewidziany był najpóźniej do 2010 r., w którym kończyć miały się pakiety wspierania koniunktury. Faza ta, zbieżna czasowo z wcześniej wspomnianą pierwszą fazą kryzysu, obejmowała działania antycykliczne przeciwdziałające pogłębiającej się recesji. Oprócz bieżących działań procesowych zaczęto przygotowywać zmiany ustrojowe, np. dotyczące nowej architektury rynku finansowego w UE.

- druga faza unijnej polityki stabilizacyjnej – od 2010 r., w której pod presją narastającego długu publicznego zalecono odejście od dotychczasowej polityki fiskalnej (*fiscal exit*) i od nadzwyczajnego stymulowania popytu oraz powrót do zrównoważonych finansów publicznych i redukcji długu. Faza ta miała na celu wykorzystanie ożywienia i rosnących wraz z nim dochodów budżetowych do ograniczenia wydatków rządowych (*austerity programmes*), ich racjonalizacji oraz konsolidacji fiskalnej, która umożliwiłaby redukcję deficytu i długu publicznego. Kilkanaście krajów UE objętych procedurą nadmiernego deficytu rozpoczęło konsolidację fiskalną już w 2010 roku. Drugą fazę unijnej polityki stabilizacyjnej poprzedziły inicjatywy w tym zakresie KE z października 2009 roku. Potwierdził ją szczyt państw G-20 w czerwcu 2010 r., z udziałem czołowych krajów UE, na którym zadeklarowano plan redukcji deficytów o połowę do 2013 r. i zmniejszenia lub stabilizacji relacji długu do PKB do 2016 r. (G-20 2010, s. 1, pkt 10). Do kolejnych inicjatyw należą decyzje Rady UE z marca 2011 r. zatwierdzające reguły Semestru Europejskiego. Weszły także w życie Pakt Euro

Plus, sześciopak, dwupak i Traktat o Stabilności, Koordynacji i Zarządzaniu w UGW (por. rozdział 3). Te akty prawne utworzyły nowe instytucjonalne ramy działalności i świadczą o rosnącym znaczeniu polityki ustrojowej również w sferze polityki fiskalnej w UE.

Dominujące znaczenie w drugiej fazie polityki stabilizacyjnej miały zmiany ustrojowe w polityce pieniężnej w strefie euro. Należy do nich utworzenie np. Europejskiego Instrumentu Stabilności Finansowej i Europejskiego Mechanizmu Stabilności, które odegrały ważną rolę w udzieleniu pomocy pożyczkowej dla państw pogrążonych w głębokim kryzysie finansów publicznych i zagrożonych brakiem płynności. To, że doszło do tak głębokiego kryzysu czołowi politycy UE wiązali m.in. z brakiem pogłębionej unii politycznej i fiskalnej, której np. wspólna polityka fiskalna, wspierając jednolitą politykę pieniężną, mogłaby zapobiec nadmiernemu zadłużaniu się państw. Zaproponowali oni rozwiązania przygotowujące taką unię, a także tworzącą unię bankową (por. rozdział 4).

Szereg krajów UE, w tym w strefie euro, (np. Grecja, Hiszpania, Irlandia i Portugalia) zobowiązało się do konsolidacji fiskalnej. Choć KE i Rada UE ustaliły zasadniczo na lata 2012–2013 terminy redukcji deficytów sektora finansów publicznych, to w większości z nich nie udało się zrealizować tych celów (por. podrozdziały 2.3 i 3.2). Jednak już w 2012 r. zaczęto sobie zdawać sprawę z niepowodzenia zalecanej przez UE restrykcyjnej polityki fiskalnej i programów oszczędnościowych (*austerity programmes*) wobec krajów dotkniętych kryzysem, które wraz z wdrażaniem takich programów pogrążyły się w recesji, co sprzyjało dalszemu zwiększaniu długu publicznego. Oznaczało to, że działania antycykliczne podjęte we wspomnianej wcześniej drugiej fazie kryzysu, tj. ożywienia, po którym nastąpiło ponowne wejście w recesję lub stagnację, okazały się nieskuteczne. Od końca 2012 r. i w 2013 r. zaczęto odchodzić od takiej polityki, być może rozpoczynając w UE trzecią fazę polityki stabilizacyjnej.

## Rozdział 2

# Pierwsza faza kryzysu w Unii Europejskiej: lata 2007–2009

W rozdziale tym badana jest pierwsza faza kryzysu w latach 2007–2009, w której nastąpił jego wybuch, a podjęte działania antykryzysowe polegały głównie na stymulacji popytu. W rezultacie w fazie tej doszło do poważnych zmian w stanie równowagi zewnętrznej i wewnętrznej poszczególnych krajów UE, które są przedmiotem poniższej analizy uzupełnionej o podjęte działania stabilizacyjne.

### 2.1. Sfera realna

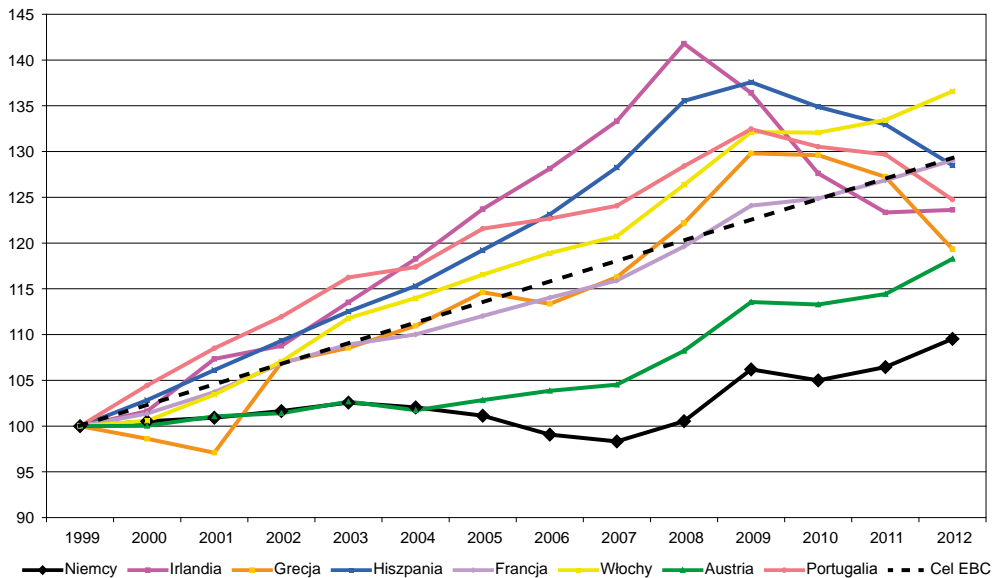
*Krzysztof Marczewski*

Bezpośrednią przyczyną wybuchu światowego kryzysu finansowego była gwałtowna przecena złożonych instrumentów finansowych, których ekspansja rynkowa była finansowana kredytem kreowanym przez system bankowy w USA. W następstwie tej przeceny drastycznej redukcji uległy kapitały własne czołowych banków amerykańskich (a następnie europejskich) doprowadzając wiele z nich na krawędź bankructwa lub wręcz do bankructwa. Zahamowanie akcji kredytowej oznaczało wystąpienie w skali całej gospodarki światowej negatywnego szoku popytowego na ogromną skalę.

Szok ten nałożył się w strefie euro na narastające, praktycznie od początku jej powstania, różnice konkurencyjności poszczególnych krajów członkowskich. Rys. 2.1 obrazuje ten proces, pokazując ewolucję jednostkowych kosztów pracy w latach 2000–2012, przyjmując rok 1999 jako bazę odniesienia. Wyraźnie wyodrębniły się trzy grupy krajów. Do pierwszej z nich należały kraje o szybko rosnących jednostkowych kosztach pracy: Irlandia, Hiszpania, Grecja, Portugalia, Włochy. Na drugim biegunie znalazły się Niemcy i Austria. Pomiedzy nimi ulokowały się pozostałe kraje strefy, które na tym rysunku reprezentuje Francja. Pozycja konkurencyjna pierwszej grupy krajów w okresie przedkryzysowym silnie pogorszyła się,

właższcza względem Niemiec. Kraje te zmniejszały przez to swoje udziały w eksporcie światowym i europejskim. Następstwem tego procesu było narastanie ich deficytów obrotów bieżących, przy równoległym wzroście nadwyżki w obrotach bieżących Niemiec.

Przyczyny takiego rozwoju sytuacji w strefie euro są objaśniane albo poprzez dopuszczenie do nadmiernej akcji kredytowej i powstania bąbli spekulacyjnych na rynkach nieruchomości w krajach pierwszej grupy (De Grauwe 2012), albo poprzez deflacyjne skutki polityki rynku pracy w Niemczech<sup>2</sup> (Flassbeck 2013, s. 70). Oba te czynniki miały z pewnością znaczenie, a istniejące instytucje unii monetarnej nie były w stanie im zaradzić.



**Rysunek 2.1. Jednostkowe koszty pracy w wybranych krajach strefy euro w latach 2000–2012 (1999 r. = 100)**

Źródło: Obliczenia własne na podstawie danych z bazy AMECO

<sup>2</sup> Dynamika jednostkowych kosztów pracy (JKP), głównego, zdaniem Flassbecka (2013, s. 70–71), czynnika kształtującego dynamikę cen, była bowiem w Niemczech zdecydowanie niższa niż określona przez cel inflacyjny EBC (por. rys. 2.1). Zauważmy, że gdy zmiany jednostkowych kosztów pracy idą w parze ze zmianami cen (P), wówczas udział wynagrodzeń za pracę w PKB jest stabilny. Istotnie, skoro  $JKP = (w \cdot Z) / Y$ , gdzie  $w$  – wynagrodzenie za pracę,  $Z$  – zatrudnienie,  $Y$  – wolumen PKB, to z równości tempa wzrostu JKP i P wynika stałość relacji  $(w \cdot Z) / (P \cdot Y)$ , czyli ww. udziału.

### 2.1.1. Analiza sytuacji makroekonomicznej

Chociaż kryzys ujawnił się na rynku mieszkaniowym za oceanem już w 2007 r. i szybko przeniósł się na rynki finansowe i sferę realną gospodarki amerykańskiej, to jednak nie odbił się jeszcze w tym okresie znacząco na gospodarkach krajów UE. Tempo wzrostu PKB w całej Unii przekroczyło, a w strefie euro osiągnęło 3% (por. tab. 2.1), a więc było o ponad 1 pkt. proc. wyższe niż średnio w latach 2002–2006. Szczególnie wysoka dynamika wzrostu cechowała Słowację i kraje bałtyckie, a w strefie euro – Słowenię, Luksemburg, Finlandię oraz Irlandię. Tylko Włochy notowały wzrost wolniejszy niż 2%, a Węgry przeżywały stagnację, wywołaną koniecznością sanacji finansów publicznych. Dopiero eskalacja kryzysu w USA w 2008 r. przeniosła się z całym impetem na gospodarki UE. Do pogłębiających się perturbacji na światowych rynkach finansowych dołączyło raptowne spowolnienie handlu światowego i te dwa kanały transmisji negatywnego globalnego szoku popytowego doprowadziły do gwałtownego spadku tempa wzrostu PKB, które od czwartego kwartału 2008 r. przerodziło się w głęboką recesję.

PKB w 2009 r. było w UE i strefie euro niższe od osiągniętego w 2007 r. o 4%. Największe spadki dotknęły wielu dotychczasowych liderów: kraje bałtyckie, Finlandię, Irlandię i Słowenię. Utrzymały lub przekroczyły przedkryzysowy poziom produkcji tylko: Cypr, Malta, Bułgaria, Słowacja, Polska i Rumunia. Na spadku krajowego popytu finalnego najbardziej zaważył spadek nakładów inwestycyjnych (por. tab. 2.1), co jest typowym objawem fazy recesji. Najsilniej (o ponad 40%) obniżyły się nakłady inwestycyjne w krajach bałtyckich, które wcześniej notowały boom inwestycyjny, ale także w Irlandii, Grecji, Hiszpanii oraz na Malcie. Niemal wszystkie te kraje doświadczyły zapaści na rynku budowlanym. Tylko Polska kontynuowała ekspansję inwestycyjną, a Bułgaria utrzymała przedkryzysowy poziom inwestycji.

Jednak zdecydowanie bardziej niż popyt krajowy, choć w porównywalnym stopniu jak nakłady inwestycyjne, obniżył się eksport krajów UE. W połowie krajów Unii Europejskiej jego wolumen był w 2009 r. o ponad 10% niższy niż w 2007 r. (por. tab. 2.2). Największe spadki dotknęły eksporterów fińskich, greckich, włoskich i estońskich. Jedynie rumuński i polski eksport nie zeszły poniżej poziomu z 2007 roku.

W konsekwencji spadku popytu krajowego i zagranicznego silnej, ponad 10% redukcji, uległ import. Najbardziej, bo w granicach 30% – 40%, obniżył się w krajach bałtyckich i Hiszpanii, najmniej (o ok. 5%) – w Niemczech, Holandii oraz Polsce.

Tabela 2.1. PKB i jego wybrane składniki w latach 2007–2009

Regiony / kraje	PKB		Popyt krajowy		Nakłady inwestycyjne	
	2007 r. stopa wzrostu w %	2009 r. 2007 r. = 100	2007 r. stopa wzrostu w %	2009 r. 2007 r. = 100	2007 r. stopa wzrostu w %	2009 r. 2007 r. = 100
Unia Europejska	3,2	96,0	3,3	96,0	6,3	86,0
Strefa euro	3,0	96,0	2,8	96,5	5,2	86,1
Kraje strefy euro mniej dotknięte kryzysem						
Austria	3,7	97,5	2,5	98,7	3,6	92,8
Belgia	2,9	98,2	3,0	99,8	6,3	93,4
Cypr	5,1	101,6	8,8	100,4	13,4	95,7
Finlandia	5,3	91,8	4,7	94,5	10,7	86,3
Francja	2,3	96,8	3,1	97,8	6,3	89,7
Holandia	3,9	98,0	3,2	99,1	5,5	92,0
Luksemburg	6,6	95,2	6,1	92,2	18,4	86,2
Malta	4,1	101,2	0,9	99,3	2,0	71,7
Niemcy	3,3	95,9	1,9	98,7	4,7	89,5
Słowenia	7,0	95,3	9,0	92,5	13,3	82,3
Kraje strefy euro bardziej dotknięte kryzysem						
Grecja	3,5	96,7	6,2	94,3	22,8	74,0
Hiszpania	3,5	97,2	4,1	93,2	4,5	78,1
Irlandia	5,4	92,5	5,0	86,6	2,4	65,1
Portugalia	2,4	97,1	2,0	97,5	2,6	91,1
Włochy	1,7	93,4	1,4	94,5	1,8	85,0
Kraje spoza strefy euro o stałych kursach walutowych						
Bulgaria	6,4	100,4	8,7	92,9	11,8	100,4
Dania	1,6	93,5	2,3	92,5	0,4	80,6
Estonia	7,5	82,3	9,1	70,8	9,3	53,5
Litwa	9,8	87,7	13,7	77,2	21,8	57,4
Łotwa	9,6	79,6	12,9	66,0	7,9	54,0
Słowacja	10,5	100,6	6,3	97,6	9,1	81,1
Kraje spoza strefy euro o płynnych kursach walutowych						
Czechy	5,7	98,5	6,6	96,7	13,2	92,6
Polska	6,8	106,8	8,7	104,4	17,6	108,3
Rumunia	6,3	100,2	14,2	94,4	30,3	83,1
Szwecja	3,3	94,4	4,7	95,4	8,9	85,7
Węgry	0,1	94,0	-1,4	90,0	3,8	91,5
Wielka Brytania	3,6	95,0	3,6	93,5	8,2	82,3

Źródło: Obliczenia własne na podstawie danych Eurostatu (2013e)

**Tabela 2.2. Handel zagraniczny i saldo obrotów bieżących w latach 2007–2009**

Regiony/ kraje	Eksport		Import		SOB/PKB w %	
	2007 r. stopa wzrostu w %	2009 r. 2007 r. = 100	2007 r. stopa wzrostu w %	2009 r. 2007 r. = 100	2007	2009
Unia Europejska	5,6	89,7	5,9	89,4	-0,3	-0,1
Strefa euro	6,6	88,6	6,2	89,7	0,4	0,1
Kraje strefy euro mniej dotknięte kryzysem						
Austria	8,9	85,6	7,1	86,7	4,0	2,7
Belgia	5,2	90,8	5,5	92,5	3,9	0,7
Cypr	6,2	88,9	13,4	88,3	-11,6	-10,7
Finlandia	8,2	83,3	7,0	89,0	4,2	2,0
Francja	2,3	87,6	5,5	91,2	-1,4	-1,8
Holandia	6,4	94,1	5,6	95,0	8,4	3,2
Luksemburg	9,0	93,0	9,3	91,1	10,1	7,2
Malta	3,7	94,2	0,5	92,6	-4,4	-7,3
Niemcy	8,0	89,6	5,4	95,1	7,5	6,0
Słowenia	13,7	86,6	16,7	83,5	-4,5	-0,4
Kraje strefy euro bardziej dotknięte kryzysem						
Grecja	7,1	82,0	14,5	80,5	-17,6	-14,4
Hiszpania	6,7	89,1	8,0	78,5	-10,0	-4,8
Irlandia	8,4	95,1	7,9	87,6	-5,5	-2,3
Portugalia	7,5	89,0	5,5	92,1	-10,2	-10,8
Włochy	6,2	80,2	5,2	84,0	-1,3	-2,0
Kraje spoza strefy euro o stałych kursach walutowych						
Bulgaria	6,1	91,5	9,6	82,3	-25,2	-9,0
Dania	2,8	93,5	4,3	90,6	1,4	3,4
Estonia	3,7	80,2	6,3	63,2	-15,7	4,2
Litwa	3,1	97,4	10,6	79,3	-15,0	2,1
Łotwa	10,0	87,6	16,1	59,5	-22,4	8,6
Słowacja	14,3	86,3	9,2	83,6	-5,6	-2,5
Kraje spoza strefy euro o płynnych kursach walutowych						
Czechy	11,2	92,7	12,8	90,3	-5,1	-3,3
Polska	9,1	99,8	13,7	94,6	-6,1	-3,1
Rumunia	7,8	101,4	27,3	85,8	-13,6	-4,2
Szwecja	5,7	87,7	9,0	88,7	8,6	6,9
Węgry	15,0	94,9	12,8	89,9	-7,4	-0,1
Wielka Brytania	-2,5	92,9	-1,7	87,4	-2,5	-1,3

Źródło: Obliczenia własne na podstawie danych Eurostatu (2013e) i bazy AMECO

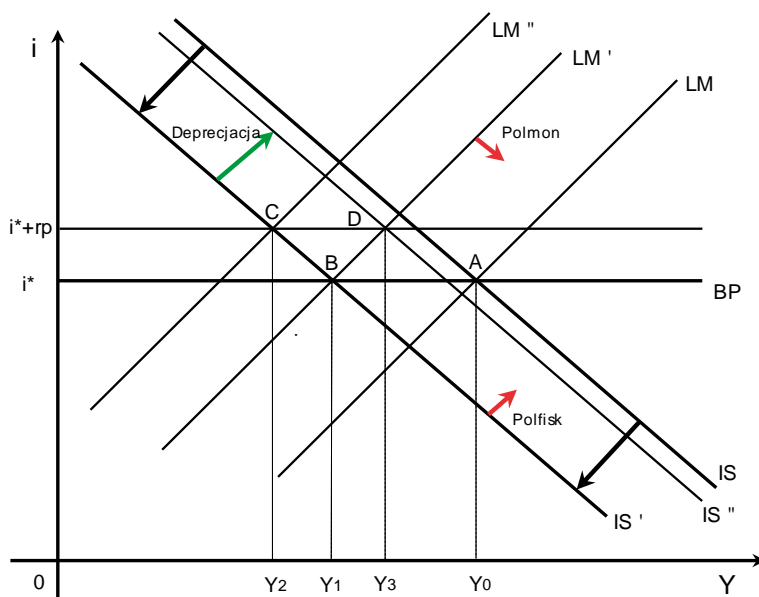


W przedkryzysowym 2007 r.<sup>3</sup> bardzo wyraźnie zaznaczyły się różnice w bilansach obrotów bieżących (SOB) poszczególnych krajów UE. Z jednej strony wysoką nadwyżkę tych obrotów w relacji do PKB (ponad 4%) posiadały Holandia, Niemcy, Luksemburg, Szwecja, Finlandia oraz Austria, a z drugiej strony aż 14 krajów miało ponad 5% deficyty obrotów bieżących. Wśród nich w najgorszej pozycji znalazły się: Cypr, Grecja, Hiszpania, Portugalia, Bułgaria, Estonia, Litwa, Łotwa oraz Rumunia z deficytami przekraczającymi 10% PKB. Przy czym, z racji intensywności wzajemnych powiązań handlowych, ta struktura nierównowag zewnętrznych była zasadniczo zbieżna z układem sald obrotów towarowych między krajami Unii Europejskiej. Niewątpliwie sprzyjało temu stanowi rzeczy uczestnictwo prawie wszystkich tych krajów w unii monetarnej lub systemie zarządu walutą (izby walutowej), jak np. kraje bałtyckie, Bułgaria, przy kursie waluty krajowej sztywno związanym z euro. Jednolite stopy procentowe EBC były dla krajów deficytowych zdecydowanie za niskie, przy ich relatywnie wysokich stopach inflacji oraz tempie wzrostu wynagrodzeń, i nadmiernie pobudzały w nich popyt wewnętrzny, w tym popyt na towary z importu. W 2009 r. lokalizacja nierównowag zewnętrznych zasadniczo nie zmieniła się, choć ich rozmiary wyraźnie zmniejszyły się. Spektakularna poprawa pozycji była udziałem krajów bałtyckich, Bułgarii i Rumunii, ale także Hiszpanii i Irlandii. Głównym czynnikiem sprawczym tej poprawy była raptowna redukcja importu. Symetrycznie do redukcji deficytów w wymienionych wyżej krajach obniżyły się nadwyżki obrotów bieżących w Holandii, Niemczech, Austrii, Finlandii i Luksemburgu. Zmiany sald obrotów bieżących w krajach o płynnych kursach walutowych były znacznie mniejsze (poza Rumunią i Węgrami).

Jak wynika z tej analizy duży wpływ na stopień nasilenia zjawisk recesyjnych w poszczególnych krajach miał obowiązujący w nich mechanizm polityki pieniężnej. Rys. 2.2 objaśnia tę kwestię w kontekście modelu *IS-LM-BP*, w wersji zakładającej pełną mobilność przepływów kapitału. Negatywny szok popytowy, przesuwając linię *IS* do *IS'*, przeniósł gospodarki poszczególnych krajów z położenia równowagi w punkcie *A* przy produkcji  $0Y_0$  do punktu *B* o znacznie niższym ( $0Y_1$ ) poziomie PKB. W tej pozycji znalazła się większość krajów należących do strefy euro. Dodatkowo w krajach peryferyjnych UE, nie należących do strefy euro, zaznaczył się silny odpływ kapitału, wywołany wzrostem premii za ryzyko (*rp*), zobrazowany na rysunku przesunięciem w górę linii równowagi bilansu płatniczego *BP*. W tych spośród nich, działających w reżimie stałego kursu walutowego (zarząd walutą), doszło w rezultacie do pogłębienia spadku aktywności do  $0Y_2$  (punkt *C*). Natomiast w krajach funkcjonujących w reżimie kursu płynnego, deprecjacja waluty

<sup>3</sup> Pierwsze oznaki kryzysu pojawiły się jednak już w 2007 r. w Wielkiej Brytanii.

krajowej w dużym stopniu zamortyzowała skutki spadku popytu zewnętrznego i wzrostu premii za ryzyko, umożliwiając poprawę konkurencyjności cenowo-kosztowej produktów krajowych i lokując je na poziomie produkcji  $0Y_3 > 0Y_2$  w punkcie równowagi  $D$  (dzięki przesunięciu  $IS'$  do  $IS''$ ).



**Rysunek 2.2. Negatywny szok popytowy i reakcja na niego**

Źródło: Opracowanie własne

Spadek popytu krajowego i zagranicznego przełożył się z typowym dla zmian cyklicznych opóźnieniem 1–2 kwartałów (Marczewski 2006, s. 207) na rynek pracy. W porównaniu z 2007 r. stopa zatrudnienia zarówno w całej UE, jak i w strefie euro obniżyła się w 2009 r. o ponad 1 pkt. proc., a stopa bezrobocia wzrosła o ok. 2 pkt. proc. (tab. 2.3). Najsilniej zjawiska te ujawniły się w krajach bałtyckich oraz Hiszpanii i Irlandii. Jednak w kilku krajach (Niemcy, Holandia, Austria, Bułgaria, Polska) stopa zatrudnienia wzrosła, a w trzech z nich spadła ponadto stopa bezrobocia (Niemcy, Polska, Bułgaria). Te wyjątki można tłumaczyć z jednej strony odmiennością pozycji cyklicznej (w Polsce i w Bułgarii PKB nie obniżył się), a z drugiej strony wdrożeniem skutecznych programów osłonowych dla rynków pracy (Niemcy, Holandia, Austria). Dwucyfrowa stopa bezrobocia wystąpiła w 2009 r. aż w 8 krajach UE, osiągając najwyższy poziom na Łotwie i w Hiszpanii. Najniższe bezrobocie o stopie nie przekraczającej 5% odnotowały, mimo kryzysu, Holandia i Austria.

Tabela 2.3. Rynek pracy w latach 2007–2009

Regiony/kraje	Stopa zatrudnienia w %		Stopa bezrobocia w %		Przeciętne wynagrodzenie nominalne 2005 =100	
	2007	2009	2007	2009	2007	2009
Unia Europejska	65,3	64,5	7,2	9,0	106,3	106,3
Strefa euro	65,6	64,5	7,6	9,6	105,2	110,8
Kraje strefy euro mniej dotknięte kryzysem						
Austria	71,4	71,6	4,4	4,8	106,6	112,7
Belgia	62,0	61,6	7,5	7,9	107,1	112,2
Cypr	71,0	69,9	4,1	5,5	106,4	112,6
Finlandia	70,3	68,7	6,9	8,2	106,6	113,8
Francja	64,3	64,0	8,4	9,5	105,8	110,9
Holandia	76,0	77,0	3,6	3,7	106,0	112,2
Luksemburg	64,2	65,2	4,2	5,1	106,4	112,0
Malta	54,6	55,0	6,5	6,9	108,7	118,2
Niemcy	69,0	70,3	8,7	7,8	101,8	104,1
Słowenia	67,8	67,5	4,9	5,9	111,8	122,1
Kraje strefy euro bardziej dotknięte kryzysem						
Grecja	61,4	61,2	8,3	9,5	107,2	115,0
Hiszpania	65,6	59,8	8,3	18,0	108,7	121,4
Irlandia	69,2	62,2	4,7	12,0	110,8	115,7
Portugalia	67,8	66,3	8,9	10,6	105,5	111,7
Włochy	58,7	57,5	6,1	7,8	105,0	110,9
Kraje spoza strefy euro o stałych kursach walutowych						
Bulgaria	61,7	62,6	6,9	6,8	119,8	152,6
Dania	77,0	75,3	3,8	6,0	107,2	113,6
Estonia	69,4	63,5	4,6	13,8	142,6	151,4
Litwa	64,9	60,1	3,8	13,6	132,8	136,7
Łotwa	68,3	60,9	6,5	18,2	166,5	168,2
Słowacja	60,7	60,2	11,2	12,1	117,3	128,7
Kraje spoza strefy euro o płynnych kursach walutowych						
Czechy	66,1	65,4	5,3	6,7	112,7	116,7
Polska	57,0	59,3	9,6	8,1	106,9	120,4
Rumunia	58,8	58,6	6,4	6,9	137,2	177,6
Szwecja	74,2	72,2	6,1	8,3	107,4	110,8
Węgry	57,3	55,4	7,4	10,0	111,4	117,5
Wielka Brytania	71,5	69,9	5,3	7,6	110,4	115,2

Źródło: Obliczenia własne na podstawie danych Eurostatu (2013e) i bazy AMECO

**Tabela 2.4. Wskaźniki konkurencyjności międzynarodowej w latach 2007–2009**

Regiony/kraje	Nominalne jednostkowe koszty pracy 2005 = 100		Nominalny efektywny kurs walutowy 2005 = 100		Realny efektywny kurs walutowy deflowany JKP 2005 = 100	
	2007	2009	2007	2009	2007	2009
Unia Europejska	102,9	105,9	109,4	104,7	107,3	105,3
Strefa euro	102,0	110,4	104,7	112,1	101,1	109,3
Kraje strefy euro mniej dotknięte kryzysem						
Austria	102,2	111,3	101,3	103,5	100,5	103,1
Belgia	104,2	113,0	101,7	104,7	103,1	106,8
Cypr	102,1	108,0	100,3	104,9	98,9	100,3
Finlandia	100,9	117,3	102,1	105,7	99,2	110,8
Francja	103,5	110,7	102,2	105,3	102,4	104,9
Holandia	102,3	110,9	101,4	104,9	101,1	105,2
Luksemburg	102,9	120,8	100,8	104,0	100,8	112,9
Malta	105,0	115,0	104,2	105,6	106,1	110,5
Niemcy	97,2	105,0	102,3	105,5	95,3	98,5
Słowenia	103,7	119,7	100,4	103,0	101,5	110,4
Kraje strefy euro bardziej dotknięte kryzysem						
Grecja	101,4	113,2	101,4	105,4	98,7	104,6
Hiszpania	107,4	114,9	101,7	105,1	106,0	109,0
Irlandia	107,9	110,6	103,2	108,1	107,5	107,9
Portugalia	102,1	108,9	101,4	103,8	99,5	101,1
Włochy	103,6	112,6	102,2	105,1	102,4	106,9
Kraje spoza strefy euro o stałych kursach walutowych						
Bulgaria	112,7	142,9	101,4	105,8	109,8	132,2
Dania	107,1	120,3	101,7	106,3	105,4	114,3
Estonia	128,0	148,7	101,3	105,2	122,9	135,3
Litwa	117,4	127,7	100,8	104,3	111,5	114,9
Łotwa	148,6	165,3	100,0	102,9	141,6	148,5
Słowacja	102,2	112,8	114,4	132,5	114,2	134,6
Kraje spoza strefy euro o płynnych kursach walutowych						
Czechy	103,0	108,9	107,6	116,4	108,7	114,4
Polska	101,6	111,7	107,0	96,1	105,6	96,0
Rumunia	120,9	152,9	110,0	89,2	128,5	120,7
Szwecja	103,7	111,6	102,4	92,2	101,9	90,9
Węgry	108,4	116,3	99,0	91,5	104,6	95,3
Wielka Brytania	105,1	114,3	102,7	79,3	104,7	82,2

Źródło: Obliczenia własne na podstawie danych Eurostatu (2013e)

Opóźnienia w dostosowaniach na rynku pracy oraz inercja systemów płacowych spowodowały, że nominalne wynagrodzenia nadal rosły. W strefie euro były w 2009 r. o ponad 5 pkt. proc. wyższe niż w 2007 roku<sup>4</sup>. Silny ponad 10-punktowy wzrost przeciętnego wynagrodzenia wystąpił na Malcie, w Słowenii, Hiszpanii, Bułgarii, Słowacji, Polsce i Rumunii, zaś skromny, mniej niż 4-punktowy wzrost dotyczył Niemiec, Litwy, Łotwy, Czech i Szwecji. W krajach bałtyckich wiązało się to z zawartymi w rządowych pakietach oszczędnościowych decyzjami o zamrożeniu płac pracowników sfery budżetowej.

Utrzymujący się wzrost nominalnych wynagrodzeń i dość powolny spadek poziomu zatrudnienia doprowadziły wobec spadku wydajności pracy do wzrostu nominalnych jednostkowych kosztów pracy (tab. 2.4).

Największy wzrost JKP był udziałem krajów bałtyckich (ze względu na spadek wydajności pracy), a także Bułgarii i Rumunii (ze względu na silne podwyżki wynagrodzeń nominalnych). O ile wzrost JKP z powodu spadku wydajności pracy należy traktować w warunkach recesji jako objaw przejściowy, to wzrost JKP z tytułu podwyżki wynagrodzeń nominalnych przekraczającej wzrost wydajności pracy jest objawem pogorszenia konkurencyjności międzynarodowej. Patrząc pod tym kątem, wart podkreślenia jest relatywnie niski, mimo recesji, wzrost JKP jaki miał miejsce w Niemczech, Francji, Hiszpanii, Irlandii, Portugalii, Czechach i na Węgrzech.

Korygująco na pogorszenie jednostkowych kosztów pracy, może oddziaływać, w warunkach negatywnego zewnętrznego szoku popytowego, nominalny kurs walutowy. Możliwość ta występuje jednak tylko w krajach posiadających kurs płynny. Jak uwidacznia to tab. 2.4 zarówno kraje strefy euro, jak i kraje o walutach związanych z euro nie mogły wykorzystać tej szansy. Wskaźniki ich nominalnych efektywnych kursów walutowych wzrosły, co oznacza nominalną aprecjację. W grupie krajów posiadających kursy płynne sytuacja taka wystąpiła tylko w Czechach. Pozostałe kraje doświadczyły nominalnej deprecjacji ich walut, najsilniejszej – Wielka Brytania. Wiązało się to z ekspansywną polityką pieniężną banku centralnego tego kraju. Ten kierunek polityki antykryzysowej obrazuje na rys. 2.2 strzałka „Polmon”, idąca od linii  $LM'$ .

Dzięki deprecjacji waluty krajowej obniżył się w 2009 r. w stosunku do 2007 r. realny efektywny kurs walutowy (REKW) w czterech z sześciu krajów UE działających w systemie kursów płynnych tj. w Polsce, Szwecji, na Węgrzech i w Wielkiej Brytanii. Wśród pozostałych krajów, tylko minimalne wzrosty REKW wystąpiły

---

<sup>4</sup> Dynamika zmian wynagrodzeń nominalnych dla Unii Europejskiej jako całości ze względu na różnice kursowe nie ma wartości informacyjnej. Ta sama uwaga dotyczy wskaźników: nominalnych jednostkowych kosztów pracy zamieszczonych w tab. 2.4.

dzięki dyscyplinie płacowej w Irlandii, Portugalii, Austrii, Francji, Hiszpanii, Niemczech i na Cyprze.

### **2.1.2. Europejskie wytyczne dla polityki stabilizacji i ich realizacja w krajach Unii Europejskiej**

Niemal od początku kryzysu panowała wśród ekonomistów zgodność, że antykryzysowe stabilizacyjne oddziaływanie na sferę realną powinno odbywać się głównie poprzez politykę fiskalną. Na rys. 2.2 ten kierunek polityki antykryzysowej obrazuje strzałka „Polfisk”, idąca od linii *IS'*.

Jak w końcu stycznia 2008 r. stwierdził L. Summers przed Komisją Budżetową Izby Reprezentantów były ku temu cztery powody: (1) polityka fiskalna może osiągnąć zamierzone skutki szybciej niż polityka pieniężna, (2) może być precyzyjnie nakierowana na ofiary kryzysu i ograniczyć spadek zatrudnienia, (3) opieranie się w polityce antykryzysowej wyłącznie na polityce pieniężnej szybko może doprowadzić do takiego poziomu stóp procentowych, przy którym pojawiają się problemy dla waluty krajowej, niebezpieczeństwo kolejnych przyszłych bąbli na rynkach aktywów finansowych i pokusa nadużycia w relacjach kredytowych, (4) w warunkach, gdy siła wpływu posunięć polityki gospodarczej na kryzys jest niepewna lepiej posługiwać się szerszą paletą instrumentów niż węższą (Summers 2008).

W końcu listopada 2008 r. Komisja Europejska sformułowała wytyczne polityki stabilizacji w postaci Europejskiego Planu Odrodzenia Gospodarczego, opracowane w tym duchu (European Commission 2008a). Komisja zachęcała w nim kraje członkowskie do dokonania stymulacji budżetowej na poziomie 1,2% własnego PKB deklarując wspomnienie tych działań dodatkowymi środkami z budżetu UE. Komisja rekomendowała szybki wzrost transferów na rzecz tracących pracę, wydłużenie zasiłków dla bezrobotnych, podejmowanie na szeroką skalę projektów infrastrukturalnych finansowanych ze środków publicznych, doraźne obniżenie podstawowej stawki VAT. Komisja rozgrzeszyła kraje członkowskie z czasowego przekroczenia limitu deficytu budżetowego na poziomie 3% PKB, pod warunkiem zgłoszenia uaktualnionych programów stabilności lub konwergencji do końca tego roku. Komisja oczekiwała ponadto, że kraje członkowskie wykorzystają szerszy dostęp do środków publicznych na cele inwestycyjne do lepszej realizacji priorytetów Strategii Lizbońskiej. Komisja sformułowała 10 głównych zadań obejmujących m.in. aktywizację zawodową osób o niskich kwalifikacjach, obniżkę obciążeń fiskalnych pracodawców zatrudniających osoby niskokwalifikowane, obniżkę VAT na pracochłonne usługi, poprawę dostępu MSP do kapitału, zmniejszenie obciążeń biurokratycznych MSP, przyspieszenie paneuropejskich inwestycji infrastrukturalnych,

poprawę efektywności energetycznej budynków, promowanie wytwarzania produktów „przyjaznych środowisku naturalnemu” (tzw. „zielone produkty”), wzrost nakładów na prace badawczo-rozwojowe, naukę i oświatę oraz rozwój czystych technologii w przemyśle samochodowym i budownictwie, a także wprowadzanie szerokopasmowego Internetu dostępnego dla wszystkich obywateli.

Reakcją na ten Plan były różnorakie działania deklarowane i podejmowane przez poszczególne kraje członkowskie. Poniżej przedstawiony został przegląd zgłoszonych w tych ramach projektów działań stabilizacyjnych. Działania te można podzielić, za Komisją Europejską, na pięć typów (European Commission 2008b):

1. Skierowane na funkcjonowanie rynków dóbr i usług,
2. Skierowane na pomoc publiczną dla przedsiębiorstw i wspomaganie sektorowe,
3. Skierowane na inwestycje infrastrukturalne i poprawę konkurencyjności przedsiębiorstw,
4. Skierowane na funkcjonowanie rynków pracy,
5. Skierowane na wspieranie dochodów i redystrybucję dochodów.

Jak wynika z dokonanego przez Komisję przeglądu w pierwszej grupie mieściły się m.in. następujące instrumenty:

- wprowadzanie nowych przepisów z zakresu prawa konkurencji służących wzmocnieniu konkurencji między przedsiębiorstwami (Bułgaria, Hiszpania, Francja),
- redukcja procedur biurokratycznych, opłat i taryf notarialnych (Hiszpania),
- ujednoczenie stawek podatku VAT poprzez likwidację zwolnień od tego podatku szeregu artykułów rolnych, celem wyrównania warunków konkurencji między producentami (Litwa),
- czasowa obniżka podstawowej stawki podatku VAT o 2,5 pkt. proc. do 15% (Wielka Brytania),
- działania dyscyplinujące dostawców gazu, energii elektrycznej i centralnego ogrzewania w zakresie stanowienia cen (Słowacja).

Do działań skierowanych do przedsiębiorstw należały:

- gwarancje rządowe do kredytów bankowych dla przedsiębiorstw (Belgia, Francja, Polska),
- otwarcie lub poszerzenie linii kredytowych i gwarancji z instytucji publicznych (i funduszy unijnych) dla ułatwienia finansowania MSP (Hiszpania, Francja, Niemcy, Węgry, Holandia, Austria, Słowacja, Finlandia, Wielka Brytania),
- zwolnienie od lokalnych podatków inwestycji poczynionych między 15 października 2008 r. a 1 stycznia 2010 r. (Francja), monitorowanie polityki kredytowej

banków, które zostały uratowane przy pomocy środków publicznych, tak aby ich kredyty dla firm i gospodarstw domowych zwiększyły się o 3–4% (Francja),

- obniżenie stawki podatku dochodowego od przedsiębiorstw z 22% do 21% (Luksemburg),
- obniżka marginalnej stawki podatkowej od dochodów przedsiębiorstw mniejszych niż 12500 euro w skali roku z 25% do 12,5% (Portugalia),
- zwiększenie ulgi w podatku dochodowym dla przedsiębiorstw z tytułu inwestycji z 20% do 30% podstawy opodatkowania (Słowenia),
- zwiększenie ulgi w podatku dochodowym od przedsiębiorstw z tytułu wydatków na prace badawczo-rozwojowe z 20% do 40% podstawy opodatkowania (Słowenia),
- obniżka stawek podatku dochodowego od przedsiębiorstw do 20% w 2008 r., 19% w 2009 r. i 18% w 2010 r. (Słowenia) i o 2 pkt. proc. do 26% (Szwecja).

W zakresie inwestycji infrastrukturalnych i działań poprawiających konkurencyjność warto wymienić:

- ułatwienia w dostępie do finansowania projektów dla partnerstwa publiczno-prywatnego w zakresie inwestycji infrastrukturalnych (Belgia, Słowacja),
- rewizja w górę wydatków budżetowych na infrastrukturę (Bułgaria, Estonia, Francja, Luksemburg, Austria, Finlandia, Szwecja, Wielka Brytania),
- wzrost wydatków publicznych na prace badawczo-rozwojowe (Bułgaria, Luksemburg),
- zachęty podatkowe dla renowacji miast (Portugalia),
- zwiększenie środków finansowych na realizację programu renowacji budynków „CO<sub>2</sub> – Gebäudesanierungsprogramm” w latach 2009–2011 (Niemcy),
- zwiększenie środków na wsparcie ważniejszych inwestycji infrastrukturalnych Kreditanstalt fuer Wiederaufbau realizowanych w gminach słabych strukturalnie i finansowo (Niemcy),
- pakiet wsparcia dla kupujących pierwsze mieszkania (Wielka Brytania, Irlandia).

Wśród działań skierowanych na funkcjonowanie rynku pracy mieściły się następujące instrumenty:

- podniesienie subsydiów dla przedsiębiorstw zatrudniających na czas nieokreślony bezrobotnych do 1500 euro na osobę rocznie (Hiszpania), inne systemy subsydiów (Francja, Włochy, Słowacja),
- zredukowane opodatkowanie dochodów z pracy w nadgodzinach i pracy akordowej przedłużone do końca 2009 r. (Włochy),



- wprowadzenie programu „Droga do pracy” zakładającego m.in. wzrost zatrudnienia w sektorze publicznym o 65–70 tys. osób, szkolenia dla niewykwalifikowanych osób poniżej 35 roku życia (Węgry),
- uelastycznienie przepisów dotyczących rozliczania czasu pracy (Polska),
- umowa ze związkami zawodowymi o ograniczeniu wzrostu wynagrodzeń do 3,5% w 2009 r. w zamian za obniżenie składek na ubezpieczenie społeczne (Holandia),
- utworzenie 1000 dodatkowych punktów pośrednictwa pracy w ramach Federalnej Agencji ds. Pracy tzw. Job-to-Job-Vermittlung, w celu ułatwienia dostępu do informacji szczególnie w początkowej fazie poszukiwania pracy (Niemcy),
- przedłużenie okresu pobierania środków na wyrównywanie wynagrodzenia za pracę w niepełnym wymiarze godzin z dotychczasowych 6 do 18 miesięcy. Prawo do korzystania ze środków na wyrównywanie wynagrodzenia w dłuższym okresie posiadali wszyscy pracownicy, których roszczenia powstały do 31 grudnia 2009 r. (Niemcy),
- wprowadzenie programów szkoleń ułatwiających dostęp do rynku pracy dla pobierających gwarantowane minimalne dochody (Portugalia) lub tracących pracę z powodu kryzysu (Wielka Brytania).

Wśród działań skierowanych na wspieranie i redystrybucję dochodów warto wymienić:

- wprowadzenie czeków energetycznych (w wysokości 105 euro) dla gospodarstw domowych o dochodach rocznych poniżej 26 tys. euro, celem zmniejszenia ciężaru wzrostu cen energii (Belgia), podobne działanie (Bułgaria, Luksemburg, Węgry, Wielka Brytania),
- wprowadzenie pakietu pomocy społecznej zawierającego wzrost emerytur, zasiłków oraz ryczałtów na zakup nośników energii (Irlandia),
- bonus podatkowy w wysokości 400 euro dla wszystkich podatników za II półrocze 2008 roku (Hiszpania),
- zapewnienie osobom bezrobotnym, samo zatrudnionym mających trudności ekonomiczne i emerytom z rodzinami pokrycia 50% opłat mieszkaniowych w ciągu dwu najbliższych lat (Hiszpania),
- czeki w wysokości 460 euro na osobę dla ochrony siły nabywczej ubogich, niepełnosprawnych i mających chroniczne problemy zdrowotne (Holandia),
- wprowadzenie zwolnienia na jeden rok (w przypadku samochodów spełniających normy emisji Euro-5 i Euro-6 zwolnienie na dwa lata) z podatku od pojazdów samochodów osobowych kupowanych w okresie do 31 grudnia 2010 r. i po raz pierwszy w tym okresie rejestrowanych (Niemcy),

- zwiększenie od 1 stycznia 2009 r. możliwości odliczeń od podatku od dochodów osobistych wydatków na działalność rzemieślniczą remontową i modernizacyjną (Niemcy).

Powyższy przegląd skłania do następujących wniosków. Większość przedstawionych działań wynikało z wcześniej rozpoczętych programów rządowych i były tylko adaptowane na potrzeby walki z kryzysem. Trudno mieć o to pretensję jako że wybuch kryzysu na tak dużą skalę był powszechnym zaskoczeniem. Jednak w rezultacie proponowane działania miały w wielu przypadkach charakter zmian trwałych. Mogły za to być szybko wprowadzone, bo były już przygotowane.

Poważniejszy problem stanowiło to, że wiele działań nie było dostatecznie precyzyjnie nakierowanych. Pojawiły się one dopiero w trakcie 2009 r. Do najpowszechniej stosowanych narzędzi należały skierowane na rzecz przedsiębiorstw, a wśród nich: wspieranie MSP w dostępie do finansowania poprzez ułatwienia kredytowe i gwarancje rządowe, obniżki podatków od dochodów przedsiębiorstw, ulgi podatkowe z tytułu inwestycji i wydatków na prace badawczo-rozwojowe. Ponadto w ramach pozostałych grup działań warto zwrócić uwagę na silny nacisk na intensyfikację inwestycji infrastrukturalnych i podtrzymanie rozwoju sektora mieszkaniowego, obniżki (ale często czasowe i skierowane przede wszystkim do uboższych podatników) podatków od dochodów osobistych i/lub składek na ubezpieczenia społeczne, monitoring cen nośników energii i dofinansowywanie kosztów zakupu tych nośników przez uboższe gospodarstwa domowe oraz subsydia dla pracodawców zatrudniających osoby bezrobotne lub mogące utracić pracę z powodu kryzysu.

### **2.1.3. Anatomia nierównowag wewnętrznych i zewnętrznych w wybranych krajach**

Jak już wspomniano, kryzys obnażył występujące już od dłuższego czasu niezbilansowania wewnętrzne i zewnętrzne występujące w szeregu krajów Unii Europejskiej. Skalę tych niezbilansowań można prześledzić analizując wyniki działań monitoringowych podjętych przez Komisję Europejską.

W grudniu 2011 r. weszła w życie regulacja UE dotycząca przeciwdziałania i korygowania niezbilansowań makroekonomicznych w krajach członkowskich (European Parliament 2011). Wprowadziła ona tzw. Procedurę Makroekonomicznych Nierównowag (*Macroeconomic Imbalance Procedure – MIP*)<sup>5</sup>. W swojej części prewencyjnej procedura służy identyfikacji pojawiających się zagrożeń dla równowagi

---

<sup>5</sup> Szersze omówienie tej regulacji zawiera podpunkt 3.2.3.2.

makroekonomicznej i konkurencyjności międzynarodowej poszczególnych gospodarek, zaś w części korekcyjnej – zobowiązaniu do przygotowania i podjęcia realizacji szczegółowego programu działań polityki gospodarczej skierowanych na likwidację tych zagrożeń. Dla potrzeb identyfikacji niezbilansowań skonstruowanych zostało początkowo 10 głównych wskaźników, z których każdy ma próg ostrożnościowy, którego przekroczenie uruchamia procedurę. Są one następujące:

- 3-letnia średnia ruchoma udziału salda obrotów bieżących w PKB (w %), z dolnym progiem  $-4\%$  PKB i górnym progiem  $+6\%$  PKB,
- międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto (w % PKB), z progiem  $-35\%$  PKB,
- 5-letnia zmiana procentowa udziału w rynku eksportowym, liczonym wartościowo, z progiem  $-6\%$ ,
- 3-letnia zmiana procentowa nominalnego jednostkowego kosztu pracy, z  $+9\%$  progiem dla krajów strefy euro i  $+12\%$  progiem – dla krajów spoza strefy,
- 3-letnia zmiana procentowa realnego efektywnego kursu walutowego, deflowanego indeksem HICP/CPI, z progiem  $-/+5\%$  dla krajów strefy euro oraz  $-/+11\%$  dla krajów spoza strefy,
- dług sektora prywatnego (w % PKB), z progiem  $160\%$ ,
- przyrost kredytu dla sektora prywatnego (w % PKB), z progiem  $15\%$ ,
- roczna zmiana cen na rynku mieszkaniowym w relacji do indeksu cen konsumpcji, z progiem  $6\%$ ,
- dług sektora publicznego (w % PKB), z progiem  $60\%$ ,
- 3-letnia średnia ruchoma stopy bezrobocia, z progiem  $10\%$ ,

W listopadzie 2012 r. do tego zestawu wskaźników został dołączony dodatkowo:

- roczny przyrost procentowy zobowiązań całego sektora finansowego, z progiem  $16,5\%$  (Commission Staff Working Document 2012).

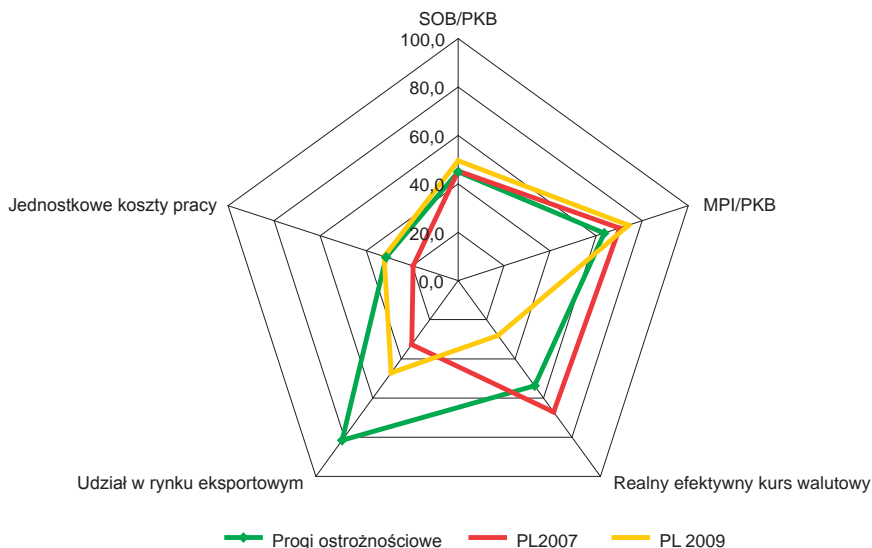
Pięć pierwszych wskaźników odnosi się do niezbilansowań zewnętrznych i zagrożenia utraty konkurencyjności międzynarodowej, zaś pozostałe sześć – do niezbilansowań wewnętrznych. Komisja Europejska wyliczyła wartości tych wskaźników w odniesieniu do poszczególnych krajów członkowskich poczynając od 2001 roku.

Patrząc z tego punktu widzenia i korzystając z obliczeń Komisji Europejskiej można ustalić pozycję poszczególnych krajów na tej „mapie” zagrożeń makroekonomicznych w pierwszej fazie kryzysu. W tym celu na dwóch wykresach radialnych, osobno dla niezbilansowań zewnętrznych i dla niezbilansowań wewnętrznych, ustalono dla lat 2007 i 2009 pozycję trzech krajów Europy Środkowej: Polski, Czech i Węgier oraz trzech zagrożonych krajów strefy euro: Grecji, Portugalii i Hiszpanii w kontekście ww. progów ostrożnościowych. Poszczególne osie przedstawionych

na rysunkach pięciokątów i sześciokątów zostały wyskalowane od 0% do 100% zgodnie z odnotowanymi w tych latach przedziałami wahań odpowiadających im wskaźników. Ze stanowiącym zagrożenie niezbilansowaniem w zakresie danego wskaźnika mamy do czynienia, gdy pozycja danego kraju znajduje się poza punktem odpowiedniego proggu ostrożnościowego.

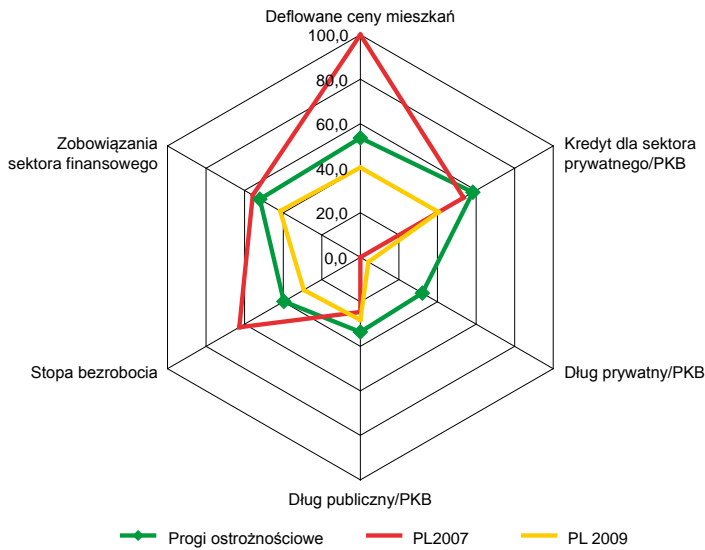
Jak widać na rys. 2.3, w wypadku wskaźników niezbilansowania zewnętrznego, gospodarka polska wyraźnie wykraczała w 2007 r. poza poziom progowy w odniesieniu do międzynarodowej pozycji inwestycyjnej (MPI) i realnego efektywnego kursu walutowego oraz dotykała poziomu progowego w stosunku do salda obrotów bieżących bilansu płatniczego. W 2009 r., dzięki realnej deprecjacji efektywnego kursu złotego, lokalizacja wskaźników międzynarodowej pozycji inwestycyjnej i salda obrotów bieżących pogorszyła się tylko nieznacznie, a udział w rynku eksportowym wręcz się powiększył.

Natomiast w wypadku wskaźników niezbilansowania wewnętrznego, gospodarka polska przekraczała aż 3 z 6 progów ostrożnościowych (por. rys. 2.4). Dotyczyło to w szczególności dynamiki cen na rynku mieszkaniowym, ale także dość wysokiego bezrobocia. Z drugiej strony łagodzący wpływ na globalną skalę niezbilansowań miał bardzo niski poziom zadłużenia sektora prywatnego w relacji do PKB. W 2009 r. sytuacja zmieniła się diametralnie. Ceny mieszkań zaczęły spadać, a stopa bezrobocia, mimo kryzysu, zeszła poniżej poziomu progowego.



**Rysunek 2.3. Wskaźniki niezbilansowania zewnętrznego: Polska 2007–2009**

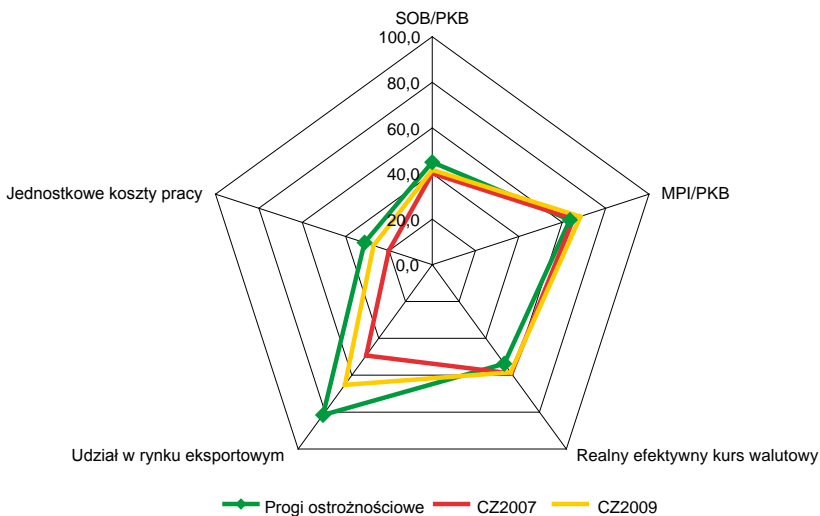
Źródło: Obliczenia własne (na podstawie: European Commission 2012c)



**Rysunek 2.4. Wskaźniki niezbilansowania wewnętrznego: Polska 2007–2009**

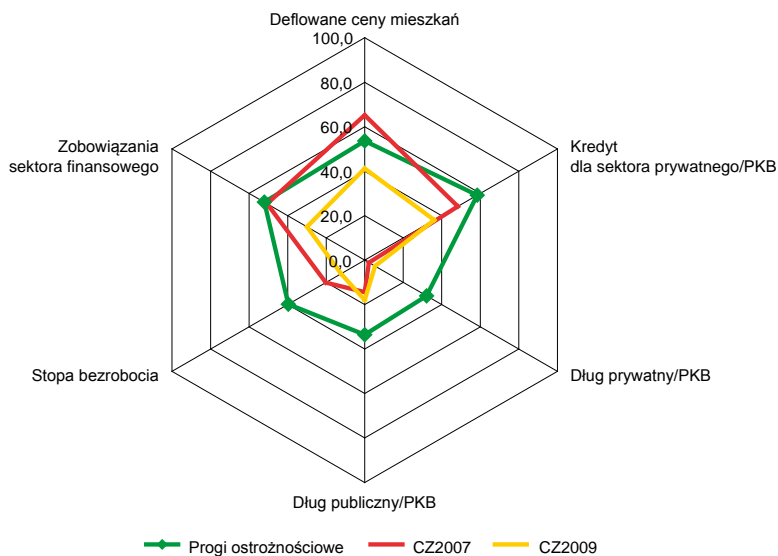
Źródło: Obliczenia własne (na podstawie: European Commission 2012c)

Gospodarka czeska u progu kryzysu praktycznie nie wykazywała niezbilansowań zewnętrznych (por. rys. 2.5). Tylko tempo realnej aprecjacji korony lekko przekroczyło w 2007 r. poziom progu. W roku 2009 sytuacja nieznacznie pogorszyła się przede wszystkim z powodu słabszych wyników w eksporcie.



**Rysunek 2.5. Wskaźniki niezbilansowania zewnętrznego: Czechy 2007–2009**

Źródło: Obliczenia własne (na podstawie: European Commission 2012c)



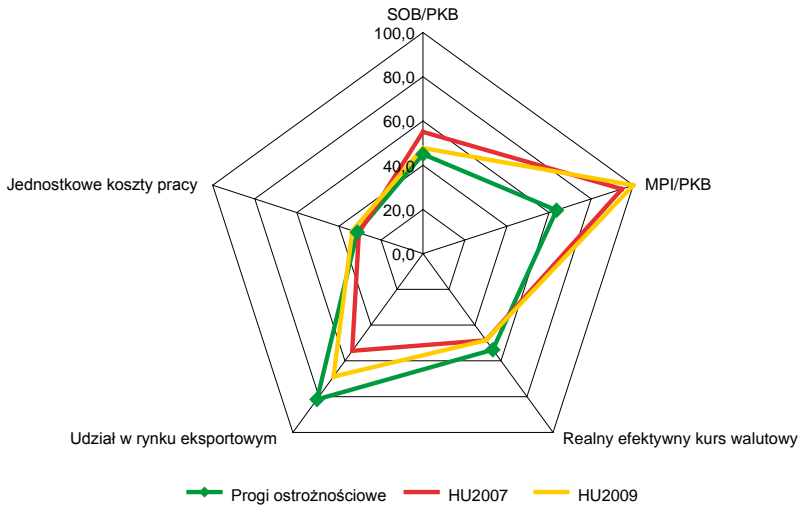
**Rysunek 2.6. Wskaźniki niezbilansowania wewnętrznego: Czechy 2007–2009**

Źródło: Obliczenia własne (na podstawie: European Commission 2012c)

W roku 2007 Czechy charakteryzowały się też solidną równowagą wewnętrzną. Tylko tempo wzrostu cen mieszkań przekroczyło poziom progowy, ale znacznie mniej niż w Polsce (por. rys. 2.6). W 2009 r. ta dobra sytuacja poprawiła się jeszcze, praktycznie we wszystkich analizowanych wymiarach.

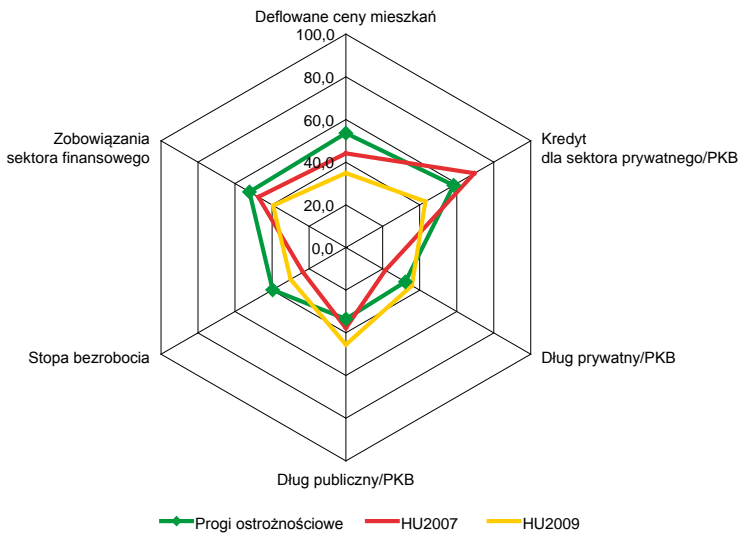
Wśród trzech omawianych krajów Europy Środkowej w 2007 r. najgorszą sytuację w zakresie niezbilansowań zewnętrznych miały Węgry (por. rys. 2.7). Wiązało się to przede wszystkim z wysoką negatywną międzynarodową pozycją inwestycyjną oraz wysokim deficytem salda obrotów bieżących. Ten stan utrzymał się również w 2009 r., jednak przy pewnej redukcji tego deficytu.

W zakresie równowag wewnętrznych sytuacja gospodarki węgierskiej też była trudna (por. rys. 2.8). W 2007 r. dwa wskaźniki: przyrost kredytu dla sektora prywatnego oraz relacja długu publicznego do PKB przekraczały poziomy progowe. Dwa lata później ten pierwszy wskaźnik wyraźnie się poprawił, ale relacja zarówno długu prywatnego, jak i publicznego do PKB pogorszyła się.



**Rysunek 2.7. Wskaźniki niezbilansowania zewnętrznego: Węgry 2007–2009**

Źródło: Obliczenia własne (na podstawie: European Commission 2012c)

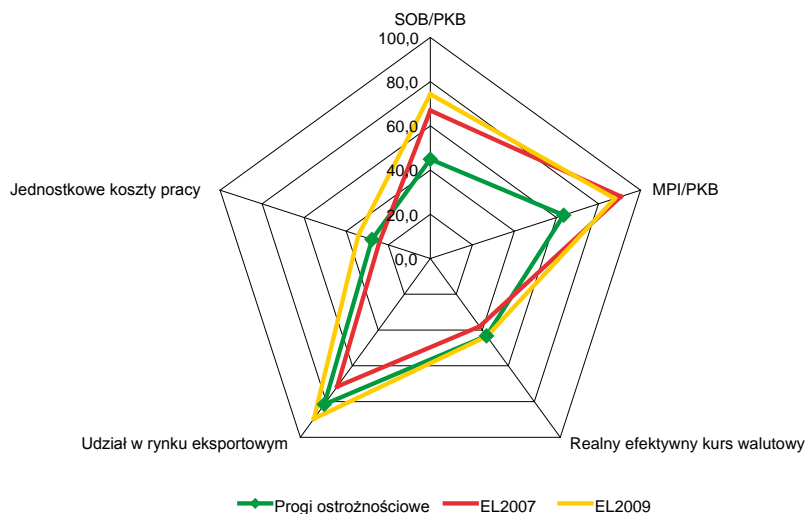


**Rysunek 2.8. Wskaźniki niezbilansowania wewnętrznego: Węgry 2007–2009**

Źródło: Obliczenia własne (na podstawie: European Commission 2012c)

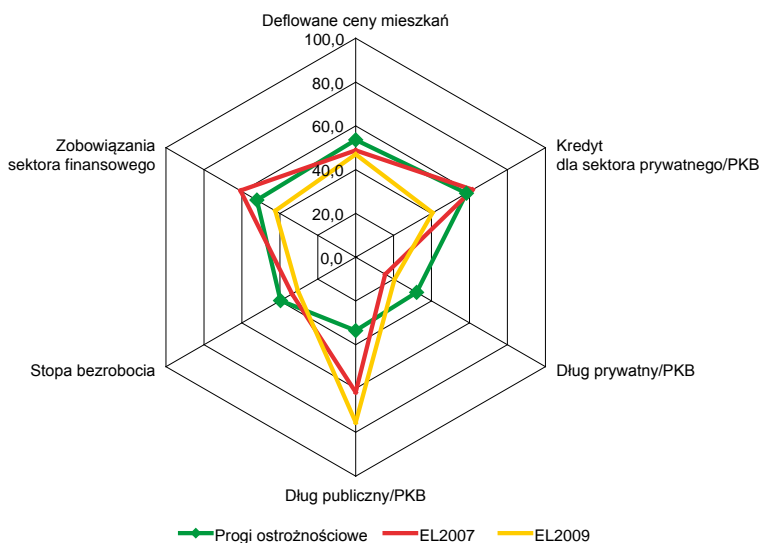
W grupie krajów reprezentujących południowe peryferie Unii Europejskiej najgorszą sytuację u progu kryzysu miała Grecja. O silnym zaburzeniu równowagi zewnętrznej świadczyły wysokie deficyty obrotów bieżących oraz wysoka ujemna międzynarodowa pozycja inwestycyjna (por. rys. 2.9). Co więcej, w roku 2009 pod

wpływem pierwszej fazy kryzysu, niemal wszystkie wskaźniki niezbilansowań zewnętrznych pogorszyły się.



**Rysunek 2.9. Wskaźniki niezbilansowania zewnętrznego: Grecja 2007–2009**

Źródło: Obliczenia własne (na podstawie: European Commission 2012c)



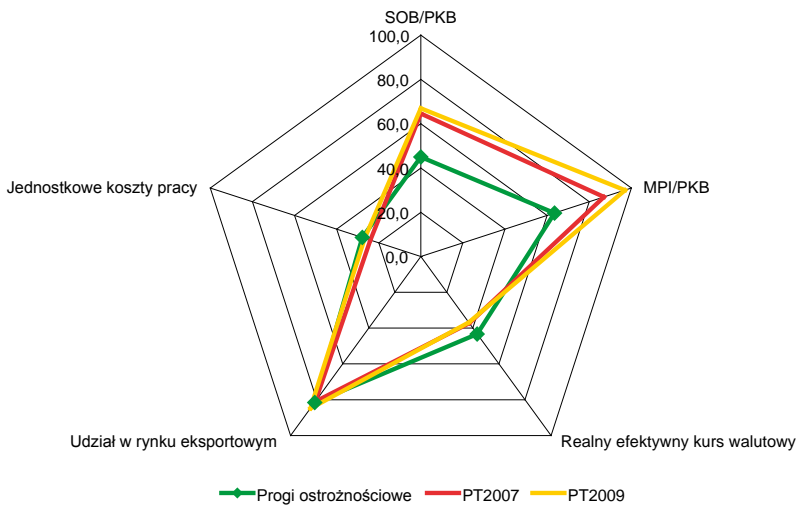
**Rysunek 2.10. Wskaźniki niezbilansowania wewnętrznego: Grecja 2007–2008**

Źródło: Obliczenia własne (na podstawie: European Commission 2012c)



W zakresie wskaźników równowagi wewnętrznej sytuacja Grecji była również zła. W roku 2007 zostały już znacznie przekroczone progi ostrożnościowe relacji długu publicznego do PKB oraz tempa wzrostu zobowiązań sektora finansowego i przyrostu kredytu dla sektora prywatnego w relacji do PKB (por. rys. 2.10). Jednak w 2009 r., dzięki wzmocnieniu nadzoru finansowego, sytuacja w sektorze prywatnym uległa poprawie. Ale zarazem znacznie zwiększyła się relacja długu publicznego do PKB.

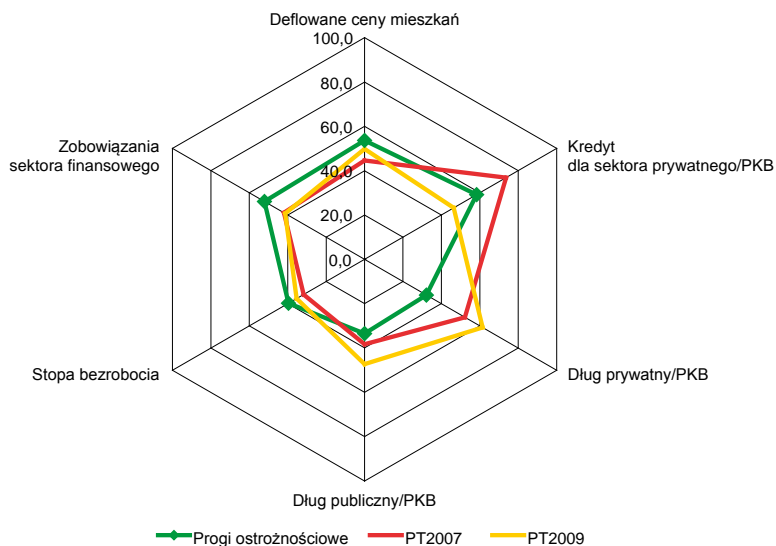
Wyjściowy stan równowagi zewnętrznej w Portugalii był podobny do greckiego (por. rys. 2.11). Charakteryzowały go wysokie przekroczenia progów ostrożnościowych w odniesieniu do salda obrotów bieżących oraz międzynarodowej pozycji inwestycyjnej. W 2009 r. sytuacja uległa pogorszeniu.



**Rysunek 2.11. Wskaźniki niebilansowania zewnętrznego: Portugalia 2007–2009**

Źródło: Obliczenia własne (na podstawie: European Commission 2012c)

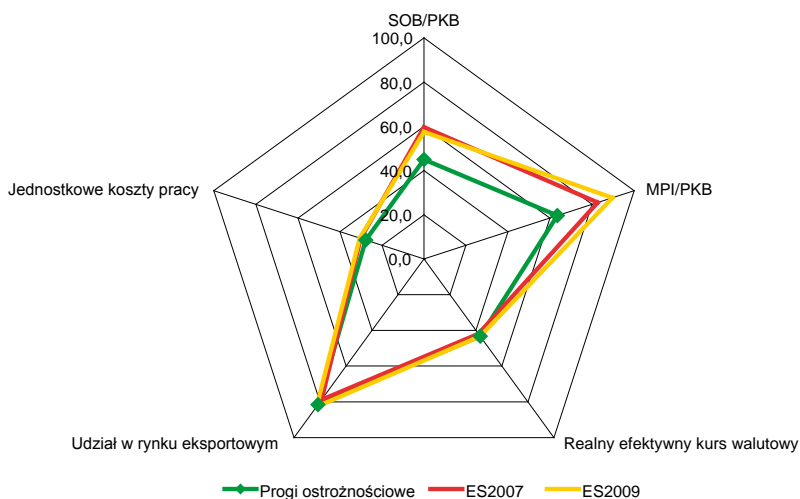
Nie była również zachowana równowaga wewnętrzna (por. rys. 2.12). W tym kraju główną tego przyczyną były wysoka dynamika kredytu i zadłużenie sektora prywatnego. W 2009 r. sytuacja trochę poprawiła się w odniesieniu do przyrostu kredytu, ale równoległe nadal rósł dług prywatny i wyraźnie został przekroczony próg ostrożnościowy dla relacji długu publicznego do PKB.



**Rysunek 2.12. Wskaźniki niezbilansowania wewnętrznego: Portugalia 2007–2009**

Źródło: Obliczenia własne (na podstawie: European Commission 2012c)

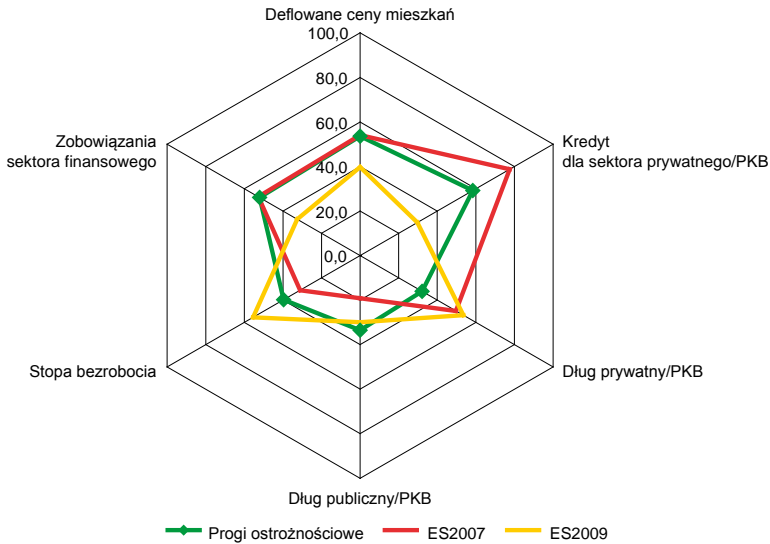
Kształt niezbilansowania zewnętrznego gospodarki hiszpańskiej był zbliżony do modelu typowego dla krajów Europy Środkowej. W 2007 r. zostały znacznie przekroczone progi ostrożnościowe w odniesieniu do salda obrotów bieżących i międzynarodowej pozycji inwestycyjnej (por. rys. 2.13). W roku 2009 sytuacja była podobna.



**Rysunek 2.13. Wskaźniki niezbilansowania zewnętrznego: Hiszpania 2007–2009**

Źródło: Obliczenia własne (na podstawie: European Commission 2012c)

Z kolei kształt niebilansowania wewnętrznego wyraźnie różnił się od modelu środkowoeuropejskiego. Głównymi czynnikami zaburzającymi równowagę były: przyrost kredytu, poziom zadłużenia sektora prywatnego i ceny mieszkań (por. rys. 2.14). W roku 2009 sytuacja poprawiła się za cenę przekroczenia progowego poziomu stopy bezrobocia.



**Rysunek 2.14. Wskaźniki niebilansowania wewnętrznego: Hiszpania 2007–2009**

Źródło: Obliczenia własne (na podstawie: European Commission 2012c)

Ten wycinkowy przegląd topografii nierównowag wewnętrznych i zewnętrznych występujących w latach 2007–2009 w wybranych krajach Unii Europejskiej wskazuje na zróżnicowanie sytuacji wyjściowej poszczególnych krajów. Kryzys uderzył najmocniej w te z nich, które już wcześniej miały problemy strukturalne.

## 2.2. Polityka pieniężna i rynki finansowe

*Zbigniew Polański*

W wyniku rozpoczęcia funkcjonowania strefy euro, z początkiem 1999 r. w Unii Europejskiej zaczęło dokonywać się głębokie przekształcenie systemowe. Rozpoczęła się wówczas zasadnicza zmiana zarówno z punktu widzenia polityki pieniężnej, jak i funkcjonowania rynków finansowych. Od tego momentu mówimy o wspólnej polityce pieniężnej prowadzonej przez Europejski Bank Centralny oraz o polityce pieniężnej krajów, które nie weszły do strefy euro. W efekcie powstania strefy

wspólnego pieniądza nastąpiło również istotne przyspieszenie integracji finansowej, tj. wzajemnego powiązania krajowych rynków i instytucji finansowych.

Poniżej, piszemy o polityce EBC przed i w czasie kryzysu, a następnie o polityce pieniężnej prowadzonej w krajach UE spoza strefy euro. W dalszej części przechodzimy do problematyki rynków finansowych w kontekście przemian unijnej architektury finansowej.

## 2.2.1. Polityka Europejskiego Banku Centralnego

Zanim przejdziemy do kwestii antykryzysowych działań EBC, warto nieco bliżej przyrzeć się koncepcji jego polityki oraz problemom związanym z jej implementacją i osiągniętym przed kryzysem rezultatom. Zagadnienia te są istotne, ponieważ nie tylko wskazują na dodatkowe źródła kryzysu, ale także dlatego, że w dużym stopniu zdeterminowały one reakcję banku na kryzys, w tym wykorzystywane przez niego instrumenty.

### 2.2.1.1. Zarys koncepcji strategii EBC

Strategia EBC, tj. cele oraz metody i instrumenty jej realizacji, została w głównych rysach sformułowana w ostatniej dekadzie XX w. Cele, tzw. ostateczne, tej polityki zapisano w Traktacie o Unii Europejskiej (Traktat z Maastricht), podpisanym w 1992 roku. Pozostałe elementy strategii zostały sformułowane w kolejnych latach przez instytucję bezpośrednio poprzedzającą EBC, tj. Europejski Instytut Mone-tarny (Walutowy), głównie w oparciu o doświadczenia banków centralnych<sup>6</sup>, które następnie weszły w skład Europejskiego Systemu Banków Centralnych (ESBC) oraz Eurosystemu<sup>7</sup>.

Traktat o funkcjonowaniu Unii Europejskiej w art. 105<sup>8</sup> mówi, że podstawowym celem ESBC (a tym samym i Eurosystemu) jest utrzymanie stabilności cen. Następnie, w tym samym artykule, stwierdza że „Bez uszczerbku dla celu stabilności cen, ESBC wspiera ogólne polityki gospodarcze we Wspólnocie, mając na względzie przyczynianie się do osiągnięcia celów Wspólnoty ustanowionych w artykule 2”.

---

<sup>6</sup> Na temat powstawania ram operacyjnych (instrumentów polityki pieniężnej oraz stosownych procedur) zob. szerzej Galvenius i Mercier (2011).

<sup>7</sup> Ten ostatni termin wprowadzono, ponieważ nie wszystkie kraje UE przyjęły wspólną walutę. Obejmuje on EBC oraz banki centralne krajów, które weszły w skład strefy euro. To właśnie krajowe banki centralne prowadzą działalność operacyjną wynikającą z ustaleń EBC. Stąd też, w niektórych kontekstach, pojęcia EBC i Eurosystemu będziemy dalej stosować zamiennie.

<sup>8</sup> Art. 127 w wersji skonsolidowanej; por. „Wersje skonsolidowane traktatu o Unii Europejskiej i traktatu o funkcjonowaniu Unii Europejskiej (TUETFUE 2010).

Cele gospodarcze, o których mowa w tym ostatnim zapisie, to m.in. wysoki poziom zatrudnienia oraz osiągnięcie zrównoważonego i bezinflacyjnego wzrostu. Występuje tutaj zatem hierarchiczne uporządkowanie celów: stabilność cen jest celem nadrzędnym w stosunku do pozostałych celów, które powinny być brane pod uwagę przez EBC, o tyle, o ile nie kolidują one z jego celem podstawowym<sup>9</sup>. Celem Banku nie jest natomiast wysokość kursu wymiennego, ponieważ prowadzi on działalność w ramach systemu płynnego kursu walutowego.

W aspekcie ilościowym, EBC początkowo zdefiniował swój cel inflacyjny, jako stopa inflacji mierzona wskaźnikiem HICP<sup>10</sup>, poniżej 2% rocznie, w średnim okresie. Taka definicja oznaczała, że EBC realizowałby cel inflacyjny także przy wartościach inflacji zbliżonych do zera, co uznano za niebezpieczne, ponieważ stwarzało to możliwość łatwego przejścia inflacji w deflację i w konsekwencji daleko idącego osłabienia oddziaływania polityki pieniężnej na globalny popyt. Dlatego też, w maju 2003 r., uściślono ilościowy cel inflacyjny, formułując go, jako „utrzymanie inflacji w średnim okresie poniżej, ale blisko 2%” (EBC 2003).

Dla realizacji celu inflacyjnego EBC analizuje informacje gospodarcze w dwóch przekrojach, nazywanych „filarami” strategii polityki pieniężnej. W skład jednego z nich wchodzi tzw. analiza ekonomiczna, w skład drugiego – tzw. analiza monetarna. W przypadku analizy ekonomicznej przedmiotem obserwacji i badania są różnego typu wskaźniki ekonomiczne i finansowe, wpływające na kształtowanie się cen, zazwyczaj w krótszym niż w filarze monetarnym horyzoncie czasowym. W przypadku tego ostatniego, pieniądź jest traktowany, jako kluczowa zmienna objaśniająca dynamikę ogólnego poziomu cen w średnim i długim okresie. Punktem odniesienia, tzw. wartością referencyjną, był tu roczny przyrost agregatu pieniężnego M3 w wysokości 4,5%, co oznacza, że bank mógł, gdy uznał to za stosowne, reagować na odchylenia faktycznej dynamiki podaży pieniądza od tej wielkości.

W praktyce, analiza ekonomiczna odgrywała decydującą rolę w decyzjach EBC dotyczących stóp procentowych (Stark 2010). Świadczą o tym zarówno wspomniane dalej problemy z kontrolą podaży pieniądza, jak i fakt, że w maju 2003 r. nie tylko uściślono ilościowy cel inflacyjny, ale także zrezygnowano z podawania

---

<sup>9</sup> Inaczej jest np. w przypadku amerykańskiego Systemu Rezerwy Federalnej (Fed). Ustawodawstwo regulujące jej działalność mówi o trzech równorzędnych celach: maksymalnym zatrudnieniu, stabilnych cenach i umiarkowanych długookresowych stopach procentowych.

<sup>10</sup> Skrót od *Harmonised Index of Consumer Prices* (zharmonizowany wskaźnik cen konsumpcyjnych). Jest to indeks cen towarów i usług konsumpcyjnych obliczony przy wykorzystaniu ujednoliconej pomiędzy krajami, unijnej metodologii statystycznej. Jeśli nie zaznaczamy, że jest inaczej, pisząc dalej o inflacji w strefie euro rozumiemy ją w kategoriach HICP.

w komunikatach i innych publikacjach EBC wartości referencyjnej dla wzrostu podaży pieniądza (EBC 2003) oraz wskazano, że żaden z dwóch filarów nie ma priorytetu w procesie decyzyjnym (do tego momentu filar monetarny był określany jako pierwszy, a filar ekonomiczny – jako drugi<sup>11</sup>).

W celu realizacji strategii dwóch filarów, na poziomie operacyjnym Eurosystem dysponuje szerokim zakresem narzędzi, które umożliwiają mu precyzyjną kontrolę kształtowania się krótkoterminowej stopy procentowej oraz płynności na międzybankowym rynku pieniężnym. Celem operacyjnym EBC, o nieformalnym charakterze, jest stopa (stawka) EONIA (od *Euro Overnight Index Average*), odzwierciedlająca kształtowanie się „najkrótszych” (jednodniowych, O/N – *overnight*) stóp procentowych tego rynku<sup>12</sup>.

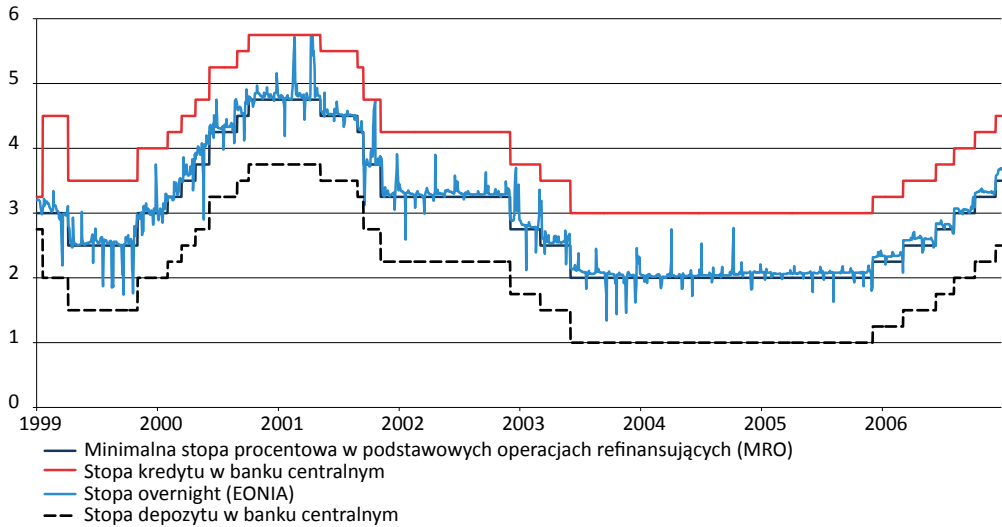
EBC stosuje trzy grupy narzędzi. Instrumentem o charakterze biernym, a więc takim, którego zmiany nie są wykorzystywane w prowadzeniu bieżącej polityki, są rezerwy obowiązkowe. Wysokość ich stopy wynosi 2% lub 0% w zależności od objętego nimi pasywu, a ponadto są one oprocentowane na poziomie zbliżonym do rynkowego, co neutralizuje bankom komercyjnym ich występowanie. Instrumentami, które przede wszystkim pozwalają kształtować wysokość najkrótszych stóp procentowych na rynku międzybankowym na pożądanym poziomie, a więc o charakterze aktywnym, są natomiast operacje otwartego rynku i operacje banku centralnego na koniec dnia (*standing facilities*). Obydwa te instrumenty umożliwiają zarówno dostarczanie, jak i absorbowanie (wchłanianie) płynności banków komercyjnych<sup>13</sup>.

Operacje banku centralnego na koniec dnia (nazywane w Polsce też operacjami depozytowo-kredytowymi) składają się z dwóch rozwiązań oferowanych bankom w celu ułatwienia im zarządzania płynnością. Z jednej strony, jest to możliwość deponowania wolnych środków na rachunkach depozytowych na noc (O/N) w krajowych bankach centralnych, z drugiej – wypożyczania od nich środków na taki sam okres. W rezultacie, stopy typu O/N międzybankowego rynku pieniężnego nie wychodzą poza granice wyznaczone przez oprocentowanie tych dwóch ułatwień (por. rys. 2.15).

<sup>11</sup> Por. EBC (2001, s. 46–55) oraz EBC (2004, s. 55–66).

<sup>12</sup> Precyzyjnie rzecz ujmując, zgodnie z definicją EBC, EONIA to „uśredniona stopa procentowa transakcji jednodniowych typu *overnight* na rynku międzybankowym strefy euro, kwotowana na podstawie transakcji” (Scheller 2006, s. 207).

<sup>13</sup> „Płynność” w tym kontekście rozumiemy, jako podaż środków, które banki wypożyczają sobie nawzajem.



**Rysunek 2.15. Stopy procentowe EBC a stopy międzybankowego rynku pieniężnego, 1999–2006 (w %)**

Źródło: EBC (<http://sdw.ecb.europa.eu/>)

Instrumentem, który bezpośrednio wpływa na kształtowanie się EONi w ramach pasma wyznaczonego przez operacje na koniec dnia, są operacje otwartego rynku. EBC dysponuje ich szeroką gamą, którą z rozmachem wykorzystał w czasie kryzysu. Wcześniej jednak ograniczał się on (z wyjątkiem okresu bezpośrednio po zamachach terrorystycznych w USA z 11 września 2001 r.) wyłącznie do „podstawowych operacji refinansujących” (*main refinancing operations*, MRO) oraz „dłuższych operacji refinansujących” (*longer-term refinancing operations*, LTRO). Operacje MRO były przed kryzysem najważniejszymi operacjami dostarczającymi bieżącą płynność bankom komercyjnym (krajowe banki centralne nabywają od nich papiery wartościowe). Transakcje te mają warunkowy (odwracalny) charakter, dokonywane są co tydzień, a od 2004 r. ich termin zapadalności także wynosi tydzień. Ich oprocentowanie to podstawowa stopa EBC (*policy rate*). Z kolei celem operacji LTRO jest zapewnienie bankom płynności w dłuższym okresie; są to również transakcje warunkowe, które do czasu kryzysu miały wyłącznie trzymiesięczny termin zapadalności i dokonywane były z miesięczną częstotliwością. Ponadto EBC posiada w swoim arsenale operacji otwartego rynku jeszcze innego typu transakcje, które określa jako „operacje dostrajające” oraz „operacje strukturalne”. Celem tych pierwszych jest doraźne zasilenie w płynność lub wchłonięcie płynności, po to, aby „wygładzić” ruchy stóp procentowych; w ich skład wchodzi takie działania jak transakcje warunkowe, swapy walutowe oraz przyjmowanie depozytów terminowych (o stałym oprocentowaniu). Celem drugich jest zmiana skali płynności dostępnej w dłuższym okresie, a w ich skład wchodzi takie operacje jak: transakcje

warunkowe, emisja certyfikatów dłużnych oraz bezwarunkowe (*outright*) transakcje kupna i sprzedaży papierów wartościowych.

Na koniec tych uwag dotyczących instrumentarium Eurosystemu warto jeszcze uwypuklić, że wszystkie jego operacje kredytowe są zabezpieczone, co oznacza, że ściśle określone aktywa (tzw. kwalifikowane), są przyjmowane jako zastaw. Nie będziemy w tej chwili wchodzić w te w dużym stopniu techniczne kwestie, jednak zmiany w zabezpieczeniach były wykorzystane przez EBC w czasie walki z kryzysem, o czym dalej szerzej piszemy.

Sprawom strategii EBC poświęciliśmy trochę więcej miejsca, ponieważ to jej ramy zdecydowały o reakcji Banku w czasie kryzysu – dotyczy to zarówno jego celów, jak i wykorzystanych instrumentów. Zanim jednak przejdziemy do tych kwestii przyjrzyjmy się pokrótce w pierwszej kolejności problemom, na jakie napotkał EBC jeszcze przed kryzysem.

### 2.2.1.2. Rezultaty strategii EBC i problemy w jej realizacji w okresie przedkryzysowym

W latach poprzedzających kryzys, EBC prowadził politykę pieniężną w stosunkowo komfortowych warunkach. Pomimo spowolnienia wzrostu gospodarczego w okresie 2002–2003 był to ogólnie rzecz biorąc czas względnie silnego wzrostu w krajach wysoko rozwiniętych oraz umiarkowanej – mimo szybko rosnących cen nośników energii – inflacji<sup>14</sup>. W sumie, średnia stopa inflacji w ciągu pierwszych dziewięciu lat funkcjonowania strefy euro wyniosła 2,04% (por. tab. 2.5), podczas gdy np. w USA 2,72%.

**Tabela 2.5. Wybrane zmienne charakteryzujące rezultaty polityki pieniężnej EBC, 1999–2007**

Zmienna	Przeciętna dynamika (%)
Inflacja <sup>a</sup>	2,04
Pieniądz <sup>b</sup>	7,09
Kredyt bankowy <sup>c</sup>	8,16
PKB	2,16

<sup>a</sup> HICP.

<sup>b</sup> M3.

<sup>c</sup> Pożyczki udzielone sektorowi prywatnemu przez monetarne instytucje finansowe.

Źródło: Obliczenia na podstawie danych EBC (2008a, s. 165–171)

<sup>14</sup> W literaturze okres od początku lat 80. do połowy 2007 r. określany jest niekiedy mianem „wielkiego umiarkowania” (*great moderation*). Charakteryzował się on niską zmiennością dynamiki PKB oraz inflacji. Por. np. Mankiw i Taylor (2007, s. 424–425) oraz Taylor (2010, s. 104–105).



Biorąc pod uwagę trwający od 1999 r. do połowy 2008 r. silny wzrost cen energii na rynkach światowych, osiągnięcie w strefie euro średniej stopy inflacji w wysokości 2% należy uznać za duży sukces, w gruncie rzeczy zgodny z przyjętym ilościowym celem inflacyjnym. Pomimo tego sukcesu, polityka EBC natrafiła jednak na szereg istotnych trudności, które zwiastowały problemy, jakie nasiliły się i pojawiły w czasie kryzysu. Po pierwsze, były one związane z faktem, że eurostrefa nie była i nadal nie jest homogeniczną unią monetarną. Po drugie, wiązały się one z opisaną przed chwilą strategią EBC, a dokładniej rzeczą ujmując z jej realizacją. Oczywiście, trzeba od razu dodać, że przyczyny te w jakimś stopniu się zązębiały, a więc poniższe skrótowe ich omówienie jest siłą rzeczy upraszczające.

Strefa euro nie jest homogeniczną unią monetarną, tylko heterogeniczną, co najkrócej mówiąc znaczy, że nie spełnia ona w pełni kryteriów optymalnego obszaru walutowego (Baldwin, Wyplosz 2009, rozdz. 11). Z punktu widzenia polityki pieniężnej oznacza to, że nie występuje zbieżność cykli koniunkturalnych pomiędzy regionami (krajami) oraz że nie ma jednej stopy procentowej, przy której inflacja w poszczególnych regionach ulegałaby stabilizacji<sup>15</sup>. W takich warunkach, jednolita polityka pieniężna nie jest w stanie równomiernie wpływać na sytuację ekonomiczną regionów wchodzących w skład unii<sup>16</sup>. W konsekwencji, stopa procentowa EBC, która dla jednych regionów ma prawidłową wysokość, dla innych krajów może być za wysoka, a dla innych – zbyt niska. Między innymi w rezultacie zbyt niskich stóp, w niektórych krajach rozwinęły się silne bańki spekulacyjne na rynkach nieruchomości, jak w Hiszpanii czy Irlandii<sup>17</sup>. W wyniku nadwyżek popytu oraz nierównomiernej dynamiki inflacji (EBC 2012d), realny efektywny kurs walutowy między wieloma krajami strefy euro uległ silnej aprecjacji (European Commission 2010a, s. 7), prowadząc do pojawienia się dużych deficytów na rachunkach obrotów bieżących. Dotyczyło to w szczególności krajów południowej Europy (np. Grecji, Hiszpanii, Portugalii) oraz Irlandii (w tym ostatnim przypadku należy pamiętać, że ten kraj miał nadwyżki obrotów bieżących w latach 90.).

---

<sup>15</sup> Inaczej mówiąc, nie ma w tego typu unii jednej wspólnej naturalnej stopy procentowej, którą bank centralny mógłby uwzględnić kontrolując inflację. Zob. szerzej Brzoza-Brzezina (2011, rozdz. 2 i 7).

<sup>16</sup> W odniesieniu do heterogenicznej unii monetarnej MacDonald i Wójcik (2008, s.12) piszą: „...o ile scentralizowana polityka pieniężna dobrze funkcjonuje z punktu widzenia średniej inflacji całej unii monetarnej, o tyle nie musi być ona optymalna dla jej niektórych krajów członkowskich” (tłumaczenie – autor).

<sup>17</sup> Te dwa kraje wymienia się najczęściej, ponieważ w nich wystąpiły najdłużej trwające i najbardziej spektakularne bańki spekulacyjne. Dane Eurostatu wskazują jednak, że bańki na rynkach nieruchomości wystąpiły w okresie do 2007 r. również w innych krajach UE, zarówno eurostrefy (Cypr, Malta, Słowenia), jak spoza niej (Dania, kraje bałtyckie, Słowacja, Szwecja). Zob. Eurostat (2013a). Z innych źródeł wiadomo też, że tego typu bańki miały miejsce w Grecji i Holandii.

Heterogeniczność strefy euro oznacza również, że w wymiarze czysto instytucjonalnym nie było rozwiązań umożliwiających łączne traktowanie poszczególnych regionów przez politykę fiskalną i nadzorczą, co też miało niekorzystny wpływ na realizowaną politykę pieniężną. W szczególności chodzi tu o brak wspólnej polityki fiskalnej (por. podrozdział 2.3) oraz o brak wspólnego nadzoru nad rynkowym systemem finansowym strefy euro (por. punkt 2.2.3 oraz podrozdział 4.2). Obydwie te kwestie miały istotne znaczenie dla rozwoju i przebiegu kryzysu, ponieważ w rezultacie zarówno rynkowy, jak i publiczny system finansowy nie były odpowiednio regulowane, a więc w sposób sprzyjający sprawnemu funkcjonowaniu unii monetarnej i prowadzeniu wspólnej polityki pieniężnej. W obydwu sytuacjach mieliśmy do czynienia z nadmierną decentralizacją, z tym, że w przypadku publicznego systemu finansowego w dużym stopniu wynikało to z nieposzanowania reguł Paktu Stabilności i Wzrostu, natomiast w przypadku systemu rynkowego było to świadome założenie, które doprowadziło do nadmiernego i chaotycznego wzrostu instytucji finansowych, zwłaszcza banków, w wielu krajach strefy euro. Trzeba jednak zauważyć, że te ostatnie zjawiska były częścią szerszych procesów w świecie zachodnim, zachodzących na tle liberalizacji finansowej już od lat 80. (Roubini, Mihm 2011, rozdz. 3). W efekcie, instytucje i rynki finansowe silnie wzrosły, przy czym w dużym stopniu jednocześnie uległa wypaczeniu struktura bodźców i źródeł finansowania, prowadząc często do wspomnianych baniek spekulacyjnych oraz do wzrostu „kruchości” rynkowych systemów finansowych (Dembinski 2011).

Podsumowując to zagadnienie powiedzmy, że już przed kryzysem „odśrodkowe siły heterogeniczności” w strefie euro były na tyle duże, że ujawniły się poważne tendencje do dywergencji, tj. do rozchodzenia się sytuacji ekonomicznej poszczególnych regionów wchodzących w skład unii monetarnej (zob. np. Podkaminer (2008) i Kolasa (2010) oraz przytaczaną tam literaturę). Tendencje te były dodatkowo stymulowane różnymi politykami gospodarczymi prowadzonymi przez kraje eurostrefy, w szczególności przez Niemcy, które konsekwentnie hamowały wzrost jednostkowych kosztów pracy<sup>18</sup>, aby osiągnąć nadwyżki w handlu zagranicznym (Łaski, Podkaminer 2012).

Tendencje do dywergencji zostały spotęgowane praktyczną implementacją niektórych elementów strategii EBC. Wskażmy tutaj na trzy momenty.

Po pierwsze, podobnie jak wiele innych banków centralnych krajów rozwiniętych, EBC akcentując średniookresowy charakter swojego celu inflacyjnego, gubił

---

<sup>18</sup> Por. rys. 2.1.

z pola widzenia groźbę pogarszania się stabilności finansowej<sup>19</sup>, w tym powstawania banków spekulacyjnych<sup>20</sup>. Wiązało się to ściśle z rozpowszechnieniem się w tym czasie w krajach rozwiniętych poglądu, że stabilna inflacja sprzyja obniżeniu premii za ryzyko oraz zwiększa stabilność finansową (IMF 2009, s. 115).

Po drugie, EBC w okresie przedkryzysowym niekonsekwentnie interpretował dynamikę wielkości pieniężnych, którą analizował w ramach „filaru monetarnego” swojej strategii. Jak wskazuje tab. 2.5, średnia dynamika podaży pieniądza (oraz kredytu bankowego) była wysoka, znacząco przekraczając (w przypadku pieniądza) wartość referencyjną w wysokości 4,5%<sup>21</sup>. Z obecnej perspektywy sami przedstawiciele EBC potwierdzają, że „przez lata miał miejsce nadmierny wzrost monetarny” (Stark 2010)<sup>22</sup>. Ożywienie akcji kredytowej i będący jego rezultatem wzrost podaży pieniądza, dodatkowo powodowały, że szereg krajów strefy euro doświadczyło wspomnianego procesu przyspieszenia inflacji, aprecjacji realnych kursów walutowych i pogłębienia deficytów obrotów bieżących. W efekcie, nastąpił również rozwój banków spekulacyjnych oraz popsucie się jakości portfeli kredytowych banków.

Po trzecie, w świetle powyższego, trzeba stwierdzić, że polityka EBC nie była dostatecznie restrykcyjna. Nie wnikając tutaj w dyskusyjne kwestie pomiaru stopnia restrykcyjności polityki pieniężnej, powiedzmy tylko, że badania wskazują, iż w latach 2001–2007 oprocentowanie podstawowych operacji refinansujących (MRO) kształtowało się poniżej tego, jakie wynika z kilku szacunków reguły Taylora<sup>23</sup> z różnymi wartościami zmiennych dla strefy euro (Taylor 2010, s. 33–34;

---

<sup>19</sup> Brak jest jednej powszechnie zaakceptowanej definicji stabilności (i tym samym niestabilności) finansowej. Przyjmijmy tu jednak za NBP, że „stabilność systemu finansowego to stan, w którym system finansowy pełni wszystkie swoje funkcje w sposób ciągły i efektywny, nawet w przypadku wystąpienia nieoczekiwanych i niekorzystnych zaburzeń w znacznej skali” (NBP 2007a, s. 2). Innymi słowy, stabilność finansowa jest pojęciem makroekonomicznym, odnoszącym się do rynkowego systemu finansowego i zachodzących w nim interakcji, a nie mikroekonomicznym, jak to jest w przypadku stabilności pojedynczej instytucji finansowej. (Szerze omówienie definicji stabilności systemu finansowego można znaleźć w Smaga (2013b, s. 14–19)).

<sup>20</sup> Spostrzeżenie to, odniesione generalnie do banków centralnych prowadzących średniookresową politykę stabilizacji cen, zostało sformułowane jeszcze przed kryzysem przez ekonomistów z Banku Rozrachunków Międzynarodowych (BIS). Por. np. Polański (2011). Gwoli ścisłości trzeba jednak dodać, że w Traktacie o Unii Europejskiej przypisano EBC zadania związane ze wspieraniem stabilności finansowej, które próbował on realizować. Bardziej szczegółowo o sytuacji w tej dziedzinie przed kryzysem zob. Scheller (2006, s. 51 i 114–116) oraz EBC (2008a, rozdz. 7).

<sup>21</sup> Przypominamy, że w 2003 r. EBC zrezygnował z podawania tej wielkości do publicznej wiadomości, nadal jednak utrzymał koncepcję wartości referencyjnej w odniesieniu do tempa wzrostu agregatu M3 (por. EBC 2011d, s. 299).

<sup>22</sup> Zob. też EBC (2010f, s. 23).

<sup>23</sup> Przypomnijmy, że reguła ta wiąże wysokość nominalnej krótkoterminowej stopy procentowej (banku centralnego lub międzybankowego rynku pieniężnego) z dwoma głównymi zmiennymi, tj. luką popytową oraz luką „cenową” (tzn. różnicą między celem inflacyjnym a jego bieżącą lub prognozowaną realizacją). Zob. szerzej np. Taylor (1999).

IMF 2010b, s. 17; Mayer 2012, s. 88–92). Powstają zatem dwa pytania: dlaczego tak się stało i jakie były skutki tego nadmiernego poluzowania?

Odpowiadając na pierwsze z nich zauważmy, że przez większość pierwszej dekady obecnego stulecia występowała światowa tendencja do prowadzenia polityki niskich stóp procentowych. Było to z kolei skutkiem spadku aktywności gospodarczej w krajach wysoko rozwiniętych po zawirowaniach na amerykańskim rynku finansowym przełomu stuleci (pęknięcie spekulacyjnej bańki internetowej) oraz pojawienia się presji deflacyjnych i obaw o ich rozwój, czemu w tym czasie również sprzyjała globalizacja (Borio, Filardo 2007). W przypadku EBC wydaje się też prawdopodobna hipoteza, że brał on w swoich decyzjach pod uwagę kształtowanie się stóp procentowych przez amerykański Fed w obawie, że ich dysparytet może doprowadzić do nadmiernej aprecjacji euro (Taylor 2010, s. 31–35).

Na drugie pytanie, o skutki nadmiernego poluzowania, zasadniczo odpowiedzieliśmy już wcześniej, pisząc o konsekwencjach ekspansji monetarnej. Teraz tylko dodajmy, że badania wskazują, iż na rozwój baniek spekulacyjnych i tendencję banków do podejmowania nadmiernego ryzyka miała wpływ nie tyle niedostateczna restrykcyjność polityki pieniężnej poszczególnych banków centralnych, ile wspomniany, światowy klimat przyzwolenia na niskie stopy procentowe (IMF 2010a, s. 9). Sugeruje to, że polityka pieniężna EBC była tylko jednym z elementów ogólnej sytuacji sprzyjającej pogorszeniu stabilności finansowej nie tylko w strefie euro.

### 2.2.1.3. Reakcja EBC w pierwszej fazie kryzysu

Z punktu widzenia rozwoju sytuacji na rynkach finansowych i prowadzenia polityki pieniężnej w krajach UE, a zwłaszcza w strefie euro, pierwsze impulsy destabilizujące pojawiły się latem 2007 roku. Stało się tak pod wpływem wydarzeń na amerykańskich rynkach finansowych, które coraz bardziej zaczęły wymykać się spod kontroli.

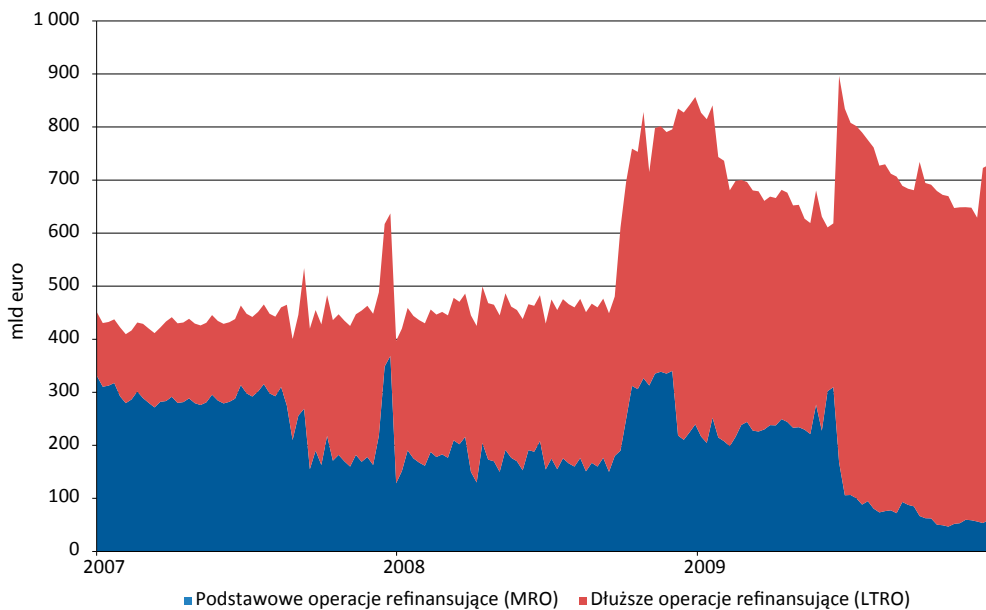
W sierpniu 2007 r. wybuchła panika na rynku międzybankowym w Stanach Zjednoczonych<sup>24</sup>. Działalność pożyczkowa na nim niemal ustała. W rezultacie zamarł także międzynarodowy rynek finansowania hurtowego, co było spowodowane obawami o jakość aktywów bankowych. Ponieważ część banków strefy euro finansowała się na tym rynku, EBC wyjątkowo szybko zareagował na to wydarzenie,

---

<sup>24</sup> Por. Gorton (2010, s. 47–52, 133–135 i 148–152). Należy zwrócić uwagę, że ta „panika” przejawiała się w inny sposób niż tradycyjny run (szturm) na banki ze strony deponentów. Była to panika na rynku międzybankowym, szczególnie w jego segmencie repo. Zabrakło zatem płynności, tj. środków, które banki sobie wypożyczają, w przypadku segmentu repo za pomocą transakcji warunkowych (odwracalnych), czyli zwrotnych transakcji odkupu.

a właściwie na samą jego zapowiedź: już w południe 9 sierpnia zwiększył on za pomocą dodatkowej operacji otwartego rynku rozmiary płynności na międzybankowym rynku pieniężnym unii monetarnej o 94,8 mld euro. Była to, w terminologii EBC, operacja dostrajająca typu *overnight* (EBC 2007b, s. 32). Z czasem podobnie postąpiły inne banki centralne; np. amerykański Fed poważniejszej analogicznej operacji dokonał dzień później.

W następnych dniach i miesiącach EBC kontynuował tego typu działalność prowadząc podstawowe (MRO) oraz dłuższe (LTRO) operacje refinansujące, z tym jednak, że stopniowo zmienił proporcje w ich wykorzystywaniu, kładąc większą wagę na drugie z nich (por. rys. 2.16), m.in. w drodze zwiększenia ich częstotliwości. Ponadto, w grudniu 2007 r., Eurosystem uruchomił w porozumieniu z Fed-em linię swapową, za pomocą której udostępniał płynność w dolarach USA, zaś w kwietniu 2008 r. wprowadził zasilające operacje otwartego rynku LTRO o sześciomiesięcznych terminach zapadalności (EBC 2009a, s. 112). Te ostatnie były nowym instrumentem EBC.

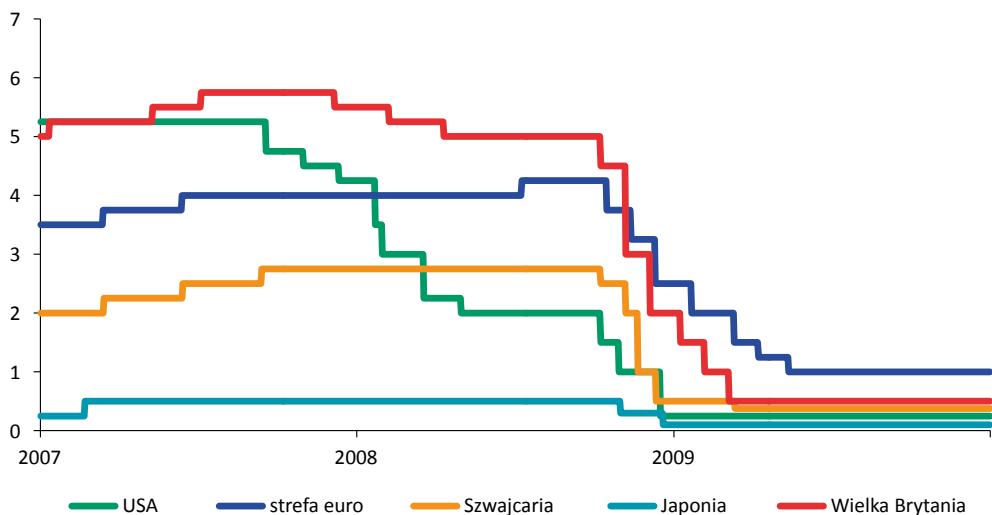


**Rysunek 2.16. Dostarczanie płynności przez Eurosystem za pomocą podstawowych (MRO) oraz dłuższych (LTRO) operacji refinansujących, 2007–2009 (mld euro)**

Źródło: EBC (<http://sdw.ecb.europa.eu/>)

Co ciekawe, i bardzo ważne, EBC nie obniżył w tym czasie stóp procentowych, a w pewnym momencie podjął nawet decyzję o ich podwyższeniu. Obawiając się

wpływu wzrostu inflacji wywołanego światowymi podwyżkami cen energii na oczekiwania inflacyjne i możliwości ich przełożenia się na wzrost płac (tj. pojawienia się tzw. efektów drugiej rundy) zdecydował się na podniesienie stóp procentowych. Dokonał tego z początkiem lipca 2008 r., podwyższając oprocentowanie swojej podstawowej stopy o 25 punktów bazowych (p.b.), tj. do 4,25%. Była więc ona stosunkowo wysoka w kategoriach nominalnych, ale dość niska w kategoriach realnych (wskaźnik HICP ukształtował się w tym czasie na poziomie 4%). Por. rys. 2.17.



**Rysunek 2.17. Podstawowe stopy procentowe wybranych banków centralnych świata, 2007–2009 (w %)**

Źródło: NBP w oparciu o dane ze stron internetowych banków centralnych wymienionych krajów

Rys. 2.17 pokazuje, że na tle innych głównych banków centralnych świata EBC wyjątkowo długo zwlekał z obniżeniem stóp procentowych. Jak już napisaliśmy nawet je podwyższył, czego nie zrobił żaden z innych banków centralnych tam wykazanych<sup>25</sup>. Taka polityka stopy procentowej świadczy o tym, że EBC w początkowej fazie kryzysu nadal dawał priorytet walce z inflacją. Było to zgodne z jego mandatem, ale wskazywało również, że nie przewidywał nadchodzącego głębokiego załamania gospodarczego.

Działalność EBC, w gruncie rzeczy od pierwszej reakcji na wydarzenia w USA w sierpniu 2007 r., doprowadziła do tego, że jego polityka pieniężna zaczęła już

<sup>25</sup> Niektóre inne kraje w tym czasie także podnosiły stopy procentowe. Na przykład NBP skończył cykl podwyżek stóp w końcu czerwca, a zaczął je obniżać dopiero w listopadzie 2008 r. (por. rys. 2.20 i 2.21 w punkcie 2.2.2).

wtedy być prowadzona w znacznym stopniu dwutorowo, czy też – jak niektórzy twierdzą – w sposób dychotomiczny (Wyplosz 2009). Mianowicie, EBC uniezależnił, a mógł to łatwo zrobić dzięki posiadanemu instrumentarium, rozmiary operacji otwartego rynku nakierowanych na zasilanie w płynność sektora bankowego od polityki stopy procentowej. Zadaniem tej ostatniej była kontrola inflacji, natomiast pierwszej – zmniejszenie niepewności i zapewnienie dochodzenia do skutku transakcji na rynku międzybankowym. W sytuacji zamierania na nim transakcji, Eurosystem dostarczając dodatkowej płynności (rys. 2.16), rozwinął klasyczną funkcję pożyczkodawcy ostatniej instancji (Polański 2012a). Jak zobaczymy, w dalszym ciągu kryzysu nastąpił bardzo silny rozwój tego aspektu jego działalności<sup>26</sup>.

Bankructwo amerykańskiego banku inwestycyjnego Lehman Brothers w dniu 15 września 2008 r. zapoczątkowało kolejny etap światowego kryzysu finansowego. Od tej chwili możemy już mówić o pełnowymiarowym, międzynarodowym kryzysie finansowo-ekonomicznym, gdyż w czwartym kwartale tego roku nastąpiło szybkie kurczenie się popytu w skali globalnej. Ponieważ Stany Zjednoczone są głównym partnerem gospodarczym strefy euro, tak w dziedzinie przepływów towarowych, jak i kapitałowych, zarówno kryzys w USA, jak i jego nasilenie szybko ją dotknęły<sup>27</sup>. W rezultacie zaostrzenia się kryzysu, dynamika wzrostu PKB eurostrefy obniżyła się istotnie już w trzecim kwartale 2008 roku. Ze względu na ucieczkę (tzw. repatriację) kapitału krótkoterminowego, głównie do USA, jesienią euro ulegało też szybkiej deprecjacji.

Pojawienie się globalnych tendencji recesyjnych, zmobilizowało banki centralne do prowadzenia bardziej zdecydowanej polityki antykryzysowej. W szczególności dotyczy to EBC, którego polityka nadal miała – jak pamiętamy – głównie antyinflacyjny charakter. Zmiana tego nastawienia była tym bardziej wskazana, że od sierpnia 2008 r. inflacja w strefie euro zaczęła wreszcie ulegać obniżeniu (zob. rys. 2.19).

W dniu 8 października 2008 r. EBC wraz z kilkoma innymi czołowymi światowymi bankami centralnymi (amerykańskim Fed, Bankiem Anglii, Bankiem Kanady, Szwajcarskim Bankiem Narodowym oraz Szwedzkim Riksbankiem) poinformował o skoordynowanej obniżce stóp procentowych o 50 p.b.<sup>28</sup> O ile jednak dla pozostałych wymienionych teraz banków, poza szwajcarskim i szwedzkim, była to już

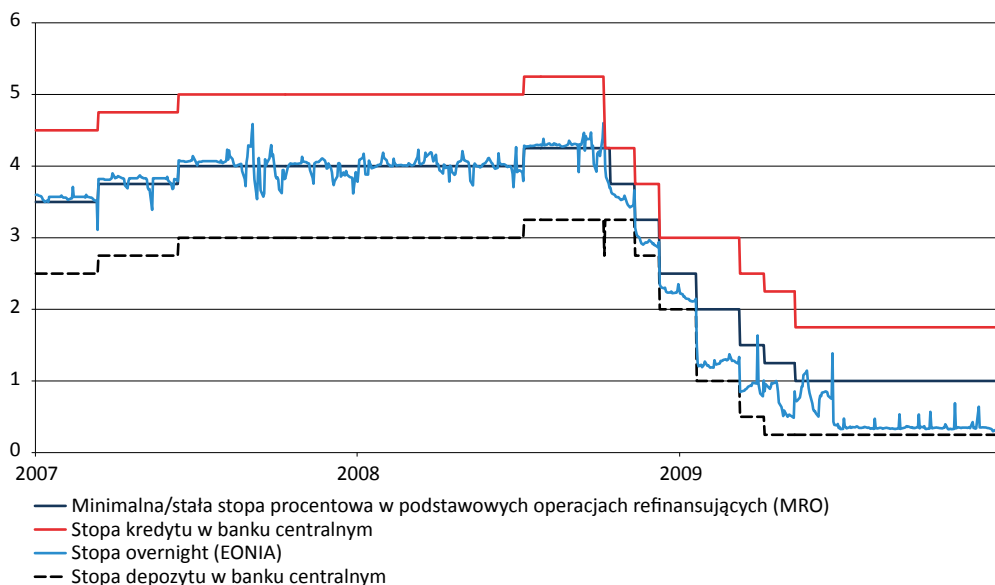
---

<sup>26</sup> Zwróćmy uwagę, że rys. 2.16 odnosi się tylko do podstawowych i dłuższych operacji refinansujących. Nie bierze on natomiast pod uwagę innych instrumentów, jakie zastosowano do wprowadzania dodatkowej płynności (np. związanych z wykorzystywaniem swapów walutowych).

<sup>27</sup> W tym kontekście należy przypomnieć, że recesja w Stanach Zjednoczonych rozpoczęła się według amerykańskiego instytutu National Bureau of Economic Research już w grudniu 2007 r. (NBER 2008).

<sup>28</sup> Szwajcarski Bank Narodowy obniżył stopy tylko o 25 punktów.

kolejna obniżka stóp, o tyle dla EBC była to pierwsza obniżka od rozpoczęcia się kryzysu, a dokładniej mówiąc aż od połowy 2003 roku (por. rys. 2.15 i 2.18).



**Rysunek 2.18. Stopy procentowe EBC a stopy międzybankowego rynku pieniężnego, 2007–2009 (w %)**

Źródło: EBC (<http://sdw.ecb.europa.eu/>)

W przypadku EBC obniżka z października dotyczyła w pierwszej chwili stóp od operacji banku centralnego na koniec dnia (stopę depozytową obniżono do 2,75%, zaś kredytową do 4,75%). Podstawowa stopa procentowa została natomiast zmieniona dopiero tydzień później (do 3,75%). Eurosystem jednocześnie zmienił sposób ustalania stóp zwrotu w ramach operacji refinansujących. Do tego czasu wykorzystywał on przetargi o zmiennej stopie procentowej, co oznacza, że wyznaczał minimalną stopę rentowności w dokonywanych transakcjach. Od połowy października 2008 r., zaczął natomiast stosować przetargi o stałej stopie procentowej, w których wyznaczał taką samą stopę rentowności instrumentów nabywanych w ramach operacji refinansujących wszystkim podmiotom biorącym udział w przetargach. Zmiana ta była spowodowana m.in. tym, że EBC dążył do tego, aby zmniejszyć niepewność co do wysokości stopy po jakiej banki uzyskują płynność w Eurosystemie<sup>29</sup>.

<sup>29</sup> W przypadku przetargu o zmiennej stopie procentowej banki centralne wyznaczają minimalny próg rentowności transakcji, jest więc rzeczą normalną, że z istoty tego typu przetargu stopy po których do nich dochodzi, kształtują się na innym (wyższym) poziomie niż stopa podstawowa.



W październiku 2008 r. EBC dokonał też innej, dodatkowej zmiany w swoim systemie stóp procentowych. Dzień po obniżeniu stóp operacji banku centralnego na koniec dnia, podwyższył on mianowicie oprocentowanie depozytów o 50 p.b. i o tyle samo obniżył stopę procentową od kredytów, co spowodowało zawężenie przedziału wahań stóp *overnight* (O/N) na rynku lokat międzybankowych z dotychczasowych dwóch punktów procentowych (2,75%-4,75%) do jednego p.p. (3,25%-4,25%). Decyzja ta wskazywała, że EBC obawiał się nadmiernego wahania rynkowych stóp procentowych (Bindseil 2011, s. 80–81). W styczniu 2009 r. EBC wycofał się jednak z tego rozwiązania, powracając do poprzedniego pasma wahań o szerokości dwóch p.p., umożliwiając dalsze obniżenie się stóp na międzybankowym rynku pieniężnym strefy euro. W maju tego samego roku, redukując stopę kredytową na koniec dnia, ponownie jednak zawężił pasmo wahań, tym razem do 1,5 p.p. (por. rys. 2.18).

Obniżka stóp procentowych EBC z października 2008 r., podobnie jak w przypadku innych głównych banków centralnych świata, pociągnęła za sobą szybko następne. Już w połowie listopada, EBC po raz kolejny zredukował podstawową stopę procentową o dalsze 50 p.b. (do 3,25%), obniżając o tyle samo stopy depozytowe i kredytowe. Do maja 2009 r., praktycznie co miesiąc, obniżał on stopy. W rezultacie jego podstawowa stopa osiągnęła 1%, stopa depozytowa 0,25%, zaś stopa kredytowa 1,75%. Jednocześnie, opisane dalej, obfite zasilanie w płynność banków komercyjnych spowodowało, że rynkowe stopy transakcji jednodniowych (O/N), odzwierciedlone w stawce EONIA, kształtowały się zazwyczaj tylko nieco powyżej poziomu stopy depozytowej (por. rys. 2.18). Tym samym, podobnie jak wiele innych banków centralnych krajów rozwiniętych, EBC rozpoczął praktycznie prowadzenie polityki zerowej nominalnie stopy procentowej. Warto jednak pamiętać, o czym będziemy też dalej szerzej mówić, że od czerwca 2009 r., przez pięć kolejnych miesięcy strefa euro doznała deflacji (mierzonej wskaźnikiem HICP), co oznacza, że w tym okresie realna stopa procentowa banku była de facto stopą dodatnią<sup>30</sup>. Nie zapominajmy jednak również o tym, że z kolei zmiany cen mierzone deflatorem PKB były w strefie cały czas dodatnie, przemawiając za tym, że liczone za jego pomocą realne stopy depozytowe wyraźnie zbliżyły się do poziomu zerowego (według pierwotnych pomiarów w czwartym kwartale 2009 r. deflator osiągnął wysokość 0,2%).

Równoległe do tych inicjatyw odnoszących się do stóp procentowych, Eurosystem kontynuował zapoczątkowane wcześniej działania bezpośrednio nakierowane

---

<sup>30</sup> Wykorzystując wskaźnik HICP łatwo obliczyć, że w poszczególnych miesiącach deflacji realna stopa depozytowa kształtowała się w przedziale 0,35%-0,85%. Pamiętajmy też, że w poszczególnych krajach strefy euro występowały odmienne stopy inflacji, co oznacza, że istniały tam różne stopy realne.

na dostarczanie płynności sektorowi bankowemu. EBC nazwał je w tym czasie „nadzwyczajnym wsparciem kredytowym” (*enhanced credit support*), dzieląc je na pięć grup przedsięwzięć (Trichet 2009; EBC 2009a, s. 113–116; EBC 2010c, s. 19–20).

Po pierwsze, było to dostarczanie bankom strefy euro nieograniczonych kwot płynności po stałej stopie we wszystkich operacjach refinansujących, a więc zarówno podstawowych, jak i dłuższych, za odpowiednim zabezpieczeniem. Zapowiedzią tego typu działalności była już pierwsza operacja antykryzysowa EBC z sierpnia 2007 r., kiedy to w pełni zaspokojono potrzeby płynnościowe banków, wykorzystując mechanizm stałego oprocentowania. Skalę wzrostu dostarczanej płynności w ramach operacji refinansujących przez Eurosystem pokazywał rys. 2.16.

Po drugie, Eurosystem wydłużył do jednego roku maksymalny okres zapadalności dłuższych operacji refinansujących (LTRO) i zwiększył ich częstotliwość (przy takim samym oprocentowaniu jak operacje MRO). W podpunkcie 2.2.1.1 pisaliśmy, że do rozpoczęcia kryzysu Eurosystem prowadził z miesięczną częstotliwością takie operacje o trzymiesięcznym okresie zapadalności. Jak wspominaliśmy, w kwietniu 2008 r. EBC wprowadził sześciomiesięczne operacje refinansujące. Po upadku Lehman Brothers dodał nowe terminy zapadalności: jedno- i dwunastomiesięczne, dalej zwiększając częstotliwość prowadzenia dłuższych operacji refinansujących.

Po trzecie, Eurosystem rozszerzył listę aktywów kwalifikowanych, tj. akceptowanych, jako zabezpieczenie w swoich operacjach kredytowych. Pierwsze takie rozszerzenie miało miejsce w październiku 2008 r., drugie w listopadzie tego samego roku, a następne w kolejnej fazie kryzysu. O ile jeszcze na początku kryzysu Eurosystem akceptował papiery wartościowe o ratingu na poziomie „A-”, o tyle jesienią 2008 r. obniżył on wymóg progowy do poziomu „BBB-”, najniższego waloru inwestycyjnego według agencji Standard & Poor’s<sup>31</sup>. Ponadto, w połowie listopada 2008 r. Eurosystem zaczął przyjmować jako zabezpieczenie zbywalne instrumenty dłużne wyemitowane w strefie euro, denominowane w dolarach USA, funtach szterlingach i jenach japońskich, z tym, że emitent musiał mieć siedzibę w kraju należącym do Europejskiego Obszaru Gospodarczego<sup>32</sup> (EBC 2009a, s. 116).

Po czwarte, Eurosystem dostarczał bankom strefy płynności w walutach obcych w drodze uruchomienia specjalnych linii swapowych. Jak pamiętamy, pierwszą od 2001 r., taką linię uruchomił on w końcu 2007 roku. Wydarzenia, które rozpoczęły się w połowie września następnego roku spowodowały rozszerzenie oferty terminowej swapów dolarowych oraz podpisanie umowy z Narodowym Bankiem

<sup>31</sup> Rating tych papierów jest wyznaczany przez jedną z czterech światowych agencji ratingowych (Moody’s Investor Service, Standard & Poor’s, Fitch Ratings oraz Dominion Bond Rating Service). Na temat ratingów papierów wartościowych zob. szerzej np. Dusza (2008, s. 281) i Dziawgo (2010, rozdz. 3).

<sup>32</sup> Na obszar ten składają się państwa UE oraz Islandia, Lichtenstein i Norwegia.

Szwajcarii dotyczącej swapów euro-frank (EBC 2009a, s. 114–116). Obie te linie funkcjonowały do stycznia 2010 roku (z tym, że w maju następnego roku reaktywowano linię dolarową).

Wreszcie, po piąte, w maju 2009 r., EBC zdecydował się na skup zabezpieczonych obligacji bankowych (*Covered Bonds*). Nastąpiło to za pośrednictwem uruchomionego w połowie roku programu nabywania obligacji bankowych wyemitowanych pod zastaw kredytów hipotecznych i długu publicznego (*Covered Bonds Purchase Programme*, CBPP). Eurosystem podjął się tego typu działalności zarówno na rynku pierwotnym, jak i wtórnym, ustalając pułap nominalnej wartości rynkowej nabywanych obligacji na 60 mld euro. Program ten trwał rok i nie został odnowiony, z tym, że Eurosystem zobowiązał się do przetrzymywania zakupionych obligacji do końca ich terminów zapadalności<sup>33</sup>.

Celem tego programu było reaktywowanie rynku zabezpieczonych obligacji bankowych strefy euro oraz doprowadzenie do dalszego spadku terminowych stóp procentowych (EBC 2009c). Zauważmy w tym kontekście dwie rzeczy. Po pierwsze, program ten, w odróżnieniu od omówionych wcześniej inicjatyw płynnościowych Eurosystemu, był podobny do programów tzw. „poluzowania ilościowego” (*quantitative easing*) Fed, czy Banku Anglii podjętych w czasie kryzysu. Jednak w przypadku Eurosystemu jego wartość stanowiła stosunkowo małą część, w porównaniu do wspomnianych teraz banków, podjętych działań płynnościowych (EBC 2011a, s. 67–68).

I tu dochodzimy do drugiej uwagi. Ogólnie rzecz biorąc działania EBC, w odróżnieniu od inicjatyw wielu innych banków centralnych, zwłaszcza świata anglosaskiego, były przede wszystkim nakierowane na dostarczanie płynności instytucjom bankowym, a nie rynkom finansowym. Takie ustawienie działalności Eurosystemu było spowodowane tym, że w ramach rynkowego systemu finansowego strefy euro banki odgrywają kluczową rolę – jest to bowiem tzw. bankowo-zorientowany system finansowy<sup>34</sup>. Dominuje w nim bankowe finansowanie podmiotów niefinansowych; np. w latach 2004–2008 średnio rzecz biorąc, finansowanie zewnętrzne podmiotów w eurostrefie było w około 70% zaspokajane kredytem bankowym, podczas gdy w USA ponad 80% tego finansowania pochodziło od podmiotów niebankowych (EBC 2009b). W rezultacie rynki finansowe w strefie

---

<sup>33</sup> Szeroki opis założeń, przebiegu oraz rezultatów tego programu można znaleźć w opracowaniu Beirne et al. (2011). Wspomnijmy też już tutaj, że jesienią 2011 r. uruchomiono drugi roczny program tego rodzaju (tzw. CBPP2); por. podrozdział 3.1.

<sup>34</sup> Zwany również „kontynentalnym”, „reńskim” lub „niemiecko-japońskim”. Na temat rodzajów rynkowych systemów finansowych zob. szerzej Polański (1998, s. 30–33) oraz Polański (2008b, s. 41–42).

euro odgrywają mniejszą rolę niż w przypadku anglosaskiego systemu finansowego. Tym samym, odmienne są też w tych systemach mechanizmy transmisji monetarnej, a więc i odmienne musiały być kanały oddziaływania banków centralnych na gospodarkę w czasie kryzysu.

#### 2.2.1.4. Rezultaty polityki pieniężnej EBC w pierwszej fazie kryzysu

Czas od sierpnia 2007 r., a zwłaszcza od połowy września następnego roku, to zdecydowanie odmienny okres w rozwoju strefy euro i w warunkach prowadzenia polityki pieniężnej niż lata wcześniejsze. Zanim przejdziemy do zagadnień monetarnych, w pierwszej kolejności zwróćmy uwagę na dynamikę PKB: w 2009 r. (por. tab. 2.6), a dokładniej już od trzeciego kwartału poprzedzającego roku, nastąpiło załamanie wzrostu gospodarczego. W całej pierwszej fazie kryzysu, średnio rzecz biorąc, mieliśmy do czynienia z ujemną dynamiką produktu krajowego (i rosnącą stopą bezrobocia).

**Tabela 2.6. Wybrane zmienne charakteryzujące rezultaty polityki pieniężnej EBC, 2007–2009 (w %)**

Zmienna	2007	2008	2009	Przeciętna dynamika
Inflacja <sup>a</sup>	3,1	1,6	0,9	1,86
Pieniądz <sup>b</sup>	11,6	7,6	-0,3	6,18
Kredyt bankowy <sup>c</sup>	13,5	7,6	1,0	7,24
PKB	2,9	0,4	-4,4	-0,41
Stopa bezrobocia <sup>d</sup>	7,4	8,3	10,1	-

<sup>a</sup> HICP, metoda „grudzień do grudnia”

<sup>b</sup> M3.

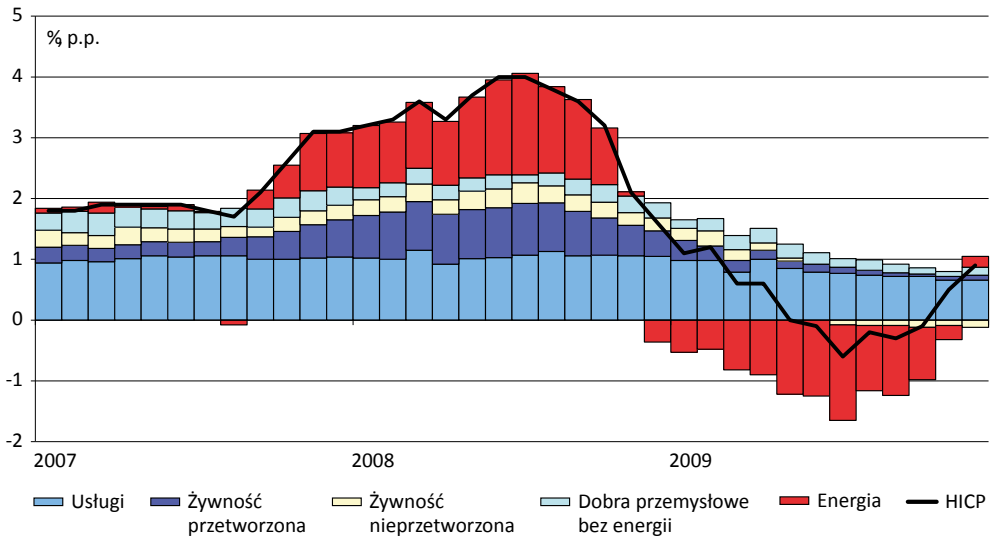
<sup>c</sup> Kredyty udzielone sektorowi prywatnemu przez monetarne instytucje finansowe.

<sup>d</sup> Ostatni miesiąc roku.

Uwaga: Wszystkie dane odnoszą się do zmieniającego się składu strefy euro, poza stopą bezrobocia, gdzie przyjęto, że we wszystkich latach strefa rozumiana jest w składzie z 2011 r. (17 państw).

Źródło: EBC (<http://sdw.ecb.europa.eu/>) oraz Eurostat (2013e)

Z kolei przeciętna stopa inflacji spadła nieco poniżej 2%, a więc ukształtowała się zgodnie z ilościowym celem inflacyjnym EBC. Jednak taka bardzo ogólna charakterystyka przebiegu inflacji nie odzwierciedla faktycznej ewolucji jej dynamiki i tym samym problemów, jakie pojawiały się przed nim z tego tytułu (por. rys. 2.19).



**Rysunek 2.19. Inflacja w strefie euro (HICP, metoda „rok-do-roku”) i czynniki bezpośrednio ją kształtujące, 2007–2009 (w % i punktach procentowych)**

Źródło: EBC (<http://sdw.ecb.europa.eu/>)

Rys. 2.19 pokazuje, że inflacja silnie rosła do połowy 2008 roku. Zarówno w czerwcu, jak i w lipcu tego roku wskaźnik HICP w ujęciu rocznym („rok do roku”) ukształtował się na poziomie 4%. Była to najwyższa stopa inflacji w historii strefy euro (poprzednio takie, a nawet wyższe stopy inflacji w krajach, które weszły do strefy, wystąpiły we wczesnych latach 90.). Główną siłą sprawczą tego wzrostu były ceny nośników energii, które od ostatniego kwartału 2007 r. do połowy 2008 r. rosły na rynkach światowych wyjątkowo szybko. Od sierpnia 2008 r. zaczęły one spadać, pociągając za sobą podobną ewolucję wskaźnika HICP. W rezultacie, w okresie czerwiec–październik 2009 r. strefa euro formalnie rzecz biorąc, znalazła się w sytuacji deflacyjnej, która skończyła się w listopadzie 2009 r. – od tego momentu miesięczne wskaźniki HICP zaczęły wykazywać dodatnie wartości.

W powyższym opisie akcentujemy formalny, techniczny, charakter deflacji z kilku powodów. Po pierwsze, żeby o nim mówić (podobnie zresztą jak o inflacji), zjawisko to powinno występować w dłuższym, zazwyczaj wynoszącym więcej niż pięć miesięcy, czasie. Okres ten powinien być na tyle długi, żeby spadek cen wpłynął na kształtowanie się oczekiwań dotyczących ich dalszych zmian, co w tym przypadku nie nastąpiło. Po drugie, nie wszystkie indeksy cenowe przybrały ujemne wartości. W szczególności deflator PKB, najszerszy miernik inflacji, dla strefy euro ani razu (w ujęciu rocznym, ani kwartalnym) nie wykazał negatywnej dynamiki.

Po trzecie, jak powiedzieliśmy, deflacja ta była spowodowana zasadniczo jednym czynnikiem, który miał całkowicie egzogeniczny charakter (był to tzw. zewnętrzny szok podażyowy) i tym samym jej geneza w niewielkim stopniu związana była z wewnętrznymi procesami zachodzącymi w strefie euro. Wreszcie, po czwarte, ponieważ strefa euro ma, jak wspominaliśmy, heterogeniczny charakter, w niektórych krajach dynamika zmian cen znacznie odbiegała od przeciętnego wskaźnika HICP dla całej strefy<sup>35</sup>.

Tab. 2.6 wskazuje również, że lata 2008–2009 bardzo różniły się od wcześniejszego okresu pod względem dynamik agregatu pieniężnego M3 oraz kredytów bankowych dla niebankowego sektora prywatnego. Tak jak to zazwyczaj jest w czasach recesji, czy spowolnienia gospodarczego, dynamika ich wzrostu znacząco się osłabiła, a w niektórych momentach wykazała nawet ujemne wartości, co stało w ostrym kontraście z sytuacją z lat 1999–2007 (por. podpunkt 2.2.1.2). O ile jeszcze w 2008 r. dynamiki wzrostu agregatu pieniężnego M3 oraz kredytów bankowych ukształtowały się na wysokim poziomie, o tyle w 2009 r. nastąpiło ich załamanie, tak że w drugiej połowie tego roku rozmiary omawianych wielkości zaczęły (w ujęciu miesięcznym) zmniejszać się.

Piszząc o inflacji zaakcentowaliśmy heterogeniczność strefy euro. Jednak nie tylko w tym obszarze była ona poważnym wyzwaniem dla wspólnej polityki pieniężnej. Duże zróżnicowanie wystąpiło też w dziedzinie wzrostu gospodarczego – np. w Irlandii PKB obniżał się aż przez trzy lata (2008–2010), a w wyjątkowym przypadku Grecji spada on nieprzerwanie od 2008 roku. W pierwszej fazie kryzysu w większości krajów strefy euro ujemny wzrost zarejestrowano jednak głównie w jednym (2009) roku<sup>36</sup>. Natomiast w latach 2008–2009 stopa bezrobocia cały czas rosła we wszystkich krajach eurostrefy.

Czy zatem EBC za pomocą opisanych w tym punkcie przedsięwzięć osiągnął założone cele? Co najwyżej, tylko częściowo. Z jednej strony, nastąpiła pewna reaktywacja transakcji na rynku międzybankowym po ich całkowitym załamaniu się w następstwie bankructwa Lehman Brothers. Inflacja, mimo bardzo daleko idących obniżek stóp procentowych i dużego zasilenia płynnościowego gospodarki, nie wymknęła się spod kontroli (i nie przekształciła się w trwałą deflację). Z drugiej jednak strony, dynamika kredytów bankowych i podaży pieniądza M3 bardzo się

---

<sup>35</sup> Najsilniej deflacja wystąpiła w Irlandii, gdzie trwała aż trzy lata (deflator PKB był ujemny w okresie 2008–2010, natomiast wskaźnik HICP w okresie 2009–2010). Poza Słowenią, dla której deflator obniżył się w 2010 r., w innych krajach strefy wskaźniki te były negatywne w wymiarze rocznym wyłącznie w 2009 r.: deflator przybrał wartości ujemne na Słowacji, zaś wskaźnik HICP w Hiszpanii i Portugalii. W pozostałych państwach deflacja wystąpiła w dużo bardziej ograniczonym zakresie.

<sup>36</sup> Zob. szczegóły w punkcie 2.1.1.

obniżyła, z czasem praktycznie zamierając. To ostatnie zjawisko świadczy o tym, że pomimo podejmowanych przedsięwzięć, w omówionym okresie nie nastąpiło udroźnienie kanałów transmisji monetarnej pomiędzy systemem bankowym a sferą realną gospodarki.

Niemniej, w końcu 2009 r. EBC zdecydował się na stopniowe wycofywanie się z wykorzystywania niektórych nowych (tzw. niestandardowych) instrumentów polityki pieniężnej. Sprzyjała temu pewna poprawa sytuacji światowej, zwłaszcza w USA, sprawiająca wrażenie, że globalny kryzys ulega stopniowemu zakończeniu. W rezultacie na posiedzeniu w dniu 3 grudnia 2009 r. Rada Prezesów EBC zdecydowała o zaniechaniu wykorzystywania w następnym roku sześć- i dwunastomiesięcznych dłuższych operacji refinansujących (EBC 2009d)<sup>37</sup>.

### 2.2.2. Polityka pieniężna w krajach spoza strefy euro

Banki centralne państw UE nienależących do strefy euro, w tym ich działalność, stanowią wysoce niejednorodną, heterogeniczną grupę. Dzieje się tak z kilku przyczyn.

Po pierwsze, gospodarki tych krajów znajdują się na bardzo zróżnicowanym poziomie rozwoju. Mamy tu kraje o jednych z najwyższych PKB na mieszkańca nie tylko w UE, ale także i na świecie (Szwecja, Dania, Wielka Brytania); z drugiej strony, w grupie tej znajdują się najbiedniejsze kraje unijne (Bułgaria, Rumunia).

Po drugie, są to kraje o bardzo odmiennym położeniu geograficznym i historii, a w konsekwencji o bardzo zróżnicowanych strukturach gospodarczych (pod względem wytwarzanego dochodu, znaczenia popytu wewnętrznego, sektora eksportowego i handlu zagranicznego ze strefą euro, cechach rynku pracy, roli systemu finansowego itp.).

Po trzecie, mamy tu do czynienia z różnymi tradycjami bankowości centralnej i prowadzenia polityki pieniężnej, co jest po części wynikiem tego, że w omawianej grupie państw występują zarówno najstarsze banki centralne świata (takie jak Bank Szwecji, Anglii czy Danii<sup>38</sup>), jak i nowe instytucje, tj. takie, które działalność (jeśli nie formalną, to o charakterze rynkowym) rozpoczęły dopiero w końcu lat 80. (tak jak to jest w przypadku np. Narodowego Banku Węgier czy NBP) lub nawet później (np. w państwach, które wcześniej wchodziły w skład byłego ZSRR).

---

<sup>37</sup> Na temat szerszego kontekstu tego przedsięwzięcia zob. natomiast EBC (2010a) oraz Papadia i Välimäki (2011, s. 330–331).

<sup>38</sup> Daty ich powstania to odpowiednio: 1688, 1694 oraz 1818 (Singleton 2011, s. 35).

Po czwarte, w tych państwach mamy zróżnicowane podejścia, co do przystąpienia do strefy euro. Dwa kraje mają prawnie zagwarantowaną możliwość nieprzyjmowania wspólnej waluty (Dania i Wielka Brytania posiadają odpowiednie zapisy, tzw. klauzule *opt-out*, zawarte w protokołach (aneksach) do Traktatu z Maastricht<sup>39</sup>). Z formalnego punktu widzenia, pozostałe kraje są zobowiązane (po spełnieniu serii tzw. kryteriów konwergencji z Maastricht<sup>40</sup>) do przyjęcia euro. Jednak i tutaj znajdujemy bardzo zróżnicowane podejścia: od krajów, które de facto nie przyjmują do wiadomości tego wymogu (należy tu przede wszystkim wymienić Szwecję, ale w jakimś stopniu także Czechy), do krajów, które chciały lub chcą tego dokonać w znacznym stopniu niezależnie od istniejącej sytuacji zewnętrznej (w badanym w pracy okresie zrobiły to Słowacja i Estonia – wstąpiły one do strefy odpowiednio w latach 2009 i 2011). W rezultacie waluty krajów chcących wejść do strefy wchodziły w skład systemu kursowego ERM2 (Słowacja, Estonia i Łotwa) lub do niego należą (Litwa). Do systemu ERM2 należą też Dania, ta jednak nie jest zainteresowana wejściem do strefy euro<sup>41</sup>.

Z punktu widzenia polityki stabilizacyjnej wszystkie omawiane kraje można pogrupować biorąc pod uwagę cechy ich systemów kursowych. Dla okresu od 2007 r. dają się one jednoznacznie podzielić na dwa zbiory: kraje posiadające jakąś formę kursu płynnego oraz kraje posiadające jakąś formę kursu stałego (w tej ostatniej grupie – rzecz jasna – znajdowały się też oba państwa, które przyjęły euro). Tab. 2.7 i 2.8 (oraz analogiczne tabele w następnym rozdziale), pokazują, jakie kraje wchodziły w skład obydwu teraz wyodrębnionych grup, w obu fazach naszej analizy.

---

<sup>39</sup> Por. protokoły 15 i 16 w TUETFUE (2010).

<sup>40</sup> Przypomnijmy, że należy do nich pięć kryteriów makroekonomicznych oraz kryterium instytucjonalne (konwergencja prawna dotycząca niezależności banku centralnego i zgodności ze statutem EBC). Makroekonomiczne kryteria zbieżności obejmują kwestie stabilności fiskalnej (wysokość deficytu i długu publicznego w relacji do PKB), monetarnej (stabilność cen i długookresowych stóp procentowych) oraz kursowej (co najmniej dwuletni udział waluty w systemie kursowym ERM2 (*Exchange Rate Mechanism 2*), którego standardowe pasmo wahań wynosi wobec euro  $\pm 15\%$ , bez tzw. poważnych napięć). Na temat szczegółów i bieżącej interpretacji kryteriów zob. publikowane co dwa lata (albo w trybie specjalnym) raporty o konwergencji EBC i Komisji Europejskiej (por. odpowiednio: <http://www.ecb.int/pub/convergence/html/index.en.html> oraz [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/publications/european\\_economy/convergence\\_reports/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/european_economy/convergence_reports/index_en.htm)).

<sup>41</sup> Co istotne, w przypadku Danii pasmo wahań kursowych w ramach systemu ERM2 ustalono na  $\pm 2,25\%$ ; w praktyce jednak bank centralny tego kraju dąży do stabilizacji kursu korony wobec euro w węższym przedziale (według niektórych obserwatorów rynkowych przed kryzysem w granicach wynoszących  $\pm 1\%$ ).



**Tabela 2.7. Inflacja (HICP) i dynamika realnego PKB w krajach UE spoza strefy euro o płynnych kursach walutowych, 2007–2009 (w %)**

Kraje	2007	2008	2009	Komentarz
Czechy				Kurs płynny
– Inflacja	3,0	6,3	0,6	
– PKB	5,7	3,1	–4,5	
Polska				Kurs płynny
– Inflacja	2,6	4,2	4,0	
– PKB	6,8	5,1	1,6	
Rumunia				Kurs płynny kierowany
– Inflacja	4,9	7,9	5,6	
– PKB	6,3	7,3	–6,6	
Szwecja				Kurs płynny
– Inflacja	1,7	3,3	1,9	
– PKB	3,3	–0,6	–5,0	
Węgry				Kurs płynny (od lutego 2008 r.)
– Inflacja	7,9	6,0	4,0	
– PKB	0,1	0,9	–6,8	
Wielka Brytania				Kurs płynny
– Inflacja	2,3	3,6	2,2	
– PKB	3,6	–1,0	–4,0	

Uwaga: HICP – dane średnioroczne względem roku poprzedniego

Źródło: Eurostat (2013e) oraz strony internetowe wymienionych banków centralnych

**Tabela 2.8. Inflacja (HICP) i dynamika realnego PKB w krajach UE spoza strefy euro o stałych kursach walutowych, 2007–2009 (w %)**

Kraje	2007	2008	2009	Komentarz
Bułgaria				Izba walutowa
– Inflacja	7,6	12,0	2,5	
– PKB	6,4	6,2	–5,5	
Dania				ERM2 (pasma $\pm 2,25\%$ )
– Inflacja	1,7	3,6	1,1	
– PKB	1,6	–0,8	–5,7	
Estonia				Izba walutowa i ERM2
– Inflacja	6,7	10,6	0,2	
– PKB	7,5	–4,2	–14,1	
Litwa				Izba walutowa i ERM2
– Inflacja	5,8	11,1	4,2	
– PKB	9,8	2,9	–14,8	
Łotwa				ERM2 (pasma $\pm 1\%$ )
– Inflacja	10,1	15,3	3,3	
– PKB	9,6	–3,3	–17,7	

Kraje	2007	2008	2009	Komentarz
Słowacja				ERM2 (do 2008 r.)
– Inflacja	1,9	3,9	0,9	
– PKB	10,5	5,8	–4,9	

Uwagi: (1) HICP – dane średnioroczne względem roku poprzedniego, (2) Słowacja przystąpiła do strefy euro w 2009 roku

Źródło: Eurostat (2013e) oraz strony internetowe wymienionych banków centralnych

Nie wchodząc w szczegóły funkcjonowania systemów kursowych (występują różne odmiany kursów płynnych<sup>42</sup> i stałych<sup>43</sup>) zwróćmy uwagę, że każdy z tych dwóch systemów ma cechy stabilizacyjne, jednak dotyczą one innych obszarów życia gospodarczego. W przypadku systemu kursu stałego, jego właściwości stabilizacyjne wiążą się z tym, że w wyniku stabilizacji cen dóbr importowanych wyrażonych w walucie krajowej, następuje zwiększenie stabilności ogólnego poziomu cen w tym kraju. Jeśli obroty handlu z zagranicą mają dla niego duże znaczenie, zaś jego głównym partnerem handlowym jest państwo dbające o siłę nabywczą swojego pieniądza, kraj importuje również jego wiarygodność antyinflacyjną, co dodatkowo wzmacnia stabilność cenową. Stały kurs obniża również koszty transakcyjne sprzyjając rozwojowi handlu międzynarodowego. Aby jednak ten system mógł sprawnie działać w sytuacji występowania swobody przepływów kapitałowych, a z taką mamy do czynienia w UE, polityka pieniężna kraju wiążącego swój kurs musi być de facto taka sama jak jego głównego partnera handlowego. Dotyczy to w szczególności prowadzonej polityki stopy procentowej<sup>44</sup>.

Odmianą sytuację mamy w przypadku funkcjonowania płynnego kursu walutowego. W kraju o takim systemie, jego bank centralny może prowadzić w znacznym stopniu (na ile to jest możliwe we współczesnym zglobalizowanym świecie) niezależną, tzn. autonomiczną w sensie koncentracji na celach krajowych, politykę

<sup>42</sup> W tab. 2.7 wyodrębniamy jeszcze (w przypadku Rumunii) kurs płynny kierowany (*managed float*). W systemie tym bank centralny interweniuje na rynku walutowym, aby stabilizować kurs, jednak nie podaje on do publicznej wiadomości żadnej konkretnej jego wartości, której miałby bronić. Dla Rumunii na ten temat zob. Stone et al. (2009, s. 67–68).

<sup>43</sup> W tab. 2.8 wyróżniamy przypadek izby walutowej (*currency board*). Banki centralne działające w tym systemie zobowiązują się do całkowitej i natychmiastowej wymiennalności waluty krajowej na zagraniczną (np. euro) po ustalonym, niezmiennym kursie. W rezultacie, banki centralne nie prowadzą tu własnej polityki pieniężnej (nie wyznaczają stóp procentowych), natomiast zmiany parametrów polityki zagranicznego banku centralnego (np. EBC) bezpośrednio przekładają się na poziom stóp na krajowym międzybankowym rynku pieniężnym.

<sup>44</sup> Mówimy tutaj w gruncie rzeczy o kwestii tzw. „niemożliwej trójcy” (*impossible trinity*), według której nie można jednocześnie pogodzić niezależnej (autonomicznej) polityki pieniężnej (stopy procentowej), swobody przepływów kapitałowych i stałego kursu walutowego. Zob. szerzej Burda i Wyplosz (2000, s. 674–676).

pieniężną. W konsekwencji, mogą tu być stosowane odmienne strategie monetarne (oczywiście poza opartą o stabilizację kursu), z tym, że w przypadku krajów wymienionych w tab. 2.7 były to różne odmiany strategii bezpośredniego celu inflacyjnego (BCI)<sup>45</sup>. Upraszczając, polega ona na koncentracji banku centralnego na stabilizacji dynamiki ogólnego poziomu cen w dłuższej (co najmniej średniookresowej) perspektywie i związanych z nim oczekiwań inflacyjnych przy wykorzystaniu głównie stopy procentowej i rezygnacji (a przynajmniej znacznym ograniczeniu) interwencji walutowych. Z tego też powodu, w swojej tradycyjnej postaci strategia ta bywa również określana jako podejście „jeden cel, jeden instrument” (*one target, one tool*) (Polański 2011, s. 69–73).

Kursy płynne mają też niewątpliwie pewne istotne słabości, głównie związane z tym, że ich zmienność kreuje dodatkową niepewność w procesie wymiany, podnosząc koszty transakcyjne i okresowo sprzyjają powstawaniu niestabilności na rynkach walutowych (banki spekulacyjnej). W kontekście dyskusji na temat stabilizującej roli systemów kursowych, nie można jednak nie zauważyć, że te jego destabilizujące cechy w „normalnych” (poza kryzysowych) warunkach mają zazwyczaj duże stabilizujące właściwości dla sfery realnej (produkcji) w sytuacji pojawienia się szoku zewnętrznego, prowadzącego do importu kryzysu. W warunkach swobody przepływów kapitałowych, kapitał ucieka z kraju zagrożonego kryzysem, w wyniku czego następuje szybka przecena waluty krajowej, co sprzyja pobudzeniu jego eksportu, a to z kolei ma wpływ na jego wzrost gospodarczy. W takim przypadku mówimy, że kurs walutowy „wchłania” (*shock absorber*) szoki zewnętrzne, albo przynajmniej je „tłumi”. Rzecz jasna, głęboka deprecjacja w dalszej kolejności sprzyja też pobudzeniu inflacji, redukując z czasem ten początkowy, propodażowy wpływ.

Porównując dane z tabel w niniejszym punkcie wyraźnie widać, że w przypadku krajów o stałych kursach walutowych spadki PKB były wyjątkowo gwałtowne, zwłaszcza w 2009 roku. Dotyczy to w szczególności krajów bałtyckich, z których w dwóch (Estonia, Litwa) funkcjonował system izby walutowej. W krańcowej sytuacji, tj. na Łotwie, w trzyleciu 2008–2010 PKB spadł aż o ponad 20% (por. też tab. 3.4 w kolejnym rozdziale)<sup>46</sup>.

W tym kontekście odmiennych systemów kursowych konfrontuje się niekiedy reakcję gospodarki polskiej i słowackiej. Polska od początku obecnego stulecia ma całkowicie płynny kurs walutowy, podczas gdy Słowacja, licząc na szybkie wejście do

<sup>45</sup> Warto jednak zauważyć, że Słowacja, którą umieściliśmy w następnej tab. (2.8) formalnie prowadziła strategię BCI aż do momentu wejścia do strefy euro (Roger 2009, s. 6).

<sup>46</sup> Łotwa nie działała w reżimie izby walutowej, aczkolwiek kurs łąta był kursem sztywnym w relacji do euro. Bank Łotwy stabilizował go od dłuższego czasu w przedziale  $\pm 1\%$  w stosunku do euro; robił to jednak jednostronnie, w dużym stopniu niezależnie od systemu ERM2. Zob. szerzej Przybyłska-Kapuścińska (2007, s. 436–440) oraz np. EBC (2012a, s. 101).

strefy euro, stabilizowała kurs korony już od jesieni 2005 r. w ramach systemu ERM2 (Przybylska-Kapuścińska 2007, s. 252). Ustabilizowanie kursu korony wobec euro stało się całkowite od połowy 2008 r., kiedy przesądzono o przyjęciu Słowacji do eurostrefy z początkiem kolejnego roku. Tym samym, w momencie, gdy upadek banku Lehman Brothers (połowa września 2008 r.) i dalsze wydarzenia pociągnęły za sobą lawinę prowadzącą do załamania gospodarki światowej, Słowacja miała już system w pełni stałego kursu, podczas gdy Polska, jak powiedziano, w pełni płynnego.

Dane w tab. 2.7 i tab. 2.8 wskazują, że obydwa kraje zareagowały wysoce odmiennie na ten globalny szok. Polska gospodarka spowolniła, jednak w całym 2009 r. jej wzrost wyniósł 1,6%; w gruncie rzeczy jej PKB nie obniżył się w żadnym z kwartałów, aczkolwiek w ostatnim trymestrze 2008 r. i w pierwszym następnego był on zdecydowanie niższy niż wcześniej<sup>47</sup>. Odmienny obraz wyłania się z danych dla Słowacji: po latach szybkiego wzrostu jej PKB w 2009 r. skurczył się gwałtownie aż o prawie 5%.

Najważniejszych przyczyn odmiennych reakcji obydwu gospodarek upatruje się najczęściej w dziedzinie kursu walutowego (i związanym z tym charakterem polityki pieniężnej – autonomicznej w przypadku systemu kursu płynnego)<sup>48</sup>. W okresie wrzesień 2008 – luty 2009 r. złoty zdeprecjonował nominalnie w stosunku do euro aż o prawie 40%; według szacunków NBP realny efektywny kurs złotego (niezależnie od wykorzystanego deflatora) obniżył się w tym czasie o ponad 30%. Podobnie, choć na mniejszą skalę, stało się w innych krajach z płynnymi kursami; jednak wyłącznie w Polsce (tab. 2.7) nie doszło do załamania produkcji<sup>49</sup>. Jak można się też było spodziewać, w naszym kraju utrzymała się stosunkowo wysoka inflacja.

System płynnego kursu nie tylko umożliwia czasowe wchłonięcie, czy też wytlumaczenie oddziaływania szoków zewnętrznych, co teraz akcentowaliśmy, ale jak również wspominaliśmy, pozwala ponadto na prowadzenie autonomicznej polityki pieniężnej, tj. koncentrującej się na potrzebach wewnątrz krajowych. Najszybciej (i najszerzej) wśród unijnych banków centralnych skorzystał z tych możliwości Bank Anglii. W podpunkcie 2.2.1.3 napisaliśmy, że z początkiem grudnia 2007 r., a więc

<sup>47</sup> Dane GUS wyrównane sezonowo za ostatnie trzy miesiące 2008 r., w ujęciu „kwartał do kwartału”, wskazują, że nasz PKB być może nawet nieco się skurczył (o 0,23%).

<sup>48</sup> Por. dokładniej na ten temat badania Torója (2012b) oraz Brzozy-Brzeziny et al. (2012).

<sup>49</sup> Polska w okresie 2008–2012 była jedynym krajem UE, w którym wolumen PKB nie uległ zmniejszeniu. Wprost przeciwnie, była jej niekwestionowanym liderem w dziedzinie wzrostu gospodarczego: w tych latach nasz PKB wzrósł o 18,5%, natomiast kolejnego kraju (tj. Słowacji) o nieco ponad 11%. Pojawia się zatem pytanie o to dość nadzwyczajne zachowanie polskiej gospodarki. Niewątpliwie korzystną rolę w pierwszej chwili odegrał kurs płynny, jednak bardziej długofalowych przyczyn powstałej sytuacji należy poszukiwać w innych dziedzinach: w stosunkowo małej otwartości naszej gospodarki na handel zagraniczny (a więc na dominację popytu wewnętrznego, zwłaszcza konsumpcyjnego, w stymulowaniu wzrostu), w bardzo niskich jednostkowych kosztach pracy, w napływie funduszy unijnych itp.

w niecały kwartał po amerykańskim Fed i ponad dziesięć miesięcy przed EBC, rozpoczął on obniżanie stóp procentowych (zob. rys. 2.17). Początkowo robił to w sposób bardzo wyważony, zwiększając również stopniowo płynność sektorowi bankowemu, wobec poważnych, narastających problemów tego sektora<sup>50</sup>.

Przyspieszenie tych działań, zarówno w postaci dalszych obniżek stóp procentowych (rys. 2.17), jak i silnego zwiększania płynności (rys. 3.10), nastąpiło po upadku Lehman Brothers. W październiku 2008 r. Bank Anglii wziął udział, wraz z innymi głównymi bankami centralnymi świata zachodniego, w skoordynowanej obniżce stóp procentowych (o 50 p.b.; por. podpunkt 2.2.1.3). Kontynuował on je w kolejnych miesiącach, dokonując w listopadzie rekordowej jednorazowej obniżki aż o 150 p.b. Ostatnią redukcję stóp przeprowadził w marcu 2009 r., kiedy obniżył stopę podstawową do 0,5%, tj. do najniższego jej poziomu w całej historii swojego istnienia<sup>51</sup>.

Podobnie jak w przypadku Eurosystemu (i Fed) obniżkom tym towarzyszył skokowy rozwój działalności zasilającej system bankowy w płynność, początkowo poprzez zliberalizowanie wymogów, co do jakości przyjmowanych instrumentów zastawnych, wydłużenie terminów zapadalności zasilających operacji otwartego rynku oraz udostępnianie linii swapowych (The Economist 2009). U progu 2009 r. uruchomiono program „poluzowania ilościowego” (*quantitative easing*), tj. zakupu aktywów (*Asset Purchase Facility*), w ramach którego Bank Anglii nabywał obligacje skarbowe oraz obligacje przedsiębiorstw od podmiotów niebankowych w celu zasilenia ich w dodatkową płynność oraz obniżenia długoterminowych stóp procentowych (Benford et al. 2009). Przyjęto, że w latach 2009–2010 łączne rozmiary zakupów aktywów odpowiadały 14% PKB (OECD 2011b, s. 113). W rezultacie, rozmiary bilansu banku silnie wzrosły: w 2008 r. o ponad 70%, a w 2009 r. o kolejne prawie 50% (Polański 2011, s. 75<sup>52</sup>). Pomimo jednak, że działaniom tym towarzyszyło daleko idące powiększenie deficytów budżetowych (w 2008 r. wyniósł on

---

<sup>50</sup> Podobnie jak niektóre sektory bankowe krajów strefy euro, w wyniku liberalizacji finansowej zapoczątkowanej jeszcze w latach 80., banki i inne instytucje finansowe w Wielkiej Brytanii uległy, z jednej strony, nadmiernemu wzrostowi, a z drugiej, znacząco rozszerzyły swoje źródła finansowania. W rezultacie, po prawie 150-letniej przerwie, latem 2007 r. banki brytyjskie zaczęły wykazywać poważne kłopoty (pierwszym był Northern Rock, następnie HBOS oraz Royal Bank of Scotland). W konsekwencji, Bank Anglii był zmuszony nie tylko dostarczać dodatkowej płynności, ale także brać udział w zasileniu kapitałowym tych instytucji. Zob. Buckley (2011, rozdz. 13) oraz The Economist (2009).

<sup>51</sup> Zob. Bank of England, zbiór „Official Bank Rate history. Data from 1694” (<http://www.bankofengland.co.uk/monetarypolicy/decisions.htm>). Biorąc pod uwagę dalej wspomnianą politykę stóp procentowych banków centralnych Szwecji i Danii (punkt 3.1.2) można z dużym prawdopodobieństwem przyjąć, że także w ich przypadkach stopy osiągnęły historycznie najniższe poziomy.

<sup>52</sup> Przytaczane teraz dane zostały obliczone na podstawie bilansu skonsolidowanego Banku Anglii, który jest sporządzany na ostatni dzień lutego. Tym samym, np., dane za 2008 r. obejmują de facto okres od marca 2008 r. do lutego 2009 roku.

5,1% PKB, zaś w 2009 r. aż 11,5% PKB) dopiero w 2010 r. udało się w Wielkiej Brytanii przywrócić wzrost gospodarczy (por. tab. 3.3).

Pozostałe kraje UE spoza strefy euro o płynnych kursach zareagowały na kryzys dopiero latem i jesienią 2008 roku. Do tego czasu, wobec nasilającej się inflacji (i często przegrzanych gospodarkach, jak np. w Polsce<sup>53</sup>) banki centralne tych krajów, podobnie jak EBC, podnosiły stopy procentowe. I tak, Narodowy Bank Czech dokonał ostatniej podwyżki w lutym 2008 r. (podniósł stopę podstawową do 3,75%), ale rozpoczął ich obniżanie już od sierpnia (por. rys. 2.20). Z kolei NBP podwyższał stopy przez cały 2007 r. do połowy następnego roku (w końcu czerwca 2008 r. wyznaczył on stopę referencyjną na poziomie 6%, przy bieżącej inflacji CPI wynoszącej 4,5%; por. rys. 2.21<sup>54</sup>). Co ciekawe, z początkiem 2008 r., a więc sporo przed Eurosystemem, który dokonał tego dopiero jesienią, NBP zmienił zasady kwotowania w ramach operacji otwartego rynku ze stóp zmiennych na stałe, tj. wprowadził stałą rentowność swoich bonów pieniężnych na poziomie stopy referencyjnej (NBP 2007b, s. 10).

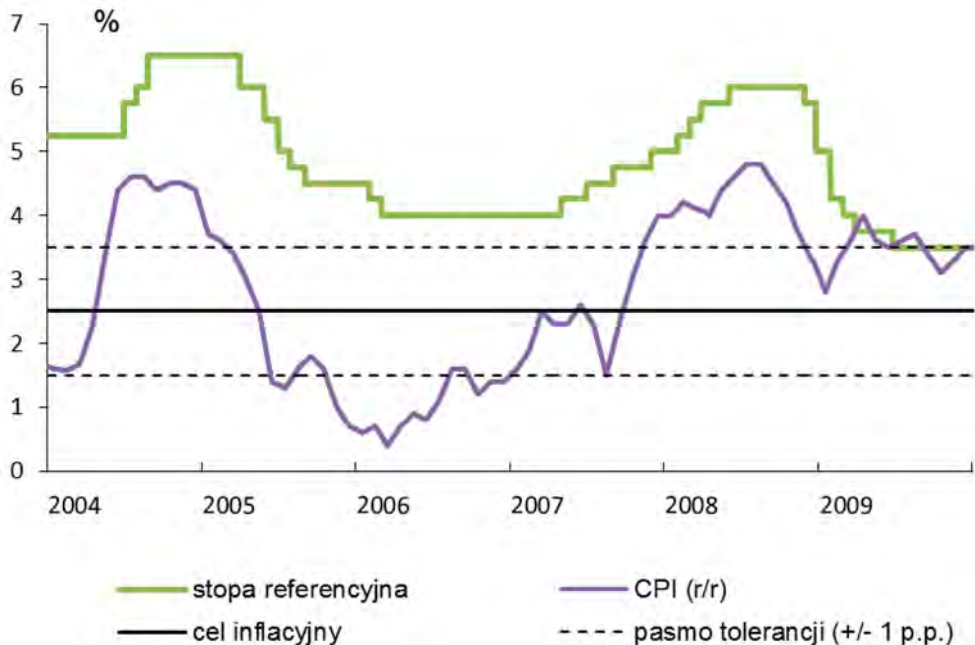


**Rysunek 2.20. Podstawowe stopy procentowe banków centralnych Czech, Polski i Węgry w latach 2004–2009 (w %)**

Źródło: Strony internetowe banków centralnych wymienionych krajów

<sup>53</sup> Według Komisji Europejskiej w całym 2008 r. wiele krajów UE spoza strefy euro (w szczególności państwa posocjalistyczne) miały znaczące dodatnie luki produktowe (European Commission 2013e, s. 136).

<sup>54</sup> Dane w tym rysunku, podobnie jak w poprzednim, obejmują horyzont czasowy od 2004 r. z dwóch powodów. Po pierwsze, w trakcie tego roku wykazane kraje przystąpiły do UE. Po drugie, z początkiem 2004 r. NBP przyjął tzw. ciągły cel inflacyjny (tzn. powinien on dążyć do tego, aby w każdym miesiącu inflacja wyrażona wskaźnikiem CPI w ujęciu „rok-do-roku” osiągała 2,5% przy paśmie tolerancji wynoszącym  $\pm 1$  p.p.). Na temat polskiej polityki pieniężnej przed przystąpieniem do UE zob. Polański (2004).



**Rysunek 2.21. Inflacja (CPI) w Polsce oraz stopa referencyjna i cel inflacyjny NBP, 2004–2009 (w %)**

Uwaga: Roczne zmiany CPI w poszczególnych miesiącach (metoda „rok-do-roku”)

Źródło: GUS i NBP

Banki centralne Rumunii oraz Szwecji dokonywały jeszcze podwyżek stóp latem 2008 roku. Interesujący jest przypadek Narodowego Banku Węgier. Podniósł on stopy także po upadku Lehman Brothers (główną stopę aż o 300 p.b. z 8,5% do 11,5% w dniu 22 października), aby miesiąc później rozpocząć ich stopniowe redukcje. Ta gwałtowna podwyżka była spowodowana kryzysem walutowym i związanym z nim odpływem kapitału oraz deprecjacją forinta, którego Węgry doświadczyły w tym czasie. Sam kryzys spowodowany był natomiast długookresowymi problemami tego kraju (niewiarygodną polityką gospodarczą, wysokim zadłużeniem zarówno zagranicznym, jak i krajowych gospodarstw domowych w kredytach denominowanych w walutach obcych, głównie frankach szwajcarskich) w powiązaniu z rozwijającym się globalnym kryzysem finansowo-ekonomicznym (Dapontas 2011, s. 7–11).

Od jesieni 2008 r. wszystkie omówione banki centralne redukowały więc swoje stopy procentowe. Jak można się było spodziewać również Narodowy Bank Danii, funkcjonujący w ramach kursu stałego, obniżał stopy w takt zmian dokonywanych przez EBC (Danmarks Nationalbank 2009, s. 24). W obniżkach stóp najdalej posunął się szwedzki bank centralny, a mianowicie aż do wprowadzenia nominalnie

ujemnych stóp procentowych: przez ponad rok (lipiec 2009 r.-wrzesień 2010 r.) utrzymywał on stopę depozytową na poziomie  $-0,25\%$ <sup>55</sup>.

Również w obszarze innych instrumentów polityki pieniężnej, podobnie jak Bank Anglii, czy też EBC lub Fed, omawiane teraz banki centralne próbowały niekiedy podejmować, dodatkowe działania. Najbardziej popularne były umowy swapowe (lub w innej postaci umożliwiające ich dokonywanie), które – jak wspominaliśmy – pozwalały na udostępnienie krótkookresowej płynności w walutach obcych, głównie w euro<sup>56</sup> i dolarach. W takich krajach jak Polska (NBP 2010, s. 53–54), czy Węgry także we frankach szwajcarskich. Bank Szwecji dokonał również zwiększenia liczby kontrahentów w prowadzonych operacjach otwartego rynku, obniżył wymagania, co do jakości przyjmowanych aktywów jako zabezpieczenie, a także – analogicznie jak EBC i Bank Anglii – wydłużył terminy zapadalności tych operacji (The Economist 2009); w rezultacie w okresie sierpień 2008 r.-listopad 2009 r. bilans Banku Szwecji wzrósł prawie trzy i półkrotnie (Nessén et al. 2011, s. 5).

W nowych krajach unijnych, poza Węgrami, nadzwyczajne działania w obszarze polityki pieniężnej nie okazały się jednak potrzebne, głównie ze względu na zasadniczo zdrowe sektory bankowe<sup>57</sup> oraz utrzymywanie się w niektórych z nich nadpłynności (Czechy, Polska). NBP jesienią 2008 r. przygotował pierwszą wersję tzw. „Pakietu zaufania”, zapewniającego bankom dostęp do płynności złotowej oraz wspomnianą możliwość pozyskiwania walut obcych (Tymoczko 2010, s. 84). W zakresie zwiększania dostępności płynności złotowej można tu wymienić takie czasowe działania jak wprowadzenie w 2010 r. kredytu wekslowego i dyskonta weksli (NBP 2009, s. 10) (równolegle do funkcjonującego cały czas mechanizmu redyskonta weksli) oraz obniżenie stóp rezerw obowiązkowych z 3,5% do 3% (w okresie od czerwca 2009 r. do końca następnego roku). Jednak np. Narodowy Bank Czech, nie podjął żadnych dodatkowych działań, ograniczając się wyłącznie do konsekwentnego obniżania stóp procentowych (w końcu 2009 r. jego podstawowa stopa wynosiła 1%; por. też rys. 2.20).

Działalność banków centralnych krajów UE spoza strefy euro była w okresie kryzysu bardzo zróżnicowana. Wspólnym elementem ich działań stabilizacyjnych było obniżanie stóp procentowych (oczywiście w krajach, w których nie

---

<sup>55</sup> Na temat tych i innych szczegółów szwedzkiej polityki pieniężnej w czasie pierwszej fazy kryzysu zob. Nessén et al. (2011).

<sup>56</sup> EBC podpisał umowę swapową z duńskim i szwedzkim bankiem centralnym, a z NBP oraz z węgierskim bankiem centralnym podpisał umowy transakcji z przyrzeczeniem odkupu (repo). W rezultacie banki te mogły dostarczać bankom komercyjnym płynność w euro na swoich obszarach walutowych. Zob. EBC (2009a, s. 116), Åslund (2010, s. 79) oraz OECD (2011a, s. 41).

<sup>57</sup> O stanie polskiego rynkowego systemu finansowego w tym czasie zob. Tymoczko (2012).



wykorzystywano założeń izby walutowej), z tym jednak, że mogliśmy zaobserwować duży rozrzut czasowy rozpoczęcia ich redukcji (od Banku Anglii w grudniu 2007 r. do Narodowego Banku Węgier w listopadzie następnego roku). Tam, gdzie występowały płynne kursy walutowe (może z wyjątkiem Węgier) wykazały one znaczne właściwości stabilizacyjne (było to zwłaszcza widoczne w Polsce). Poza Wielką Brytanią i Szwecją niestandardowe instrumenty polityki pieniężnej, nie były szerzej wykorzystywane. Wszystkie jednak banki centralne ustalające stopy procentowe w 2009 r. wyraźnie je obniżyły, doprowadzając stopy często do wartości bliskich zeru lub wręcz ujemnych w kategoriach realnych.

### 2.2.3. Początki przemian unijnej architektury finansowej

Powstanie strefy euro nie wiązało się ze znaczącymi zmianami w obszarze architektury finansowej, tzn. regulacji i instytucji mających wspomagać rynki finansowe w utrzymaniu stabilności. Podobnie więc, jak wprowadzenie wspólnej waluty i jednolitej polityki pieniężnej odbyło się bez wspólnej polityki fiskalnej, tak samo ich wprowadzenie nastąpiło w warunkach zasadniczo niezmiennego funkcjonowania narodowych instytucji nadzoru nad rynkami finansowymi oraz systemu gwarantowania (ubezpieczenia) depozytów bankowych i rekompensat dla inwestorów (Szczepańska et al. 2004, s. 39–42). Już w przededniu rozpoczęcia działania eurostrefy wskazywano jednak, że utrzymywanie zasady zdecentralizowanego nadzoru bankowego, stawiało EBC w bardzo niewygodnej i niebezpiecznej sytuacji. Rozszerzenie transgranicznej działalności europejskich banków i rynków finansowych, stymulowane m.in. wprowadzeniem wspólnego pieniądza, stwarzało bowiem coraz większą potrzebę koordynacji działalności nadzorczej z prowadzeniem jednolitej polityki pieniężnej (Begg et al. 1998, s. 38–39). W związku z rozwojem powiązań umożliwiających wystąpienie mechanizmu zarażania się, prowadzącego do szybkiego przenoszenia się zawirowań finansowych między krajami, powstały znaczące problemy, co pokazał kryzys rozpoczęty w 2007 roku (Constâncio 2012).

W omawianym obecnie obszarze obowiązywały w strefie euro takie same ogólne rozwiązania regulacyjne, jak w innych krajach Unii Europejskiej, ponieważ ich wprowadzenie wiązano z ideą wspólnego (jednolitego) unijnego rynku finansowego. Zezwalały one na znaczną decentralizację decyzyjną, trzeba jednak podkreślić też to, że były one w pewnym stopniu zharmonizowane, tzn. szereg zasad funkcjonowania rynkowego systemu finansowego zostało ujednoczonych, przybierając postać międzynarodowych standardów finansowych<sup>58</sup>. Brały się one z dwóch głównych źródeł.

---

<sup>58</sup> Na ich temat zob. szerzej np. Solarz (2008, s. 488–491).

Po pierwsze, harmonizacja była wynikiem przyjmowania światowych standardów, w którym to procesie kluczową rolę odgrywa Bazylejski Komitet ds. Nadzoru Bankowego (*Basel Committee on Banking Supervision*), ustalający przede wszystkim globalne standardy adekwatności kapitałowej oraz tzw. zasady dobrych praktyk nadzorczych. Po drugie, źródłem jednolitych standardów dla UE jest Komisja Europejska (np. za pomocą jej dyrektywy z 1994 r. częściowo zharmonizowano systemy gwarantowania depozytów bankowych).

Zmiany, jakie nastąpiły w dziedzinie rozwiązań sprzyjających utrzymywaniu stabilności finansowej w okresie od powstania strefy euro do kryzysu, były niewielkie. Nie można jednak nie zauważyć, że banki Eurosystemu interesowały się tą problematyką. Wiele z nich m.in. publikowało regularne raporty (przeglądy) o stabilności finansowej, w tym sam EBC (od 2004 r.), a także prowadziło stosowne badania i analizy. Niemniej, jak oficjalnie wskazano, nie obejmowały one swoim zasięgiem całej UE, ani wszystkich elementów jej systemu finansowego, ani też zawarte w nich ostrzeżenia i rekomendacje nie przekładały się na konkretne działania (González-Páramo 2010; zob. też Davies, Green 2010, s. 61–69).

Rozwój kryzysu po upadku banku Lehman Brothers, przejawiający się m.in. w bardzo głębokim zachwianiu stabilności finansowej, przyspieszył zmiany w obszarze rozwiązań określanych jako sieć bezpieczeństwa finansowego, będącym w istocie kluczowym składnikiem architektury finansowej<sup>59</sup>. Jeśli pominąć opisaną wcześniej antykryzysową aktywność EBC, mającą także na celu ograniczenie niestabilności finansowej, to trzeba powiedzieć, że w pierwszej kolejności zmiany nastąpiły w obszarze gwarantowania depozytów bankowych. Początkowo odbyło się to w sposób żywiołowy. Już we wrześniu 2008 r., Irlandia zdecydowała się jednostronnie, w pełni zagwarantować praktycznie wszystkie pasywa swoich banków, w tym depozyty gospodarstw domowych, przedsiębiorstw i międzybankowe (Stolz, Wedow 2010, s. 26). Pociągnęło to za sobą jednostronne reformy ubezpieczeń depozytów w innych krajach, w tym we wszystkich krajach strefy euro, poza Finlandią (Stolz, Wedow 2010, s. 24).

W tej sytuacji Rada UE na posiedzeniu w październiku 2008 r. zaproponowała podniesienie minimalnej kwoty ubezpieczenia depozytów z 20 do 50 tys. euro. Bardziej istotna zmiana systemu gwarantowania depozytów weszła jednak w życie w końcu 2010 r., kiedy minimalną kwotę ubezpieczenia depozytów (na deponenta i na instytucję) podniesiono do 100 tys. euro oraz ujednolicono terminy wypłaty środków gwarantowanych (z 3 miesięcy do 20 dni roboczych od momentu poinformowania stosownych władz gwarantujących depozyty) (European Parliament 2009).

---

<sup>59</sup> Na temat tego ostatniego pojęcia i jego relacji do koncepcji stabilności finansowej zob. Iwanicz-Drozdowska (2008, s. 20–30).

W 2009 r. zaczęły być również widoczne prace nad nową architekturą finansową w odniesieniu do nadzoru nad instytucjami i rynkami finansowymi, które ostatecznie przybrały formę tzw. raportu de Larosièra (de Larosière 2009). Ponieważ jednak rozpoczęty wtedy proces zaczął się materializować dopiero w latach późniejszych, a więc należących już do kolejnej fazy kryzysu, zagadnienia te poruszymy w następnym rozdziale (patrz punkt 3.1.3).

## **2.3. Kryzys finansów publicznych w Unii Europejskiej i działania stabilizacyjne**

*Katarzyna Waćko-Jasińska*

### **2.3.1. Narzędzia i procedury koordynacji polityki fiskalnej**

Procesy zinstytucjonalizowanej koordynacji polityk w UE zaczęły się dosyć późno. Pomysł wprowadzenia do regulacji na poziomie wspólnotowym norm systemowo regulujących szerokie pole polityki gospodarczej, w szczególności fiskalnej miał konkretne wzorce krajowe, spośród których za najwcześniejszy pierwowzór uznaje się niemiecką Ustawę w sprawie zaprowadzenia gospodarczej stabilności i wzrostu z 8 czerwca 1967 r. (Nowak-Far 2007, s. 11). Powyższa ustawa była wówczas ważnym dla RFN elementem reform gospodarczych.

Na mocy Traktatów Rzymskich (Traktat ustanawiający Europejską Wspólnotę Gospodarczą i Traktat ustanawiający Europejską Wspólnotę Energii Atomowej – Euratom), podpisanych w 1957 r., zakładano koordynację polityk makroekonomicznych państw członkowskich UE. Przewidywano, że państwa będą koordynować swoje polityki gospodarcze, odpowiednio organizując w tym celu współpracę pomiędzy administracją a bankami centralnymi oraz przy wykorzystaniu wskazówek KE. Ustalone wówczas ramy prawne stanowiły podstawę do ustalenia fundamentów UGW ogłoszonych w 1970 r. w tzw. Planie Wernera. Plan zakładał przede wszystkim realizację UGW w trzech etapach do końca 1980 r., jak również wzmocnienie koordynacji polityk gospodarczych. Jednak wizja scentralizowanej polityki fiskalnej, przedstawiona w ramach Planu Wernera, okazała się zbyt idealistyczna i do dziś polityka fiskalna pozostała na poziomie poszczególnych państw członkowskich.

Jednak wśród traktatowych mechanizmów stabilizacji gospodarczej, dotyczących krajów UE, których funkcją jest zapewnienie wspólnego kształtu polityk gospodarczych, należy wymienić wzajemnie powiązane następujące rozwiązania prawne (Nowak-Far 2007, s. 20):

- etapowy model tworzenia UGW,
- kryteria konwergencji ekonomicznej i prawnej,

- przepisy gwarantujące odpowiednią alokację uprawnień dotyczących polityki fiskalnej i pieniężnej,
- przepisy zabezpieczające dyscyplinę finansów publicznych (w tym przed monetywizacją deficytu i długu, polegającą na pokryciu go poprzez dodatkową emisję pieniądza).
- przepisy zapewniające koordynację polityk gospodarczych państw członkowskich UE wobec siebie.

Przełomem w zakresie koordynacji polityki gospodarczej był Traktat z Maastricht podpisany w 1992 r., który wprowadził wiele istotnych zmian w tym zakresie (Piech, Wielec 2009, s. 49–50):

- przeniesiono część narodowych polityk gospodarczych na wyższy poziom, zapewniając ich ścisłą koordynację, dzieląc kompetencje pomiędzy instytucjami Wspólnoty i poszczególnych państw,
- wprowadzono obowiązek koordynacji polityk gospodarczych,
- określono niektóre cele polityki gospodarczej – co spowodowało, że prowadzenie jej przez różne kraje stało się podobne,
- wprowadzono instrumenty, zapewniające koordynację m.in. procedurę nadmiernego deficytu.

Na początku lat 90. nastąpiła recesja, w wyniku której większość państw UE odnotowała realny spadek PKB, co spowodowało w konsekwencji wzrost deficytów sektora publicznego. W świetle danych z 1995 r. (Rada UE 1996, s. 3) kryterium deficytu na poziomie wartości referencyjnej 3% PKB spełniały jedynie trzy państwa: Luksemburg, Irlandia i Dania, w kolejnym roku – pięć (do tych krajów dołączyła Holandia i Finlandia (Rada UE 1997c, s. 4). W 1996 r. prawie wszystkie państwa członkowskie podjęły działania w celu zmniejszenia deficytu sektora publicznego, co skutkowało spadkiem średniego deficytu UE z 5% PKB w 1995 r. do 4,3% w 1996 r. pomimo pogorszenia koniunktury (Rada UE 1997c, s. 3). Natomiast nadal występowała wtedy tendencja wzrostowa długu publicznego, a jego średni poziom dla Wspólnoty wzrósł z 71,2% PKB w 1995 r. do 73,5% PKB w 1996 roku.

W UE wskazuje się na trzy podstawowe formy koordynacji przedstawione w tab. 2.9 (Szeląg 2003, s. 16):

- jednolita polityka – najbardziej zaawansowana forma, obejmująca przede wszystkim politykę pieniężną i kursową,
- ścisła koordynacja – odnosząca się głównie do polityki budżetowej (wysokości dopuszczalnego deficytu),
- luźna koordynacja – najmniej sformalizowana i wiążąca forma, dotycząca m.in. polityki w zakresie rynku pracy, rynku towarowego, rynku kapitałowego, dynamiki płac.

**Tabela 2.9. Formy koordynacji polityk gospodarczych w Unii Europejskiej**

	<b>Polityka</b>	<b>Forma koordynacji</b>	<b>Sposób koordynacji</b>	<b>Zaangażowane podmioty</b>	<b>Procedury</b>
Jednolita polityka	Polityka pieniężna	Jednolita polityka (strefa euro)	Jednolita instytucja	EBC	
	Polityka kursowa	Jednolita polityka (strefa euro)	Koordynacja w ramach Rady	Rada UE, EBC, Eurogrupa, KE	
	Polityka konkurencji	Jednolita polityka	Wprowadzanie przez KE	Państwa członkowskie, KE, Rada UE	
Ścisła koordynacja	Polityka budżetowa (saldo budżetu)	Zasady traktatowe, wspólnie przyjęte zasady i cele, wymiana informacji, przegląd nadzorczy	Koordynacja w ramach Rady, wspólne fora	Państwa członkowskie, KE, Rada UE, Eurogrupa	Procedura nadmiernego deficytu, PSW, ogólne wytyczne polityki gospodarczej
	Polityka strukturalna (rynek wewnętrzny)	Zasady, wspólne decyzje, dyrektywy Rady, przegląd nadzorczy	Koordynacja w ramach Rady	Państwa członkowskie, KE, Rada UE	
Luźna koordynacja	Odpowiednia kombinacja polityki pieniężnej i gospodarczej ( <i>policy mix</i> )	Dialog, wymiana informacji	Wspólne fora	EBC, KE, Rada UE, Eurogrupa, partnerzy społeczni	
	Polityka budżetowa (jakość finansów publicznych)	Wspólnie przyjęte cele	Koordynacja w ramach Rady	Państwa członkowskie, KE, Rada UE, Eurogrupa	Ogólne wytyczne polityki gospodarczej, PSW
	Kształtowanie płac	Dialog, wymiana informacji	Wspólne fora	Partnerzy społeczni, KE, Rada UE, EBC	Dialog makroekonomiczny, ogólne wytyczne polityki gospodarczej
	Polityka w zakresie rynku pracy (reformy strukturalne)	Wymiana informacji, dyskusja nt. najlepszych praktyk, wytyczne, przegląd nadzorczy	Koordynacja w ramach Rady	EBC, KE, Rada UE, partnerzy społeczni	Wytyczne dot. zatrudnienia, ogólne wytyczne polityki gospodarczej
	Polityka w zakresie rynku towarowego i kapitałowego	Wymiana informacji, dyskusja nt. najlepszych praktyk, wytyczne, przegląd nadzorczy	Koordynacja w ramach Rady	Państwa członkowskie, KE, Rada UE	Raport nt. reform gospodarczych rynku towarowego i kapitałowego, ogólne wytyczne polityki gospodarczej
	Zewnętrzna reprezentacja i komunikacja	Układ w sprawie wspólnego porozumienia	Wspólne fora	EBC, Eurogrupa, KE	

Źródło: European Commission (2002), tłumaczenie Szelağ (2003, s. 17)

Wydarzenia ostatnich lat pokazały jednak, że wspomniane formy i procedury koordynacji unijnej polityki gospodarczej nie były w stanie zapobiec kryzysowi finansów publicznych w większości państw UE (por. punkt 2.3.5).

Od samego początku istnienia strefy euro odrębnie potraktowano dwa człony polityki gospodarczej: politykę monetarną i fiskalną. Polityka monetarna została scentralizowana na poziomie europejskim i powierzona EBC, natomiast polityka fiskalna pozostała na poziomie narodowym. Takie odrębne potraktowanie polityki monetarnej i fiskalnej miało wpływ na pojawienie się nierównowag w sferze budżetowej oraz na nieskuteczność działań stabilizacyjnych, jak również na zakres i skalę kryzysu. Należy zauważyć, że wcześniej podejmowano próby koordynacji polityki fiskalnej na poziomie europejskim, które okazały się nieskuteczne. Dlatego pojawiły się nowe propozycje i dokumenty zmierzające w kierunku centralizacji polityki fiskalnej na poziomie europejskim (por. podroz. 3.2).

### **2.3.2. Pakt Stabilności i Wzrostu**

Zawarte w Traktacie z Maastricht mechanizmy motywujące państwa, które uczestniczyły w UGW do utrzymania stabilności finansowej oraz zauważalny brak postępu w obniżaniu deficytów, rodziły ryzyko niewprowadzenia wspólnej waluty z początkiem 1999 roku. W związku z tym dostrzeżono potrzebę stworzenia mechanizmu, który nakładałby na państwa UE obowiązek zmniejszenia deficytów budżetowych. W 1995 r. rząd Niemiec zaproponował w memorandum ministra finansów RFN Theodora Weigla poszerzenie istniejącego mechanizmu stabilizującego UGW o specjalny pakt stabilizacyjny, który miał na celu wzmocnienie istniejących zachęt do utrzymania ograniczeń deficytów na ustalonym poziomie. Głównym motywem tych działań była obawa, że po przejściu do ostatniego etapu UGW państwa członkowskie nie będą dążyć do utrzymania dyscypliny finansów publicznych, a istniejące regulacje będą niewystarczającą zachętą dla Rady ECOFIN do sięgania po środki dyscyplinujące polityki budżetowe. Ponadto brak dyscypliny w przyszłości mógłby być źródłem rozprzestrzeniania się na wszystkie państwa członkowskie presji inflacyjnej. Propozycja niemiecka polegająca głównie na większym zautomatyzowaniu procesu nakładania sankcji w wypadku naruszenia kluczowych reguł stabilności UGW była początkowo dyskutowana we wrześniu 1996 roku. Ze względu na sprzeciw Francji propozycja ta została przesunięta na szczyt Rady Unii Europejskiej w grudniu tego roku. Ostatecznie jednak mechanizm został przyjęty w czerwcu 1997 r. w Luksemburgu (Nowak-Far 2007, s. 54).

W 1997 r. w Amsterdamie przyjęto zestaw aktów prawnych, zwanych Paktem Stabilności i Wzrostu (PSW), który uzupełnił i wzmocnił postanowienia traktatowe

dotyczące prowadzenia polityki fiskalnej w UGW, w szczególności utrzymywanie odpowiedniej dyscypliny finansów publicznych. PSW opiera się na regułach koordynacji krajowych polityk fiskalnych w Unii: prewencyjnej i naprawczej. Na PSW składają się dwa rozporządzenia jedno o charakterze prewencyjnym i drugie o charakterze naprawczym.

Pierwsze rozporządzenie Rady UE 1466/97 z dnia 7 lipca 1997 r. w sprawie wzmocnienia nadzoru budżetowego oraz nadzoru i koordynacji polityki gospodarczej (Rada UE 1997a), zawiera postanowienia o charakterze prewencyjnym. W szczególności środki zapobiegawcze takie, jak regularne rozpoznawanie już na wczesnym etapie, czy państwa członkowskie przestrzegają zobowiązań budżetowych oraz wczesne ostrzeżenie w przypadku, gdyby nie spełniały warunku pierwszego. Państwa członkowskie zobowiązały się do przestrzegania średniookresowego celu budżetowego bliskiego równowadze lub nadwyżce. Ponadto rozporządzenie nałożyło obowiązek na państwa członkowskie sporządzania i przedstawiania KE i Radzie UE co roku *programów stabilności* (kraje strefy euro) i *programów konwergencji* (pozostałe kraje) lub ich aktualizacji. Ustalono, że pogramy te powinny zawierać m.in. główne założenia prognozowanych trendów ekonomicznych, opisy działań mających na celu ich osiągnięcie oraz informacje o równoważeniu budżetu, jak również spodziewanym poziomie długu publicznego.

Natomiast drugie rozporządzenie Rady UE nr 1467/1997 w sprawie przyspieszenia i wyjaśnienia procedury nadmiernego deficytu (Rada UE 1997b) dotyczące procedury stosowanej w wypadku występowania nadmiernych deficytów miało charakter represyjny. Rozporządzenie uszczegółowiło sankcje przewidziane dla państw UGW, które nie przestrzegają przepisów Traktatu ustanawiającego Wspólnotę Europejską dotyczących dyscypliny budżetowej. Przyjęto zatem dwa rodzaje sankcji stosowanych, po uwzględnieniu innych sankcji wskazanych w TWE: zobowiązanie państwa do złożenia nieoprocentowanych zwrotnych depozytów oraz zamiany ich na depozyt bezzwrotny. Zaznaczono jednak, że każdorazowy depozyt nie powinien przekraczać 0,5% PKB ukaranego państwa.

### **2.3.3. Reforma Paktu Stabilności i Wzrostu w 2005 r.**

W kolejnych latach po wprowadzeniu PSW stosowane reguły spotkały się z krytyką, która w szczególności dotyczyła zbyt mechanicznego stosowania kryterium wartości odniesienia dla deficytu 3% PKB i nierespektowania zapisów traktatowych dotyczących uwzględniania stosunku deficytu do inwestycji publicznych oraz średniookresowej sytuacji gospodarczej. Należy zauważyć, że wartości kryteriów opracowane zostały na podstawie danych z 1990 r. i lat wcześniejszych. Jako wadę kryteriów wskazywano również nie uwzględnianie w ocenie nadmiernego deficytu

wydatków nadzwyczajnych, takich jak koszty reform emerytalnych. W szczególności dotyczyło to Polski, która wchodząc do UE była w trakcie reformowania systemu emerytalnego (Wernik 2009, s. 55). Największe kontrowersje budził wymóg utrzymania pozycji budżetowej bliskiej równowadze lub nadwyżce, gdyż nie brał on pod uwagę wahań cyklicznych. Ocena wielkości deficytu jest odnoszona do wielkości w ujęciu nominalnym, a nie realnym.

Zapisy PSW były także krytykowane za (Szelaż 2003, s. 28–29):

- nadmierne usztywnienie i ograniczenie elastyczności polityki budżetowej,
- nałożenie na państwa członkowskie obowiązku prowadzenia bardzo (zbyt) rygorystycznej polityki budżetowej w okresie dobrej koniunktury gospodarczej,
- skupianie się niemal wyłącznie na krótkookresowych celach i zobowiązaniach, a przez to nie zwracanie dostatecznej uwagi na reformy strukturalne,
- zniechęcanie do dokonywania inwestycji publicznych,
- polityczny podtekst podejmowania decyzji,
- jednostronny (negatywny) charakter PSW, który przewiduje jedynie sankcje i kary dla państw nieprzestrzegających zapisów.

Ponadto wspomniane wskaźniki fiskalne nie były równorzędnie traktowane w ocenie sytuacji danego państwa: większą wagę przywiązywano do wielkości deficytu w relacji do PKB, a nie długu w relacji do PKB. Zdaniem krytyków PSW nie było to uzasadnione, ponieważ wysokość długu w relacji do PKB jest lepszym miernikiem problemów płynności budżetu państwa, a więc ewentualnych napięć, które mogą powstać pomiędzy zdecentralizowaną polityką fiskalną w UE a scentralizowaną polityką monetarną (Nowak-Far 2007, s. 72). O konieczności zmian PSW świadczyła sytuacja w 2003 r. kiedy we Francji i RFN stwierdzono przekroczenie kryterium deficytu. Rada UE nie podjęła wtedy stosownej decyzji zalecanej przez KE, ale przyjęła „wnioski wyjaśniające” okoliczności, które wystąpiły w powyższych krajach. W efekcie tej sytuacji istotnie została podważona wiarygodność PSW, jako instrumentu stabilności polityczna sprawność jego reguł. Również istotnym wyzwaniem dla PSW stało się rozszerzenie UE w 2004 r., ponieważ nowe państwa członkowskie różniły się od starych m.in. sytuacją budżetową.

Trwająca kilka lat od uchwalenia PSW dyskusja na temat zreformowania ram koordynacji polityki fiskalnej w UGW doprowadziła do podjęcia w czerwcu 2004 r. na szczycie Rady UE działań zmierzających do ewentualnej reformy PSW. W odpowiedzi KE ogłosiła komunikat dotyczący wzmocnienia porządku gospodarczego i wyjaśnienie wykonania PSW. Dokument ten zawierał zmiany m.in. mające na celu skierowanie większej uwagi na wielkość długu publicznego oraz polepszenie monitorowania sytuacji budżetowych państw członkowskich, przy uwzględnieniu „szczególnych uwarunkowań krajowych” (w szczególności cyklu koniunkturalnego). Najważniejsze decyzje zostały jednak zainicjowane przez raport przygotowany przez



Radę ECOFIN. W efekcie proponowanych na forum europejskim zmian, w 2005 r. przeprowadzono reformę PSW, polegającą na uzupełnieniu PSW o dwa dodatkowe Rozporządzenia (Rada UE 2005a, Rada UE 2005b).

W zakresie prewencyjnej części PSW zmiany polegały na m.in. wprowadzeniu zróżnicowanych średniookresowych celów budżetowych pomiędzy krajami, z założeniem, że mogą one odbiegać od wymogu pozycji bliskiej równowadze lub wykazującej nadwyżkę. Utrzymano 3% poziom deficytu państw strefy euro, ale przy uwzględnieniu bezpiecznego marginesu, by można było uwzględnić w nim konieczne w danym kraju inwestycje sektora publicznego. Pozostawiono również swobodę oceny Radzie UE i KE przy podejmowaniu decyzji o nadmiernym deficycie oraz o tym, czy założenia ekonomiczne programu są wiarygodne i czy ścieżka dostosowania do średniookresowego celu budżetowego jest właściwa, a także czy środki podejmowane lub proponowane w ramach przestrzegania tej ścieżki są wystarczające do osiągnięcia średniookresowego celu budżetowego w ramach cyklu koniunkturalnego. Ponadto wprowadzono swobodę w uznawaniu czym są „inne istotne czynniki” uwzględniane w ocenie nadmiernego deficytu. Dodatkowo wprowadzono dłuższe okresy wykonywania działań naprawczych oraz terminy proceduralne i zwrócono uwagę na uwzględnianie kosztów reform strukturalnych (np. reform emerytalnych) prowadzonych w celu osiągnięcia długookresowego obniżenia wydatków budżetowych. Uściślono również obowiązek korekty deficytu o 0,5% PKB rocznie, z zastrzeżeniem, że w okresie dobrej koniunktury tzw. wysiłek dostosowawczy powinien być większy, zaś w czasie recesji mniejszy.

Natomiast w odniesieniu do korekcyjnej części PSW, w tym procedury nadmiernego deficytu, wydłużono terminy podejmowania skutecznych działań i środków zmierzających do usunięcia nadmiernego deficytu. Dookreślono terminy „wyjątkowość” oraz „tymczasowość” odnoszące się do przekroczenia przez deficyt wartości referencyjnej poprzez uściślenie, że jest on „następstwem ujemnego rocznego tempa wzrostu PKB lub skumulowanego spadku produkcji podczas przedłużającego się okresu bardzo niskiego wzrostu w stosunku do potencjonalnego wzrostu”. Zmiany te spowodowały zwiększenie uznaniowości i elastyczności decyzji w zakresie wystąpienia nadmiernego deficytu, w szczególności wprowadzenie określenia „utrzymanie pozycji budżetowej bliskie równowadze lub nadwyżce”, bez doprecyzowania, co ono dokładnie oznacza. Prawdopodobnie chodziło o uniknięcie sporów, jakie w przeszłości występowały pomiędzy bardziej rygorystyczną KE a bardziej wyrozumiałą Radą UE. Dowolność tej interpretacji stwarza jednak KE możliwość narzucania bardziej rygorystycznych interpretacji dzięki taktycznej przewadze nad Radą UE. Wprawdzie to ona podejmuje ostateczną decyzję, ale opiera ją na sprawozdaniu przedkładanym przez KE (Wernik 2009, s. 54).

Wprowadzone w 2005 r. zmiany były asymetryczne. Z jednej strony nie wzmocniono w nich istotnie części prewencyjnej, a z drugiej strony osłabieniu uległa część korekcyjna (Gronkiewicz-Waltz 2009, s. 79). Ponadto nierozwiązywanie przez rządy problemów narastania zadłużenia budżetu spowodowane jest często obawą przed podjęciem „niepopularnych” politycznie decyzji, które wiążą się m.in. z ograniczeniem wydatków. Dlatego przyjęto średniookresowe programy w zakresie polityki budżetowej i obniżania długu, które były zaakceptowane przez parlamenty w takich krajach jak np. Austria i Szwecja. Jednak wysiłek podejmowany przez niektóre państwa na rzecz konsolidacji fiskalnej był niewystarczający, nawet w czasach korzystnych warunków ekonomicznych.

Słusznie zauważono (Nowak-Far 2007, s. 99) że, dyskusja nad oceną i reformą PSW odzwierciedla podstawowy dylemat natury zarówno ekonomicznej, jak i politycznej odnoszący się do tego, czy ujednoczyć czy scentralizować określone elementy polityki gospodarczej, gdzie niemożliwe jest osiągnięcie jednocześnie wszystkich celów. Mechanizmy PSW „powinny być takie, by w perspektywie *ex ante* służyć jako środek zapobiegawczy, a w perspektywie *ex post*, nie być tak poważne, żeby ich zastosowanie powodowało zbyteczne trudności w kontrolowaniu finansów publicznych”. Skuteczny mechanizm stabilizujący, taki jak PSW, powinien uwzględniać także szczególne niebezpieczeństwa grożące państwom, wobec których zastosowano środki przymuszające do realizacji restryktywnej polityki finansowej (Artis, Winkler 1998, s. 87–95).

#### **2.3.4. Procedura nadmiernego deficytu**

PSW opiera się na kryterium fiskalnym, które państwa członkowskie muszą spełnić, aby przystąpić do strefy euro. Jedno z kryteriów konwergencji stanowi bowiem, że państwo członkowskie w momencie dokonywania oceny nie może być objęte procedurą nadmiernego deficytu (*Excessive Deficit Procedure*, EDP). Wartości referencyjne w procedurze nadmiernego deficytu zostały określone na poziomie 3% dla relacji deficytu sektora instytucji rządowych i samorządowych do PKB oraz 60% dla relacji długu publicznego do PKB. Powyższe wskaźniki budżetowe są wyprowadzone z formuły określającej deficyt budżetowy potrzebny do ustabilizowania długu publicznego, gdzie deficyt budżetowy wyrażony jako procent PKB równy jest iloczynowi stopy wzrostu nominalnego PKB i poziomu ustabilizowanego długu publicznego, wyrażonego również jako procent PKB. Formuła ta pokazuje, że warunkiem stabilizacji długu publicznego na poziomie 60% PKB jest utrzymanie deficytu budżetowego zbliżonego do 3% PKB i to tylko wówczas, gdy nominalna stopa wzrostu PKB wynosi 5%. W obliczeniach tych wzięto za podstawę historyczne

trendy, w których przeciętny poziom długu publicznego do PKB dla UE wynosił 60% (De Grauwe 2003, s. 147). Ponadto ww. wskaźniki przekraczające wartości referencyjne (zwłaszcza wysoki deficyt) zmniejszają skuteczność polityki pieniężnej, podnoszą koszt obsługi długu, grożąc powstaniem tzw. spirali zadłużenia oraz prowadzą do tzw. efektu wypychania inwestycji prywatnych przez wydatki publiczne (por. Ministerstwo Finansów 2010, s. 6).

Procedura nadmiernego deficytu jest zdefiniowana w art. 126 Traktatu z Lizbony z 2007 r. o funkcjonowaniu Unii Europejskiej (TFUE), zgodnie z którym, KE monitoruje dyscyplinę budżetową państw członkowskich UE, w szczególności zaś dwie wielkości:

- a) stosunek między planowanym lub rzeczywistym deficytem publicznym a produktem krajowym brutto, który nie może przekroczyć wartości odniesienia (3%), chyba że:
  - stosunek ten zmniejszył się znacznie oraz w sposób stały i osiągnął poziom bliski wartości odniesienia;
  - lub przekroczenie wartości odniesienia ma charakter wyjątkowy oraz tymczasowy i stosunek ten pozostaje bliski wartości odniesienia;
- b) stosunek między długiem publicznym a produktem krajowym brutto, nie przekracza wartości odniesienia (60%), chyba że stosunek ten wystarczająco spada i zbliża się do wartości odniesienia w zadowalającym tempie.

Etapy procedury nadmiernego deficytu zostały również zdefiniowane w ww. art. 126 TFUE. Procedura rozpoczyna się opracowaniem sprawozdania przez KE, jeśli państwo nie spełnia wymogów jednego z kryteriów lub istnieje ryzyko nadmiernego deficytu. Komisja w sprawozdaniu uwzględnia także czy deficyt publiczny przekracza kwotę publicznych wydatków inwestycyjnych oraz wszelkie inne istotne czynniki, w tym średniookresową sytuację gospodarczą i budżetową danego państwa członkowskiego. Ekonomicznie uzasadnione jest powiązanie deficytu budżetowego z zakresem inwestycji finansowych ze źródeł publicznych, ponieważ nie grozi ono zdestabilizowaniem sytuacji budżetowej państwa (Nowak-Far 2007).

KE przedstawia swoje sprawozdanie Radzie do spraw gospodarczych i finansowych (*Economic and Financial Affairs Council*, Rada ECOFIN), która wydaje opinię na temat zasadności wprowadzenia procedury. W kolejnym kroku Rada ECOFIN podejmuje decyzję w zakresie istnienia nadmiernego deficytu, a następnie wydaje rekomendacje określające termin i zalecenia skierowane do danego państwa. Decyzja ma charakter konstytutywny tzn. jej istotą nie jest samo stwierdzenie nadmiernego deficytu, ale wszczęcie szczególnej procedury korygującej. Procedura zostaje zakończona w momencie wydania przez Radę decyzji w sprawie jej uchylenia.

**Tabela 2.10. Procedura nadmiernego deficytu wg krajów**

Kraj	Zakończone procedury nadmiernego deficytu	Trwające procedury nadmiernego deficytu		
		Decyzja Rady w sprawie nadmiernego deficytu (Art.104.6/126.6)	Termin korekty	Zmiany wprowadzone w 2013 r.
Malta	2004–2007, 2009–2012	21.06.2013	2014	Nalożenie EDP, termin 2014 r.
Dania	–	13.07.2010	2013	
Cypr	2004–2006	13.07.2010	2016	
Austria	–	2.12.2009	2013	
Belgia	–	2.12.2009	2013	Zawiadomienie, zmieniono termin do 2013 r. (z 2012r.)
Czechy	2004–2008	2.12.2009	2013	
Holandia	2004–2005	2.12.2009	2014	Nowe rekomendacje, zmieniono termin na 2014 r. (z 2013 r.)
Portugalia	2002–2004, 2005–2008	2.12.2009	2015	Nowe rekomendacje, zmieniono termin na 2015 r. (z 2014 r.)
Słowenia	–	2.12.2009	2015	Nowe rekomendacje, zmieniono termin na 2015 r. (z 2013 r.)
Słowacja	2004–2008	2.12.2009	2013	
Polska	2004–2008	7.07.2009	2015	Nowe rekomendacje, zmieniono termin na 2015 r. (z 2014 r.)
Francja	2003–2007	27.04.2009	2015	Nowe rekomendacje, zmieniono termin na 2015 r. (z 2013 r.)
Irlandia	–	27.04.2009	2015	
Grecja	2004–2007	27.04.2009	2016	
Hiszpania		27.04.2009	2016	Nowe rekomendacje, zmieniono termin na 2016 r. (z 2014 r.)
Wielka Brytania	2005–2007	8.07.2008	rok finansowy 2014/15	
Rumunia	2009–2013	–	–	Uchylenie
Litwa	2009–2013	–	–	Uchylenie
Łotwa	2009–2013	–	–	Uchylenie
Włochy	2005–2008, 2009–2013		–	Uchylenie
Węgry	2004–2013	–	–	Uchylenie
Finlandia	2010–2011	–	–	–
Niemcy	2002–2007, 2009–2012	–	–	–
Bułgaria	2010–2012	–	–	–
Luksemburg	2010	–	–	–
Estonia	–	–	–	–
Szwecja	–	–	–	–

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych European Commission (2013g)

Rozporządzenie Rady 1467/97 z dnia 7 lipca 1997 r. w sprawie przyspieszenia i wyjaśnienia procedury nadmiernego deficytu dookreśliło prowadzenie procedury i nałożyło wymóg corocznej korekty salda strukturalnego co najmniej 0,5% PKB rocznie (por. punkt 2.3.3.).

W 1999 r. w momencie kiedy pierwsze 11 państw wchodziło do strefy euro, obydwie warunki spełniało tylko kilka z nich (por. tab. 2.11 i 2.12). Dług pozostałych krajów pomimo że przekraczał wartość referencyjną to jednak według KE „zbliżał się do niej w zadowalającym tempie”. Podobnie było w przypadku np. Malty, która starała się o przyjęcie do strefy euro posiadając dług na poziomie 64% PKB.

Jak wspomniano, z procedury nadmiernego deficytu mogą wynikać także sankcje, które w pierwszej kolejności przyjmują formę nieoprocentowanego depozytu w UE. Depozyt ten może zostać przekształcony w grzywnę. Jednak do tej pory nie zastosowano żadnych sankcji finansowych, a jedynie zalecenia i ustalenia terminów korekty.

Również po wejściu do strefy euro niektóre państwa borykały się z osiągnięciem odpowiedniego poziomu budżetu zbliżając się niebezpiecznie blisko do wartości referencyjnej deficytu (np. Niemcy i Portugalia). W związku z powyższym w 2002 r. KE wystąpiła do Rady z wnioskiem o skierowanie zaleceń do Niemiec i Portugalii, mając na celu ostrzeżenie tych państw przed wystąpieniem nadmiernego deficytu. Wniosek ten został odrzucony przez Radę ECOFIN, ponieważ państwa zobowiązały się do zmiany swojej sytuacji fiskalnej. Fakt ten potwierdza hipotezę, że chociaż PSW jest instrumentem o charakterze gospodarczym, to jednak posiada wymiar polityczny w zakresie podejmowania decyzji o występowaniu nadmiernego deficytu oraz nakładaniu stosowanych sankcji. Ponadto należy zauważyć, że w przypadku przekroczenia wartości deficytu, przedstawiciele państw członkowskich w Radzie UE mogą być bardziej skłonni do uznania okoliczności łagodzących pozwalających na uniknięcie sankcji, aby potem samemu liczyć na łagodniejszą ocenę w podobnej sytuacji (Szeląg 2003, s. 25–26).

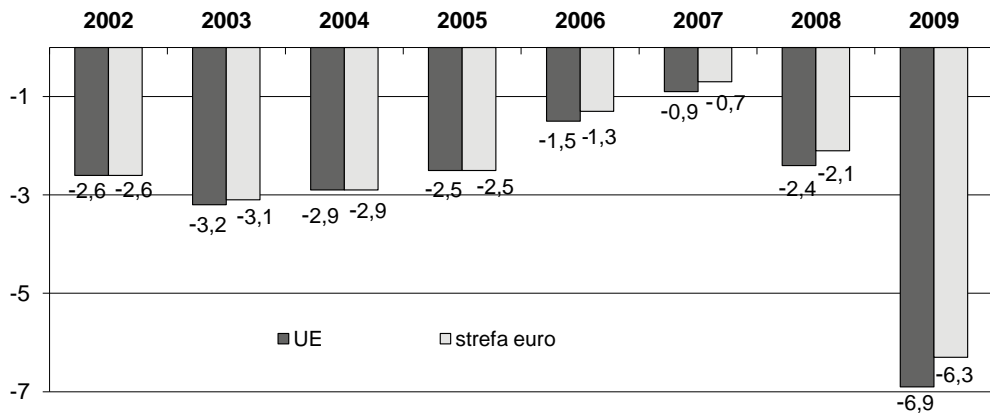
Zgodnie z danymi tab. 2.10 w 2009 r. Rada UE otworzyła procedurę nadmiernego deficytu wobec 18 państw UE, z których większość tkwi w niej również po pierwszej fazie kryzysu. Kryzys finansowy i zjawiska recesji ograniczają możliwości wywiązania się wielu państw z zobowiązań redukcji deficytu w pierwotnie przyjętych terminach. W czerwcu 2013 r. przedłużono terminy korekty nadmiernego deficytu w przypadku sześciu państw: Hiszpanii, Francji, Holandii, Polski, Portugalii i Słowenii. Jednocześnie zamknięto procedurę nadmiernego deficytu dla Włoch, Łotwy, Litwy, Węgier i Rumunii (Rada UE 2013) oraz wszczęto procedurę nadmiernego deficytu wobec Malty.

### 2.3.5. Skutki działań stabilizacyjnych w Unii Europejskiej w odniesieniu do kryzysu finansów publicznych

Analizując skutki działań stabilizacyjnych w UE w odniesieniu do kryzysu finansów publicznych należy zauważyć, że jedną z istotnych przyczyn problemów w strefie euro był sposób prowadzenia polityki fiskalnej przez niektóre państwa, w efekcie czego od dłuższego czasu narastały w nich nierównowagi wewnętrzne i zewnętrzne. Niemal od początku kryzysu panowała zgodność, że antykryzysowe stabilizacyjne oddziaływanie na sferę realną powinno odbywać się głównie za pomocą polityki fiskalnej. Jak wynika z analizy pierwszej fazy kryzysu (por. podrozdz. 2.1) większość państw UE podejmowała w związku z wybuchem kryzysu działania wynikające z wcześniej rozpoczętych programów rządowych. W wielu przypadkach proponowane działania miały charakter zmian stałych i dzięki temu, że były już przygotowane, mogły być szybko wdrożone. Jednak wiele działań dostosowanych do walki z kryzysem w oczywisty sposób nie było dostatecznie precyzyjnie nakierowanych na rozwiązanie największych problemów. W niektórych państwach UE, odpowiednio ukierunkowane działania pojawiły się dopiero w trakcie 2009 roku.

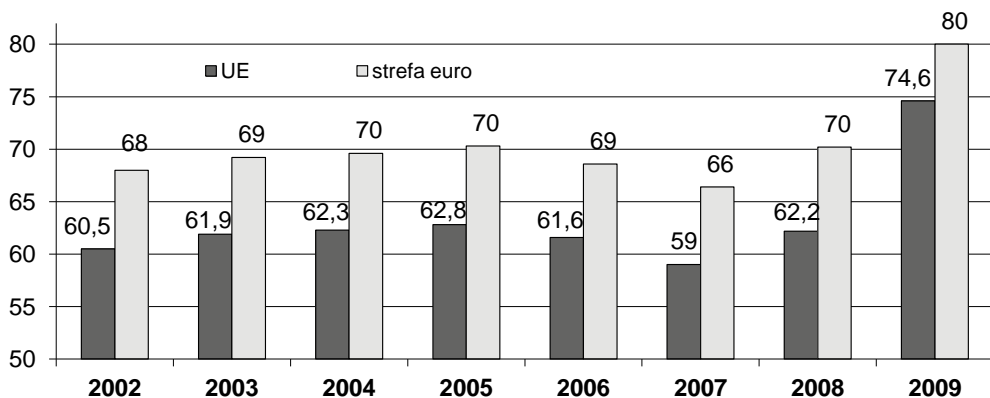
Narastanie kryzysu finansów publicznych po 2002 r. wynikało m.in. stąd, że niektóre państwa pomimo pogarszającej się sytuacji finansów publicznych prowadziły ekspansywną politykę fiskalną. W grupie krajów strefy euro najbardziej dotkniętych kryzysem (Grecji, Irlandii, Włoch, Portugalii, Hiszpanii), zgodnie z danymi na poniższych rysunkach 2.22 i 2.23, doszło do znacznego wzrostu poziomu deficytu sektora instytucji rządowych i samorządowych (*general government*). Działania stabilizacyjne nie potrafiły zapobiec kryzysowi. Należy zauważyć, że w 2002 r. średnie saldo sektora zarówno w strefie euro, jak i w UE było na poziomie  $-2,6\%$  PKB tj. poniżej wartości referencyjnej określonej w procedurze nadmiernego deficytu. Również wartość długu publicznego w tym okresie była na poziomie UE zbliżonym do wartości referencyjnej  $60\%$  PKB. Od 2003 r. do 2007 r. widoczne było zmniejszanie się średniej wartości salda sektora instytucji rządowych i samorządowych, ale kolejne lata przyniosły gwałtowne zwiększenie się tej wartości zarówno w strefie euro, jak i w całej UE do poziomu powyżej  $6\%$  PKB (por. rys. 2.22.).

Od 2002 r. do 2008 r. w UE widoczne było wahanie średniej wartości długu publicznego w okolicach  $70\%$  PKB, natomiast od 2008 r. widoczny był znaczny wzrost tej wartości o 10 punktów procentowych. Należy zauważyć, że w latach 2002–2008 w porównaniu do wzrostu średniego salda sektora instytucji rządowych i samorządowych dług utrzymywał się na tym samym poziomie.



**Rysunek 2.22. Średnie saldo sektora instytucji rządowych i samorządowych państw członkowskich strefy euro i UE w latach 2002–2009 (% PKB)**

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Eurostat (2013d)

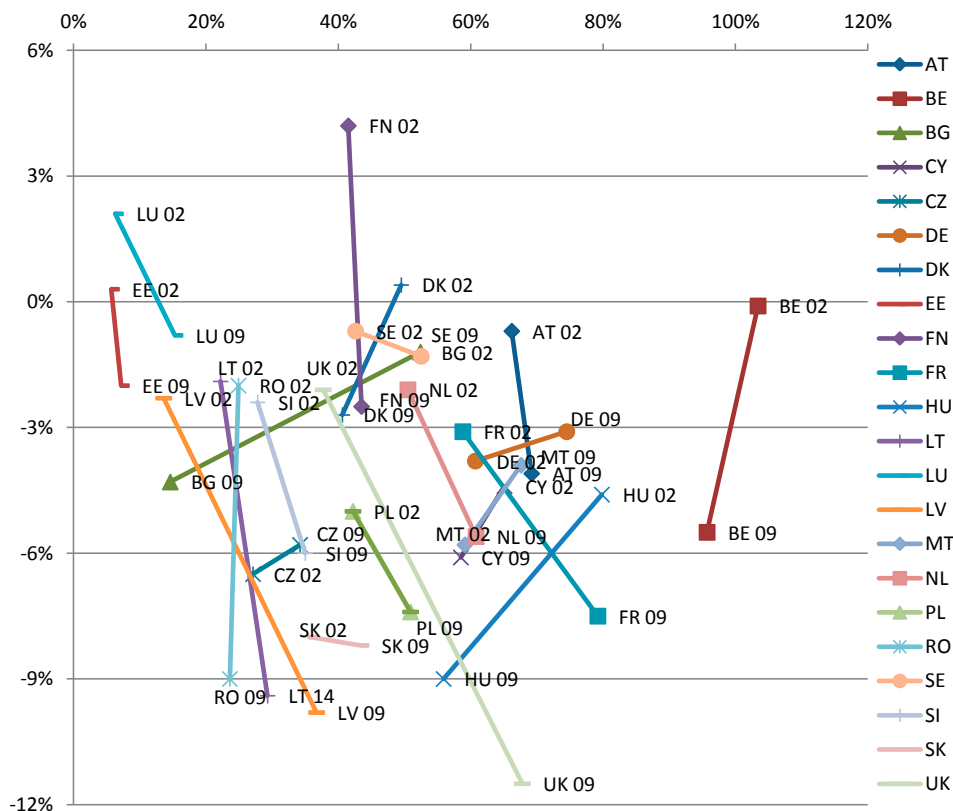


**Rysunek 2.23. Średnia wartość długu publicznego państw członkowskich strefy euro i UE-27 w latach 2002–2009 (% PKB)**

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Eurostat (2013d)

Na rys. 2.23 widoczny jest utrzymujący się w UE w latach 2003–2006 poziom długu publicznego w wys. ok. 70% PKB, a w latach 2008–2009 jego wzrost do ok. 80% PKB, wskazujący na istotne pogorszenie się sytuacji fiskalnej. W strefie euro w analogicznych latach dług był odpowiednio na poziomie ok. 62% PKB i wzrósł do ok. 75% PKB.

O pogarszającej się sytuacji fiskalnej w państwach UE świadczyć mogą dane zilustrowane na rys. 2.24, z których wynika, iż w większości państw UE nastąpiło kilkuprocentowe pogorszenie wartości salda sektora instytucji rządowych i samorządowych w latach 2002 i 2009. Podobnie w większości państw UE widoczne jest zwiększenie relacji długu sektora publicznego do PKB.

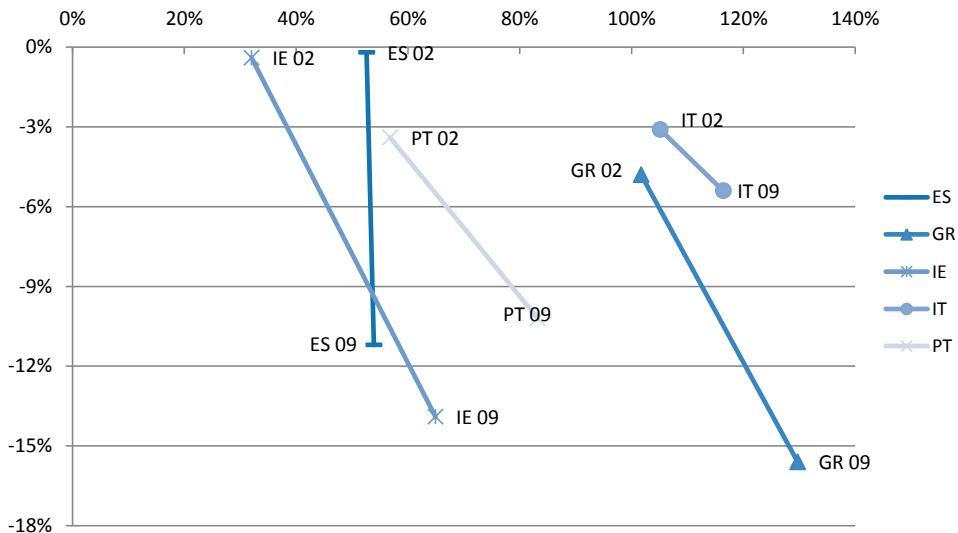


**Rysunek 2.24. Dług publiczny i saldo sektora instytucji rządowych i samorządowych państw UE 27 (z wyjątkiem grupy państw najbardziej dotkniętych kryzysem) w latach 2002 i 2009**

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Eurostat (2013d)



Z rys. 2.25 wynika, że zjawiska te wystąpiły najsilniej w grupie państw najbardziej dotkniętych kryzysem, tj. w Irlandii, Grecji, Hiszpanii, Portugalii i Włoch.



**Rysunek 2.25. Dług publiczny i saldo sektora instytucji rządowych i samorządowych wybranych państw strefy euro w latach 2002 i 2009**

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Eurostat (2013d)

Z danych statystycznych zamieszczonych w tab. 2.11 wynika, że niektóre państwa strefy euro (np. Grecja, Portugalia) już od początku wejścia do niej miały problemy z utrzymaniem deficytu na odpowiednim poziomie. Uwagę należy zwrócić na państwa które utrzymywały deficyt na odpowiednim bezpiecznym poziomie np. Niemcy, Holandia, Austria, Finlandia. Odnosząc się do sytuacji państw członkowskich UE, nie będących w strefie euro, można wskazać na dodatnie salda sektora instytucji rządowych i samorządowych w Danii, Szwecji i Bułgarii. W tej grupie państw UE niski poziom wyżej wymienionego salda sektora, zgodny z zapisami PSW, utrzymywany był również do 2008 r. przez Litwę i Łotwę.

**Tabela 2.11. Deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych w latach 1999–2009 (%PKB)**

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
UE	-1,0	0,6	-1,5	-2,6	-3,2	-2,9	-2,5	-1,5	-0,9	-2,4	-6,9
Strefa euro	-1,5	-0,1	-1,9	-2,6	-3,1	-2,9	-2,5	-1,3	-0,7	-2,1	-6,3
Belgia	-0,6	0,0	0,4	-0,1	-0,1	-0,1	-2,5	0,4	-0,1	-1,0	-5,5
Bułgaria	0,1	-0,5	1,1	-1,2	-0,4	1,9	1,0	1,9	1,2	1,7	-4,3
Czechy	-3,6	-3,6	-5,6	-6,5	-6,7	-2,8	-3,2	-2,4	-0,7	-2,2	-5,8
Dania	1,3	2,3	1,5	0,4	0,1	2,1	5,2	5,2	4,8	3,2	-2,7
Niemcy	-1,6	1,1	-3,1	-3,8	-4,2	-3,8	-3,3	-1,6	0,2	-0,1	-3,1
Estonia	-3,5	-0,2	-0,1	0,3	1,7	1,6	1,6	2,5	2,4	-2,9	-2,0
Irlandia	2,6	4,7	0,9	-0,4	0,4	1,4	1,7	2,9	0,1	-7,4	-13,9
Grecja	:	-3,7	-4,5	-4,8	-5,6	-7,5	-5,2	-5,7	-6,5	-9,8	-15,6
Hiszpania	-1,2	-0,9	-0,5	-0,2	-0,3	-0,1	1,3	2,4	1,9	-4,5	-11,2
Francja	-1,8	-1,5	-1,5	-3,1	-4,1	-3,6	-2,9	-2,3	-2,7	-3,3	-7,5
Włochy	-1,9	-0,8	-3,1	-3,1	-3,6	-3,5	-4,4	-3,4	-1,6	-2,7	-5,4
Cypr	-4,3	-2,3	-2,2	-4,4	-6,6	-4,1	-2,4	-1,2	3,5	0,9	-6,1
Łotwa	-3,9	-2,8	-2,0	-2,3	-1,6	-1,0	-0,4	-0,5	-0,4	-4,2	-9,8
Litwa	-2,8	-3,2	-3,5	-1,9	-1,3	-1,5	-0,5	-0,4	-1,0	-3,3	-9,4
Luksemburg	3,4	6,0	6,1	2,1	0,5	-1,1	0,0	1,4	3,7	3,2	-0,8
Węgry	-5,5	-3,0	-4,1	-9,0	-7,3	-6,5	-7,9	-9,4	-5,1	-3,7	-4,6
Malta	-7,2	-5,8	-6,4	-5,8	-9,2	-4,7	-2,9	-2,8	-2,3	-4,6	-3,9
Holandia	0,4	2,0	-0,2	-2,1	-3,1	-1,7	-0,3	0,5	0,2	0,5	-5,6
Austria	-2,3	-1,7	0,0	-0,7	-1,5	-4,4	-1,7	-1,5	-0,9	-0,9	-4,1
Polska	-2,3	-3,0	-5,3	-5,0	-6,2	-5,4	-4,1	-3,6	-1,9	-3,7	-7,4
Portugalia	-3,1	-3,3	-4,8	-3,4	-3,7	-4,0	-6,5	-4,6	-3,1	-3,6	-10,2
Rumunia	-4,4	-4,7	-3,5	-2,0	-1,5	-1,2	-1,2	-2,2	-2,9	-5,7	-9,0
Słowenia	-3,0	-3,7	-4,0	-2,4	-2,7	-2,3	-1,5	-1,4	0,0	-1,9	-6,0
Słowacja	-7,4	-12,3	-6,5	-8,2	-2,8	-2,4	-2,8	-3,2	-1,8	-2,1	-8,0
Finlandia	1,7	7,0	5,1	4,2	2,6	2,5	2,9	4,2	5,3	4,4	-2,5
Szwecja	0,9	3,6	1,5	-1,3	-1,0	0,6	2,2	2,3	3,6	2,2	-0,7
Wielka Brytania	0,9	3,6	0,5	-2,1	-3,4	-3,5	-3,4	-2,7	-2,8	-5,1	-11,5

Źródło: Eurostat (2013d)

Z porównania zamieszczonych w tab. 2.12 danych dotyczących długu sektora instytucji rządowych i samorządowych w latach 1999–2009 wśród krajów strefy euro wynika, że zdecydowanie najniższy poziom długu posiadały Estonia i Luksemburg. Natomiast najwyższy poziom długu w wyżej wymienionej grupie krajów miały Grecja i Włochy. Na uwagę zasługuje Bułgaria, która w latach 1997–2009 zredukowała swój dług z poziomu 108% PKB do 14,6% PKB. Wśród państw członkowskich spoza strefy euro w okresie do 2009 r. niski poziom długu posiadały również Czechy, Dania, Łotwa i Litwa oraz Rumunia.

**Tabela 2.12. Dług sektora instytucji rządowych i samorządowych w latach 1999–2009 (% PKB)**

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
UE	65,8	61,9	61,0	60,5	61,9	62,3	62,8	61,6	59,0	62,2	74,6
Strefa euro	71,7	69,2	68,2	68,0	69,2	69,6	70,3	68,6	66,4	70,2	80,0
Belgia	113,6	107,8	106,5	103,4	98,4	94,0	92,0	88,0	84,0	89,2	95,7
Bułgaria	77,6	72,5	66,0	52,4	44,4	37,0	27,5	21,6	17,2	13,7	14,6
Czechy	15,8	17,8	23,9	27,1	28,6	28,9	28,4	28,3	27,9	28,7	34,2
Dania	58,1	52,4	49,6	49,5	47,2	45,1	37,8	32,1	27,1	33,4	40,6
Niemcy	61,3	60,2	59,1	60,7	64,4	66,2	68,5	68,0	65,2	66,8	74,5
Estonia	6,5	5,1	4,8	5,7	5,6	5,0	4,6	4,4	3,7	4,5	7,2
Irlandia	47,0	35,1	35,2	32,0	30,7	29,5	27,3	24,6	25,1	44,5	64,9
Grecja	94,0	103,4	103,7	101,7	97,4	98,6	100,0	106,1	107,4	112,9	129,7
Hiszpania	62,4	59,4	55,6	52,6	48,8	46,3	43,2	39,7	36,3	40,2	53,9
Francja	58,9	57,3	56,9	58,8	62,9	64,9	66,4	63,7	64,2	68,2	79,2
Włochy	113,0	108,5	108,2	105,1	103,9	103,4	105,7	106,3	103,3	106,1	116,4
Cypr	59,3	59,6	61,2	65,1	69,7	70,9	69,4	64,7	58,8	48,9	58,5
Łotwa	12,5	12,4	14,1	13,6	14,7	15,0	12,5	10,7	9,0	19,8	36,7
Litwa	22,7	23,6	23,0	22,2	21,0	19,3	18,3	17,9	16,8	15,5	29,3
Luksemburg	6,4	6,2	6,3	6,3	6,1	6,3	6,1	6,7	6,7	14,4	15,3
Węgry	60,8	56,1	52,7	55,9	58,6	59,5	61,7	65,9	67,0	73,0	79,8
Malta	57,1	54,9	60,5	59,1	67,6	71,7	69,7	64,0	61,9	62,0	67,6
Holandia	61,1	53,8	50,7	50,5	52,0	52,4	51,8	47,4	45,3	58,5	60,8
Austria	66,8	66,2	66,8	66,2	65,3	64,7	64,2	62,3	60,2	63,8	69,2
Polska	39,6	36,8	37,6	42,2	47,1	45,7	47,1	47,7	45,0	47,1	50,9
Portugalia	51,4	50,7	53,8	56,8	59,4	61,9	67,7	69,4	68,4	71,7	83,2
Rumunia	21,7	22,5	25,7	24,9	21,5	18,7	15,8	12,4	12,8	13,4	23,6
Słowenia	24,1	26,3	26,5	27,8	27,2	27,3	26,7	26,4	23,1	22,0	35,0
Słowacja	47,8	50,3	48,9	43,4	42,4	41,5	34,2	30,5	29,6	27,9	35,6
Finlandia	45,7	43,8	42,5	41,5	44,5	44,4	41,7	39,6	35,2	33,9	43,5
Szwecja	64,3	53,9	54,7	52,5	51,7	50,3	50,4	45,3	40,2	38,8	42,6
Wielka Brytania	43,7	41,0	37,7	37,7	39,1	41,0	42,2	43,3	44,2	52,3	67,8

Źródło: Eurostat (2013d)

Z perspektywy sektora finansów publicznych istotne są również zmiany wartości deficytu pierwotnego. Tab. 2.13 zawiera dane ilustrujące wartość tego wskaźnika w poszczególnych krajach na tle strefy euro i średniej UE. Najniższy deficyt pierwotny w 2009 r. występował w państwach posiadających największe problemy fiskalne, czyli Irlandii, Grecji i Hiszpanii co świadczy o pojawiającej się szansie zrównoważenia wydatków i dochodów w ich systemach finansów publicznych.

**Tabela 2.13. Deficyt pierwotny państw członkowskich UE w latach 2002–2009**

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
UE	0,6	-0,2	0,0	0,3	1,2	1,8	0,4	-4,2
Strefa euro	0,8	0,1	0,2	0,5	1,5	2,3	0,9	-3,5
Belgia	5,6	5,1	4,5	1,7	4,3	3,8	2,8	-1,9
Bułgaria	1,1	1,8	3,8	2,7	3,2	2,3	2,6	-3,6
Czechy	-5,4	-5,6	-1,8	-2,2	-1,3	0,4	-1,2	-4,5
Dania	3,4	2,8	4,4	7,1	6,8	6,4	4,7	-0,9
Niemcy	-0,9	-1,1	-0,9	-0,5	1,2	3,0	2,7	-0,4
Estonia	0,5	1,9	1,9	1,8	2,6	2,6	-2,7	-1,8
Irlandia	1,1	1,7	2,5	2,7	4,0	1,1	-6,0	-11,9
Grecja	0,7	-0,7	-2,6	-0,7	-1,4	-2,0	-4,8	-10,5
Hiszpania	2,5	2,0	1,9	3,1	4,0	3,5	-2,9	-9,4
Francja	-0,2	-1,3	-0,9	-0,3	0,3	0,0	-0,4	-5,1
Włochy	2,5	1,5	1,2	0,2	1,2	3,4	2,5	-0,8
Cypr	-1,2	-3,0	-0,8	1,1	2,1	6,5	3,8	-3,6
Łotwa	-1,5	-0,9	-0,3	0,1	0,0	0,0	-3,6	-8,3
Litwa	-0,6	0,0	-0,6	0,3	0,3	-0,3	-2,6	-8,2
Luksemburg	2,4	0,7	-0,9	0,2	1,5	3,9	3,5	-0,4
Węgry	-4,9	-3,2	-2,0	-3,8	-5,5	-1,0	0,5	0,1
Malta	-2,1	-5,6	-1,1	0,7	0,8	1,0	-1,4	-0,7
Holandia	0,7	-0,6	0,7	2,1	2,7	2,4	2,7	-3,4
Austria	2,4	1,4	-1,6	1,2	1,2	1,9	1,7	-1,3
Polska	-2,1	-3,2	-2,6	-1,3	-1,0	0,4	-1,5	-4,8
Portugalia	-0,6	-1,0	-1,4	-4,0	-1,8	-0,2	-0,6	-7,3
Rumunia	0,5	0,1	0,3	0,1	-1,4	-2,2	-5,0	-7,5
Słowenia	-0,3	-0,7	-0,6	0,1	0,0	1,2	-0,8	-4,6
Słowacja	-4,7	-0,3	-0,2	-1,1	-1,7	-0,4	-0,8	-6,6
Finlandia	6,3	4,4	4,0	4,4	5,6	6,8	5,8	-1,3
Szwecja	1,6	1,0	2,2	3,8	3,9	5,3	3,8	0,2
Wielka Brytania	-0,1	-1,4	-1,5	-1,3	-0,7	-0,6	-2,8	-9,5

Źródło: Eurostat (2013d)

## Rozdział 3

# Druga faza kryzysu w Unii Europejskiej: od roku 2010

Przechodzimy obecnie do analizy drugiej fazy kryzysu w UE, tj. do jego etapu rozpoczętego na przełomie lat 2009–2010. Tak jak w poprzednim rozdziale koncentrujemy się na trzech blokach tematycznych, z tym, że teraz omawiamy je w innej kolejności. Najpierw analizujemy problematykę polityki pieniężnej oraz rynków finansowych, dalej – politykę stabilizacyjną w sferze finansów publicznych, a na koniec tendencje w sferze realnej. Ta zmiana kolejności wynika z tego, że ze względu na dynamikę kryzysu i jego źródła w tej fazie, w obszarze polityki pieniężnej, rynków finansowych i ich architektury najszybciej i w największym zakresie odzwierciedlały się przemiany w podejmowanych działaniach stabilizacyjnych. Rzecz jasna towarzyszyły im również zmiany w dziedzinie finansów publicznych, ale dokonywały się one bardziej stopniowo. Jedna i druga polityka stabilizacyjna znalazła odzwierciedlenie w sferze realnej – dlatego też jej problematyka została w tym rozdziale poruszona na końcu.

### **3.1. Polityka pieniężna i rynki finansowe**

*Zbigniew Polański*

Tak jak w poprzednim rozdziale, omawiając zagadnienia polityki pieniężnej i rynków finansowych, koncentrujemy się na trzech kwestiach: (1) działalności EBC, (2) polityce pieniężnej prowadzonej w krajach UE nienależących do eurostrefy oraz (3) na przemianach w unijnej architekturze finansowej.

#### **3.1.1. Polityka Europejskiego Banku Centralnego**

##### **3.1.1.1. Reakcja EBC w drugiej fazie kryzysu**

Jak wspominaliśmy w podpunkcie 2.2.1.4, z początkiem grudnia 2009 r. EBC zdecydował o stopniowym wycofywaniu się z niektórych tzw. działań niestandardowych, które podjął w ramach walki z kryzysem. Stanowisko to wydawało się w znacznym stopniu uzasadnione, jako że w drugiej połowie 2009 r. produkcja

w Stanach Zjednoczonych zaczęła wyraźnie rosnąć<sup>60</sup>, a szereg banków centralnych krajów rozwiniętych (takich jak Australia czy Norwegia) zaczęło podnosić stopy procentowe; amerykański Fed zamykał też sukcesywnie – chociaż później musiał niektóre z nich przywrócić – swoje programy kryzysowe (De Lucia, Lucas 2010, s. 13–15). Wczesną jesienią tego roku MFW napisał, że „globalna recesja kończy się”, zaznaczając co prawda równocześnie, że powrót do wzrostu „będzie słaby jak na historyczne standardy” (IMF 2009, s. 1).

Pomimo zastrzeżeń wydawało się zatem, że globalny kryzys zmierza ku końcowi. W rzeczywistości jednak zmieniła się jego natura, ponieważ coraz większe znaczenie dla rozwoju gospodarki światowej zaczęła nabierać sytuacja fiskalna krajów. Deficyty budżetowe uległy silnemu wzrostowi w związku z wykorzystywaniem ich do pobudzania gospodarek w czasie spadku produkcji, czy to w wyniku działania tzw. automatycznych stabilizatorów koniunktury, czy też podjęcia dodatkowych przedsięwzięć o charakterze dyskrejonalnym, związanych m.in. z ratowaniem banków i innych instytucji finansowych. W konsekwencji, w czołowych rozwiniętych krajach pojawiły się ogromne deficyty fiskalne i wynikające z nich duże przyrosty długu publicznego<sup>61</sup>. Przykładowo przypomnijmy, że w latach 2009–2010 deficyty sektora finansów publicznych w USA oraz Wielkiej Brytanii przekraczały 10% PKB, natomiast w przypadku Japonii, kraju borykającego się z poważnymi problemami od lat 90., dług publiczny zbliżył się do 200% PKB w 2010 r. i kontynuował wzrost w kolejnych latach (OECD 2012b, s. 62).

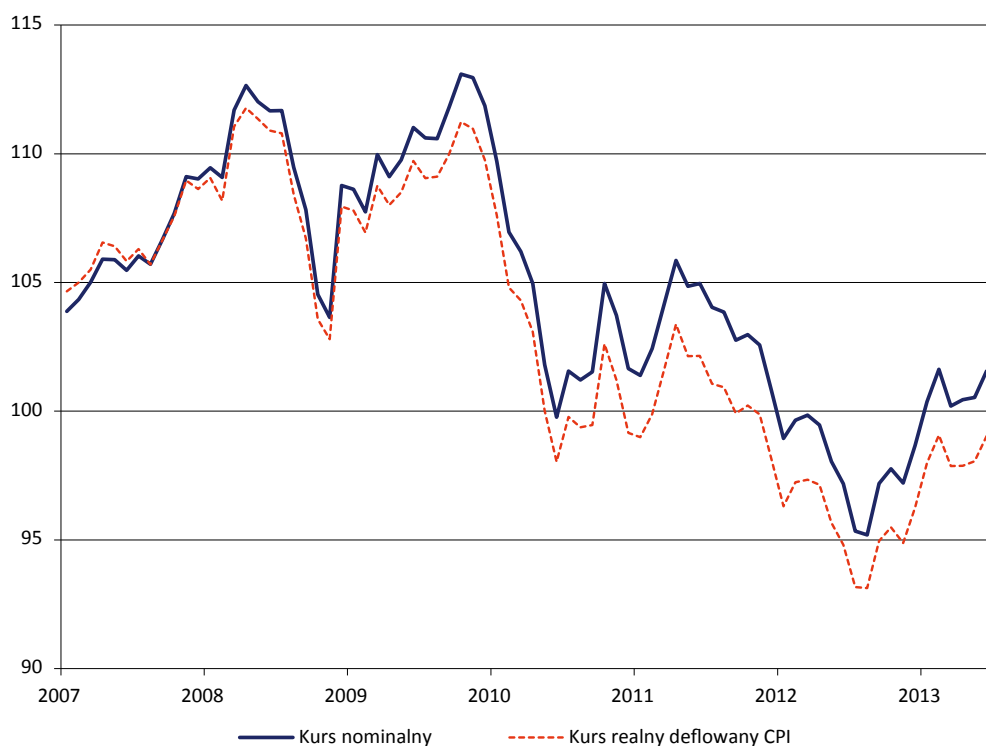
Deficyt i dług publiczny strefy euro jako całości, pomimo ich silnego wzrostu, były stosunkowo niskie w porównaniu z wymienionymi państwami. Jednak rozwój sytuacji fiskalnej w niektórych krajach (szczególnie w Grecji, Irlandii, Portugalii oraz Hiszpanii i Włoszech, ale także, choć w mniejszym stopniu, Belgii i Francji) spowodował, że to właśnie eurostrefa została w pierwszej kolejności dotknięta nową falą kryzysu finansowego. Stało się tak, ponieważ inwestorzy widząc, że narodowe polityki fiskalne są bardzo ułomnie koordynowane, a z czasem również oceniając, że zarządzanie kryzysowe nie jest dostatecznie sprawnie prowadzone, obawiali się, że może nastąpić szybkie, niekontrolowane pogorszenie się sytuacji budżetowej, prowadzące do niewypłacalności i zawieszenia obsługi wyemitowanego długu. Zaczęli więc wyzybywać się papierów skarbowych niektórych państw w takim stopniu, że w 2010 r. sytuacja przeszła w fazę międzynarodowego kryzysu zadłużenia publicznego. W efekcie, jak w pewnym momencie oficjalnie stwierdzono, „seria

---

<sup>60</sup> Jednak dopiero we wrześniu następnego roku instytut NBER podał, że recesja w USA zakończyła się w czerwcu 2009 r. (NBER 2010).

<sup>61</sup> W odniesieniu do krajów UE zob. podrozdziały 2.3 oraz 3.2.

kryzysów finansów publicznych w kilku krajach przekształciła się w systematyczne zagrożenie dla strefy euro jako całości” (Van Rompuy 2011). Konsekwencją tych obaw było również m.in. daleko idące osłabienie kursu euro od jesieni 2009 r. (por. rys. 3.1), w szczególności do dolara i franka szwajcarskiego. Aktywa denominowane w tej ostatniej walucie były traktowane przez inwestorów światowych jako najbardziej wiarygodne, dokonywali zatem w niej swoich inwestycji.



**Rysunek 3.1. Efektywny nominalny i realny kurs euro, 2007–2013 (I kw. 1999=100)**

Uwaga: (1) wzrost oznacza aprecjację, spadek – deprecjację, (2) kursy efektywne zostały obliczone w stosunku do walut 20 krajów, głównych partnerów handlowych strefy euro; średnie miesięczne, (3) ostatnia obserwacja odnosi się do czerwca 2013 r.

Źródło: EBC (<http://sdw.ecb.europa.eu/>)

Przebieg kryzysu strefy euro od roku 2010 oraz zastosowane w tym czasie środki zaradcze (nie tylko przez EBC) najściślej wiązały się z jego rozwojem w odniesieniu do Grecji. Stąd poniżej przypominamy parę faktów głównie na jej temat.

Jesienią 2009 r. odbyły się w tym kraju wybory parlamentarne, w wyniku których został utworzony nowy rząd. W projekcie budżetu na kolejny rok przedstawił on dużo wyższe niż jego poprzednik wyliczenia deficytu za 2009 r. (12,7% PKB)

oraz planowane wielkości deficytu budżetowego i długu publicznego<sup>62</sup>. W efekcie, już w końcu 2009 r. największe agencje ratingowe świata obniżyły rating greckich papierów skarbowych. Pomimo podejmowanych od grudnia prób odzyskania wiarygodności u inwestorów (poprzez działania zmierzające do redukcji deficytu), sytuacja stawała się stopniowo coraz groźniejsza. W końcu kwietnia 2010 r. agencja Standard & Poor's obniżyła rating greckiego długu poniżej poziomu inwestycyjnego („BB+”), nadając mu status „waloru spekulacyjnego” oraz negatywnie oceniła perspektywy gospodarki greckiej. W tych samych dniach ta sama agencja obniżyła rating portugalskich obligacji rządowych (oceniając negatywnie ich perspektywy oraz ostrzegając, że dalsze obniżenie ratingu aż do statusu „śmieciowego” jest możliwe), a także hiszpańskich (z „AAA” do „AA-”)<sup>63</sup>. Wiadomości te przyczyniły się do załamania indeksów giełdowych na świecie.

Zmiany ratingów obligacji rządowych tych krajów miały wpływ na pogorszenie sytuacji wielu banków ze strefy euro, które były ich nabywcami<sup>64</sup>. W rezultacie, na światowych rynkach finansowych zwiększała się niepewność, co do faktycznej sytuacji sektora bankowego strefy euro, a same banki stały się bardzo ostrożne w zawieraniu między sobą transakcji. Wiosną 2010 r. napięcie na rynkach finansowych (nie tylko w strefie euro) silnie wzrosło (por. też rys. 3.4), a transakcje na międzybankowym rynku pieniężnym ponownie zamarły.

W połowie marca władze strefy euro zgodziły się, że Grecja wymaga specjalnej pomocy, nie podały jednak żadnych szczegółów do publicznej wiadomości. Pierwsze wiążące ustalenia związane z rozszerzającym się ponownie kryzysem finansowym zostały przedstawione z początkiem drugiej dekady kwietnia, z tym, że dopiero 2 maja ostatecznie przyjęto – jak się z czasem okazało pierwszy – plan pomocowy dla Grecji<sup>65</sup>.

Ze względu na związane z nim koszty i precedensową sytuację, jego przyjęcie spotkało się z dużym oporem niektórych państw (szczególnie Niemiec i Francji). W tej sytuacji ostateczne ogłoszenie programu pomocowego dla całej strefy

---

<sup>62</sup> W końcowej wersji projektu ustawy budżetowej przyjęto, że w 2010 r. deficyt wyniesie 8,7% PKB, a całkowity dług publiczny osiągnie 121% PKB (informacje o planowanych wielkościach przytaczam za Wikipedią 2010). W ostatecznym rozliczeniu w 2009 r. deficyt wyniósł 15,6% PKB, zaś dług 129,7% PKB; w następnym roku odpowiednio 10,7% PKB i 148,3% PKB (European Commission 2012b, s. 165 i 168).

<sup>63</sup> Informacje przytaczam za Wikipedią (2010) oraz De Lucia i Lucas (2010, s. 8).

<sup>64</sup> Według OECD (2010, s. 20) udział aktywów greckich w sumie bilansowej sektora bankowego Francji i Niemiec wynosił w tym czasie odpowiednio ok. 0,8% i 0,5%. Z kolei łączny udział aktywów greckich, hiszpańskich i portugalskich w aktywach sektora bankowego tych dwóch krajów wynosił odpowiednio ok. 3,6% oraz 3,7%.

<sup>65</sup> Pożyczki dla Grecji w ramach tego planu pochodziły z dwóch źródeł, tj. od pozostałych krajów strefy euro (zaciągane w drodze umów dwustronnych) oraz od MFW. W sumie uzgodniono, że całkowita wartość kredytów wyniesie 110 mld euro, z czego 45 mld udostępniono Grecji natychmiast (Wikipedia 2010).



euro, uzgodnionego przez 27 krajów członkowskich UE, nastąpiło dopiero 9 maja, po dalszym nasileniu się kryzysu na rynkach obligacji skarbowych. Wypowiedzi niektórych polityków (Van Rompuy 2010; Rostowski 2010) wskazują, że w trakcie wypracowywania kompromisów zarówno strefa euro, jak i cała Unia, stały przed realną groźbą rozpadu. Jednocześnie wydarzenia te, jak i dalszy rozwój wypadków, świadczyły o tym, że następowała stopniowa zmiana zasad funkcjonowania euro-strefy (Wyplosz 2011).

W ramach programu dla strefy euro, stworzono agencję Europejski Instrument Stabilności Finansowej (*European Financial Stability Facility*, EFSF), którego celem była pomoc krajom strefy znajdującym się w trudnościach finansowych. Dysponował on – jak to w pierwszej chwili przedstawiano – środkami o łącznej wartości nominalnej 750 mld euro. Zauważmy, że jego finansowanie wychodziło poza obręb Unii – uczestniczył w nim bowiem MFW, który zobowiązał się do dostarczenia kredytów o wartości do 250 mld euro<sup>66</sup>.

EBC przyjął taktykę udzielania natychmiastowej pomocy, ale dopiero w ślad za kompromisami wypracowywanymi przez pozostałe władze strefy euro. Robił tak, aby uniknąć sytuacji, w której stałby się jedynym podmiotem przychodzącym z konkretną pomocą finansową w tej fazie kryzysu, której źródła były przede wszystkim natury fiskalnej<sup>67</sup>. W dniu 3 maja ogłosił (EBC 2010b), że zawiesza minimalny próg ratingu przy przyjmowaniu, jako zabezpieczenia kredytów Eurosystemu, greckich rządowych papierów wartościowych. Uprzywilejowanie to dotyczyło wszystkich znajdujących się już w obrocie rządowych instrumentów dłużnych, a także nowo emitowanych, jak i przez niego gwarantowanych. Gdyby EBC tak nie postąpił, istniała groźba, że greckie rządowe obligacje nie mogłyby być wykorzystywane przez Eurosystem jako poręczenie, co pogłębiłoby trudności w funkcjonowaniu rynków finansowych oraz dalej utrudniło prowadzenie wspólnej polityki pieniężnej. W związku z tą decyzją EBC, należy też zwrócić uwagę na jeszcze jeden istotny jej aspekt, a mianowicie ten, że po raz pierwszy w swojej historii podjął on decyzję nakierowaną na jednego z członków unii monetarnej, a nie na całą strefę euro.

---

<sup>66</sup> Następne 60 mld to środki zgromadzone przez Komisję Europejską i gwarantowane unijnym budżetem (udzielone w ramach funduszu Europejski Mechanizm Stabilizacji Finansowej – *European Financial Stabilisation Mechanism*, EFSM). Tak więc, na samą agencję EFSF składało się 440 mld euro gwarancji państw strefy euro. Z czasem okazało się jednak, że agencja jest w stanie pożyczyć na rynku tylko 250 mld euro ze względu na konieczność stworzenia depozytu niezbędnego dla uzyskania najwyższego ratingu (i tym samym ponoszenia najniższych kosztów emisji papierów wartościowych za pomocą których gromadzone były środki pomocowe). W czerwcu 2011 r. zmodyfikowano zasady funkcjonowania agencji, podnosząc jej efektywne możliwości pożyczkowe (*effective lending capacity*) do 440 mld euro.

<sup>67</sup> Na temat problemów i gier z obszaru ekonomii politycznej, w jakie został uwikłany EBC wiosną 2010 r. zob. np. Financial Times (2010).

Takiego charakteru nie miały natomiast decyzje podjęte tydzień później. Rankiem 10 maja EBC podał do wiadomości publicznej komunikat o rozpoczęciu kolejnych działań nakierowanych na stabilizowanie sytuacji rynków finansowych (EBC 2010c).

Po pierwsze, rozpoczął realizację Programu Rynków Papierów Wartościowych (*Securities Markets Programme*) polegającego na skupie państwowych oraz (przynajmniej formalnie) prywatnych instrumentów dłużnych wyemitowanych w krajach strefy euro (EBC 2010e).

Po drugie, zdecydowano się czasowo zawiesić (przywrócony z początkiem marca tego roku) mechanizm przetargów o zmiennej stopie procentowej w odniesieniu do 3-miesięcznych dłuższych operacji refinansujących (LTRO) i powrócić do przetargów o stałej stopie, w stosunku do dwóch takich, nieograniczonych operacji. Ponadto, zdecydowano się również na przeprowadzenie dodatkowej nieograniczonej 6-miesięcznej operacji LTRO.

Po trzecie, reaktywowano linię swapową z amerykańskim Fed, przy współudziale kilku innych banków centralnych (Anglii, Japonii, Kanady oraz Szwajcarskiego Banku Narodowego).

Z tych trzech przedsięwzięć pierwsze miało niewątpliwie najdalej idący charakter. Od strony ilościowej, tj. o jego wielkości i strukturze nabytków, można jednak powiedzieć tylko tyle, że zakres interwencji EBC był na bieżąco ustalany przez Radę Prezesów. Nie podano natomiast do publicznej wiadomości dokładnych kryteriów, jakie wykorzystywano przy zakupie konkretnych papierów. Dane udostępniane przez EBC wskazywały jedynie, że na początku Programu występowała tendencja obniżania się rozmiarów skupu obligacji. Ponowne ożywienie ich skupu nastąpiło na przełomie lat 2010–2011 (EBC 2011a, s. 66), a kolejne w trakcie drugiej połowy tego ostatniego roku<sup>68</sup>. Swoje apogeum Program osiągnął w lutym 2012 r., kiedy to jego portfel liczył 219,3 mld euro, co stanowiło ok. 8,25% aktywów bilansu Eurosystemu.

Analizując od strony jakościowej Program Rynków Papierów Wartościowych należy poczynić następujące uwagi. Po pierwsze, decyzje z 10 maja 2010 r., czy to rozpatrywane razem, czy oddzielnie, oznaczały faktyczne wycofanie się z planowanego niecałe pół roku wcześniej odejścia od antykryzysowych działań. Po drugie, powstaje pytanie, czy działania podjęte w ramach Programu były de facto jeszcze operacjami z obszaru polityki pieniężnej, czy też raczej działaniami natury fiskalnej i to w gruncie rzeczy o zindywidualizowanym w stosunku do określonych państw

---

<sup>68</sup> Podmioty działające na rynkach finansowych szacowały, że do połowy 2011 r. EBC skupił ok. 14% greckiego długu publicznego (Financial Times 2011). W ramach tego Programu EBC nabywał także obligacje Irlandii i Portugalii – dwóch kolejnych państw, które zostały zmuszone do korzystania z unijnych programów pomocowych; latem 2011 r. skupował on również papiery hiszpańskie i włoskie.

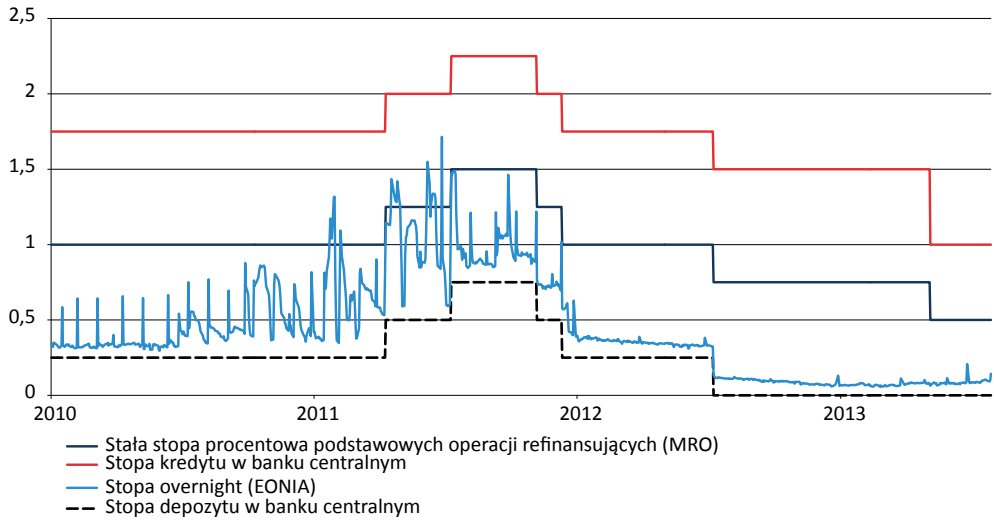
charakterze. Po trzecie, powstało również pytanie, czy nabywanie znacznej ilości papierów dłużnych przez bank centralny, nawet jeśli odbywa się na rynku wtórnym (tak jak wymaga tego prawo unijne), nie spowoduje w pewnym momencie inflacyjnego wzrostu podaży pieniądza.

W związku z daleko idącym spadkiem dynamiki podaży kredytu i pieniądza od 2009 r. (por. tab. 2.6 i 3.2), te ostatnie kwestie nie miały większego znaczenia. Co więcej, instrumentarium EBC (por. podpunkt 2.2.1.1) pozwala mu na dwie istotne rzeczy w sterowaniu płynnością. Z jednej strony, może on wykorzystywać swoje instrumenty depozytowe (zarówno depozyty na koniec dnia, jak i depozyty terminowe w ramach operacji dostrajających), pozwalające bankom komercyjnym na zagospodarowanie wolnych środków na oprocentowanych rachunkach Eurosystemu<sup>69</sup>, zniechęcając je do rozwijania akcji kredytowej. Z drugiej strony, podobnie jak inne banki centralne, Eurosystem zasila banki w dodatkową płynność za pomocą instrumentów kredytowych, mających różne terminy zapadalności, co znakomicie ułatwia (technicznie rzecz biorąc) dyskrecjonalne skracanie ich terminów oraz zmniejszanie skali płynności sektora bankowego.

Z taką właśnie sytuacją mieliśmy do czynienia w połowie 2010 roku. W ostatnim dniu czerwca, EBC zakończył (pierwszy) program skupu obligacji zabezpieczonych (CBPP; por. podpunkt 2.2.1.3), a pożyczki udzielone w ramach jego 12-miesięcznej operacji kredytowej LTRO sprzed roku, o wartości 442 mld euro, zapadły. Powstały popyt na płynne środki ze strony banków komercyjnych, EBC od razu zaspokoił za pomocą operacji o jednak zdecydowanie krótszych terminach zapadalności, tj. wykorzystując 3-miesięczne i 6-dniowe pożyczki (te ostatnie zostały następnie odnowione za pomocą zwykłych cotygodniowych podstawowych operacji refinansujących – MRO). W rezultacie tych zabiegów skróceniu czasowemu uległo zadłużenie banków komercyjnych w Eurosystemie, a także ograniczenie ich płynności, co z kolei spowodowało pewien wzrost stawek EONIA (zob. rys. 3.2). Epizod ten pokazuje, że EBC – tym razem bez rozgłosu – stopniowo powracał do swojego planu odchodzenia od instrumentów niestandardowych. Obserwację tę potwierdza również rozwój sytuacji widoczny np. na rys. 3.3: od końca czerwca 2010 r. łączna wielkość płynności dostarczana przez Eurosystem za pomocą podstawowych i dłuższych operacji refinansujących ulegała zmniejszeniu, zaś pierwsze z nich ponownie zyskały na znaczeniu.

---

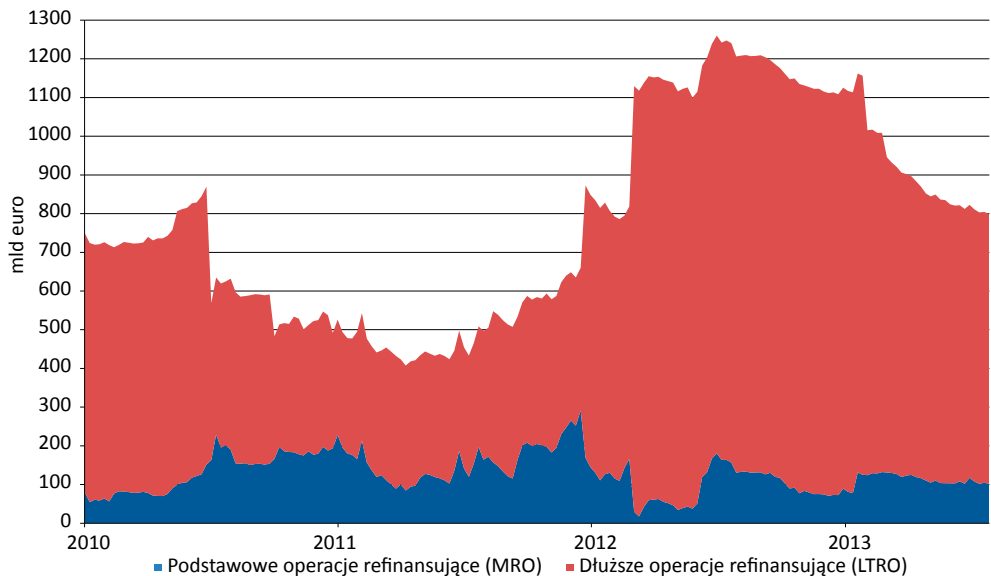
<sup>69</sup> I tak też jest: Eurosystem oferuje bankom nie tylko standardowe (O/N) ułatwienia depozytowe, ale także (od maja 2010 r.) tygodniowe depozyty ze stałą stopą procentową, mające za zadanie absorbowanie płynności powstałej w wyniku Programu Rynków Papierów Wartościowych (EBC 2010f, s. 24–26).



**Rysunek 3.2. Stopy procentowe EBC a stopy międzybankowego rynku pieniężnego, 2010–2013 (w %)**

Uwaga: ostatnia obserwacja odnosi się do 31 lipca 2013 r.

Źródło: EBC (<http://sdw.ecb.europa.eu/>)

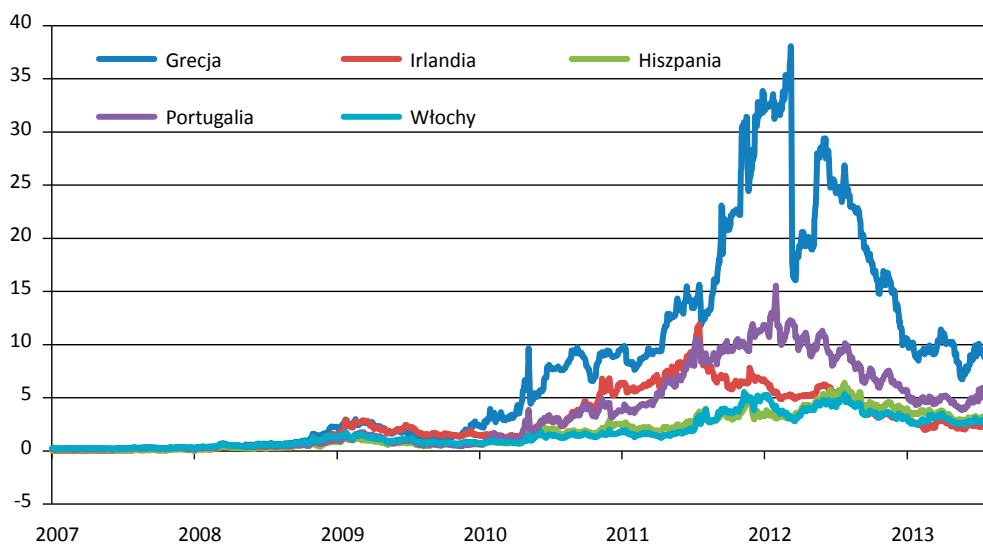


**Rysunek 3.3. Dostarczanie płynności przez Eurosystem za pomocą podstawowych (MRO) oraz dłuższych (LTRO) operacji refinansujących, 2010–2013 (mld euro)**

Uwaga: ostatnia obserwacja odnosi się do 26 lipca 2013 r.

Źródło: EBC (<http://sdw.ecb.europa.eu/>)

Władze unijne, w tym EBC, prowadziły też w tym czasie prace nad stworzeniem nowej unijnej architektury rynku finansowego, która – co prawda w dłuższej perspektywie – powinna dodatkowo sprzyjać odejściu od niestandardowych instrumentów antykryzysowych. Wspomnijmy teraz tylko o dwóch nurtach działań. Pierwszy, to przeprowadzenie i opublikowanie w latach 2009–2010 rezultatów testów warunków skrajnych (tzw. *stress testów* lub testów wytrzymałościowych), pokazujących odporność banków UE (nie tylko strefy euro) w krańcowych sytuacjach na rynkach finansowych. Analogiczne ćwiczenie zostało powtórzone rok później, wchodząc tym samym na stałe do kalendarza przedsięwzięć unijnej polityki gospodarczej. Drugi, to powołanie Europejskiej Rady ds. Ryzyka Systemowego (*European Systemic Risk Board*), która rozpoczęła działalność u progu 2011 roku.



**Rysunek 3.4. Spready na 10-letnich obligacjach skarbowych krajów strefy euro bardziej dotkniętych kryzysem w stosunku do obligacji niemieckich, 2007–2013 (punkty procentowe)**

Uwaga: dane dzienne do 1 sierpnia 2013 r.

Źródło: NBP na podstawie danych Reuters EcoWin

W rezultacie tych wszystkich przedsięwzięć, latem 2010 r. sytuacja wyglądała z grubsza na opanowaną. Ceny obligacji greckich nieco wzrosły, co oznaczało, że spready na nich uległy pewnemu obniżeniu (zob. rys. 3.4<sup>70</sup>). Wydawało się,

<sup>70</sup> „Spready” rozumiemy, jako różnicę stóp zwrotu 10-letnich obligacji skarbowych wymienionych państw w stosunku do takich obligacji niemieckich (ich oprocentowanie kształtowało się w tym czasie

że podejmowane działania systemowe tak w UE, jak i globalnie (inicjatywy G-20<sup>71</sup>) będą stopniowo prowadzić do uspokojenia na międzynarodowych rynkach finansowych. Tak się jednak nie stało. Narastała kolejna fala kryzysu w strefie euro – spready na obligacjach irlandzkich i portugalskich praktycznie cały czas rosły, a od początku 2011 r. spready na obligacjach greckich zaczęły zwiększać się w tempie zbliżonym do tego sprzed roku, z wyraźną tendencją do przyspieszenia.

Kryzys na rynkach państwowych dłużnych instrumentów finansowych w strefie euro, początkowo związany przede wszystkim z sytuacją Grecji, wykazał zatem wyraźną tendencję do rozprzestrzeniania się: wystąpił tzw. efekt zarażania (*contagion*) prowadzący do tego, że – podobnie jak w tradycyjnych kryzysach bankowych – pojawiły się elementy efektu domina, w skutek czego niestabilność jednych krajów zaczęła zagrażać stabilności innych<sup>72</sup>. W konsekwencji, od jesieni 2010 r. sytuacja na rynkach instrumentów skarbowych strefy euro znacznie się zdestabilizowała, a polityka gospodarcza w niej prowadzona, w tym bieżące działania antykryzysowe, z trudem nadążały za rozwojem sytuacji.

Większość krajów eurostrefy wprowadziła już w tym czasie w życie poważne fiskalne programy oszczędnościowe (zob. szerzej w następnym podrozdziale). Niektórym, jak np. Hiszpanii, udało się wtedy jeszcze o własnych siłach uniknąć daleko idących skutków zarażenia. W przypadku innych, potrzebne były jednak kolejne pakiety pomocowe: jesienią 2010 r. pomocy udzielono Irlandii, wiosną 2011 r. Portugalii, natomiast latem tego ostatniego roku zdecydowano o drugim pakiecie pomocowym dla Grecji<sup>73</sup>.

---

zazwyczaj na poziomie 2% i mniej). Obecny rysunek dokładniej niż rys. 1.2 pokazuje zachodzące w czasie kryzysu procesy (dotyczy on krótszego okresu i jest oparty o dane dzienne).

<sup>71</sup> W końcu czerwca 2010 r. na posiedzeniu ugrupowania G-20, próbującego koordynować działania najważniejszych rządów w skali światowej, przyjęto, że wszystkie kraje i ugrupowania do niego należące powinny od kolejnego roku rozpocząć ograniczanie deficytów budżetowych tak, aby do 2013 r. nastąpiła ich redukcja co najmniej o połowę, a powstrzymanie narastania długu publicznego miało miejsce najpóźniej do 2016 r. (G-20 2010, s. 3).

<sup>72</sup> Warto też dodać, że raport MFW o gospodarce USA z połowy 2010 r. uznawał scenariusz zarażenia się amerykańskiego systemu finansowego niestabilnością europejską za jak najbardziej możliwy (IMF 2010c, s. 20 i 29–31).

<sup>73</sup> Pakiet dla Irlandii, przyjęty 28 listopada 2010 r., opiewał na 85 mld euro, z czego 17,5 mld pochodziło z funduszy irlandzkich; na pozostałą kwotę złożyły się: MFW i fundusz EFSM (po 22,5 mld) oraz agencja EFSF (17,7 mld) wspomagana dwustronnymi pożyczkami udzielonymi przez Wielką Brytanię (3,8 mld), Danię (0,4 mld) i Szwecję (0,6 mld). Z kolei pomoc dla Portugalii, uzgodniona 17 maja 2011 r., wyniosła 78 mld euro i była finansowana z trzech źródeł: MFW, EFSM oraz EFSF (każde z nich zobowiązało się do dostarczenia 26 mld). Znacznie większy i bardziej złożony był pakiet dla Grecji ogłoszony 21 lipca 2011 r. na szczycie państw strefy euro. Jego wartość była szacowana do kwoty 160 mld euro, z tym, że 109 mld miało pochodzić ze źródeł publicznych, a pozostała część miała być rezultatem udziału prywatnych instytucji finansowych. W ramach tego ostatniego pakietu obniżono też oprocentowanie nowych pożyczek i wydłużono czas spłaty już udzielonych; decyzje te objęły nie tylko pomoc dla Grecji, ale także dla Irlandii i Portugalii. Zauważmy, że rysunek 3.4 pokazuje, iż w lipcu 2011 r. spready na obligacjach

Równoległe do tej bieżącej działalności, instytucje unijne i współpracujące z nimi rządy prowadziły prace nad nowymi rozwiązaniami systemowymi określającymi funkcjonowanie strefy euro, a także UE jako całości. Pisząc o pierwszym programie pomocowym dla Grecji (maj 2010 r.) wspomnieliśmy, że rozpoczęła się wtedy stopniowa zmiana zasad funkcjonowania strefy. O niektórych nowych rozwiązaniach w stosunku do rynkowego systemu finansowego już mówiliśmy (por. punkt 2.2.3). Natomiast, co się tyczy publicznego systemu finansowego, mechanizm implementowania dyscypliny finansowej, w warunkach zdecentralizowanej polityki fiskalnej, opierał się w eurostrefie na dwóch kluczowych rozwiązaniach wywodzących się z Traktatu z Maastricht. W wymiarze wewnątrz krajowym, na rozwiązaniach usankcjonowanych zapisami Paktu Stabilności i Wzrostu (por. punkt 2.3.2). W wymiarze stosunków pomiędzy krajami wchodzącymi w skład unii monetarnej, na traktatowym zapisie mówiącym o zakazie udzielania pomocy finansowej jednym państwom przez drugie (tzw. klauzula *no-bailout* zapisana w artykule 103 Traktatu<sup>74</sup>). W trakcie kryzysu obydwie te rozwiązania zostały w dużym stopniu zignorowane (Wyplosz 2011).

W tej sytuacji rozpoczęto poszukiwanie dodatkowych rozwiązań, które wzmocniłyby dyscyplinę finansów publicznych strefy euro, a także jej szersze zarządzanie gospodarcze. Takie szersze podejście było niezbędne, ponieważ nie tylko sprawy fiskalne są słabością strefy, ale również, jeśli nie przede wszystkim, jej stosunkowo niska innowacyjność oraz słaba długookresowa dynamika gospodarcza. Proces tworzenia nowego mechanizmu funkcjonowania strefy euro nie jest jeszcze ostatecznie zakończony, z perspektywy jednak uzgodnień, jakie miały miejsce do drugiego programu pomocowego dla Grecji (lipiec 2011) należy wskazać na następujące główne kierunki działań. Po pierwsze, mowa o wzmocnieniu zasad PSW tak, aby skuteczniej chronić strefę przed kryzysami fiskalnymi w poszczególnych krajach. Po drugie, w wymiarze stosunków między państwami eurostrefy poszukiwano nowych mechanizmów (procedur) koordynacyjnych. Z jednej strony, są one zawarte w takich inicjatywach jak Semestr Europejski oraz Pakt Euro Plus (por. podrozdział 3.2). Z drugiej strony, było to uelastycznienie bieżącej działalności pomocowej w sytuacji kryzysowej w drodze rozszerzenia kompetencji agencji EFSF oraz projekt stworzenia na jej bazie – decyzję pojęto już w grudniu 2010 r. – Europejskiego Mechanizmu Stabilności (*European Stability Mechanism*, ESM), który jednak ostatecznie rozpoczął działalność operacyjną jesienią 2012 roku.

---

greckich, w odróżnieniu od spreadów dla innych krajów, lekko spadły, co było związane z ogłoszonym i przyjętym wtedy pakietem pomocowym dla Grecji.

<sup>74</sup> Por. też art. 125 w TUETFUE (2010, s. 99). Dokładniejszy opis tych rozwiązań, włącznie z interpretacją ekonomiczną, można znaleźć w cytowanej już książce Baldwina i Wyplosza (2009, rozdz. 18).

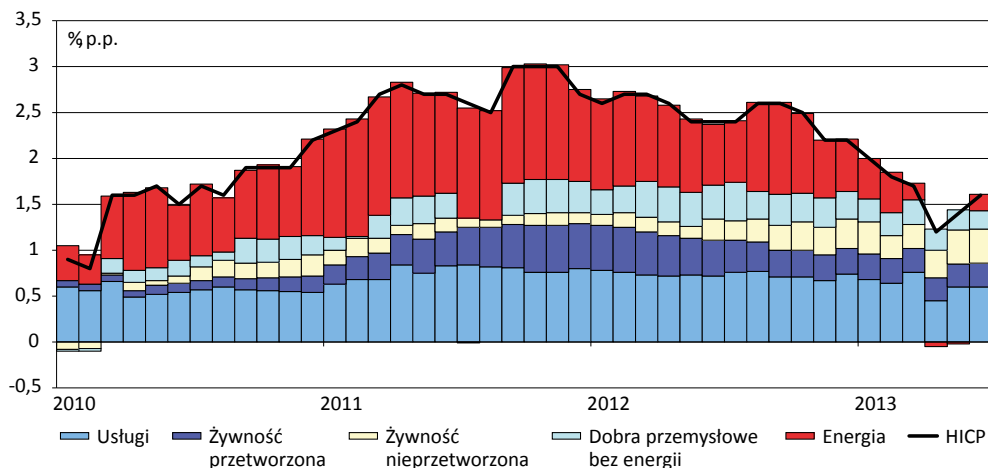
Kwestie te daleko wychodzą poza problematykę działalności EBC, choć jednocześnie ściśle się z nią wiążą i w pewnym zakresie ją warunkują. W szczególności trzeba zwrócić uwagę, że rozszerzenie kompetencji agencji EFSF (a następnie przejęcie ich przez ESM), pozwalające m.in. na zakup na rynku pierwotnym i wtórnym obligacji skarbowych w wyjątkowych okolicznościach, po stosownej analizie i ocenie dokonanej przez EBC (EFSF 2011, s. 4), odciąży ten ostatni, nie będzie on bowiem musiał w tym celu uruchamiać swoich zasobów.

Jak wspomniano, po nieudanej próbie z przełomu lat 2009–2010, EBC rozpoczął odchodzenie od polityki antykryzysowej już latem tego ostatniego roku. W związku z silnymi zawirowaniami na rynkach finansowych także tym razem musiał jednak podjąć dodatkowe działania antykryzysowe. Wspomnijmy o dwóch. Po pierwsze, wobec obniżania ocen przez agencje ratingowe, zdecydował o zawieszeniu stosowania minimalnego ratingu kredytowego przy wyliczaniu wymaganego poziomu zabezpieczenia w odniesieniu do papierów emitowanych (lub gwarantowanych) przez rządy Irlandii i Portugalii (wcześniej – jak pisaliśmy – zrobił to w stosunku do walorów greckich). Po drugie, w końcu czerwca 2011 r. przedłużył dolarową linię swapową na kolejny rok, która była następnie ponownie odnawiana.

Pomimo tych decyzji EBC kontynuował odchodzenie od działań antykryzysowych. Rys. 3.2 pokazywał, że od lata 2010 r. stawka EONIA zaczęła się systematycznie, stopniowo podnosić, zbliżając się do jego podstawowej stopy procentowej. Proces ten był kontynuowany do jesieni 2011 r., co z jednej strony było wynikiem zwiększenia popytu na środki na międzybankowym rynku pieniężnym, a to z kolei odzwierciedlało przejściową, pewną aktywizację kredytową banków w relacjach z podmiotami niefinansowymi. Z drugiej strony, wynikało to z ograniczania płynności przez EBC (w drodze wygaszania niektórych operacji refinansujących).

Rys. 3.2 pokazywał również, że bank podjął też inne działania potwierdzające kontynuowanie stopniowego odchodzenia od polityki antykryzysowej. W kwietniu 2011 r., po prawie dwóch latach od ostatniej obniżki, zdecydował o podwyższeniu stóp procentowych, zarówno podstawowej, jak i od operacji depozytowo-kredytowych o 25 p.b. Decyzja ta była motywowana ponownym narastaniem presji inflacyjnej (rys. 3.5) oraz związanym z tym zwiększonym prawdopodobieństwem rozwoju oczekiwań inflacyjnych. Ponieważ inflacja w następnych miesiącach nadal przekraczała ilościowy cel inflacyjny EBC (roczny wskaźnik HICP w czerwcu ukształtował się na poziomie 2,7%), w lipcu zdecydowano się na kolejną podwyżkę stóp o 25 p.b. W konsekwencji tych posunięć stopy EBC ukształtowały się w przedziale 0,75%-2,25%, co jednak oznaczało, że w kategoriach realnych były one nadal ujemne.





**Rysunek 3.5. Inflacja w strefie euro (HICP, metoda „rok-do-roku”) i czynniki bezpośrednio ją kształtujące, 2010 r.-czerwiec 2013 r. (w % i punktach procentowych)**

Źródło: EBC (<http://sdw.ecb.europa.eu/>)

W wyniku wydarzeń, jakie miały miejsce od lipca 2011 r. na rynkach finansowych strefy euro, EBC został jednak raz jeszcze zmuszony do rezygnacji z odejścia od polityki antykryzysowej. Mianowicie nastąpiło daleko idące zintensyfikowanie zjawiska zarażania się w związku z ponownymi napięciami na tych rynkach, które pojawiły się wraz z niepewnością co do stanowiska ówczesnego rządu włoskiego w odniesieniu do możliwości obsługi swojego zadłużenia. To „zarażanie się” odbywało się w dwóch wymiarach: zarówno pomiędzy obligacjami skarbowymi różnych państw (tzn. osłabienie wiarygodności obligacji jednych krajów wpływało niekorzystnie na wycenę obligacji „zdrowych” lub tylko „zdrowszych” krajów), jak również pomiędzy obligacjami skarbowymi i bankami (tzn. te ostatnie traciły na wartości rynkowej ze względu na przetrzymywanie obligacji skarbowych o spadających kursach) (Constâncio 2011). W efekcie, jak pokazuje rys. 3.4, w drugiej połowie roku oprocentowanie obligacji takich państw jak Grecja i Portugalia oraz Włochy i Hiszpania osiągnęło bardzo wysokie, niespotykane dotąd poziomy, wykluczając w praktyce możliwość obniżania przez te państwa swojego zadłużenia<sup>75</sup>. Innym przejawem paniki, jaka nastąpiła w tym czasie na międzynarodowych rynkach finansowych, ale także czynnikiem ją nasilającym, były kolejne obniżki

<sup>75</sup> Warto jednak zauważyć, że oprocentowanie obligacji irlandzkich zaczęło od połowy roku obniżać się, wskazując, że działania antykryzysowe władz tego państwa stopniowo przywracały wiarygodność rynkową jego zobowiązań.

wiarygodności kredytowej niektórych państw strefy euro, dokonywane przez światowe agencje ratingowe<sup>76</sup>.

W tej sytuacji EBC ponownie podjął aktywne działania antykryzysowe. Już w pierwszej dekadzie sierpnia rozpoczął skupywanie obligacji rządowych w ramach Programu Rynków Papierów Wartościowych; początkowo były to głównie obligacje włoskie i hiszpańskie, z czasem – jak donosiła prasa – przede wszystkim włoskie i (ponownie) greckie. Parę dni później rozpoczął znowu operacje LTRO o sześciomiesięcznych terminach zapadalności, natomiast w połowie września ogłosił trzy dodatkowe operacje dolarowe z trzymiesięcznymi terminami zapadalności, zapewniając bankom zasoby amerykańskiej waluty do końca roku (EBC 2011a).

Na swoim październikowym posiedzeniu Rada Prezesów EBC podjęła ponadto trzy istotne decyzje. Po pierwsze, zdecydowano o przeprowadzeniu dwóch kolejnych jednorocznych operacji LTRO. Po drugie, zobowiązano się do kontynuowania, co najmniej do połowy 2012 r., pełnego zaspokajania popytu na płynność po takiej samej, stałej stopie na poziomie oprocentowania operacji podstawowych MRO za pomocą wszystkich operacji dostarczających ją. Po trzecie, zdecydowano o ponownym uruchomieniu rocznego programu skupu zabezpieczonych obligacji bankowych (*Covered Bond Purchase Programme 2* – CBPP2), tym razem o wartości 40 mld euro<sup>77</sup>.

Następnie, wobec narastających sygnałów mówiących o nadchodzącym ponownym spowolnieniu gospodarczym oraz szybko pogarszającej się sytuacji Włoch na międzynarodowych rynkach finansowych, EBC, już pod nowym kierownictwem<sup>78</sup>, zdecydował się na powrót do polityki obniżania stóp procentowych, dokonując w listopadzie ich redukcji o 25 p.b. (por. rys. 3.2). Miało to miejsce przy stopie inflacji zdecydowanie powyżej wielkości wymienianej w sformułowaniu celu inflacyjnego banku (jej roczny wskaźnik w okresie wrzesień-listopad ukształtował się na poziomie 3,0%), doprowadzając do pogłębienia ujemnych wartości realnych stóp procentowych. Dalszych obniżek stóp o 25 p.b. EBC dokonał jeszcze w grudniu, a następnie w lipcu 2012 roku. W rezultacie, co ilustruje rys. 3.2, jego stopy pro-

---

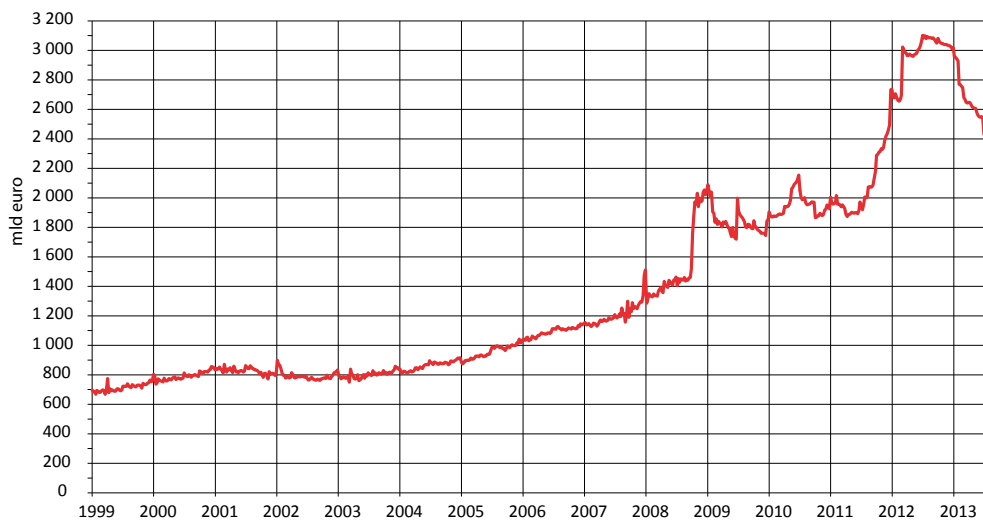
<sup>76</sup> Latem 2011 r. obligacje greckie osiągnęły najniższe ratingi od wszystkich trzech głównych agencji. Należy jednak zauważyć, że spadek wiarygodności kredytowej nie dotyczył tylko państw eurostrefy (niektórym z nich nawet rating podniesiono, tak jak to się stało w przypadku Estonii). Mianowicie, z początkiem sierpnia agencja Standard & Poor's obniżyła rating także obligacjom USA (inne agencje ratingowe tego jednak nie zrobiły).

<sup>77</sup> Ten ostatni program zaczął być wprowadzany w życie w listopadzie; został zakończony w październiku 2012 r., a wartość dokonanych w jego ramach nabytków osiągnęła zaledwie 16,4 mld euro. Więcej informacji na jego temat można znaleźć w EBC (2011f) oraz EBC (2012e).

<sup>78</sup> Z końcem października 2011 r. Jean-Claude Trichet zakończył swoją ośmioletnią kadencję na stanowisku prezesa EBC. Z początkiem następnego miesiąca jego miejsce zajął Mario Draghi (dotychczasowy prezes Banku Włoch). Ruch ten pociągnął za sobą dalsze zmiany w składzie zarządu banku.

centowe ukształtowały pasmo 0%-1,5%, a w drugiej połowie 2012 r. stawka EONIA osiągnęła praktycznie zerowe poziomy.

Grudniowe posiedzenie Rady Prezesów EBC w 2011 r. było wyjątkowo ważne nie tylko dlatego, że potwierdzono na nim politykę kontynuowania obniżania stóp procentowych. Istotne było również, że zredukowano stopę rezerw obowiązkowych z 2% do 1%; była to pierwsza (i dotąd jedyna) zmiana tej stopy od czasu rozpoczęcia prowadzenia wspólnej polityki pieniężnej. Jednak, co najważniejsze, że w komunikacie z tego posiedzenia (EBC 2011e) zapowiedziano dokonanie dłuższych operacji refinansujących (LTRO), tym razem aż o trzyletnim terminie zapadalności, z możliwością ich wcześniejszej spłaty już po roku. Podobnie jak w innych niestandardowych posunięciach tego rodzaju, dokonano ich zobowiązując się do pełnego zaspokojenia popytu na nie w drodze operacji ze stałą stopą na poziomie podstawowej stopy procentowej. Jednocześnie dalej, poluzowano wymogi dotyczące przyjmowanych zabezpieczeń w drodze rozszerzenia listy aktywów kwalifikowanych. Trzyletnie operacje LTRO zobowiązano się przeprowadzić dwukrotnie: w końcu grudnia oraz ostatniego dnia lutego następnego roku. W sumie ich wartość przekroczyła 1 bln euro<sup>79</sup>, przyczyniając się do kolejnego, po tym z jesieni 2008 r., wyjątkowo silnego wzrostu bilansu Eurosystemu: por. rys. 3.3 oraz 3.6.



**Rysunek 3.6. Suma bilansowa Eurosystemu, 1999–2013 (w mld euro)**

Uwaga: ostatnia obserwacja odnosi się do 26 lipca 2013 r.

Źródło: EBC (<http://sdw.ecb.europa.eu>)

<sup>79</sup> W grudniu 2011 r. EBC przyznał w ten sposób bankom kredyty o wartości 489,2 mld euro, natomiast w końcu lutego 2012 r. kolejne 529,5 mld (EBC 2012b, s. 16).

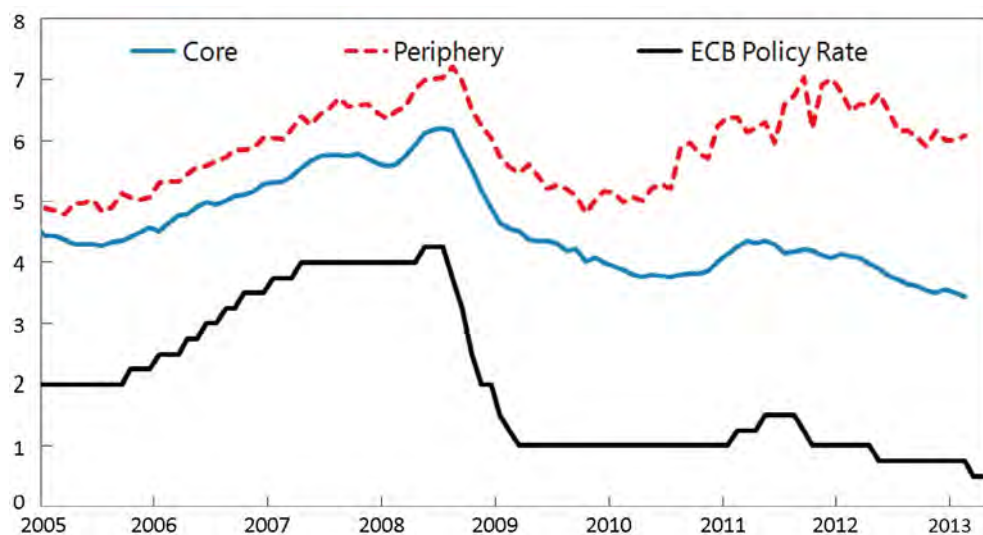
Dlaczego w tym czasie zdecydowano się na tak radykalne posunięcia? Pamięamy przecież, że operacje LTRO były częścią szerszego pakietu posunięć EBC (obniżki stóp procentowych i rezerwy obowiązkowej). Trzeba tu wskazać na trzy kwestie. Po pierwsze, gospodarka strefy euro w tym czasie wchodziła w stan, co prawda łagodnej, ale jednak recesji<sup>80</sup>. Sprzyjało to spadkowi inflacji (por. rys. 3.5) oraz motywowało do obniżania stóp procentowych i dalszego zwiększania podaży pieniądza banku centralnego dla zaspokojenia ciągle rosnącego popytu na płynność ze strony banków. Po drugie, jak wynika z rys. 3.4, stopy zwrotu na rynkach skarbowych papierów wartościowych niektórych krajów dalej wyjątkowo silnie rosły. Dotyczyło to przede wszystkim walorów Grecji (ich oprocentowanie w pierwszej dekadzie marca 2012 r. doszło do prawie 40%!), a także Portugalii i Włoch. Taki rozwój sytuacji miał w dużym stopniu związek z kryzysem politycznym we Włoszech (w rezultacie którego w listopadzie 2011 r. powołano rząd ekspercki na czele z M. Montim), jednak w przypadku pozostałych krajów, może poza Hiszpanią, wiązał się przede wszystkim z procesem zatwierdzania drugiego pakietu pomocowego dla Grecji. Jego zatwierdzenie przedłużało się dlatego, że nie do końca było jasne w jakim zakresie (i na jakich warunkach) prywatni wierzyciele będą chcieli brać udział w redukcji jej długu. Ostatecznie w lutym 2012 r. zatwierdzono ten pakiet, z tym że dopiero pod koniec pierwszej dekady marca wierzyciele w swojej zdecydowanej większości wyrazili na to zgodę; w jego ramach prywatni inwestorzy zaakceptowali redukcję o 53,5% wartości greckich obligacji (PAP 2012). W efekcie, ich kursy znacząco wzrosły, powodując jednocześnie znaczącą, ostrą redukcję stóp zwrotu i spreadów nie tylko w przypadku Grecji (rys. 3.4).

Opisane działania EBC z przełomu lat 2011–2012 wpłynęły uspokajająco na panikę na rynkach finansowych, ponieważ zasilone w płynność banki komercyjne wykorzystywały ją do nabywania rządowych papierów dłużnych, hamując tym samym tendencję do ich wyprzedazy i narastania spreadów. Bardzo niskie (realnie ujemne) oprocentowanie nieograniczonych w skali operacji LTRO sprzyjało temu, że instytucje finansowe nabywały wysoko oprocentowane, choć bardzo ryzykowne, dłużne papiery skarbowe. Nie należy też zapominać, że w tym czasie ponownie zaktywizowano skup długu wybranych państw w ramach Programu Rynku Papierów Wartościowych (jak wspominaliśmy, w lutym 2012 r. osiągnął on swoje maksymalne rozmiary).

---

<sup>80</sup> Według Eurostatu w ostatnim kwartale 2011 r. PKB eurostrefy zmalał w ujęciu kwartalnym o 0,3%, natomiast w pierwszym kwartale następnego roku jego rozmiary nie zmieniły się. W kolejnych kwartałach ulegał on jednak dalszemu skurczeniu. Rozliczenie roczne zob. w tab. 3.2.

Trzeci moment, który tłumaczy omawiane teraz działania EBC wiąże się już bezpośrednio z tradycyjnie rozumianą polityką pieniężną. Rzecz w tym, że daleko posunięta niestabilność na rynkach skarbowych papierów wartościowych zaczęła przenosić się również na inne rynki finansowe, m.in. kredytu bankowego finansującego działalność przedsiębiorstw produkcyjnych. Inaczej mówiąc, niestabilność na rynkach papierów skarbowych i związana z nią sytuacja banków powodowała zaburzenia w mechanizmie transmisji monetarnej, a więc w przekazywaniu impulsów zmian (redukcji) stóp procentowych banku centralnego na stopy w transakcjach kredytowych banków z ich niefinansowymi klientami. To ostatnie bezpośrednio przekładało się na warunki w sferze realnej niektórych gospodarek, zwłaszcza tych silniej dotkniętych kryzysem. Powstanie takiej sytuacji oznaczało, że z punktu widzenia ceny pieniądza strefa euro zaczęła się różnicować, co groziło dalszym zwiększeniem stopnia jej heterogeniczności a w dalszej kolejności prowadziłoby do de facto likwidacji wspólnej polityki pieniężnej. Narastanie, już od 2010 r., tego coraz bardziej widocznego zjawiska, nazwanego fragmentaryzacją finansową, w przybliżeniu pokazuje rys. 3.7.



**Rysunek 3.7. Fragmentaryzacja finansowa: stopy procentowe EBC oraz kredytów zaciąganych przez przedsiębiorstwa niefinansowe w strefie euro, 2005–2013 (w %)**

Uwaga: średnia nieważona stóp procentowych kredytów od jednego do pięciu lat o wartości do jednego miliona euro zaciąganych przez przedsiębiorstwa w: (1) Belgii, Francji, Holandii i Niemczech (linia środkowa), (2) Grecji, Hiszpanii, Irlandii, Portugalii i Włoszech (górną linią przerywaną). Dolna ciągła linia odzwierciedla stopę procentową EBC w podstawowych operacjach refinansujących (MRO).

Źródło: IMF (2013b, s. 3)

Jak zaprezentowano na rys. 3.4, działania z przełomu lat 2011–2012 rozpoczęły pewne stopniowe uspokajanie się sytuacji na rynkach finansowych. Nie odbywało się to jednak bez nowych napięć: już wiosną 2012 r. ponownie się one nasiliły, tym razem głównie za sprawą kryzysu bankowo-ekonomicznego w Hiszpanii i jego społeczno-politycznych konsekwencji. W tych okolicznościach stało się jasne, że niezbędne są dalsze inicjatywy. Zapowiedziano je w końcu lipca, kiedy to na konferencji inwestorów w Londynie prezes EBC M. Draghi dobitnie stwierdził, że bank „jest gotowy podjąć się wszelkich możliwych działań dla ratowania euro” (Draghi 2012b). Z początkiem września EBC ogłosił nowy program, który zastąpił dotychczasowy Program Rynków Papierów Wartościowych. Zaprzeszono nabywania w jego ramach papierów dłużnych, z tym że do upływu ich terminów zapadalności pozostają one w portfelu EBC. Stan tego portfela na koniec 2012 r. pokazuje tab. 3.1. Jak widać, w jego skład wchodzi aktywa pięciu państw, w których kryzys finansowy przebiegał najbardziej gwałtownie. W przypadku Hiszpanii w portfelu tym znajdowało się 6,4% skarbowych papierów wartościowych tego państwa, zaś Włoch – 6% (El País 2013).

**Tabela 3.1. Wartość skarbowych papierów wartościowych według krajów w portfelu EBC nabytych w ramach Programu Rynków Papierów Wartościowych i ich przeciętne okresy pozostałe do terminów zapadalności, stan na 31 grudnia 2012 r.**

Kraj	Stany (mld euro)		Przeciętny pozostały czas do terminu zapadalności (w latach)
	Wartość nominalna	Wartość księgową	
Włochy	102,8	99,0	4,5
Hiszpania	44,3	43,7	4,1
Grecja	33,9	30,8	3,6
Portugalia	22,8	21,6	3,9
Irlandia	14,2	13,6	4,6
Razem	218,0	208,7	4,3

Źródło: EBC (2013a)

Nowy program, nazwany *Outright Monetary Transactions* (OMT), co można przetłumaczyć jako „bezpośrednie transakcje monetarne”, ogłoszono 6 września 2012 r. (EBC 2012c). EBC ma się w nim koncentrować na skupie na rynku wtórnym obligacji państwowych o terminie zapadalności do trzech lat i w tym sensie stać się oficjalnie pożyczkodawcą ostatniej instancji dla rządów. W przypadku poprzedniego programu sytuacja w tym punkcie nie była taka klarowna. Jednak kluczowe były inne zmiany. Program Rynków Papierów Wartościowych zakładał, że jego wielkość była ograniczona, aczkolwiek limity nabywanych papierów mogły być (i były) zmieniane przez Radę Prezesów. Jednocześnie nie zakładał on de facto

żadnego uwarunkowania (*conditionality*) – Eurosystem nabywał w jego ramach papiery skarbowe, co do których wymagania jakościowe znacznie obniżono. Natomiast program OMT zmienia zasadniczo te akcenty i związane z nimi motywacje: zakłada, że zakres możliwej do udzielenia pomocy jest nieograniczony, jednak przy daleko idącym uwarunkowaniu dotyczącym zmian w polityce gospodarczej państwa, które wystąpi o pomoc. Te zmiany w konstrukcji programów to kluczowa różnica pomiędzy nimi (Draghi 2012a).

Po ogłoszeniu programu OMT, sytuacja na rynkach instrumentów skarbowych zaczęła się wyraźnie uspokajać (rys. 3.4), pomimo komplikujących się problemów społeczno-politycznych w krajach bardziej dotkniętych kryzysem. Jak dotąd (koniec 2013 r.) żaden kraj nie wyszedł też z inicjatywą skorzystania z nowego programu. Do uspokojenia sytuacji prawdopodobnie przyczyniło się również uruchomienie działalności przez Europejski Mechanizm Stabilności (ESM) w październiku 2012 r. (por. punkt 3.1.3) oraz rozpoczęcie prac nad stworzeniem tzw. unii bankowej (por. szerzej w podrozdziale 4.2). W każdym razie od drugiej połowy roku 2012 r. kapitał portfelowy zaczął ponownie napływać do strefy euro, przywracając tendencję do aprecjacji kursu wspólnej waluty<sup>81</sup>, jak również bardziej aktywnie przepływać w ramach samej strefy.

Jednak wydarzenia na Cyprze pokazały, że sytuacja ciągle pozostawała niestabilna. Jeszcze w czerwcu 2012 r. rząd cypryjski wystąpił o pomoc finansową do Eurogrupy<sup>82</sup>. Jej pierwotne warunki – przedstawione w połowie marca 2013 r. – nie zostały zaakceptowane przez władze cypryjskie, co przyczyniło się do gwałtownej, choć krótkotrwałej, reakcji międzynarodowych rynków finansowych. W dniu 25 marca osiągnięto jednak porozumienie zakładające pomoc Cypru w wysokości 10 mld euro<sup>83</sup>, co stopniowo uspokoiło sytuację (por. spready na obligacjach greckich na rys. 3.4).

W związku z tym, że sytuacja recesyjna w strefie euro przedłużała się, a inflacja ciągle spadała (rys. 3.5), w maju 2013 r. EBC ponownie obniżył stopy procentowe. Zrobił to jednak niesymetrycznie, tj. stopy depozytu nie zmienił, stopę od operacji refinansujących zredukował o 25 p.b., natomiast stopę kredytu obniżył aż o 50 p.b.,

---

<sup>81</sup> Por. rys. 3.1; zob. też Financial Times (2012).

<sup>82</sup> Tj. ministrów finansów krajów wchodzących do strefy euro.

<sup>83</sup> Z tym, że 9 mld ma dostarczyć Europejski Mechanizm Stabilności, zaś pozostałą kwotę MFW (zob. więcej w ESM (2013b)). Należy dodać, że w ramach ostatecznego porozumienia z Eurogrupą władze cypryjskie zobowiązały się do ograniczenia rozmiarów krajowego sektora bankowego do przeciętnego poziomu w UE w terminie do 2018 r., wprowadzenia w życie programu walki z praniem brudnych pieniędzy, podwyżki podatku od zysków kapitałowych oraz podatku od przedsiębiorstw. Ponadto w zamian za pożyczkę Cypr musiał dokonać natychmiastowej drastycznej restrukturyzacji sektora bankowego i dokapitalizować go kosztem akcjonariuszy i właścicieli depozytów o wysokości powyżej 100 tys. euro.

co zawęziło przedział wahań stóp *overnight* (O/N) z 1,5 p.p. do 1 p.p. (por. rys. 3.2). To zawężenie przedziału wahań miało w dużym stopniu symboliczne znaczenie, ponieważ stawka EONIA od połowy 2012 r. kształtowała się na poziomie zbliżonym do zera. Jednak redukcja pozostałych dwóch stóp wskazywała, że EBC nie zamierzał rezygnować z dalszych działań stabilizacyjnych. Świadczyły o tym również sugestie ze strony przedstawicieli władz banku mówiące, że brana jest pod uwagę możliwość dalszego obniżenia stóp (Draghi 2013; Praet 2013).

### 3.1.1.2. Salda systemu TARGET2: ukryty kryzys bilansu płatniczego w strefie euro

Kryzys w strefie euro oraz reakcja EBC poskutkowały m.in. rozwojem interesującego zjawiska w obszarze rozliczeń pomiędzy krajowymi bankami centralnymi Eurosystemu a EBC. Aby je przedstawić i zinterpretować musimy najpierw powiedzieć parę słów na temat tego, jak się rozliczają między sobą podmioty prowadzące działalność gospodarczą w różnych krajach strefy euro.

W przypadku transakcji międzykrajowych (tzw. transgranicznych) w ramach eurostrefy banki komercyjne, a w ostateczności zlecający im dokonanie płatności klienci, mogą się rozliczać w różny sposób<sup>84</sup>. Po pierwsze, jeśli bank komercyjny działa w kilku krajach, jego klienci rozliczają się bezpośrednio przez ten bank. Po drugie, co zdarza się zdecydowanie częściej, inna sytuacja ma miejsce wtedy, gdy rozliczające się podmioty posiadają swoje rachunki w różnych krajowych bankach. W takiej sytuacji banki te, aby ostatecznie rozliczyć klientów muszą skorzystać albo z jednego z systemów płatności detalicznych działających w ramach tzw. SEPA<sup>85</sup>, albo z systemu TARGET2 (Senderowicz 2008, s. 473–476).

Zasadniczy gros rozliczeń pomiędzy klientami i ich bankami z różnych krajów strefy euro ma miejsce poprzez Eurosystem, w ramach którego funkcjonuje wspomniany system TARGET2. Akronim ten pochodzi od jego angielskiej nazwy *Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer*, która jest oficjalnie tłumaczona na polski jako: „transeuropejski zautomatyzowany błyskawiczny system rozrachunku brutto w czasie rzeczywistym”. Liczba „2” oznacza, że jest to druga wersja systemu, która rozpoczęła działalność jesienią 2007 roku. W dalszym ciągu rozważań będziemy o nim krótko mówić, jako o „systemie TARGET”.

<sup>84</sup> Oczywiście dalej będziemy abstrahować od rozliczeń gotówkowych prowadzonych w szarej strefie.

<sup>85</sup> SEPA to skrót od *Single Euro Payments Area*, a więc „Jednolity Obszar Płatności w Euro”. Funkcjonuje on w ramach Europejskiego Obszaru Gospodarczego (z tym, że należy do niego także Monako), a więc znacząco wychodzi poza kraje strefy euro. Jego działalność jest koordynowana przez Euro Banking Association z siedzibą w Paryżu (<https://www.abe-eba.eu/>).



Nie wchodząc tutaj w szczegóły funkcjonowania tego systemu<sup>86</sup>, powiedzmy tylko, że jest to specyficzna platforma prawno-organizacyjno-informatyczna, za pośrednictwem której, składane są i przetwarzane zlecenia płatnicze na bezgotówkowy pieniądź banku centralnego (szerzej – bazę monetarną). Odbyna się to w sposób ciągły (stąd w nazwie zwrot „w czasie rzeczywistym”), a transfery środków dokonują się w drodze zindywidualizowanej (stąd „system rozrachunku brutto”). Jednak na koniec dnia roboczego transfery te są sumowane i powstają salda pomiędzy krajowymi bankami centralnymi a EBC. Upraszczając można powiedzieć, że cały ten system działa jak swoista izba rozliczeniowa (rozrachunkowa), w rezultacie czego powstają salda, które potencjalnie wiążą się z ryzykiem tak dla EBC, jak i dla krajowych banków centralnych (Mayer 2012, s. 121)<sup>87</sup>.

Ponieważ salda te się w pełni kompensują, nie są one wykazywane na poziomie Eurosystemu, a tylko w bilansach krajowych banków centralnych i EBC. Możliwość ich powstawania ma jednak kluczowe znaczenie dla funkcjonowania Eurosystemu. Tworzenie się tych sald rozrachunkowych, oznacza bowiem udzielanie sobie nawzajem swoistego (bo via EBC) międzybankowego kredytu przez krajowe banki centralne, co stabilizuje Eurosystem. Zauważmy, że w przypadku krajów, których waluty są powiązane w ramach systemu stałego kursu walutowego, mechanizm ten przybiera postać bezpośredniego udzielania sobie w razie potrzeby przez banki centralne kredytu czy to w formie waluty krajowej, czy zagranicznej (ze swoich rezerw dewizowych)<sup>88</sup>.

Jak przedstawia rys. 3.8 do czasu rozpoczęcia się kryzysu w 2007 r. salda wynikające z rozrachunków płatności dokonywanych poprzez platformę TARGET nie wykazywały nadmiernych wysokości. Sytuacja uległa jednak zasadniczej zmianie od drugiej połowy 2007 r., kiedy zaczęły zdecydowanie rosnąć dodatnie salda wykazywane w bilansie niemieckiego Bundesbanku. Rysunek ten, jak również rys. 3.9<sup>89</sup>, wskazują że ujemne, a więc dłużne salda rozrachunkowe narastały głównie w bankach centralnych krajów najsilniej dotkniętych kryzysem: Irlandii, Grecji, Portugalii, Hiszpanii i Włoszech. Z kolei dodatnie, a więc wierzycielskie salda powstawały w krajach, które dobrze dawały sobie radę w kryzysie, tj. w bilansach banków centralnych Niemiec, Holandii, Luksemburga i Finlandii.

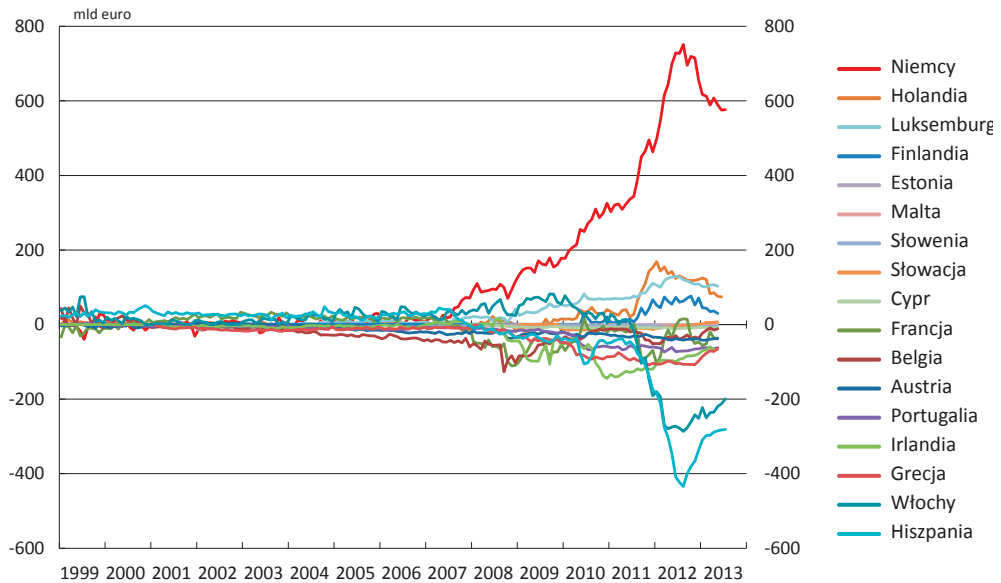
---

<sup>86</sup> Na ich temat zob. np. EBC (2012b, s. 36–38 oraz s. 95–96) lub kolejne coroczne raporty o TARGET (np. EBC 2013c).

<sup>87</sup> Przejrzysty opis rozliczeń związanych z funkcjonowaniem Eurosystemu można znaleźć w Whelan (2013, s. 3–8).

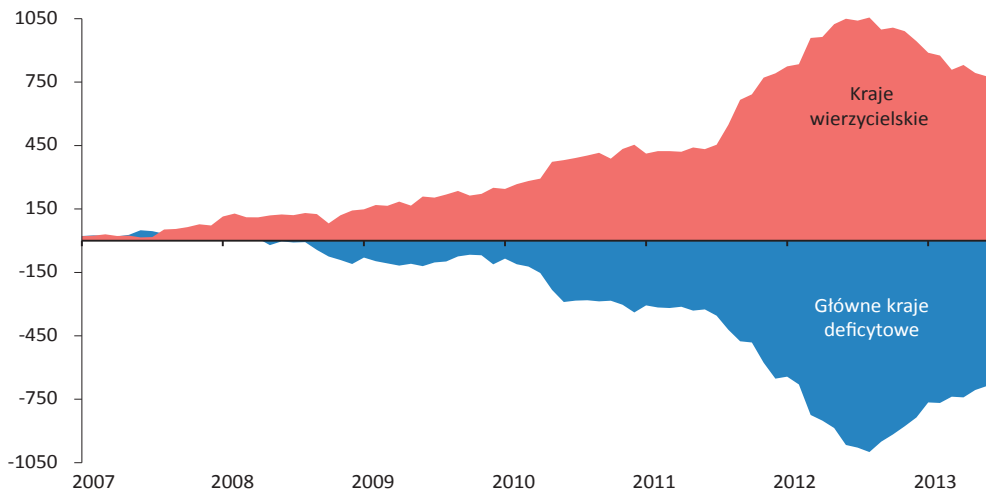
<sup>88</sup> Zob. szerzej Bindseil i Winkler (2012) oraz Mayer (2012, s. 121–124).

<sup>89</sup> Rysunki te odnoszą się nie tylko do różnych horyzontów czasowych, ale prezentują (w przypadku drugiego) pogrupowane kraje. Zostały one też stworzone przez różne instytucje w oparciu o nieco odmienną bazę informacyjną. Zob. szerzej w opracowaniach podanych w źródłach do obu rysunków.



**Rysunek 3.8. Salda krajowych banków centralnych strefy euro wobec EBC z tytułu rozliczeń za pośrednictwem systemu TARGET, 1999–2013 (mld euro)**

Źródło: CESifo Group, Munich (<http://www.cesifo-group.de/ifoHome/policy/Haftungspegel.html>) (pobrano 8 sierpnia 2013 r.)



**Rysunek 3.9. Łączne salda rozrachunkowe w systemie TARGET: kraje wierzycielskie i główne kraje deficytowe, 2007–2013 (mld euro)**

Uwaga: kraje wierzycielskie – Finlandia, Holandia, Luksemburg i Niemcy; główne kraje deficytowe – Grecja, Hiszpania, Irlandia, Portugalia i Włochy.

Źródło: „Euro Crisis Monitor”, Institute of Empirical Economic Research of Osnabrück University (<http://www.eurocrisismonitor.com/>) (pobrano 8 sierpnia 2013 r.)

Obydwa rysunki pokazują, że omawiane salda bardzo dynamicznie rosły od 2010 r., a więc w drugiej fazie kryzysu. Rys. 3.9 wskazuje ponadto, że łączna wielkość sald wierzycielskich przekroczyła 1 bln euro w połowie 2012 r., osiągając, jak oszacowano, aż ok. 10% PKB strefy euro (Thimann 2013). Ten ich wyjątkowo silny wzrost w drugiej fazie kryzysu nie jest przypadkowy. Z jednej bowiem strony, bardzo hojne dostarczanie płynności przez EBC za pomocą niestandardowych instrumentów pozwalało bankom komercyjnym po bardzo niskich kosztach kredytować transakcje swoich klientów i tym samym dalej utrzymywać, choć malejący, deficyt obrotów bieżących bilansu płatniczego<sup>90</sup>. Z drugiej strony, kryzys na międzybankowym rynku pieniężnym eurostrefy spowodował, że część banków – wobec odpływu kapitału portfelowego z krajów bardziej dotkniętych kryzysem – nie było w stanie gromadzić odpowiednich środków ze źródeł prywatnych. Inną przyczyną powstałej sytuacji było także to, że część klientów przenosiła swoje depozyty z banków w krajach bardziej dotkniętych kryzysem do banków w krajach mniej nim dotkniętych (Whelan 2013, s. 19–25).

Przed kryzysem rosnące deficyty obrotów bieżących w krajach strefy euro były finansowane za pomocą rosnących prywatnych strumieni kapitałowych m.in. pomiędzy nimi<sup>91</sup>. Wraz z ucieczką kapitału i zamarciem rynków finansowych deficyty obrotów bieżących zaczęły być finansowane za pomocą międzynarodowej pomocy publicznej (pakiety pomocowe) oraz zmian sald rozrachunkowych w systemie TARGET (Schnabl, Wollmershäuser 2013, s. 7). Zaistniała sytuacja wymuszała bowiem automatyczne powstawanie sald ujemnych (deficytowych) w systemie TARGET, a w rezultacie także odpowiadających im sald dodatnich (wierzycielskich) w bankach centralnych czterech wymienionych krajów.

To co powyżej napisano oznacza, że powstawanie tych ogromnych sald miało taką samą genezę jak tradycyjnego kryzysu bilansu płatniczego w warunkach stałego systemu kursu walutowego: brak możliwości dostatecznego prywatnego finansowania deficytów obrotów bieżących na rynkach powoduje, że dla utrzymania stałości kursu konieczne są interwencje banków centralnych na rynku walutowym, które z kolei pociągają rozliczenia pomiędzy nimi (Mayer 2012, s. 129–131). Oczywiście z jednym bardzo ważnym zastrzeżeniem: pojęcie „bilansu płatniczego” odnosimy

---

<sup>90</sup> Przypomnijmy jednak, że Irlandia od 2010 r. posiada już nadwyżki w swoich obrotach bieżących.

<sup>91</sup> Oddzielnym, szerokim problemem samym w sobie jest kwestia przyczyn narastania tych deficytów już od wczesnych lat bieżącego stulecia. W podpunkcie 2.2.1.2 wspominaliśmy, że deficyty obrotów bieżących były jednym z przejawów tendencji do narastania dywergencji w eurostrefie. Mówiliśmy tam o niedostatecznie restrykcyjnych politykach fiskalnych i pieniężnej. Właśnie z nimi należy wiązać powstawanie omawianych deficytów. Teraz jeszcze można dodać, że charakter tych polityk w powiązaniu z polityką dochodową doprowadził do tego, że w niektórych krajach jednostkowe koszty pracy i ceny silnie wzrosły, prowadząc do spadku ich konkurencyjności. Zob. rys. 2.1 oraz. Abad et al. (2012).

w tym przypadku tylko do transakcji przechodzących przez system TARGET, a nie wszystkie transakcje pomiędzy podmiotami różnych krajów strefy euro przez niego przechodzą.

Jak również wspominaliśmy salda powstające w ramach systemu TARGET bilansują się i na poziomie całego Eurosystemu nie występują<sup>92</sup>. Zgadzać się jednak, co do tego, że odzwierciedlają one swoisty, ukryty kryzys bilansu płatniczego w warunkach unii monetarnej, powstaje zatem pytanie o to, na ile jest to istotna kwestia dla strefy euro?

Z tego punktu widzenia trzeba powiedzieć, że jest to potencjalnie zagadnienie bardzo ważne. Rzecz w tym, że jeśli eurostrefa przetrwa w istniejącym składzie członkowskim, to w miarę stabilizowania się sytuacji na rynkach finansowych i wycofywania się z niestandardowych instrumentów pieniężnych przez EBC, salda te będą maleć (tak jak obrazują rys. 3.8 i 3.9 dla okresu od drugiej połowy 2012 r.) oraz z czasem staną się one nieistotne, podobnie jak to było przed kryzysem. Jeśli jednak strefa euro miałyby się nagle w sposób nieskoordynowany rozpaść, lub wyszedłby z niej choćby tylko jeden kraj, wtedy powstałby ogromny problem. Państwa, których banki centralne posiadają salda dodatnie, a więc kraje wierzycielskie, pozostałyby bowiem ze swoimi nadwyżkami, których ze względu na skalę nie byłyby w stanie najprawdopodobniej wyegzekwować od krajów niewypłacalnych (Mayer 2012, s. 132).

### 3.1.1.3. Zmiany rozmiarów bilansu Eurosystemu

Zbliżając się w podpunkcie 3.1.1.1 do końca charakterystyki polityki pieniężnej EBC powiedzieliśmy, że w wyniku jej realizacji doszło do ogromnego wzrostu bilansu Eurosystemu. Abstrahując od kwestii sald w systemie TARGET, które bilansują się w jego ramach, przyjrzyjmy się obecnie tym zmianom przez pryzmat tzw. niestandardowych (czy też niekonwencjonalnych) instrumentów polityki pieniężnej wykorzystywanych przez EBC.

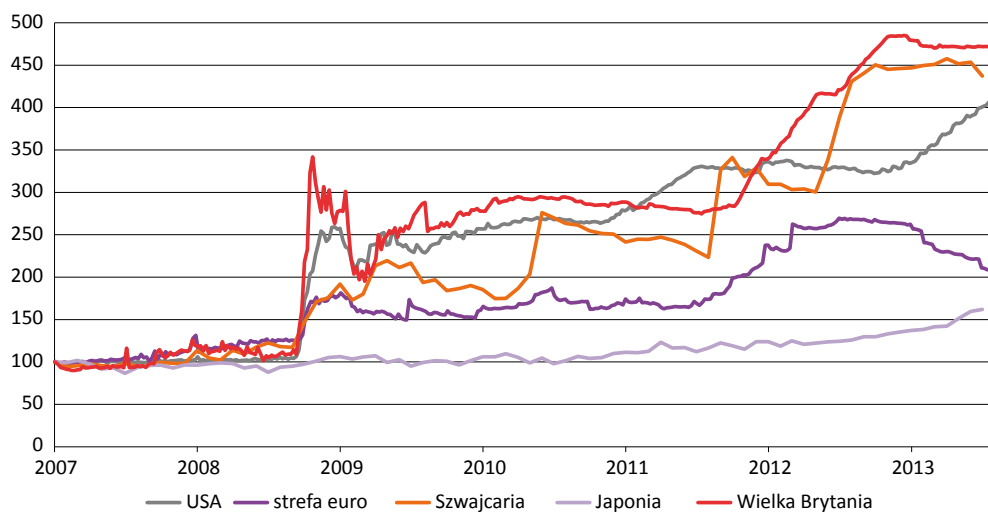
Instrumenty te określamy przez wykluczenie, a więc jako przedsięwzięcia (działania), które nie wiążą się bezpośrednio ze zmianami oficjalnych stóp procentowych. Aczkolwiek polityka pieniężna zawsze w ostateczności wpływa na wielkość bilansu banku centralnego (np., aby zmiana stóp procentowych – w ramach tzw. kanału kredytowego – odniosła skutek, banki komercyjne muszą dokonywać

---

<sup>92</sup> Zauważmy, że salda tego rodzaju powstawały także w dwunastu regionalnych bankach centralnych wchodzących w skład amerykańskiego Fed. W USA istniał jednak mechanizm ekonomiczny, który zmuszał je do ich ograniczania oraz likwidowania z końcem roku rozliczeniowego zob. Sinn i Wollmershäuser (2011, s. 41–43). Został on jednak zawieszony po upadku banku Lehman Brothers (wrzesień 2008 r.), w rezultacie czego rozpoczęło się narastanie takich sald jak w Eurosystemie (Bijlsma, Lukkezen 2012).

transakcji z bankiem centralnym po tych stopach), to jednak w przypadku instrumentów niestandardowych ich celem jest przede wszystkim dostarczanie płynności, co zazwyczaj, dopiero w dalszej kolejności, powoduje obniżenie rynkowych stóp procentowych i innych stóp zwrotu. Dlatego też wykorzystywanie instrumentów niestandardowych, nazywane jest czasami, oczywiście nieco umownie, w odróżnieniu od polityki stopy procentowej „polityką bilansową” (Borio, Disyatat 2009, s. 2–6). Nazwa ta odzwierciedla m.in. fakt, że zmiany rozmiarów bilansu banku centralnego mogą być przybliżonym miernikiem jego aktywności w wykorzystywaniu instrumentów niestandardowych.

Rys. 3.6 przedstawiał zmiany sumy bilansowej Eurosystemu od początku jego funkcjonowania. Ponieważ Eurosystem jako całość realizuje politykę pieniężną EBC, to właśnie jego bilans musi być objęty obserwacją. Jak wynika z tego rysunku Eurosystem od początku kryzysu istotnie powiększał sumę bilansową, z tym że w trakcie jego drugiej fazy uległa ona największemu wzrostowi, znacząco przekraczając ten z 2008 roku. Natomiast rys. 3.10 pozwala na pokazanie omawianego zjawiska w międzynarodowej perspektywie.



**Rysunek 3.10. Dynamika sumy bilansowej najważniejszych banków centralnych świata, 2007–2013 (koniec 2006 r. = 100)**

Uwaga: dane dostępne do końca lipca 2013 r. W przypadku Banku Anglii, Fed i Eurosystemu – dane tygodniowe, dla banków centralnych Japonii i Szwajcarii – dane miesięczne

Źródło: Strony internetowe poszczególnych banków centralnych

Rozpatrując politykę bilansową EBC przez pryzmat tego ostatniego rysunku można stwierdzić, że w wymiarze międzynarodowym nie była ona wyjątkowo

aktywna. W latach 2007–2012 bilans Eurosystemu wzrósł o 162%, z tym że szczyt swoich rozmiarów osiągnął on po drugiej turze trzyletnich operacji LTRO (wzrost o 170% w końcu czerwca 2012 r.); w 2013 r. zaczął on zdecydowanie maleć przede wszystkim w związku z rozpoczęciem przez banki spłaty zaciągniętych kredytów w ramach tej operacji. Natomiast w sześcioleciu 2007–2012 bilans amerykańskiego systemu Rezerwy Federalnej wzrósł o ponad 230% (z tendencją do dalszego wzrostu w 2013 r.), a Banku Anglii aż o prawie 380%. W przypadku Narodowego Banku Szwajcarii bilans w omawianym okresie wzrósł o prawie 350%, trzeba jednak pamiętać, że w jego przypadku ten wzrost był związany z reakcją banku na bardzo silną aprecjację franka; w rezultacie od września 2011 r. prowadził on regularne interwencje walutowe mające na celu to, aby relacja franka szwajcarskiego względem euro nie spadła poniżej 1,20. Z kolei w przypadku Banku Japonii rys. 3.10 wprowadza nieco w błąd wskazując, że jego suma bilansowa w latach 2007–2012 wzrosła zaledwie o 37%. Taka niska dynamika miała jednak miejsce od wysokiej bazy, ponieważ gospodarka Japonii cechowała się tendencją do stagnacji już od początku lat 90., co zmusiło jej bank centralny do prowadzenia działalności niestandardowej jeszcze przed kryzysem rozpoczętym w 2007 roku. Dlatego też w okresie 1999–2011 wartość jego sumy bilansowej zrelacjonowana do PKB kształtowała się powyżej takiej relacji dla EBC i Fed (Mayer 2012, s. 192).

Jeśli spojrzymy na wzrost sum bilansowych banków centralnych z perspektywy ich relacji do PKB sytuacja wygląda zatem nieco odmiennie. Nie można bowiem zapominać o tym, że bilans Eurosystemu przed rozpoczęciem kryzysu był w stosunku do PKB większy niż amerykańskiego Fed czy Banku Anglii (EBC 2011a, s. 68). Eurosystem mógł tym samym mniej dynamicznie niż te banki zwiększać swój bilans dla zaspokojenia wzrostu popytu na płynność (Lenza et al. 2010, s. 2). Szacunki relacji do PKB wskazują jednak, że w połowie 2012 r. (a więc jak powiedzieliśmy, wtedy gdy miał on największe rozmiary) suma bilansowa Eurosystemu osiągnęła ok. 33% PKB eurostrefy (wzrost o 20 p.p. w porównaniu do początku 2007 r.). W przypadku Fed odpowiednie liczby wynosiły 18% i 11 p.p., natomiast dla Banku Anglii 23% i 17 p.p. (The Economist 2012). W świetle tych pobieżnych porównań zmian sum bilansowych w obu ujęciach widać, że pomimo siły, z jaką kryzys dotknął eurostrefę, „reakcja bilansowa” EBC nie była jednak wyjątkowa wśród krajów wysoko rozwiniętych. Opinia ta tym bardziej wydaje się uzasadniona, że od połowy 2012 r. dynamika wzrostu sumy bilansowej Eurosystemu obniżała się, podczas gdy dla dwóch teraz wymienionych banków albo dalej rosła (Fed), albo utrzymywała się na wysokim poziomie (Bank Anglii).

Niezależnie od uwag odnoszących się do ilościowego aspektu polityki bilansowej EBC, trzeba jeszcze wspomnieć o jej aspektach jakościowych. W tym kontekście

należy w pierwszej kolejności wskazać na jego instrumentarium. Zwracaliśmy już uwagę, że pozwoliło ono na daleko idące rozdzielenie polityki płynnościowej („bilansowej”) od polityki stopy procentowej i elastyczne przejście do dwutorowego prowadzenia polityki pieniężnej (podpunkt 2.2.1.4). Realizowana przez EBC polityka bilansowa nie wykorzystywała ponadto wyjątkowo niestandardowych instrumentów. W zdecydowanej większości przypadków znajdowały się one już w jego arsenale, ale nie były stosowane przed kryzysem<sup>93</sup>, lub były ich prostym, bezpośrednim rozwinięciem<sup>94</sup>. W rzeczy samej, tylko niektóre instrumenty, takie jak bezwarunkowy (w sensie terminu zapadalności) skup zabezpieczonych obligacji bankowych (w ramach obydwu programów CBPP), a przede wszystkim państwowych instrumentów dłużnych (Program Rynku Papierów Wartościowych i program OMT), można uznać za rzeczywiście niekonwencjonalne, szczególnie jeśli wziąć pod uwagę standardy bankowości centralnej wypracowane w drugiej połowie XX w. Ta „niestandardowość” wynika jednak nie tyle z samej ich istoty (można je bowiem potraktować jako swoiste bezwarunkowe (*outright*) operacje otwartego rynku), ile z nakierowania ich na specyficzne rynki, które we wcześniejszych „normalnych” czasach nie były przedmiotem aktywnego zainteresowania banków centralnych krajów rozwiniętych.

Niestandardowe, czy też bilansowe działania EBC oznaczały de facto rozszerzenie jego funkcji jako pożyczkodawcy ostatniej instancji. W drugiej fazie kryzysu wyszły one poza podmioty sektora bankowego, do którego z reguły tego typu działalność była adresowana przez banki centralne przed kryzysem. To „rozciągnięcie” działalności EBC było wyjątkowe, jednak nie niespotykane. Przypomnijmy chociażby, że amerykański Fed w 2008 r. rozwinął swoją działalność kredytową na niebankowe podmioty finansowe, a także na podmioty niefinansowe (Roubini, Mihm 2011, rozdz. 6).

W przypadku EBC sytuacja była o tyle skomplikowana, że ustawodawstwo regulujące jego działalność (Traktat o funkcjonowaniu UE) z jednej strony nie mówi nic wprost o jego roli pożyczkodawcy ostatniej instancji, a z drugiej mocno akcentuje zasady zakazujące bezpośredniego udzielania pomocy państwom przez inne kraje strefy euro (wspomniana klauzula *no-bailout*) oraz nabywania przez bank centralny skarbowych papierów wartościowych na rynku pierwotnym (monetyzacja długu

---

<sup>93</sup> Dotyczy to np. przyjmowania depozytów terminowych o stałym oprocentowaniu w ramach operacji dostrajających. Warto nadmienić, że przed kryzysem wiele banków centralnych nie oferowało bankom komercyjnym tego typu rozwiązań. Na przykład amerykański Fed wprowadził oprocentowanie rezerw, zarówno obowiązkowych, jak i nadwyżkowych, jesienią 2008 r., natomiast oprocentowane depozyty terminowe dla banków (*Term Deposit Facility*) dopiero w czerwcu 2010 r.

<sup>94</sup> Tak jak to np. było w przypadku wprowadzenia nowych terminów zapadalności dłuższych operacji refinansujących, w tym trzyletnich operacji LTRO.

publicznego). W konsekwencji, EBC podejmując się takich działań jak 3-letnie operacje LTRO liczył, że przynajmniej częściowo zostaną one wykorzystane przez banki do nabywania skarbowych papierów wartościowych. Można zatem powiedzieć, że w sytuacji traktatowego zakazu nabywania takich walorów na rynku pierwotnym, wykorzystał on prywatne banki jako pośredników w realizacji polityki pożyczkodawcy ostatniej instancji względem państw (Mayer 2012, s. 155–158).

Warto również dodać, choć informacje są tu skąpe, że w obu fazach kryzysu EBC nie tylko występował jako pożyczkodawca ostatniej instancji w dotychczas omawianym sensie makroekonomicznym, ale robił to także w skali mikroekonomicznej, a więc w stosunku do indywidualnych podmiotów bankowych. EBC, a formalnie krajowe banki centralne Eurosystemu, dokonywał tego w ramach programu *Emergency Liquidity Assistance* (ELA), tj. awaryjnego wsparcia płynności. O programie niewiele wiadomo<sup>95</sup>, jak również o jego wykorzystaniu i skali. Dostępne informacje, głównie rynkowe, wskazują że środki z programu ELA były w pierwszej fazie kryzysu wykorzystane dla ratowania niemieckiego Hypo Real Estate Holding oraz banków belgijskich. W drugiej fazie kryzysu z linii kredytowej ELA korzystały banki irlandzkie (2010 r.), greckie (2012 r.) oraz cypryjskie (2013 r.<sup>96</sup>).

Co do skali tych operacji trudno się wypowiadać: dane na ich temat włączono do jednej pozycji bilansu Eurosystemu dopiero wiosną 2012 r., nie podając czy (i jakie) poza nimi są tam wykazywane kredyty z innych tytułów<sup>97</sup>. Pozycja ta jesienią 2012 r. wyniosła prawie 235 mld euro, co stanowiło nieomal 8% sumy bilansowej Eurosystemu, a więc wielkość nieco niższą niż maksymalna w ramach skupu papierów skarbowych dokonywanego w programie SMP. W następnych miesiącach wielkość omawianej teraz pozycji spadała tak, że w bilansie z końca pierwszej dekady sierpnia 2013 r. wynosiła ona 84,3 mld euro (tj. 3,5% sumy bilansowej).

W czasie kryzysu rozszerzenie funkcji pożyczkodawcy ostatniej instancji, zarówno w ujęciu makro-, jak i mikroekonomicznym, miało także miejsce w przypadku wielu innych władz monetarnych<sup>98</sup>. Decyzje EBC szły w podobnym kierunku jak działania pozostałych głównych banków centralnych świata. Wszystkie one prowadziły bowiem działalność nakierowaną na wspólny cel, jakim było zahamowanie

---

<sup>95</sup> Szerszymi, oficjalnymi, publicznie dostępnymi materiałami na ten temat są fragmenty w artykułach EBC (2006, s. 171–172; 2007a, s. 80–81).

<sup>96</sup> W tym ostatnim przypadku ukazał się nawet oficjalny komunikat na stronie internetowej EBC (2013b).

<sup>97</sup> Chodzi tu o pozycję 6 aktywów bilansu skonsolidowanego Eurosystemu (pt. „Pozostałe należności od instytucji kredytowych strefy euro w euro”). Jest on publikowany co tydzień w formie komunikatu prasowego (por. np. <http://www.ecb.int/press/pr/wfs/2013/html/index.en.html>) oraz w *Raportach rocznych* EBC.

<sup>98</sup> Zob. szerzej np. Polański (2012a oraz 2012b).



rozwoju międzynarodowego kryzysu finansowo-ekonomicznego i wprowadzenie światowej gospodarki na tory ponownego wzrostu. Właśnie w takiej międzynarodowej perspektywie należy również widzieć aktywność EBC w dobie kryzysu.

### 3.1.1.4. Rezultaty polityki pieniężnej EBC w drugiej fazie kryzysu

Politykę pieniężną EBC prowadzoną od roku 2010 powinniśmy oceniać w dwójki perspektywie. Po pierwsze, tak jak to robiliśmy dla pierwszej fazy kryzysu. W takim tradycyjnym ujęciu mandat banku centralnego oraz zaakceptowane zasady bankowości centralnej i standardowej (konwencjonalnej) polityki pieniężnej stwarzają przesłanki oceny. Dla polityki Eurosystemu w drugiej fazie kryzysu umożliwiają to tab. 3.2 oraz rys. 3.11.

**Tabela 3.2. Wybrane zmienne charakteryzujące rezultaty polityki pieniężnej EBC, 2010–2012 (w %)**

Zmienna	2010	2011	2012	Przeciętna dynamika
Inflacja <sup>a</sup>	2,2	2,7	2,2	2,37
Pieniądz <sup>b</sup>	1,1	1,6	3,5	2,06
Kredyt bankowy <sup>c</sup>	1,0	0,3	-1,7	-0,14
PKB	2,0	1,4	-0,6 <sup>e</sup>	0,93
Stopa bezrobocia <sup>d</sup>	10,1	10,7	11,9	-

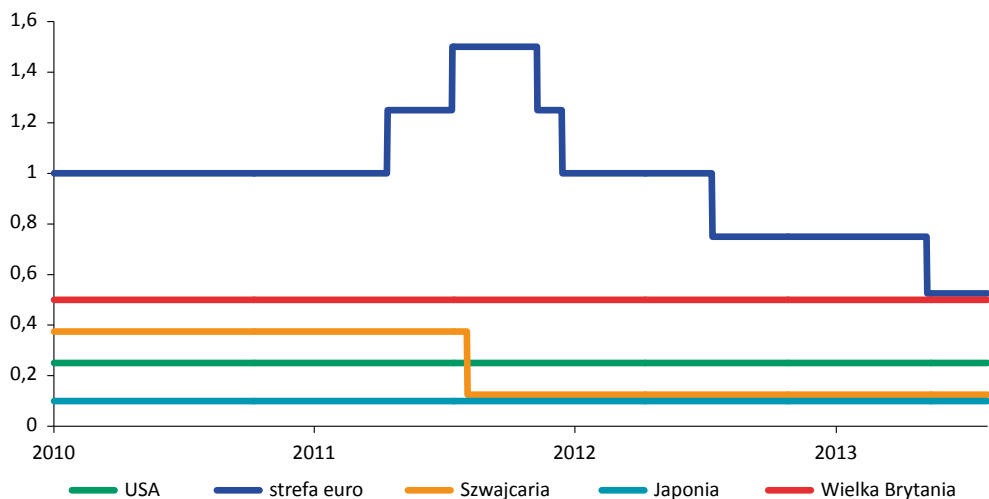
a, b, c, d i uwaga – jak w tab. 2.6.

e – szacunek.

Źródło: EBC (<http://sdw.ecb.europa.eu>, pobrano 14 sierpnia 2013 r.) oraz European Commission (2013f, s. 130)

Z punktu widzenia ilościowego celu inflacyjnego należy stwierdzić, że był on praktycznie realizowany. W pierwszej połowie 2013 r. inflacja w strefie euro dalej się obniżala, osiągając w czerwcu i lipcu wysokość 1,6%. Temu sukcesowi w dziedzinie kontroli inflacji, który – jak się wydaje – był bardziej związany z rozwijającymi się od końca 2011 r. tendencjami recesyjnymi, a następnie ewolucją cen energii (por. rys. 3.5) niż z działalnością EBC, nie towarzyszył jednak pozytywny rozwój sytuacji w „dalszych” celach polityki pieniężnej. Jak wskazują kolejne cztery wiersze tab. 3.2 w tym obszarze sytuacja albo się zmieniała pozytywnie, ale w niewielkim stopniu (podaż pieniądza), albo wyraźnie zmierzała w niekorzystnym kierunku (dynamiki kredytu, PKB oraz bezrobocia). Te negatywne tendencje prawdopodobnie mają bardziej charakter strukturalny niż koniunkturalny (cykliczny). A tylko w tym drugim przypadku ich rozwój można by wiązać (negatywnie) z polityką EBC.

Nie da się natomiast ukryć, że w dziedzinie standardowej polityki pieniężnej EBC podjął kontrowersyjne decyzje, które może sprzyjały utrzymaniu inflacji pod kontrolą, z pewnością jednak nie pomagały bieżącemu wzrostowi gospodarstwu. Mianowicie, analogicznie jak w pierwszej fazie kryzysu (a dokładniej mówiąc przed upadkiem banku Lehman Brothers), także w drugiej jego fazie podniósł on swoje stopy i to tym razem aż dwukrotnie. Rys. 3.11 (będący kontynuacją rys. 2.17) uświadamia, że EBC był jedynym z głównych światowych banków centralnych, który się zdecydował w tym czasie na podwyżki swoich stóp.



**Rysunek 3.11. Podstawowe stopy procentowe wybranych banków centralnych świata, 2010–2013 (w %)**

Uwaga: ostatnia obserwacja odnosi się do 31 lipca 2013 r.

Źródło: NBP w oparciu o dane ze stron internetowych banków centralnych wymienionych krajów

Taka ocena działalności banku centralnego strefy euro w drugiej fazie kryzysu jest jednak niepełna. Problemy przed jakimi on stanął w tym okresie były na tyle nietypowe, że opinia na temat jego działalności musi wyjść poza wcześniejszą perspektywę. Jak napisaliśmy w niniejszym podrozdziale EBC odpowiadał nie tylko za utrzymanie inflacji w ryzach, ale przede wszystkim musiał de facto zapobiegać możliwemu rozpadowi strefy euro, a w dalszej kolejności być może i Unii Europejskiej<sup>99</sup>. W zaistniałej od 2010 r. sytuacji oceny działalności EBC należy także

<sup>99</sup> Jak stwierdziła w kilku swoich przemówieniach kanclerz Niemiec A. Merkel „jeśli euro się załamie, wówczas również Europa się załamie” („If the euro fails, then Europe fails.”) (zob. np. Merkel 2011).

dokonać w tym aspekcie. A więc: po pierwsze, czy EBC ocalił strefę od rozpadu i, po drugie, czy dał („kupił”) czas na dokonanie niezbędnych reform przez pozostałe władze unijne?

Aczkolwiek ani kryzys finansowo-ekonomiczny jeszcze się nie skończył, ani podjęte reformy nie zostały jeszcze w pełni wdrożone, wydaje się jednak, że odpowiedź na te dwa pytania jest twierdząca. EBC za pośrednictwem swojej niestandardowej polityki, w tym rozwijając działalność pożyczkodawcy ostatniej instancji, ogromnie zwiększył podaż pieniądza rezerwowego (bazy monetarnej) umożliwiając funkcjonowanie nie płynnych, a także często niewypłacalnych, instytucji i państw. Było to nie do końca zgodne z zasadami tradycyjnej bankowości centralnej (banki te powinny tylko interweniować w sytuacji braku płynności)<sup>100</sup>, okazało się jednak skuteczne w tym sensie, że ocaliło strefę euro od dezintegracji, stwarzając też warunki czasowe do opracowania i zapoczątkowania wdrażania poważniejszych reform funkcjonowania unii monetarnej i całej Unii Europejskiej, zarówno w wymiarze polityki fiskalnej, jak i architektury finansowej odnoszącej się do działalności rynkowego systemu finansowego. O tych przedsięwzięciach piszemy dokładniej w następnych podrozdziałach oraz w rozdziale 4.

### 3.1.2. Polityka pieniężna w krajach spoza strefy euro

O ile działalność banków centralnych w krajach UE spoza strefy euro w pierwszej fazie kryzysu znajdowała się, podobnie jak samego EBC, głównie pod wpływem wydarzeń na rynkach światowych, o tyle ich działalność w następnych latach wiązała się przede wszystkim z rozwojem sytuacji w eurostrefie. Zauważmy ponadto już teraz, że w opisywanej grupie krajów, w czasie drugiego etapu kryzysu, nie było tak gwałtownych zmian w polityce pieniężnej, jak we wcześniejszej fazie.

Przyjrzyjmy się najpierw skrótowo ogólnym tendencjom makroekonomicznym w omawianych państwach przedstawionym w dwóch kolejnych tabelach (tab. 3.3 oraz 3.4). Podobnie jak przy analizie pierwszej fazy kryzysu, nadal dzielimy kraje na te, które mają systemy kursów płynnych oraz na te o stałych kursach walutowych. Wymienione w poszczególnych tabelach kraje są tymi samymi co poprzednio, z wyjątkiem Słowacji, która w 2009 r. przystąpiła do strefy euro. W pozostałych przypadkach systemy kursowe nie zmieniły się, poza – rzecz jasna – Estonią, która z początkiem 2011 r. przyjęła euro.

---

<sup>100</sup> Zob. więcej w Polański (2012a oraz 2012b).

**Tabela 3.3. Inflacja (HICP) i dynamika realnego PKB w krajach UE spoza strefy euro o płynnych kursach walutowych, 2010–2012 (w %)**

Kraje	2010	2011	2012
Czechy			
– Inflacja	1,2	2,1	3,5
– PKB	2,5	1,9	–1,3
Polska			
– Inflacja	2,7	3,9	3,7
– PKB	3,9	4,5	1,9
Rumunia			
– Inflacja	6,1	5,8	3,4
– PKB	–1,1	2,2	0,7
Szwecja			
– Inflacja	1,9	1,4	0,9
– PKB	6,6	3,7	0,8
Węgry			
– Inflacja	4,7	3,9	5,7
– PKB	1,3	1,6	–1,7
Wielka Brytania			
– Inflacja	3,3	4,5	2,8
– PKB	1,8	1,0	0,3

Uwaga: (1) HICP – dane średnioroczne względem roku poprzedniego, (2) dla 2012 r. szacunki PKB

Źródło: European Commission (2013f, s. 130 i 138)

Tabele pokazują, że w zdecydowanej większości przypadków w 2010 r. sytuacja gospodarcza, w takt zmian w strefie euro, poprawiła się; jedynymi wyjątkami, w których PKB nadal spadał były Rumunia i Łotwa, jednak i tu spadek był znacznie mniejszy niż w poprzednim roku. Co prawda, nastąpiło ponowne nasilenie inflacji (znowu z wyjątkiem Łotwy, gdzie dalej występowała deflacja); w krajach z płynnymi systemami kursowymi wiązało się to jednak z deprecjacją ich walut we wcześniejszym okresie, a we wszystkich krajach UE (także strefy euro – por. rys. 3.5) z rozpoczęciem się ponownego, stopniowego wzrostu cen surowców energetycznych.

Wraz ze spowolnieniem w strefie euro, to „odbicie” dynamiki PKB i inflacji w pozostałych krajach UE zaczęło się jednak stopniowo wyczerpywać; jesienią 2011 r. pojawiły się widoczne oznaki wygasania tendencji wzrostowych, a rok później cen energii oraz inflacji. Wskaźniki za 2012 r. wyraźnie już wskazują na tendencje stagnacyjne, w niektórych krajach wprost na recesję (Czechy, Dania, Węgry) oraz na ograniczanie dynamiki inflacji (z wyjątkiem Czech i Węgieł, aczkolwiek i tu jesienią inflacja zaczęła się obniżać).

**Tabela 3.4. Inflacja (HICP) i dynamika realnego PKB w krajach UE spoza strefy euro o stałych kursach walutowych, 2010–2012 (w %)**

Kraje	2010	2011	2012
Bułgaria			
– Inflacja	3,0	3,4	2,4
– PKB	0,4	1,8	0,8
Dania			
– Inflacja	2,2	2,7	2,4
– PKB	1,6	1,1	-0,5
Estonia			
– Inflacja	2,7	5,1	4,2
– PKB	3,3	8,3	3,2
Litwa			
– Inflacja	1,2	4,1	3,2
– PKB	1,5	5,9	3,6
Łotwa			
– Inflacja	-1,2	4,2	2,3
– PKB	-0,9	5,5	5,6

Uwagi: (1) HICP – dane roczne względem roku poprzedniego; (2) Estonia przystąpiła do strefy euro w 2011 r., (3) dla 2012 r. szacunki PKB

Źródło: European Commission (2013f, s. 130 i 138)

Wobec tych tendencji rozpatrywane banki centralne zareagowały w dwojaki sposób (oczywiście, tak jak wcześniej, abstrahujemy od krajów posiadających system izby walutowej oraz – mającej bardzo sztywny kurs – Łotwy). Część z nich, w obszarze polityki stopy procentowej, przyjęła postawę wyraźnie wyczekującą. Jak już wspomniano (rys. 2.17 i 3.11) Bank Anglii od marca 2009 r. nie zmienił swoich historycznie niskich stóp procentowych, co oznaczało przyzwolenie na ich głębokie negatywne wartości w ujęciu realnym. Z kolei Narodowy Bank Czech zakończył w maju 2010 r. serię obniżek stóp zapoczątkowaną latem dwa lata wcześniej i do wiosny 2012 r. już ich nie zmieniał. Zaczął to robić dopiero od maja tego roku i do jego końca obniżył on stopy trzykrotnie tak, że od jesieni 2012 r. podstawowa stopa kształtowała się na poziomie 0,05% (por. rys. 3.12), a więc również stała się głęboko ujemną w kategoriach realnych. Rumuński Bank Narodowy był pod tym ostatnim względem mniej radykalny: od lutego 2009 r. dokonywał on regularnych obniżek stopy podstawowej, doprowadzając ją w końcu marca 2012 r. do wysokości 5,25%, co przy stopniowo spadającej dynamice inflacji (zob. też tab. 3.3) oznaczało, że zachowała ona dodatnie realnie wartości. Kolejne obniżki jego stóp, już w 2013 r., doprowadziły do redukcji stopy podstawowej do 4,5%, a więc do prawie zerowego realnie poziomu. Bardzo ostrożna była również polityka Narodowego

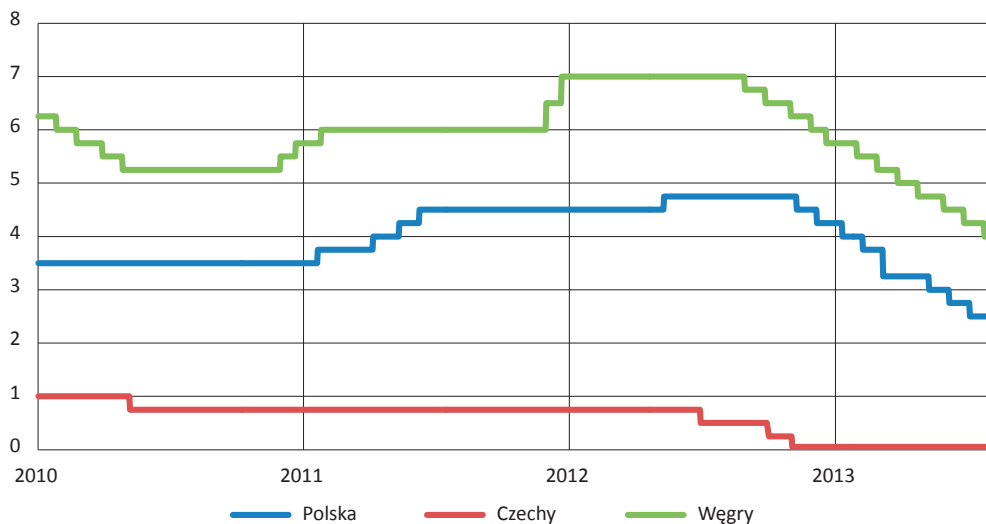
Banku Danii, jak pamiętamy, oparta na stałości relacji korony w stosunku do euro. W ślad za podwyżkami stóp procentowych EBC z 2011 r., dokonał on także wiosną i latem tego roku dwóch podwyżek stóp procentowych. Jednak jesienią 2011 r., podobnie jak EBC, rozpoczął on cykl obniżek stóp. W odróżnieniu od tego ostatniego, Bank Danii dokonał jednak większej ilości cięć swojej stopy podstawowej (w sumie aż sześciu) i doprowadził do głębszego ich spadku: od lipca 2012 r. jego podstawowa stopa wynosi 0,2% (podczas gdy EBC obecnie 0,5%), natomiast stopa 7-dniowych certyfikatów depozytowych dla banków została obniżona aż do wartości nominalnie ujemnych ( $-0,2\%^{101}$ ). Był to w czasie kryzysu drugi w całej UE przypadek oferowania przez bank centralny nominalnie ujemnych stóp procentowych. Pierwszym, jak pamiętamy, był Bank Szwecji, który w latach 2009–2010 obniżył stopy depozytowe dla banków do wielkości negatywnych. O ile jednak dążył on do pobudzenia gospodarki, w tym aktywności kredytowej banków, o tyle w przypadku Banku Danii chodziło o zniechęcenie inwestorów do dokonywania inwestycji w aktywa denominowane w koronach duńskich<sup>102</sup>.

W początkowym okresie drugiej fazy kryzysu szereg banków centralnych, prowadzących politykę monetarną opartą o koncepcję bezpośredniego celu inflacyjnego (BCI), podniosło jednak swoje stopy procentowe. Zrobiły tak banki Szwecji i Węgier, które odpowiednio od lata i jesieni 2010 r. zaczęły podwyższać stopy. Z początkiem następnego roku dołączył do nich NBP, odchodząc od 3,5% stopy referencyjnej, najniższej – do tego czasu – w okresie transformacji posocjalistycznej.

Szwecja, kraj o niskiej stopie inflacji, już w ostatnim kwartale 2011 r. odczuła stosunkowo silnie uderzenie recesyjne (spadek PKB w stosunku do poprzedzającego kwartału o 1,1%), co sprawiło, że jej władze monetarne rozpoczęły redukcję stóp procentowych w grudniu tego roku. W 2012 r. obniżyły one swoją stopę podstawową tak, że na koniec roku wyniosła ona 1%, wobec inflacji mierzonej wskaźnikiem HICP wynoszącym 1,1%, natomiast w przypadku krajowego wskaźnika CPI wskazującym na lekką deflację ( $-0,1\%$ ). W następnym roku (do sierpnia), wobec pewnej poprawy dynamiki wzrostu oraz stabilizacji cen, szwedzki bank wstrzymał się od zmian stopy podstawowej.

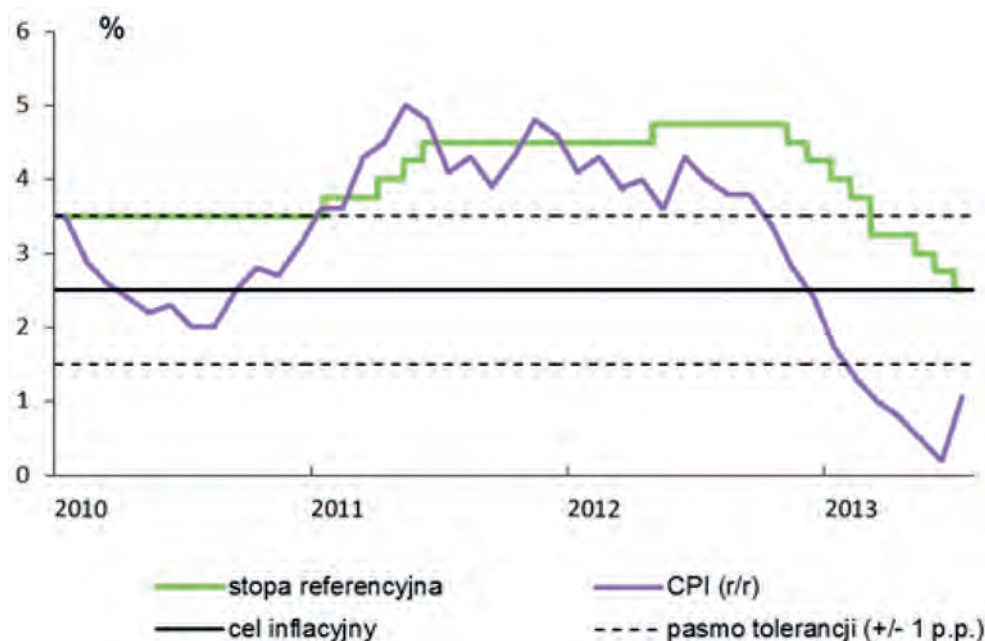
<sup>101</sup> Z tym, że na początku 2013 r. lekko ją podwyższono do  $-0,1\%$ .

<sup>102</sup> Warto zauważyć, że w związku z napływem kapitału podobnie robiła Szwajcaria. W 1972 r. Szwajcarski Bank Narodowy zakazał oprocentowania rachunków podmiotów zagranicznych, wprowadzając jednocześnie opłatę za korzystanie z nich, a więc ich ujemne oprocentowanie (Bernholz 2007, s. 165). Natomiast w 2012 r. dwa największe szwajcarskie banki komercyjne rozpoczęły pobieranie od innych instytucji finansowych opłat za depozyty składane we frankach. Tym samym, wobec bardzo niskich stóp, w tych przypadkach również wystąpiły de facto nominalnie ujemne stopy procentowe.



**Rysunek 3.12. Podstawowe stopy procentowe banków centralnych Czech, Polski i Węgry, 2010-lipiec 2013 (w %)**

Źródło: Strony internetowe banków centralnych wymienionych krajów



**Rysunek 3.13. Inflacja (CPI) w Polsce i stopa referencyjna NBP, 2010–2013 (w %)**

Uwaga: (1) roczne zmiany CPI w poszczególnych miesiącach (metoda „rok-do-roku”), (2) dane o CPI do lipca 2013 r., (3) ostatnia obniżka stopy referencyjnej z początku lipca 2013 r.

Źródło: GUS i NBP

Banki centralne Węgier i Polski rozpoczęły obniżanie swoich stóp podstawowych zdecydowanie później. Węgry od lata 2012 r. do lipca następnego roku dokonały jednak w sumie dwunastu cięć stopy doprowadzając ją do poziomu 4%. Z kolei Polska rozpoczęła ich redukcję dopiero jesienią 2012 r.; do lipca 2013 r. NBP dokonał w sumie ośmiu obniżek redukując stopę referencyjną do 2,5%. W obu tych ostatnich krajach utrzymywanie się wysokiej inflacji było niewątpliwie poważną przyczyną późniejszego rozpoczęcia cyklu obniżek stóp procentowych, z tym że w Polsce inflacja obniżyła się z czasem do bardzo niskiego poziomu 0,2% (zob. rys. 3.13).

Należy również zwrócić uwagę, że niektóre z banków centralnych prowadzących strategię BCI zdecydowały się na interwencje na rynkach walutowych. Nadal robił to Bank Anglii, który ze względu na swoją pozycję w międzynarodowym systemie finansowym okazjonalnie uczestniczy w zbiorowych akcjach interwencyjnych najwyższej uprzemysłowionych krajów (np. jak w przypadku Japonii po tsunami w marcu 2011 r.) oraz Narodowy Bank Rumunii, który kontynuował politykę kursu kierowanego. Warto w tym miejscu przybliżyć też działalność NBP w tym obszarze.

Jak wiadomo, od końca lat 90. polski bank centralny nie interweniował na rynku walutowym (Polański 2008a, s. 157). Nie zrobił nawet tego z początkiem 2009 r., kiedy złoty wyjątkowo osłabł<sup>103</sup>. NBP zdecydował się na interwencję walutową dopiero w kwietniu 2010 r.: bank centralny skupił napływające do kraju waluty obce, a więc interweniował przeciwko aprecjacji złotego (NBP 2011, s. 46). W następnym roku sytuacja jednak się odwróciła: od września do końca 2011 r. NBP przeprowadził szereg interwencji walutowych przeciw deprecjacji złotego (NBP 2012a, s. 48). Był to całkowicie nowy element w jego polityce: nasz bank centralny nie sprzedawał dewiz od pierwszej połowy lat 90., kiedy to pełnił funkcję tzw. *market-maker*<sup>104</sup> (Polański 2008a, s. 155). Ta zmiana postępowania banku wynikała nie tyle z chęci ograniczenia deprecjacji złotego w celu zmniejszenia presji inflacyjnej, ile przede wszystkim z uzgodnień z Ministerstwem Finansów, aby nie dopuścić do takiego ukształtowania się poziomu kursu, który spowodowałby, że wartość polskiego długu publicznego przekroczy jeden z ustawowych progów ostrożnościowych (55% PKB), w rezultacie czego niezbędne byłoby podjęcie niepopularnych działań dostosowawczych<sup>105</sup>. Wobec ustabilizowania się sytuacji kursowej i rozpoczęcia procesu ograniczania długu publicznego, w 2012 r. NBP nie przeprowadził już

---

<sup>103</sup> Wyręczyło go wtedy (połowa lutego 2009 r.) Ministerstwo Finansów, które za pośrednictwem Banku Gospodarstwa Krajowego, sprzedało pewną ilość euro (pochodzącą z programów unijnych) na krajowym rynku walutowym, dokonując w ten sposób jednocześnie niezbędnej zamiany euro na złote.

<sup>104</sup> Tzn. był on zawsze gotowy do dokonywania transakcji kupna i sprzedaży walut.

<sup>105</sup> Zob. szerzej art. 86 (Ustawa 2009, s. 42–43). Podkreślmy, że zarówno w tej ustawie, jak i w naszych rozważaniach w niniejszym akapicie mowa o długu publicznym liczonego wg metody krajowej (tzw. krajowa definicja długu publicznego). W innych częściach książki, pomijając przytoczone na początku



żadnej interwencji walutowej. Natomiast w czerwcu 2013 r. dokonał interwencji w celu ograniczenia nadmiernych wahań kursu złotego<sup>106</sup>.

Trzeba jeszcze wspomnieć o kilku innych działaniach podjętych w tym czasie przez banki centralne z omawianej grupy krajów. Po pierwsze, największe banki centralne świata, w tym Bank Anglii, przedłużyły sieć dwustronnych linii swapowych do lutego 2014 roku. Po drugie, wobec braku popytu banków od jesieni 2009 r., NBP w następnym roku wycofał się całkowicie (tj. zarówno w stosunku do dolara, euro, jak i franka szwajcarskiego) z oferowania swapów walutowych (NBP 2011, s. 46). Jednak w połowie 2012 r. Narodowy Bank Szwajcarii i NBP podpisały nową umowę w sprawie swapów walutowych umożliwiającą temu drugiemu dostarczanie płynności we frankach szwajcarskich w razie potrzeby (do momentu ukończenia książki taka potrzeba jednak nie wystąpiła).

Wreszcie, po trzecie, warto wrócić do Banku Anglii i jego programu poluzowania ilościowego, tj. rozpoczętego w 2009 r. programu zakupu aktywów (*Asset Purchase Facility*, APF). Rys. 3.10 (podpunkt 3.1.1.3) wskazuje, że od września 2011 r. bilans Banku Anglii zaczął bardzo szybko rosnąć, wyprzedzając swoją dynamiką tempo wzrostu rozmiarów bilansów wszystkich wykazanych tam banków. Było to głównie spowodowane rozszerzaniem programu APF: w 2011 r. do 18% PKB, w lutym 2012 r. do 21% PKB, a w drugiej połowie tego roku do 25% PKB<sup>107</sup>. W połowie 2012 r. do tego programu dołączono nowy, półtoraroczny, komplementarny program, nazwany *Funding for Lending Scheme* (FLS), którego działalność jest bezpośrednio nakierowana na pobudzanie akcji kredytowej banków i towarzystw budowlanych. W jego ramach instytucje te mogą pożyczać, po niższym niż rynkowe kursie, brytyjskie weksle skarbowe (*UK Treasury Bills*) na okres do czterech lat. Zabezpieczeniem tych pożyczek mają być instrumenty wykreowane w procesie kredytowania niefinansowych podmiotów prywatnych (przedsiębiorstwa, gospodarstwa domowe), a więc powstałe w wyniku rozwoju akcji kredytowej w stosunku do sektora realnego (zob. szerzej Bank of England 2012 oraz NBP 2012b, s. 22).

Reasumując: w drugiej fazie kryzysu banki centralne krajów UE nienależących do strefy euro albo kontynuowały obniżanie swoich stóp, albo – po krótkiej przerwie – powróciły do takiej polityki. W konsekwencji, w większości przypadków, w połowie 2013 r. ich stopy były niższe (zwłaszcza realnie) lub równe (nominalnie)

---

rozdziału dane dla Japonii, gdy mowa o długu publicznym jest on natomiast liczony zgodnie z metodą unijną (tj. wg tzw. zasad ESA '95).

<sup>106</sup> Pisząc o działaniach stabilizacyjnych na rynku walutowym warto jeszcze zwrócić uwagę, że od maja 2009 r. Polska może korzystać, jako jedyny kraj regionu, z tzw. elastycznej linii kredytowej zaoferowanej przez MFW (*Flexible Credit Line*, FCL). W następnych latach była ona odnawiana, jednak Polska nie musiała z niej nigdy korzystać.

<sup>107</sup> Dane odpowiednio za OECD (2011c, s. 101; 2012a, s. 92; 2012b, s. 103).

tym z końca 2009 r. Natomiast innego typu instrumenty, jeśli abstrahować od swapów walutowych, były właściwie stosowane tylko przez Bank Anglii.

Rozważając politykę pieniężną w krajach UE spoza strefy euro w czasie kryzysu wskazywaliśmy na jej różnorodność. Kończąc zauważmy jednak dwie rzeczy. Po pierwsze, kraje, które planowały wejść do strefy euro zrobiły to w ustalonym wcześniej terminie (przypomnijmy: Słowacja w 2009 r. i Estonia w 2011 r.; z kolei Łotwa stała się 18 członkiem strefy z początkiem 2014 r.<sup>108</sup>). Po drugie, żaden bank centralny (poza tymi, oczywiście, których kraje przyjęły euro) nie przeprowadził zasadniczej rewizji swojej strategii, a wszelkich zmian dokonywano w ramach oficjalnie przyjętej koncepcji prowadzenia polityki pieniężnej. Nie wchodząc w szczegóły podkreślmy, że w krajach spoza UE nie zawsze tak było<sup>109</sup>.

### 3.1.3. Przemiany unijnej architektury finansowej

Reakcją na rozwój bieżącej sytuacji w drugim etapie kryzysu, było powołanie do życia wspomnianej już w rozdziale agencji EFSF (*European Financial Stability Facility* – Europejski Instrument Stabilności Finansowej), której zadaniem była ochrona stabilności finansowej krajów eurostrefy. Pozyskiwała ona środki w drodze emisji papierów dłużnych gwarantowanych przez te kraje. Agencja rozpoczęła działalność w połowie 2010 r. Istotnym elementem współpracującym z nią był, zarządzany przez Komisję Europejską, fundusz EFSM (*European Financial Stabilisation Mechanism* – Europejski Mechanizm Stabilizacji Finansowej), który może dostarczać środki także krajom unijnym spoza strefy. Podobnie jak w poprzednim przypadku, głównym źródłem jego funduszy były pożyczki zaciągane na międzynarodowych rynkach finansowych, gwarantowane tym razem przez budżet UE (Trzcińska 2013, s. 12). Instytucją, która z nimi współpracowała był, jak też pisaliśmy, MFW.

U progu drugiej fazy kryzysu strefa euro nie miała jednak jeszcze trwałego i całościowego mechanizmu bieżącego reagowania antykryzysowego (Lewandowski 2011). Kluczową kwestią było bowiem stworzenie takich zasad, według których nastąpiłoby rozdzielanie pomocy z tytułu niewypłacalności (instytucji finansowych, państw), będącą odpowiedzialnością rządów, od pomocy związanej z niepłynnością, leżącą w gestii banków centralnych (Eurosystem). Stworzenie agencji EFSF z założenia tylko prowizorycznie (i nie do końca) rozwiązywało tę kwestię.

<sup>108</sup> W tym kontekście warto też wspomnieć, że Litwa planuje przystąpienie w 2015 r.

<sup>109</sup> Np. Islandia oficjalnie zawiesiła wykorzystywanie strategii BCI w 2008 r. (Gudmundsson 2010). Również Narodowy Bank Szwajcarii, wprowadzając we wrześniu 2011 r. zasadę według której kurs franka nie może spaść (aprecjonować) poniżej 1,20 za euro de facto zmienił swoją strategię ze zbliżonej do BCI na zbliżoną do strategii kontroli kursu walutowego.

Docelowo centralnym ogniwem zarządzania antykryzysowego został Europejski Mechanizm Stabilności (*European Stability Mechanism*, ESM), który od połowy 2013 r. stał się oficjalnie jedynym mechanizmem europejskiej unii monetarnej dostarczającym jej krajom nowej pomocy finansowej<sup>110</sup> (natomiast EFSF dalej kontynuował finansowanie rozpoczętych wcześniej programów pomocowych dla Grecji, Irlandii i Portugalii).

W odróżnieniu od agencji EFSF (oraz oczywiście funduszu EFSM), ESM jest instytucją międzyrządową państw eurostrefy, działającą w oparciu o międzynarodowe prawo publiczne, stworzoną w oparciu o (znowelizowane) przepisy Traktatu o funkcjonowaniu Unii Europejskiej. Taka podstawa prawna pozwala mu na większą elastyczność i w konsekwencji skuteczność działania niż to było w przypadku istniejącego dotąd rozwiązania (agencja EFSF była spółką funkcjonującą w oparciu o prawo prywatne, co oznacza, że jej działania musiały być aprobowane przez parlamenty poszczególnych krajów strefy). EMS gromadzi fundusze na międzynarodowych rynkach kapitałowych, a jego efektywne możliwości pożyczkowe wynoszą 500 mld euro<sup>111</sup>. Podkreślmy, że kraje spoza unii monetarnej nie mają dostępu do pożyczek ESM.

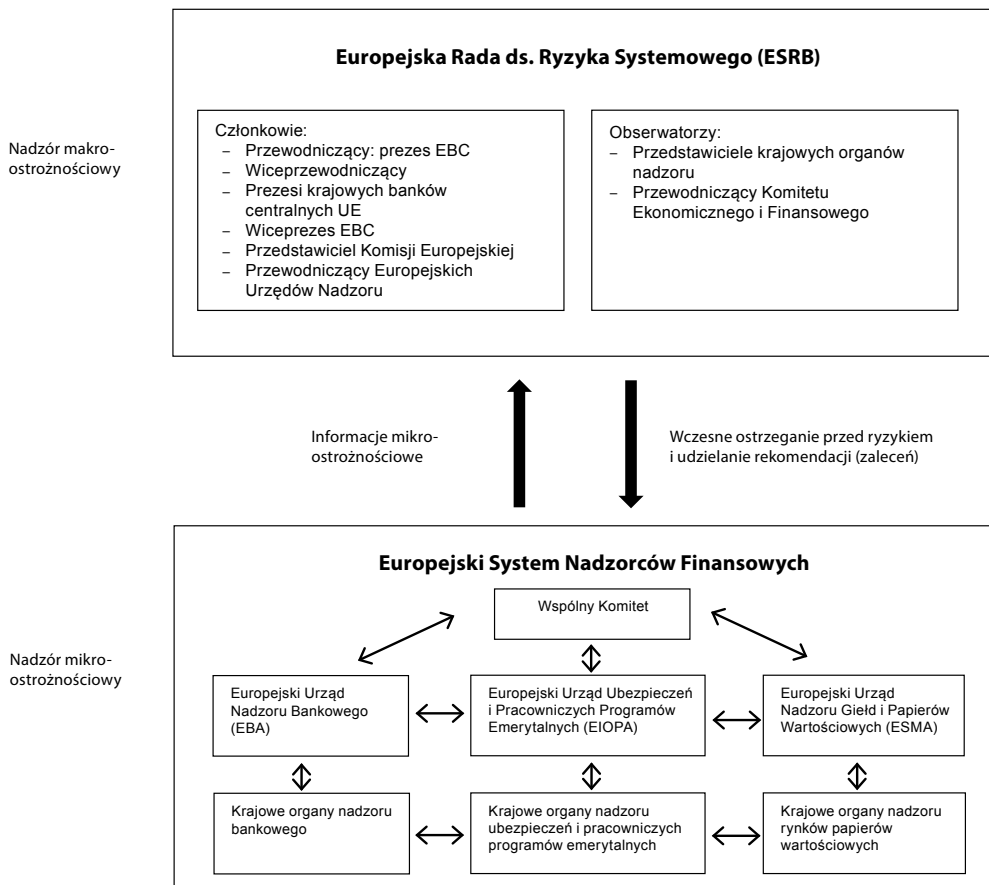
W odniesieniu do nadzoru nad instytucjami i rynkami finansowymi zręby nowej architektury finansowej zaczęły być widoczne od 2009 roku. W styczniu tego roku Komisja Europejska zmieniła zasady działalności Komitetu Europejskich Nadzorów Bankowych (*Committee of European Banking Supervisors*, CEBS). Powstał on jeszcze w 2004 r., początkowo miał jednak charakter refleksyjno-doradczy, a jego celem było przygotowanie dla Komisji propozycji nowej struktury organizacyjno-regulacyjnej nadzoru bankowego. Zmiana z początku 2009 r. spowodowała, że CEBS, w którego skład wchodził przedstawiciel wysokiego szczebla władz nadzorów bankowych oraz banków centralnych UE, zajmował się nie tylko doradztwem dla Komisji Europejskiej, ale także spójnym wprowadzaniem jej dyrektyw, konwergencją praktyk nadzorczych i poprawą współpracy nadzorczej, w tym wymiany informacji. Dobrą ilustracją jego działalności było przygotowanie i opublikowanie w latach 2009–2010 testów warunków skrajnych (*stress testów*) wybranych banków krajów UE. Praktyka ich publikacji jest kontynuowana przez następcę CEBS, tj. przez Europejski Urząd Nadzoru Bankowego.

---

<sup>110</sup> Sama inauguracja działalności ESM miała jednak miejsce jesienią 2012 r. Od tego momentu udzielił on pomocy Hiszpanii (dwie wypłaty w roku 2012 i 2013 r. o łącznej wartości 41,3 mld euro) i Cypru (dwie wypłaty w 2013 r. o łącznej wartości 3 mld euro; stany na początek sierpnia 2013 r.; zob. szerzej ESM 2013a).

<sup>111</sup> Ponieważ jednak pozostawiono wsparcie finansowe dla Grecji, Irlandii i Portugalii w EFSF, łączny dostęp do finansowania z tych dwóch źródeł może wynieść 700 mld euro (Trzcińska 2013, s. 17). Na temat początkowego okresu działalności ESM zob. również podrozdział 4.2.

Bardziej zasadnicze zmiany nastąpiły jednak w wyniku opublikowanego w lutym 2009 r. raportu na temat nadzoru finansowego w UE pod kierunkiem J. de Larosièere (2009). W oparciu o zawarte w nim wnioski Rada Unii Europejskiej podjęła w trakcie tego roku decyzje o ustanowieniu nowych ciał europejskiego nadzoru finansowego (Council of the European Union 2009). Z jednej strony, była to Europejska Rada ds. Ryzyka Systemowego (*European Systemic Risk Board, ESRB*), a z drugiej, trzy europejskie urzędy nadzoru tworzące, wraz z krajowymi organami nadzorczymi, Europejski System Nadzorców Finansowych (*European System of Financial Supervisors*). Cały system, nazwany Europejskim Systemem Nadzoru Finansowego (*European System of Financial Supervision*), rozpoczął funkcjonowanie z początkiem 2011 roku.



**Rysunek 3.14. Europejski System Nadzoru Finansowego**

Źródło: Opracowanie własne na podstawie de Larosièere (2009, s. 57) oraz Komisji Nadzoru Finansowego (2013)

Europejska Rada ds. Ryzyka Systemowego jest całkowicie nowym ciałem, w którego skład wchodzi m.in. prezesi wszystkich banków centralnych UE, w tym prezes i wiceprezes EBC, przedstawiciel Komisji Europejskiej, prezesi trzech wspomnianych europejskich urzędów nadzoru oraz (jednak bez prawa głosu) przedstawiciele nadzorów krajowych Unii i przewodniczący Komitetu Ekonomicznego i Finansowego. Celem Rady jest monitorowanie i ocena ryzyka stabilności finansowej, a więc prowadzenie nadzoru makroostrożnościowego w skali UE, oraz ostrzeżenie, jeśli pojawi się znaczące ryzyko systemowe. Może ona dokonywać rekomendacji (zaleceń) w odniesieniu do prowadzonej polityki makroostrożnościowej, ale odpowiedzialność za ich implementację spada na władze krajowe (González-Páramo 2010; IMF 2011a, s. 15)<sup>112</sup>.

Trzy Europejskie Urzędy Nadzoru (*European Supervisory Authorities*) to: Europejski Urząd Nadzoru Bankowego (*European Banking Authority*, EBA), Europejski Urząd Nadzoru Ubezpieczeń i Pracowniczych Programów Emerytalnych (*European Insurance and Occupational Pensions Authority*, EIOPA) oraz Europejski Urząd Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych (*European Securities and Markets Authority*, ESMA)<sup>113</sup>. Instytucje te powstały na bazie już istniejących komitetów, np. pierwsza z nich z przekształcenia omówionego CEBS<sup>114</sup>. Współpracują one ściśle z instytucjami nadzorczymi krajów członkowskich UE, koncentrując się – w odróżnieniu od ESRB – na mikroaspektach działalności rynkowego systemu finansowego. Podobnie, jak w przypadku tej Rady, także w odniesieniu do tych trzech instytucji nadzorczych odpowiedzialność za implementację rekomendacji spadła na odpowiednie władze krajowe, z jednym wszak istotnym wyjątkiem.

Mianowicie Europejskiemu Urzędowi Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych (ESMA) zostało w pełni podporządkowane funkcjonowanie (rejestrwanie działalności w UE, kontrolowanie oraz ewentualne sankcjonowanie) agencji ratingowych. Był to pierwszy przypadek, w którym instytucje unijne bezpośrednio nadzorowały działalność podmiotów rynkowego systemu finansowego (IMF 2011a, s. 30–31)<sup>115</sup>.

<sup>112</sup> Posumowania dwóch pierwszych lat działalności ESRB dokonuje Smaga (2013a).

<sup>113</sup> Warto dodać, że działalność tych Urzędów jest koordynowana przez Wspólny Komitet (*Joint Committee*; por. rys. 3.14), który także koordynuje ich współpracę z ESRB.

<sup>114</sup> Z kolei pozostałe dwie powstały w oparciu o Komitet Europejskich Nadzorów Ubezpieczeniowych i Funduszy Emerytalnych (*Committee of European Insurance and Occupational Pension Supervisors*) oraz o Komitet Europejskich Regulatorów Rynków Papierów Wartościowych (*Committee of European Securities Regulators*). Tak jak CEBS, komitety te powstały w ramach tzw. procedury Lamfalussy'ego (zob. szerzej Iwanicz-Drozdowska 2008, s. 113–117).

<sup>115</sup> Więcej dodatkowych informacji na temat zmian w regulacjach funkcjonowania agencji ratingowych w UE oraz dyskusji z tym związanych można znaleźć w opracowaniu Niedziółki (2013).

W czerwcu 2013 r. weszła w życie dyrektywa i rozporządzenie zastrzegające zasady funkcjonowania agencji ratingowych (wprowadziły m.in. odpowiedzialność za błędne ratingi, umożliwienie dochodzenia odszkodowań, ograniczenie możliwości wydawania ratingów dla państw), a także zmniejszające poleganie na ratingach kredytowych ze strony instytucji finansowych oraz Europejskich Urzędów Nadzoru. Przyjęto również, że do końca 2016 r. Komisja Europejska przedstawi propozycję ewentualnego ustanowienia europejskiej agencji (lub fundacji) ratingowej (European Commission 2013b).

## **3.2. Nowe działania stabilizacyjne w Unii Europejskiej wobec kryzysu finansów publicznych**

*Marek Chrzanowski*

### **3.2.1. Semestr Europejski**

Światowy kryzys gospodarczy i finansowy, a przede wszystkim kryzys finansów publicznych w latach 2009/2010 obnażył słabość istniejących mechanizmów koordynacji gospodarczej w Unii Europejskiej, szczególnie w strefie euro. Podkreślić można w tym kontekście niewystarczającą egzekucję zapisów Paktu Stabilności i Wzrostu (PSW), niewystarczający nadzór makroekonomiczny (ograniczający się w zasadzie do deficytów publicznych), a także nieskuteczną szerszą koordynację polityki gospodarczej w poszczególnych krajach członkowskich i w ramach poszczególnych polityk sektorowych (Hallerberg et al. 2012). Konieczność udzielenia wsparcia finansowego przez kraje strefy euro dla Grecji oraz potencjalne problemy z finansowaniem zadłużenia Hiszpanii i Portugalii wywołały debatę dotyczącą koordynacji polityki gospodarczej w ramach Unii Gospodarczej i Walutowej (UGW) oraz środków, które mogą zostać wdrożone w oparciu o nowy, wprowadzony Traktatem z Lizbony, art. 136 Traktatu o funkcjonowaniu Unii Europejskiej (art. 136 TFUE). Zgodnie z art. 136 TFUE Rada UE przyjmuje środki w odniesieniu do państw strefy euro, które mają na celu wzmocnienie dyscypliny budżetowej poszczególnych państw oraz określają wytyczne ich polityki gospodarczej tak, by były one zgodne z wytycznymi przyjętymi dla całej Unii.

Instytucjonalnych rozwiązań dotyczących wyżej wskazanych problemów zaczęto oficjalnie poszukiwać na posiedzeniu Rady Europejskiej w marcu 2010 r. postulując silniejszy nadzór makroekonomiczny i koordynację polityki gospodarczej, co doprowadziło do przyjęcia, ponad rok później, w listopadzie 2011 r. pakietu

sześciu aktów legislacyjnych przekuwających propozycje reform w wiążące akty prawne (tzw. sześciopak).

W trakcie posiedzenia Rady UE, które odbyło się 26 marca 2010 r., uzgodniono, że Komisja Europejska (KE) zajmie się rozważeniem nowych instrumentów koordynacji gospodarczej przewidzianych w art. 136 TFUE. 12 maja 2010 r. został opublikowany Komunikat Komisji Europejskiej nt. wzmocnienia koordynacji polityki gospodarczej (European Commission 2010b) stanowiący podstawę do dalszych prac nad ustanowieniem efektywnego zarządzania gospodarczego w strefie euro oraz UE.

W komunikacie podkreślano konieczność wykorzystania w pełni narzędzi nadzoru przewidzianych w traktacie, które należy w razie konieczności zmodyfikować lub uzupełnić. W celu lepszego przestrzegania PSW oraz objęcia nadzorem zaburzeń równowagi makroekonomicznej zaproponowano wprowadzenie tzw. Semestru europejskiego, czyli okresu oceny i koordynacji polityki gospodarczej, który zapewniłby państwom członkowskim możliwość skorzystania z wczesnej koordynacji na szczeblu europejskim podczas przygotowywania krajowych programów stabilności i programów konwergencji, a także krajowych budżetów i programów reform (wymiar ex-ante nadzoru budżetowego i gospodarczego).

Semestr Europejski został szczegółowo przedstawiony w komunikacie KE z 30 czerwca 2010 r. w sprawie wzmocnienia koordynacji polityki gospodarczej w interesie stabilności, wzrostu gospodarczego i zatrudnienia (European Commission 2010c). Zgodnie z tym komunikatem, semestr europejski opiera się na rocznym cyklu koordynacji polityki gospodarczej, który trwa ok. 6 miesięcy. Prace w instytucjach UE trwają w pierwszej połowie roku, a w drugiej odbywają się prace w państwach członkowskich oraz przegląd realizacji zaleceń na poziomie UE.

Jednocześnie komunikat ustalał harmonogram działań w odniesieniu do pierwszego Semestru Europejskiego, który został zaplanowany na 2011 r. i zawierał w załączniku:

- szczegółowe zasady wdrażania PSW,
- wytyczne dotyczące formy i treści programów stabilności i programów konwergencji, czyli tzw. kodeks postępowania.

Wprowadzenie Semestru Europejskiego wymagało ustanowienia nowych (wcześniejszych) terminów przedkładania aktualizacji programów stabilności i konwergencji (PSK) oraz krajowych programów reform (KPR) w celu umożliwienia dokonania całościowej oceny sytuacji ekonomicznej danego kraju i lepszego jej zsynchronizowania z krajowymi procedurami dotyczącymi przygotowania budżetu.

7 września 2010 r. Rada UE zatwierdziła Semestr Europejski i uruchomiła go w roku 2011. Nowa struktura zarządzania zapewniła wspólny harmonogram

dla wytycznych i oceny polityki UE, tak aby wyrzucić wpływ na budżety państw członkowskich i zachęcić do reform strukturalnych.

Warto zauważyć, że idea Semestru Europejskiego była połączona z procesem reform zasad zarządzania gospodarczego w UE od samego jego początku i zaczęto ją implementować jeszcze przed wejściem w życie tzw. sześciopaku (wprowadzającego semestr europejski do unijnego porządku prawnego) w grudniu 2011 roku.

Semestr Europejski scalał działania zaprojektowane w strategii „Europa 2020” oraz w pakcie euro plus.

Jak już wcześniej wspomniano, semestr europejski został wprowadzony do porządku prawnego UE na mocy jednego z rozporządzeń tzw. sześciopaku przyjętego w listopadzie 2011 – rozporządzenie nr 1175/2011 z dnia 16 listopada 2011 r.<sup>116</sup> zmieniające rozporządzenie Rady (WE) nr 1466/97 w sprawie wzmocnienia nadzoru pozycji budżetowych oraz nadzoru i koordynacji polityk gospodarczych, czyli prewencyjną część PSW.

Główne cele Semestru Europejskiego to:

- monitorowanie stosowania dyscypliny budżetowej państw członkowskich zgodnie z Paktem Stabilności i Wzrostu,
- monitorowanie implementacji strategii „Europa 2020”, a także paktu euro plus,
- analizowanie sytuacji gospodarczej państw członkowskich, tak aby zapobiegać pojawianiu się zakłóceń równowagi makroekonomicznej i korygować je.

Do rozporządzenia 1466/97 dodano Sekcję 1-A „Europejski Semestr na rzecz koordynacji polityki gospodarczej”, w której wskazano podstawy traktatowe semestru, podano jego szczegółowy opis, wymieniono instrumenty prawne w dyspozycji Rady przy sporządzaniu wytycznych dla państw członkowskich w obszarach makroekonomicznym i budżetowym oraz strukturalnym, sankcje za nieprzestrzeganie wytycznych, zadania Parlamentu Europejskiego i innych instytucji w ramach dialogu gospodarczego (Sekcja 1 – Aa „Dialog gospodarczy”), a także obowiązki sprawozdawcze.

Zgodnie z art. 2a ust. 2 powyższego rozporządzenia:

„2. Europejski Semestr obejmuje:

- a) opracowanie i nadzór nad wdrażaniem ogólnych wytycznych polityk gospodarczych państw członkowskich i Unii zgodnie z art. 121 ust. 2 TFUE;
- b) opracowanie i analizę wdrażania wytycznych dla zatrudnienia, które państwa członkowskie muszą uwzględnić zgodnie z art. 148 ust. 2 TFUE;

---

<sup>116</sup> Szczegółowy opis rozporządzenia znajduje się w punkcie 3.2.3 dedykowanym sześciopakowi.



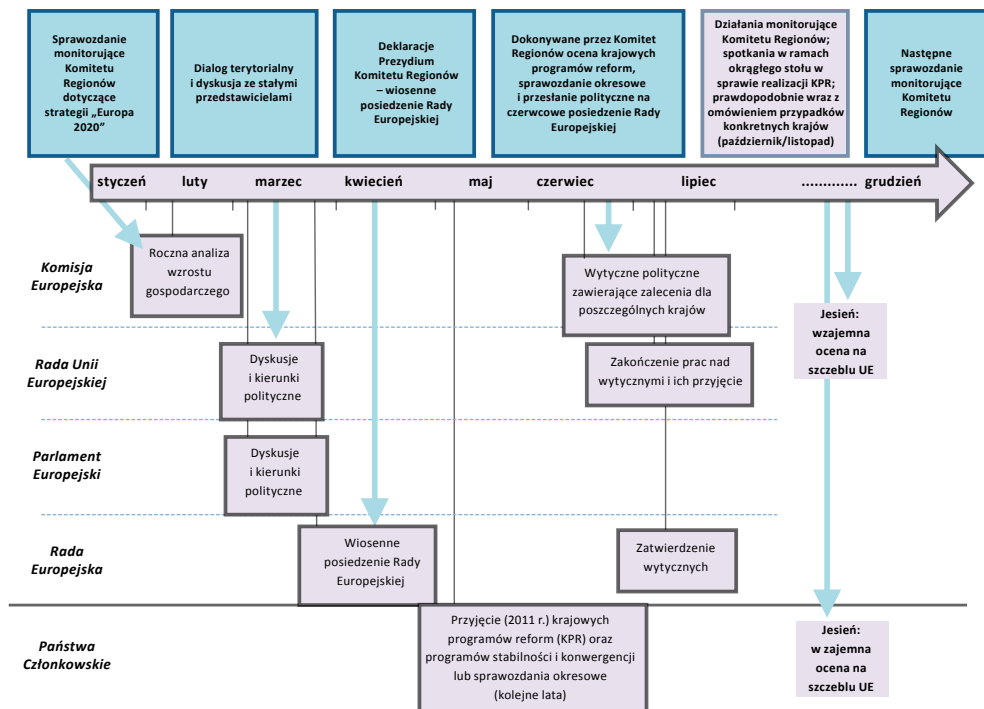
- c) przedłożenie i ocenę programu stabilności lub programu konwergencji państw członkowskich;
- d) przedłożenie i ocenę krajowego programu reform państw członkowskich;
- e) nadzór mający na celu zapobieganie zakłóceniom równowagi makroekonomicznej i ich korygowanie na mocy rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 1176/2011. [...]"

Pierwszy Semestr Europejski został wdrożony częściowo w 2011 r., kiedy akty prawne nie były jeszcze przyjęte. Wprowadził on synchronizację procesów aktualizacji Krajowych Programów Reform (KPR) oraz Programów Stabilności lub Konwergencji. Na podstawie dokumentów przekazywanych Komisji Europejskiej, przygotowuje ona ewentualne rekomendacje dotyczące planowanego budżetu dla poszczególnych państw członkowskich. W procesie Semestru Europejskiego wydzielić można kolejne jego etapy:

- koniec roku – przedstawienie przez KE rocznej analizy wzrostu gospodarczego;
- luty/marzec – doroczny szczyt gospodarczy Rady Europejskiej, na którym państwa członkowskie określają wyzwania stojące przed UE;
- kwiecień – przedłożenie przez państwa członkowskie KPR i Programów Stabilności lub Konwergencji;
- maj-czerwiec – ocena tych dokumentów przez KE, a następnie Radę Europejską;
- lipiec – formalne przyjęcie przez Radę ECOFIN opinii na temat Programów Stabilności lub Konwergencji oraz zaleceń dla państw członkowskich na podstawie oceny KPR.

Warto podkreślić (Synowiec 2012), że semestr to nic innego jak pierwsze pół roku pracy na forum unijnym nad kierunkami polityki gospodarczej, a więc jeszcze przed opracowaniem przez rządy projektów budżetu na następny rok i przedłożeniem ich do krajowej debaty parlamentarnej. Debata ta toczy się w drugiej połowie roku, czyli podczas tzw. „semestru krajowego” i demokratycznie legitymizuje proces zarządzania gospodarczego w UE. Warto podkreślić, że po zakończeniu semestru europejskiego, rozpoczyna się cykl wdrażania zaleceń przez państwa członkowskie m.in. poprzez uwzględnianie ich w serii swoistych „kolokwiów” i debat nad kształtem budżetów krajowych. Komisja Europejska natomiast monitoruje działania podejmowane przez państwa członkowskie.

Poniższy schemat blokowy przedstawia roczny cykl implementacji Semestru Europejskiego i towarzyszącego mu semestru krajowego.



**Rysunek 3.15. Schemat blokowy Semestru Europejskiego – harmonogram wdrażania**

Źródło: Opracowanie własne na podstawie materiałów Komisji Europejskiej (<http://www.consilium.europa.eu/special-reports/european-semester/how-does-the-european-semester-work>)

Poniżej w tab. 3.5 przedstawiono przebieg cyklu koordynacji w 2011 r. i 2012 r. ze szczególnym uwzględnieniem Polski.

**Tabela 3.5. Semestr Europejski – przebieg cyklu koordynacji w 2011 r. i 2012 r. (ze szczególnym uwzględnieniem Polski)**

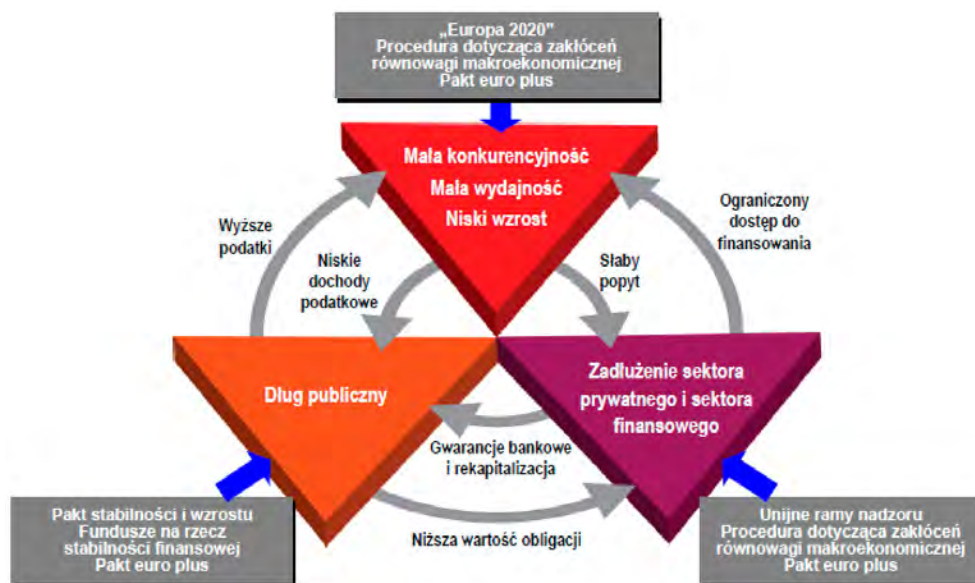
2011	2012
STYCZEŃ / koniec poprzedniego roku – przedstawienie przez Komisję rocznej analizy wzrostu gospodarczego (AWG): wyznaczenie celów i priorytetów w zakresie polityki gospodarczej i budżetowej oraz ocena realizacji przez państwa ubiegłorocznych zaleceń	
12 stycznia 2011 r.– Komunikat Komisji Roczna analiza wzrostu gospodarczego: wsparcie całościowej odpowiedzi UE na kryzys	23 listopada 2011 r.– Komunikat Komisji Roczna analiza wzrostu gospodarczego na 2012 r.
LUTY/MARZEC – debaty w PE i Radzie; doroczny wiosenny szczyt gospodarczy Rady Europejskiej zatwierdza priorytety zawarte w AWG	

2011	2012
<p>16 marca 2011 r.– Sprawozdanie podsumowujące Rady: Realizacja europejskiego semestru 25 marca 2011 r.– zatwierdzenie przez Radę Europejską priorytetów na 2011 rok (Konkluzje) zgodnie z konkluzjami z posiedzenia Rady z 15 lutego 2011 r. (komunikat prasowy, projekt konkluzji – UE 2020: Wytyczne makroekonomiczne i budżetowe)</p>	<p>15 lutego 2012 r.– Rezolucja PE w sprawie wkładu do rocznej analizy wzrostu gospodarczego na 2012 r. oraz Rezolucja PE w sprawie zatrudnienia i aspektów społecznych w rocznej analizie wzrostu gospodarczego na 2012 r. 22 lutego 2012 r.– Sprawozdanie podsumowujące Rady: Realizacja europejskiego semestru 2 marca 2012 – zatwierdzenie przez Radę Europejską priorytetów na r.2012 rok (Konkluzje) zgodnie z konkluzjami z posiedzenia Rady z 21 lutego 2012 r. (press release, projekt konkluzji – Europejski semestr 2012: wytyczne makroekonomiczne i budżetowe)</p>
<p>KWIECIEŃ – przedłożenie przez państwa członkowskie krajowych programów reform, a także programów stabilności (dla państw strefy euro) lub konwergencji (dla państw spoza strefy euro), w których państwa członkowskie, biorą pod uwagę cele i priorytety zatwierdzone przez Radę Europejską.</p>	
<p>Polska: 27 kwietnia 2011 r.– Program Konwergencji 29 kwietnia 2011 r.– Krajowy Program Reform Programy przedstawione przez państwa członkowskie: <i>Stability and Convergence programmes (or updates) and National Reform Programmes 2011</i></p>	<p>Polska: 25 kwietnia 2012 r.– Krajowy Program Reform kwiecień 2012 r.– Program Konwergencji Programy przedstawione przez państwa członkowskie: <i>National Programmes 2012</i></p>
<p>MAJ/CZERWIEC – Komisja Europejska, na podstawie programów, przygotowuje dla wszystkich państw członkowskich propozycje zaleceń, zatwierdzane przez Radę Europejską, a następnie przez ECOFIN</p>	
<p>7 czerwca 2011 r.– Zalecenie dotyczące Zalecenia Rady w sprawie krajowego programu reform Polski z 2011 r. oraz zawierającego opinię Rady na temat zaktualizowanego programu konwergencji na lata 2011–2014 przedstawionego przez Polskę [oraz towarzyszący zaleceniu Commission Staff Working Paper: <i>Assessment of the 2011 national reform programme and convergence programme for Poland</i> 23–24 czerwca 2011 r.– zbiorcza ocena przez Radę Europejską programów państw członkowskich na podstawie oceny Komisji i zatwierdzenie zaleceń dla poszczególnych państw (Konkluzje)</p>	<p>30 maja 2012 r.– Zalecenie: Zalecenie Rady w sprawie krajowego programu reform Polski z 2012 r. oraz zawierające opinię Rady na temat przedstawionego przez Polskę programu konwergencji na lata 2012–2015 oraz towarzyszący zaleceniu Dokument roboczy służb Komisji: Ocena krajowego programu reform i programu konwergencji Polski z 2012 r.</p>
<p>LIPIEC – formalne przyjęcie przez Radę ECOFIN opinii na temat programów stabilności lub konwergencji oraz ewentualnych zaleceń dla państw członkowskich na podstawie oceny Krajowych Programów Reform</p>	
<p>12 lipca 2011 r.– przyjęcie przez Radę zaleceń dla państw członkowskich (komunikat prasowy) Zalecenie Rady w sprawie krajowego programu reform Polski z 2011 r. oraz zawierające opinię Rady na temat przedstawionego przez Polskę zaktualizowanego programu konwergencji na lata 2011–2014</p>	
<p>II POŁOWA ROKU – prace nad budżetami krajowymi w państwach członkowskich, przegląd realizacji zaleceń na poziomie UE</p>	
<p>1 grudnia 2011 r.– Rezolucja Parlamentu Europejskiego w sprawie europejskiego okresu oceny koordynacji polityki gospodarczej</p>	

Źródło: Branna, Wąsowicz (2012)

### 3.2.2. Pakt Euro Plus

Decyzja o przyjęciu Paktu Euro Plus zapadła w nocy z 24 na 25 marca 2011 r. na szczycie Unii Europejskiej w Belgii. Pakt swoje źródło czerpał z niemiecko-francuskiego porozumienia na rzecz konkurencyjności. Istotne dla koncepcji Paktu Euro Plus było także polskie stanowisko<sup>117</sup>. Na poniższym rysunku ukazano kontekst przyjęcia Paktu Euro Plus ilustrowany schematem współzależności negatywnych zjawisk kryzysowych, tj. małej konkurencyjności, długu publicznego i zadłużenia prywatnego, którym przeciwdziałać mają instrumenty zawarte w Strategii „Europa 2020”, Pakcie Euro Plus, PSW, Procedurze Nadmiernych Nierównowag i unijnym nadzorze.



Rysunek 3.16. Kontekst przyjęcia Paktu Euro Plus

Źródło: Prezentacja J.M. Barroso na posiedzenie Rady Europejskiej w dniu 9 grudnia 2011 r.

Do Paktu Euro Plus przystąpiło 17 krajów strefy euro oraz Polska, Dania, Litwa, Łotwa, Rumunia i Bułgaria. Zadeklarowały one chęć ambitnych reform

<sup>117</sup> Przed podpisaniem pakt określany był nazwami „dla konkurencyjności” lub „na rzecz euro”. Na wniosek Polski został nazwany „Paktem Euro Plus”, by podkreślić otwartość na kraje spoza strefy euro. Jeszcze w październiku 2010 r., D. Tusk zapewniał kanclerz A. Merkel, że „Polska na pewno nie będzie blokowała zmian, które zwiększą dyscyplinę budżetową Unii Europejskiej jako całości”. Początkowo pakt ten miał być skierowany wyłącznie do państw członkowskich strefy euro, jednak na skutek m.in. nacisków polskich władz kanclerz A. Merkel rozszerzyła formułę paktu o możliwość przystępowania do niego państw spoza strefy euro.

i zwiększonej (w odniesieniu do wymaganej przez Traktaty unijne) koordynacji polityk gospodarczych.

Czterema głównymi celami Paktu Euro Plus stały się:

- wspieranie konkurencyjności;
- wspieranie zatrudnienia;
- przyczynianie się do zrównoważenia finansów publicznych;
- wzmocnienie stabilności finansowej.

Dodatkowym obszarem jest koordynacja polityki podatkowej państw UE.

Dla efektywniejszej pracy, przywódcy 23 państw, sygnatariusze Traktatu, mają spotykać się przynajmniej raz w roku w celu ustalenia kierunków polityki gospodarczej. Głównym założeniem Paktu jest wzmocnienie konkurencyjności nie tylko strefy euro, ale także całej UE. Aby tego dokonać, wskazano wspólne cele, ale nie wspólne metody ich osiągnięcia. Mają do nich należeć wprowadzenie ustawowych limitów zadłużenia, reforma systemu emerytalnego, zwiększenie zatrudnienia, ograniczenia biurokracji czy powiązanie płac z produktywnością.

W przypadku decyzji podejmowanych na skutek Paktu Euro Plus zdecydowano się na korzystanie z otwartej metody koordynacji (Chrzanowski 2009, s. 121–122). UE przejęła ją od OECD, gdzie stosowano tę metodę przy porównywaniu skuteczności prowadzonych przez kraje członkowskie polityk gospodarczych. Stosując ją, KE odgrywa rolę przede wszystkim organizatora sieci eksperckich, których członkowie wywierają znaczny wpływ na kształt i sposoby działania podejmowane w dziedzinach objętych tą metodą. Rada UE właściwie nie podejmuje decyzji, ale zbiera się w gremiach wysokiego szczebla urzędników poszczególnych resortów państw członkowskich. Do ich zadań należy wypracowanie rozwiązań, które będą do przyjęcia przez poszczególne kraje. Najważniejsza różnica w sposobie pracy pomiędzy zwykłym posiedzeniem Rady UE a spotkaniami grup urzędników polega na tym, że o ile Rada UE przede wszystkim negocjuje, o tyle urzędnicy mają za zadanie jedynie przygotowanie rozwiązań poszczególnych kwestii. Wpływ Parlamentu Europejskiego jest ograniczony i odbywa się za pośrednictwem odpowiednich wyspecjalizowanych komisji parlamentarnych. Brak wiążącego prawa jest skutkiem otwartej koordynacji. Implementacja postanowień odbywa się za pomocą systematycznego przeglądu osiągnięć i doświadczeń, w czym KE odgrywa istotną rolę. Legitymizacja działań odbywa się za pośrednictwem państw członkowskich, a pośrednio również dzięki udziałowi rozproszonej sieci zainteresowanych i zinstytucjonalizowanych podmiotów społeczeństwa obywatelskiego (grupy interesu, środowiska akademickie, think tanki, związki zawodowe, organizacje pracodawców oraz inne organizacje pozarządowe).

Należy podkreślić, że skuteczna koordynacja polityk gospodarczych w związku z podpisaniem Paktu Euro Plus ma ograniczone szanse na realizację ze względu na brak sankcji związanych z jej implementacją. Pakt ten nie tworzy żadnych zobowiązań w ramach UE, nie zmienia Traktatów wspólnotowych, a ewentualnie wypracowane rozwiązania, będą przyjmowane na zasadzie dobrowolności. Dokument ten ma charakter głównie deklaracji politycznej i nie stanowi nowego źródła prawa.

W opiniach ekonomistów wyrażanych bezpośrednio po przyjęciu Paktu (Godlewski 2011) wzmocnienie strefy euro wymagałoby twardej koordynacji polityk gospodarczych, którym towarzyszyłyby skuteczne kontrole i sankcje. Pakt Euro Plus prowadzi tylko do miękkich deklaracji zamierzeń polityczno-ekonomicznych, których wcielenie w życie miałyby następować jedynie pod wpływem łagodnej politycznej presji na rzecz koordynacji w ramach grupy państw. Tym samym Pakt Euro Plus jest tak samo miękki, jak Pakt Stabilności i Wzrostu, którego słabości z realizacją stały się widoczne w wyniku kryzysu euro. Dlatego nie oczekuje się wzmocnienia konkurencyjności UE poprzez ten Pakt.

Wobec naszkicowanych już problemów z wdrażaniem Paktu Euro Plus jego realne znaczenie gospodarcze pozostaje nadal niewielkie. Państwa sygnatariuszy czekają co najwyżej na okresowe upomnienia lub pochwały.

Wydaje się, że Pakt Euro Plus nie jest tym, co chciały osiągnąć Niemcy, a raczej tym, na czym zależało Francji, czyli miękką koordynacją gospodarczo-polityczną i uniknięciem twardych zobowiązań politycznych obwarowanych sankcjami. Podobnie jak PSW również Pakt Euro Plus, jako jedyny środek zwiększania konkurencyjności może stać się tzw. „papierowym tygrysem”.

### 3.2.3. Sześciopak i zmiany w Pakcie Stabilności i Wzrostu<sup>118</sup>

Kryzys finansowy i gospodarczy ujawnił również szereg niedociągnięć w ramach nadzoru fiskalnego w UE oraz w samym PSW. Wśród jego wad wymieniano m.in.:

- niską egzekwowalność (Buti et al. 2003, s. 4). Nawet jeśli dane państwo narusza regulę, inne państwa nie mają możliwości natychmiast i wystarczająco go ukarać, co zwiększa pokusę nadużycia z jego strony.
- niską skuteczność części prewencyjnej Paktu (Larch et al. 2010, s. 18–20). Przepisy części prewencyjnej okazały się mniej skuteczne niż początkowo zakładano, nie zapobiegały kształtowaniu przez państwa procyklicznej polityki fiskalnej.

<sup>118</sup> Współautor Katarzyna Waćko-Jasińska.

- dalszą koncentrację na deficycie budżetowym, który nie zawsze jest dobrym wskaźnikiem nieprawidłowych zachowań rządu (Harasima 2011, s. 32).

Jak wspomniano, PSW nie przyniósł oczekiwanych rezultatów, głównie ze względu na fakt, że państwa członkowskie nie przestrzegały reguł, które same ustaliły. Gdy nierozważna polityka fiskalna poszczególnych krajów wymagała zdecydowanej reakcji, wnioski KE nie zyskiwały odpowiedniego poparcia wśród przedstawicieli państw strefy euro. Reforma PSW z 2005 r. również nie zwiększyła odpowiedzialności państw UE za finanse publiczne. W efekcie okazało się, że Europa nie posiada rozwiązań instytucjonalnych, które zapobiegłyby wystąpieniu kryzysu zadłużenia publicznego. Odpowiedzią na te słabości instytucjonalne miał być właśnie tzw. sześciopak (Barańczak, Rozkrut 2011, s. 1), umożliwiający znaczne wzmocnienie PSW zarówno w części prewencyjnej, jaki i korekcyjnej oraz zaostrzenie dyscypliny fiskalnej.

Sześciopak, tj. pakiet składający się z jednej dyrektywy i pięciu rozporządzeń został zaproponowany przez KE we wrześniu 2010 roku. Przez rok państwa strefy euro spierały się z KE, Parlamentem Europejskim i pomiędzy sobą, jak dokładnie powinny wyglądać regulacje. Na skutek braku porozumienia Parlament odłożył zaplanowane na czerwiec 2011 r. głosowanie nad pakietem. Dopiero za polskiej prezydencji udało się znaleźć kompromisowe rozwiązania, a jesienią 2011 r. zostały one przyjęte przez Parlament Europejski. W skład sześciopaku, który wszedł w życie 13 grudnia 2011 r. wchodziły:

- Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady UE nr 1175/2011 z dnia 16 listopada zmieniające rozporządzenie (WE) nr 1466/97 w sprawie wzmocnienia nadzoru budżetowego i koordynacji polityk gospodarczych;
- Rozporządzenie Rady UE NR 1177/2011 z dnia 8 listopada 2011 r. zmieniające rozporządzenie (WE) nr 1467/97 w sprawie przyspieszenia i wyjaśnienia procedury nadmiernego deficytu;
- Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady UE nr 1173/2011 z dnia 16 listopada 2011 r. w sprawie skutecznego egzekwowania nadzoru budżetowego w strefie euro;
- Dyrektywa Rady 2011/85/UE z dnia 8 listopada 2011 r. w sprawie wymogów dla ram budżetowych państw członkowskich;
- Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady UE nr 1176/2011 z dnia 16 listopada 2011 r. w sprawie zapobiegania zakłóceniom równowagi makroekonomicznej i ich korygowania;
- Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady nr 1174/2011 z dnia 16 listopada 2011 r. w sprawie środków egzekwowania korekty nadmiernych zakłóceń równowagi makroekonomicznej w strefie euro.

Wspomniane wyżej trzy pierwsze rozporządzenia i jedna dyrektywa miały na celu wzmocnienie dyscypliny fiskalnej, a ostatnie dwa rozporządzenia miały zapobiegać zakłóceniom równowagi makroekonomicznej w strefie euro. Prowadzały one następujące zmiany (European Commission 2011e):

- większą przejrzystość: państwa członkowskie powinny zapewnić, aby ich ramy budżetowe na wszystkich szczeblach administracyjnych uwzględniały unijne ramy budżetowe, zwiększając jasność i wzajemną presję.
- zaostrzenie rygorów polityki fiskalnej: państwa członkowskie borykające się z niestabilnością finansów publicznych będą musiały dokonać znacznych postępów w realizacji średniookresowych celów budżetowych w celu spełnienia kryterium dotyczącego deficytu na poziomie maksymalnie 3%. Wzrost wydatków musi wiązać się ze średniookresowym tempem wzrostu PKB, tak aby wszelkie dodatkowe dochody prowadziły do zwiększenia oszczędności, a nie do wzrostu wydatków. Oczekuje się szybszej ścieżki dostosowania do średniookresowego celu budżetowego od państw, których zadłużenie przekracza 60% PKB, państw o silnie rosnącym poziomie długu lub państw, których długoterminowa stabilność finansowa jest zagrożona.
- skuteczniejsze egzekwowanie przepisów: w przypadku nieprzestrzegania przez dane państwo członkowskie uzgodnionych zasad, KE może skierować do niego ostrzeżenie, już na etapie działań zapobiegawczych. W razie utrzymującego się i/lub szczególnie poważnego naruszenia przepisów KE przygotowuje projekt zalecenia skierowanego do danego państwa członkowskiego w sprawie podjęcia działań naprawczych. Zalecenie zostanie przyjęte przez Radę, chyba że kwalifikowana większość państw członkowskich będzie głosować przeciw (jest to procedura odwróconej kwalifikowanej większości głosów). W odniesieniu do państw członkowskich należących do strefy euro zaleceniu będzie towarzyszył mechanizm egzekwowania kar w formie oprocentowanego depozytu w wysokości 0,2% PKB. Z uwagi na przyjęty sposób głosowania (tzw. odwrócone głosowanie – kwalifikowana większość głosów jest potrzebna do odrzucenia sankcji) proponowane sankcje cechują się większym automatyzmem.

Ponadto, wspomniane zmiany miały na celu wzmocnienie procedury nadmiernego deficytu przez skuteczniejsze egzekwowanie przepisów i możliwość nakładania kar pieniężnych na państwa członkowskie. W ramach wzmocnienia tej procedury przewidziano:

- zaostrzenie rygorów oceny: nadano większe znaczenie kryterium długu publicznego przy podejmowaniu decyzji o zastosowaniu procedury nadmiernego deficytu. Teraz redukcja zadłużenia stanie się jednym z kryteriów w ocenie finansów publicznych. Państwa członkowskie wykazujące zadłużenie przekraczające próg



60% PKB muszą zmniejszać tą nadwyżkę o co najmniej 1/20 rocznie przez okres trzech lat. Jeżeli tego nie zrobią, zostaną objęte procedurą nadmiernego deficytu. Podczas oceny należy uwzględnić istotne czynniki, o których mowa we wniosku KE.

- skuteczniejsze egzekwowanie przepisów: od państwa strefy euro, objętego procedurą nadmiernego deficytu będzie wymagany nieoprocentowany depozyt w wysokości 0,2% PKB. KE opracuje projekt zalecenia w sprawie działań naprawczych, skierowanego do danego państwa członkowskiego. Zalecenie zostanie przyjęte przez Radę UE, chyba że kwalifikowana większość państw członkowskich będzie głosować przeciw (procedura odwróconej kwalifikowanej większości głosów). W razie nieprzestrzegania pierwotnego zalecenia w sprawie działań naprawczych depozyt zostanie przekształcony w karę pieniężną. Wysokość tej kary wzrośnie w przypadku ponownego nieprzestrzegania zaleceń.

Według opinii ekspertów (np. EBC 2012f) podjęte działania są krokiem we właściwym kierunku, ale jak zauważają, reforma powinna być pójść jeszcze dalej. Jednym z kluczowych elementów oczekiwanego przełomu jest zwiększenie automatyzmu podejmowania decyzji poprzez stosowanie w największym możliwym zakresie głosowania według metody odwróconej większości kwalifikowanej, która dotychczas realizowana była jedynie połowicznie.

### 3.2.3.1. Polityka fiskalna

Wspomniane wcześniej pierwsze rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 1175/2011) w ramach sześciopaku nowelizuje rozporządzenie poświęcone osiągnięciu przez państwa UE tzw. średniookresowych celów budżetowych (*medium term objectives*, MTO). Cele te są określane w ujęciu strukturalnym, tj. po korekcie nominalnego salda o wpływ cyklu koniunkturalnego (np. o część dochodów podatkowych wynikających z ożywienia gospodarczego) i czynniki jednorazowe.

Osiągnięcie MTO zależy m.in. od wysokości długu oraz przewidywanego wzrostu kosztów związanych ze starzeniem się ludności. Jego realizacja powinna równocześnie minimalizować ryzyko przekroczenia przez deficyt sektora finansów publicznych traktatowego progu 3% PKB.

Kraje, które nie osiągnęły MTO, są zobowiązane do corocznej poprawy strukturalnego salda sektora o co najmniej 0,5% PKB. W wyniku nowelizacji rozporządzenia dodatkowym wymogiem jest, aby w tych krajach tempo wzrostu wydatków sektora było niższe, a po osiągnięciu MTO nie wyższe niż średniookresowe tempo wzrostu potencjalnego PKB. Z tej oceny wyłączone będą jednak wydatki

finansowane z funduszy UE, koszty obsługi długu publicznego oraz wydatki związane z cyklicznym wzrostem bezrobocia. Wydatki będą mogły rosnąć szybciej także wówczas, gdy będzie im towarzyszyć odpowiedni i – co kluczowe – trwały wzrost dochodów.

Drugie nowelizowane rozporządzenie wzmacnia restrykcyjność procedury nadmiernego deficytu. W szczególności kraj z długiem powyżej 60% PKB nie będzie podlegał tej procedurze tylko wtedy, gdy dług ten będzie redukowany w tempie co najmniej 1/20 nadwyżki rocznie.

W trzecim rozporządzeniu w ramach sześciopaku rozszerzono wachlarz sankcji za nieprzestrzeganie przyjętych reguł, choć nadal dotyczą one wyłącznie krajów strefy euro. Kary mają być egzekwowane także za nieprzestrzeganie części prewencyjnej PSW – Rada UE będzie mogła nałożyć na państwo, które znacząco odeszło od swojego MTO, obowiązek wpłaty oprocentowanego depozytu w wysokości 0,2% PKB. W takiej samej wysokości, tyle że nieoprocentowany, depozyt powinien być uiszczony przez kraj strefy euro już w początkowym etapie procedury nadmiernego deficytu.

Bardziej surowa, bo bezwrotna, kara w wysokości 0,2% PKB ma być nakładana na państwo, które nie wdraża rekomendacji Rady UE dotyczących skorygowania nadmiernego deficytu. Taka sama sankcja miałaby zastosowanie wobec członków strefy euro, którzy celowo fałszowali dane statystyczne dotyczące długu i deficytu (przykładem takiego kraju jest Grecja).

Finansowych kar za nieprzestrzeganie reguł Paktu dotąd nigdy nie zastosowano. W tym kontekście dużą wagę w sześciopaku przypisano zmianom w systemie głosowania, po których odrzucenie wniosków KE o wyciągnięcie konsekwencji wobec danego kraju będzie teraz znacznie trudniejsze.

Ważną zmianą przy podejmowaniu decyzji o wszczynaniu procedury nadmiernego deficytu jest pełniejsze uwzględnianie kosztów reformy systemu emerytalnego w krajach, które wprowadziły obowiązkowy filar kapitałowy. Reformy te, przede wszystkim w początkowym okresie, wiążą się z poniesieniem nieraz bardzo znaczących kosztów. Ubytek części składek w wyniku ich przekazywania do filaru kapitałowego (OFE) pogarsza bowiem bieżące saldo sektora finansów publicznych i powiększa zadłużenie publiczne.

W ramach procedury nadmiernego deficytu koszt reformy emerytalnej był przed przyjęciem sześciopaku uwzględniany jedynie przejściowo i w ograniczony sposób. Takie podejście zniechęcało do reformowania systemu emerytalnego, które – w świetle niekorzystnych zmian demograficznych – powinno odgrywać kluczową rolę w zapewnieniu długookresowej stabilności finansów publicznych. Zapisy

sześciopaku stanowią, że koszt reform będzie już uwzględniany stale i w pełnej wysokości.

Aby tak się stało, deficyt sektora nie może jednak istotnie przekraczać 3% PKB (choć przepisy tego nie precyzują, górny próg prawdopodobnie wyniesie ok. 4% PKB). Ponadto koszt reformy musi być jedyną przyczyną przekroczenia tej granicy, a dług ocenianego kraju nie może przekraczać 60% PKB (dług ten nie będzie pomniejszany o część wynikającą z kosztów reformy systemu emerytalnego).

Możliwe będzie również przyspieszone zakończenie procedury nadmiernego deficytu, jeśli tylko zostanie on zredukowany znacząco i trwale o blisko 3% PKB.

Dotychczasowe doświadczenia wykazały, że same przepisy unijne nie zapewnią efektywnej koordynacji polityk budżetowych. W rezultacie ważnym elementem sześciopaku jest dyrektywa określająca wymogi dla krajowych ram fiskalnych, które powinny zostać wypełnione do końca 2013 roku. W szczególności dyrektywa zobowiązuje członków UE do posiadania numerycznych reguł fiskalnych sprzyjających respektowaniu ich zobowiązań traktatowych i wynikających z Paktu Stabilności i Wzrostu.

Najważniejsze zapisy rozporządzeń i dyrektywy zostały przedstawione w aneksie.

### **3.2.3.2. Nierównowaga makroekonomiczna**

Dwa, wspomniane wcześniej, ostatnie rozporządzenia sześciopaku dotyczyły kwestii zapobiegania i korekty zakłóceń nierównowag makroekonomicznych.

PSW nie zdołał zapobiec narastaniu nierównowag makroekonomicznych, które równocześnie okazały się „ukrytym” źródłem głębokiej nierównowagi finansów publicznych. Dotyczy to w szczególności boomu na rynku aktywów finansowych i nieruchomości, który w latach poprzedzających kryzys skutkowało m.in. znaczącymi dodatkowymi dochodami publicznymi. Krótkowzroczność rządów i traktowanie wzrostu tych dochodów jako trwałej tendencji zbyt często prowadziły do ich przeznaczania na finansowanie nowych wydatków.

Gdy sytuacja na rynku aktywów odwróciła się, skala nagłego pogorszenia stanu finansów publicznych przerosła wszelkie oczekiwania. Dotyczyło to także krajów, które wcześniej wypełniały średniookresowe cele budżetowe (MTO). W Hiszpanii, mimo nadwyżki 1,3% PKB w 2007 r., już w 2009 r. deficyt sektora wyniósł 9,2% PKB. W Irlandii, cieszącej się nadwyżką 2% PKB w 2006 r., deficyt sektora trzy lata później wyniósł już 12% PKB, a w 2010 r. (w znacznej mierze w wyniku ratowania instytucji finansowych) aż 30,3% PKB.

Odpowiedzią na te problemy ma być wprowadzenie w ramach sześciopaku nadzoru makroekonomicznego w UE. Ma on zapobiegać makroekonomicznym nierównowagom, a w przypadku ich wystąpienia prowadzić do ich korygowania. Służyć temu będzie ocena wskaźników (*Scoreboard*) mających pomóc w zidentyfikowaniu sygnałów narastania nierównowagi makroekonomicznej (np. szybki wzrost kredytów hipotecznych w połączeniu z wysokim zadłużeniem prywatnym).

Na procedurę nadmiernych nierównowag składają się działania prewencyjne i korekcyjne. Ramię prewencyjne dzieli się na dwa etapy:

- mechanizm alarmowy, polegający na corocznej ocenie zestawu wskaźników dokonywanej przez KE i porównywanie ich wartości dla poszczególnych państw UE z określonymi progami bezpieczeństwa. Mechanizm ten pozwala zidentyfikować kraje o wysokim poziomie ryzyka. Zestaw wskaźników zawiera poniższa tabela.

**Tabela 3.6. Zestaw wskaźników mechanizmu alarmowego procedury nadmiernych nierównowag makroekonomicznych**

Nierównowaga	Wskaźnik	Progi bezpieczeństwa
Zewnętrzna	Saldo obrotów bieżących (3-letnia średnia, %PKB)	-4% do 6%
	Międzynarodowa pozycja inwestycyjna (%PKB)	> -35%
	Realny efektywny kurs walutowy (zmiana 3-letnia, deflowany HICP, 35 partnerów handlowych)	±5% dla euro, ±11% dla pozostałych walut
	Udział w rynkach eksportowych (zmiana 5-letnia)	> -6%
Wewnętrzna	Nominalne jednostkowe koszty pracy (zmiana 3-letnia)	<9% dla strefy euro, <12% poza strefą euro
	Realne ceny nieruchomości (zmiana r/r)	< +6%
	Dynamika kredytów dla sektora prywatnego (%PKB)	< +15%
	Dług sektora prywatnego (%PKB)	< 160%
	Dług sektora instytucji rządowych i samorządowych (%PKB)	< 60%
	Stopa bezrobocia (3-letnia średnia)	< 10%
	Łączne zobowiązania sektora finansowego (zmiana r/r)	< 16,5%

Źródło: European Commission (2011b)

- następnie gospodarki krajów wytypowanych jako te o szczególnym poziomie ryzyka poddaje się szczegółowej analizie ekonomicznej za pomocą szerszego zestawu wskaźników, metod i dokumentów. Analiza ta może wskazać na nieistnienie nierównowag, umiarkowane nierównowagi lub nadmierne nierównowagi.

Należy podkreślić, że ocena zakłóceń równowagi makroekonomicznej nie wynika z mechanicznego zastosowania wskaźników uwzględnionych powyżej w tab. 3.6 i powiązanych wartości progowych. Ocena ta jest wynikiem ekonomicznej analizy tabeli wskaźników uzupełnionej dodatkowymi informacjami

i wskaźnikami, z należyтым uwzględnieniem okoliczności i struktur charakterystycznych dla poszczególnych krajów. W swojej rezolucji<sup>119</sup> Parlament Europejski podkreślił konieczność przyjęcia kompleksowego podejścia uwzględniającego czynniki decydujące o wydajności oraz trendy w zakresie bezrobocia. Parlament zalecił również pełne uwzględnienie skutków ubocznych w ramach analizy tabeli wskaźników. W związku z tym i zgodnie z rozporządzeniem rozpatrzono również dodatkowe wskaźniki, które przedstawiono w tab. 3.7. Obejmują one m.in. dodatkowe aspekty związane z ogólną sytuacją makroekonomiczną (w tym warunki wzrostu gospodarczego i inwestycje), a także nominalną i realną konwergencją wewnątrz strefy euro i poza nią, w tym dodatkowe aspekty wyników w handlu zagranicznym i szczególną sytuację gospodarek nadrabiających zaległości (w tym wskaźniki dotyczące napływu bezpośrednich inwestycji zagranicznych i zadłużenia zagranicznego netto). Odzwierciedlają one również potencjał wystąpienia zakłóceń równowagi, a także możliwości dostosowawcze gospodarki, o których decyduje np. wydajność. Zgodnie z zaleceniami Rady UE, Parlamentu Europejskiego i Europejskiej Rady ds. Ryzyka Systemowego zawartymi w przedstawionych przez nie opiniach na temat projektu tabeli wskaźników przedłożonego przez Komisję, uwzględnia ona również sytuację rynków finansowych, które odegrały istotną rolę w trakcie obecnego kryzysu<sup>120</sup>. Ten zbiór dodatkowych wskaźników w tab. 3.7 stanowi integralną część ekonomicznej analizy tabeli wskaźników i powiązanego z nią określenia tych państw członkowskich, których sytuacja uzasadnia przeprowadzenie pogłębionej analizy.

W przypadku zdiagnozowania występowania nadmiernych nierównowag makroekonomicznych uruchamiane jest korekcyjne ramię mechanizmu: rząd państwa o podwyższonym ryzyku zobligowany jest opracować i dostarczyć KE plan naprawczy, który musi zostać zaakceptowany przez KE i Radę UE. Państwo poddane mechanizmowi zobowiązane jest aktualizować plan co 6 miesięcy i wdrażać jego postanowienia w założonym terminie. W przypadku nie wywiązania się z tych obowiązków na państwo może zostać nałożona kara w wysokości 0,1% PKB w formie oprocentowanego depozytu, który może zostać przekształcony w coroczną karę finansową.

---

<sup>119</sup> Opinie ERRS na temat planowanych wskaźników istotnych z punktu widzenia stabilności rynków finansowych: [http://ec.europa.eu/dgs/economy\\_finance/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/dgs/economy_finance/index_en.htm).

<sup>120</sup> Warto zauważyć, że aspekt ten odzwierciedlają również niektóre ze wskaźników tabeli, a mianowicie dotyczące zmian sytuacji na rynku kredytów oraz cen mieszkań.

**Tabela 3.7. Dodatkowe wskaźniki wykorzystane w ekonomicznej analizie tabeli wskaźników przygotowanej w ramach procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej**

Wskaźnik
Zmiana realnego PKB w ujęciu rok do roku, w %
Nakłady brutto na środki trwałe, w % PKB
Wydatki krajowe brutto na badania i rozwój, w % PKB
Wierzytelności / zadłużenie netto wobec reszty świata, w % PKB, dane z bilansu płatniczego
Zadłużenie zagraniczne netto, w % PKB
Napływ bezpośrednich inwestycji zagranicznych, w % PKB
Poziom bezpośrednich inwestycji zagranicznych, w % PKB
Saldo handlu produktami energetycznymi, w % PKB
Realny efektywny kurs walutowy względem strefy euro, zmiana w % w okresie 3 lat
Wyniki eksportowe względem rozwiniętych gospodarek, zmiana w % w okresie 5 lat
Warunki wymiany handlowej, zmiana w % w okresie 5 lat
Udział w rynkach eksportowych wg wolumenu towarów i usług, zmiana w % (w ujęciu rok do roku)
Wydajność pracy, zmiana w % w ujęciu rok do roku
Nominalne jednostkowe koszty pracy, zmiana w % w okresie 10 lat
Poziom jednostkowych kosztów pracy względem strefy euro, zmiana w % w okresie 10 lat
Nominalne ceny mieszkań, zmiana w % w okresie 3 lat
Budownictwo mieszkaniowe, w % PKB
Zadłużenie sektora prywatnego, w % PKB, dane nieskonsolidowane
Dźwignia finansowa (stosunek długu do kapitału własnego)
Zatrudnienie, zmiana w % w ujęciu rok do roku
Współczynnik aktywności zawodowej (wiek 15-64 lat)
Stopa bezrobocia długotrwałego (% ludności aktywnej zawodowo)
Stopa bezrobocia młodzieży (% ludności aktywnej zawodowa w tej samej grupie wiekowej)
Młodzież niepracująca, niekształcąca się ani nie szkoląca się (% ogółu ludności)
Osoby zagrożone ubóstwem lub wykluczeniem społecznym (% ogółu ludności)
Wskaźnik zagrożenia ubóstwem (% ogółu ludności)
Wskaźnik poważnej deprywatyzacji materialnej (% ogółu ludności)
Osoby żyjące w gospodarstwach domowych o bardzo małej intensywności pracy (% ludności w wieku 0-59)

Źródło: European Commission (2011b); Komisja Europejska (2013b)

Zgodnie z raportem KE o finansach publicznych w UGW (European Commission 2012d, s. 24), procedurą nadmiernego deficytu (dotyczącą jednego tylko wskaźnika) są objęte wszystkie kraje UE poza Bułgarią, Estonią, Finlandią, Niemcami, Luksemburgiem i Szwecją. W przypadku wszystkich państw objętych procedurą (poza Hiszpanią) pozostaje ona w stanie zawieszenia. Zgodnie z rekomendacjami KE rząd hiszpański jest zobowiązany do stopniowej redukcji deficytu budżetowego, tak aby osiągnąć poziom 2,8% PKB w 2014 roku.

### 3.2.4. Dwupak

Zaproponowany przez KE tzw. dwupak, na który składały się przyjęte 23 listopada 2011 r. dwa projekty rozporządzeń (European Commission 2011c, 2011d), był kolejnym krokiem w stronę konsolidacji dyscypliny finansów państw strefy euro i zwiększonego nadzoru Brukseli.

Warto podkreślić, że przyjęty wcześniej i obowiązujący od grudnia 2011 r. tzw. sześciopak wzmocnił rolę KE, dając jej m.in. uprawnienia do dokonywania kontroli bezpośrednio w państwach UE. Takim kontrolom była poddawana m.in. pogrążona w kryzysie Grecja. Dwupak umożliwił KE dodatkową, tym razem prewencyjną kontrolę budżetów państw strefy euro, które jeszcze przed uchwaleniem budżetu będą zobligowane przedstawić jego projekt. Jeśli projekt będzie odbiegał od unijnych wytycznych dotyczących deficytu, Komisja będzie mogła się domagać, by został poprawiony.

Dwupak został 14 maja 2012 r. zaakceptowany przez komisję ds. gospodarczych Parlamentu Europejskiego (ECON) niewielką większością głosów. Udało się to dzięki wprowadzeniu do niego poprawki umożliwiającej państwom członkowskim oraz Parlamentowi Europejskiemu w każdej chwili cofnięcie specjalnych uprawnień KE, oraz propozycji, aby państwa w szczególnie trudnej sytuacji mogły być objęte prawną ochroną przed bankrutwem.

Omawiany pakiet rozporządzeń został przyjęty na sesji plenarnej Parlamentu Europejskiego 13 czerwca 2012 r. i został przekazany do Rady UE. Parlament opowiedział się za zagwarantowaniem KE większej kontroli nad polityką budżetową państw strefy euro. Posłowie nie zgodzili się, o co zabiegała KE, by dać jej wolną rękę w podejmowaniu decyzji, gdy stwierdzi nieprawidłowości w narodowym budżecie któregoś z krajów.

Porozumienie osiągnięto 12 marca 2013 roku. Dzięki poprawkom dodanym przez Parlament Europejski nowe prawo bardziej skoncentrowano na wspomaganiu wzrostu gospodarczego, na przykład: analizy projektów budżetów krajowych przygotowywane przez KE, będą musiały brać pod uwagę to, czy planowane cięcia wydatków nie wpłyną negatywnie na inwestycje i wzrost.

W przypadku, gdy od państwa członkowskiego wymagać się będzie znaczących cięć, nie powinny być one przeprowadzane kosztem inwestycji w edukację oraz opiekę zdrowotną. Dotyczyć to ma zwłaszcza państw o zagrożonej stabilności finansowej. Ponadto, obowiązujące państwo terminy redukcji deficytu budżetowego będą elastyczne, biorąc pod uwagę wyjątkowe okoliczności wywołane gwałtowną zapaścią gospodarki.

KE, wykonując swoje zwiększone uprawnienia, dotyczące budżetów państw strefy euro, sama będzie poddawana dokładnej kontroli przez Parlament oraz

państwa członkowskie, co zapewni przejrzystość i odpowiedzialność za podjęte działania. Prace tzw. Troiki (KE, EBC, MFW), nadzorującej reformy gospodarcze w państwach dotkniętych trudnościami, również poddane zostaną dokładniejszej demokratycznej kontroli oraz będą bardziej przejrzyste.

Kolejną ważną kwestią podczas negocjacji Parlamentu Europejskiego z państwami członkowskimi był problem funduszu amortyzacji zadłużenia. Kompromis, który udało się osiągnąć, spowodował nałożenie na KE obowiązku „stworzenia grupy ekspertów, która zajmie się pogłębioną analizą możliwych korzyści, ryzyka, wymagań, oraz trudności w osiągnięciu częściowej substytucji narodowej edycji długu, wspólną edycją, przy pomocy funduszu amortyzacji zadłużenia lub europejskich bonów skarbowych”. Grupa ekspertów powinna przedstawić swoje konkluzje do marca 2014 r., następnie KE poproszona zostanie o ocenę oraz, jeśli uzna za stosowne, złożenie wniosku, przed zakończeniem własnego mandatu. KE zadeklarowała jednocześnie zamiar rozwinięcia systemu dostarczania pomocy finansowej krajom, które planują przeprowadzić u siebie reformy zwiększające konkurencyjność.

Pierwotnie zakładano, że nowe zasady powinny zacząć obowiązywać od kolejnego cyklu budżetowego dla państw strefy euro (lata 2014–2020).

### **3.2.5. Traktat o Stabilności, Koordynacji i Zarządzaniu w Unii Gospodarczej i Walutowej**

Traktat o Stabilności, Koordynacji i Zarządzaniu w Unii Gospodarczej i Walutowej, nazywany również Paktem Fiskalnym, został podpisany 2 marca 2012 r. przez 25 państw członkowskich UE (Traktatu nie podpisały Republika Czeska i Wielka Brytania).

Wynegocjowany przez kraje UE z ogromnym trudem Traktat zaczął obowiązywać 1 stycznia 2013 r. (do tego dnia Traktat ratyfikowało 16 państw). Nakłada on na członków UE nowe zasady utrzymania dyscypliny budżetowej i wprowadza automatyczność sankcji w wypadku ich nieprzestrzegania.

Nowe zasady będą obowiązywały kraje strefy euro. Najpierw jednak, będą musiały zostać ratyfikowane przez poszczególnych jej członków. Ratyfikacja Traktatu stanowiła problem w Irlandii, której rząd zapowiedział przeprowadzenie w tej sprawie referendum. W wyniku przeprowadzonego 31 maja 2012 r. referendum, ponad 60% Irlandczyków opowiedziało się za Traktatem. Do Paktu Fiskalnego nie przystąpiły Wielka Brytania i Czechy.

Traktat zawiera szereg reguł, które obowiązywały dotychczas państwa członkowskie na podstawie prawa europejskiego, ale nie były przestrzegane. Przez



wprowadzenie automatycznych mechanizmów, Traktat wzmacnia obowiązek dyscypliny budżetowej państw sygnatariuszy, koordynację ich polityk gospodarczych oraz ma poprawić zarządzanie strefą euro. Reguły te mają wspierać osiągnięcie celów UE: trwały wzrost, zatrudnienie, konkurencyjność i spójność społeczną.

Traktat wprowadza także trzy rodzaje szczytów. W szczytach pierwszej kategorii będą mogły uczestniczyć wszystkie kraje strefy euro, w drugiej kraje, które podpisały Pakt Euro Plus, a w trzeciej wszystkie kraje członkowskie.

Najważniejsze zapisy Traktatu przedstawiono poniżej.

Tytuł III Traktatu odnosi się do dyscypliny budżetowej państw sygnatariuszy. Saldo sektora instytucji rządowych i samorządowych musi być, zgodnie z treścią art. 3 pkt 1a), zrównoważone lub wykazywać nadwyżkę. Wymóg ten uważa się za spełniony, jeśli roczne saldo strukturalne sektora publicznego (czyli uwzględniające zmiany cykliczne i skorygowane o działania jednorazowe i tymczasowe) odpowiada celowi średniookresowemu danego państwa (dolny pułap deficytu strukturalnego wynosi 0,5% PKB w cenach rynkowych).

W przypadku, gdy dług publiczny przekracza 60% PKB w cenach rynkowych, a ryzyko utraty długookresowej stabilności finansów publicznych jest niskie, dolny pułap deficytu strukturalnego może wynosić 1,0% PKB w cenach rynkowych. Traktat nakazuje automatyczne uruchomienie mechanizmu korygującego w sytuacji znacznego odchylenia od celu średniookresowego lub ścieżki dostosowawczej do niego. W takiej sytuacji państwo objęte jest procedurą nadmiernego deficytu i zmuszone jest przeprowadzić reformy strukturalne w celu zapewnienia trwałej korekty nadmiernego deficytu (program partnerstwa budżetowego i gospodarczego). Na mocy art. 6 Traktatu, państwa sygnatariusze zobowiązane są do powiadomienia organów UE o zamiarze emisji długu publicznego. W celu koordynacji polityk fiskalnych państw członkowskich UE, sygnatariusze Traktatu oddają organom UE (KE, Trybunałowi Sprawiedliwości Unii Europejskiej – TSUE) szereg kompetencji w zakresie koordynacji i nadzoru stosowania się do zaleceń Traktatu, aż po nałożenie kar pieniężnych (do 0,1% PKB) za niewywiązanie się z wyroku TSUE). Kwoty wpłacane przez państwa strefy euro zasilają fundusz Europejskiego Mechanizmu Stabilności. Kary regulowane przez pozostałe państwa członkowskie zasilają budżet ogólny UE.

Tytuł IV Traktatu odnosi się do koordynacji polityki gospodarczej i konwergencji państw sygnatariuszy, które zobowiązują się podejmować wspólne wysiłki na rzecz realizacji celów UE, takich jak pobudzanie konkurencyjności, wspieranie zatrudnienia i stabilizacja finansów publicznych. Państwa sygnatariusze zobowiązują się również do omawiania w ich gronie wszelkich „zasadniczych reform polityki gospodarczej, które planują realizować” celem ściślejszej koordynacji działań i umożliwienia oceny porównawczej najlepszych praktyk (art. 11).

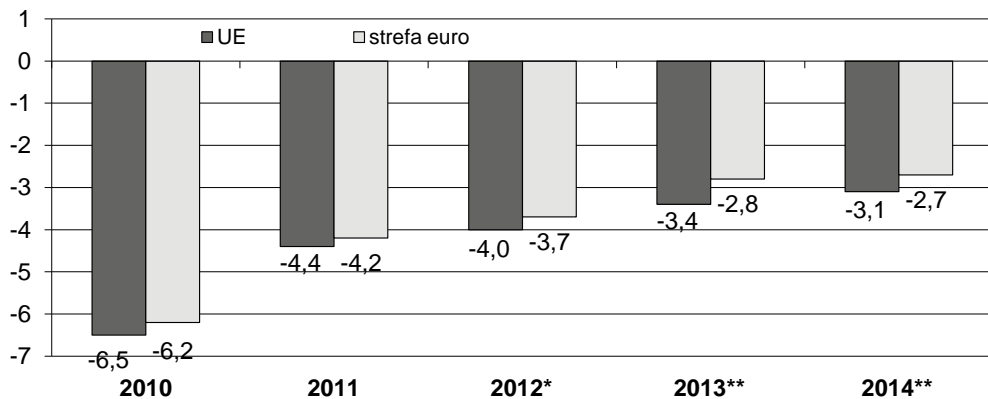
Tytuł V Traktatu dotyczy zarządzania strefą euro. Ustanawia się posiedzenia szczytu państw strefy euro (co najmniej dwa razy w roku), na których omawiane są kwestie wspólnych obowiązków państw strefy oraz wytyczne strategiczne dla polityk gospodarczych w celu zwiększenia konwergencji w strefie euro. Pozostałe państwa sygnatariusze Traktatu, nie będące w strefie euro mają prawo uczestnictwa w debatach podczas posiedzeń szczytu dotyczących podstawowych zasad i struktury strefy euro w przyszłości. Przewodniczący szczytu państw strefy euro zobowiązany jest informować pozostałe państwa członkowskie UE o wynikach posiedzeń szczytu.

### **3.2.6. Skutki działań stabilizacyjnych w Unii Europejskiej w odniesieniu do kryzysu finansów publicznych**

Ze względu na skalę zjawisk kryzysowych następujących w sferze realnej gospodarki od 2008 r. wiele państw nie poprzestało na działaniu automatycznych stabilizatorów, lecz zastosowało dyskrecjonalne instrumenty polityki fiskalnej w celu łagodzenia wahań cyklicznych. Polegały one na wdrażaniu pakietów interwencyjnych na rzecz ożywienia gospodarki prowadzących do narastania skali wydatków publicznych lub redukujących ciężary podatkowe. Nałożenie się na siebie następstw tych dwóch rodzajów instrumentów stabilizacyjnych spowodowało, w przypadku znacznej rzeszy członków UE, pogłębienie nierównowagi fiskalnej, której poziom w przypadku większości państw członkowskich przekroczył zakładane w Traktacie z Maastricht limity. Pomimo zróżnicowanego podejścia poszczególnych krajów do instrumentów oraz zakresu interwencjonizmu antykryzysowego, większość z nich zdecydowała się na poświęcenie równowagi finansów publicznych na rzecz przywrócenia równowagi makroekonomicznej.

Działania KE i podejmowane w ramach spotkań Rady UE decyzje zmierzające w strefie euro lub nawet w całej Unii Europejskiej do wzmoczonej koordynacji polityk makroekonomicznych miały za zadanie ustabilizowanie sfery finansów publicznych i niedopuszczenie do jej destabilizacji w przyszłości.

W dniu podpisania Traktatu o Stabilności, Koordynacji i Zarządzaniu w Unii Gospodarczej i Walutowej, wprowadzającego automatyczny mechanizm nakładania kar finansowych na państwa nieprzestrzegające postanowień Traktatu z Maastricht, nadmierny deficyt budżetowy stwierdzono w 23 spośród 27 państw UE (Torój 2012a, s. 1). Warto jednak zauważyć, że w latach 2010–2014, według prognoz KE, wartość deficytu budżetowego spadnie z  $-6,5\%$  PKB do  $-3,1\%$  PKB w UE-27 oraz z  $-6,2\%$  PKB do  $-2,7\%$  PKB w strefie euro, co w dużej mierze ma być efektem działań sanacyjnych w sferze finansów publicznych. Szczegóły przedstawia poniższy rys. 3.17.

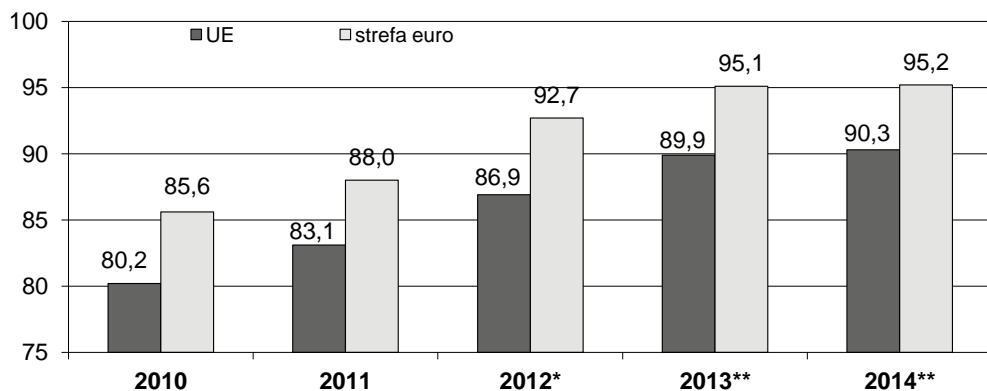


Rysunek 3.17. Średni deficyt budżetowy państw członkowskich strefy euro i UE-27 od 2010 r. (% PKB)

\* prognozy z 2012 r.

\*\* prognozy z 2013 r.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych European Commission (2013f) oraz (2012b)



Rysunek 3.18. Średnia wartość długu publicznego państw członkowskich strefy euro i UE-27 od 2010 r. (% PKB)

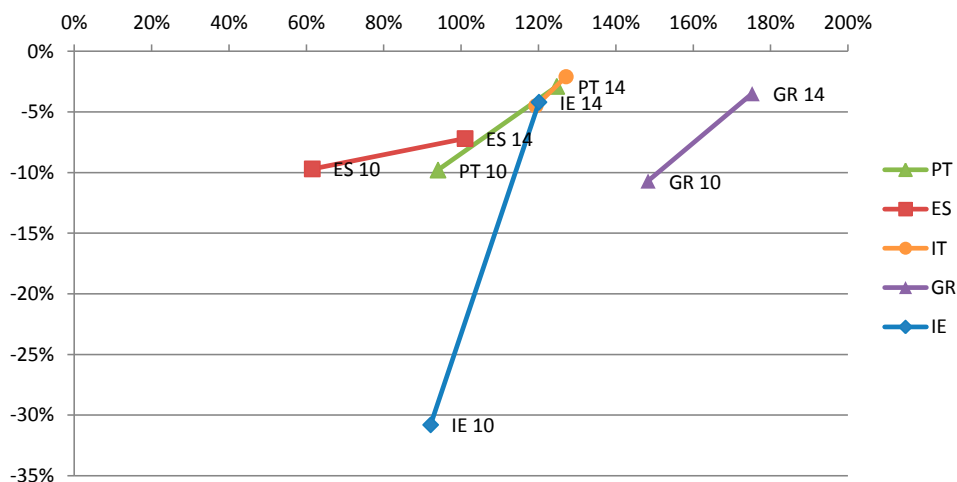
\* prognozy z 2012 r.

\*\* prognozy z 2013 r.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych European Commission (2013f) oraz (2012b)

Spadek poziomu deficytu budżetowego przełożył się i będzie się nadal prze-kładał według prognoz KE na wyhamowanie dynamiki wzrostu poziomu długu publicznego, co wyraźnie widać na poniższym rys. 3.19. W roku 2014 dług publiczny określony relacją jego wielkości do PKB po raz pierwszy od wielu lat wzrośnie minimalnie poniżej połowy punktu procentowego.

W kontekście zmian zachodzących w sferze finansów publicznych państw członkowskich UE zasadne wydaje się także zilustrowanie dynamiki zmian poziomu deficytu budżetowego oraz długu publicznego poszczególnych krajów. Szczególnie niepokojąca sytuacja w tym zakresie miała miejsce w grupie państw najbardziej dotkniętych kryzysem (Portugalia, Irlandia, Włochy, Grecja i Hiszpania). Rys. 3.19 prezentuje zmiany wartości deficytu i długu publicznego w tych krajach prognozowane do 2014 roku.

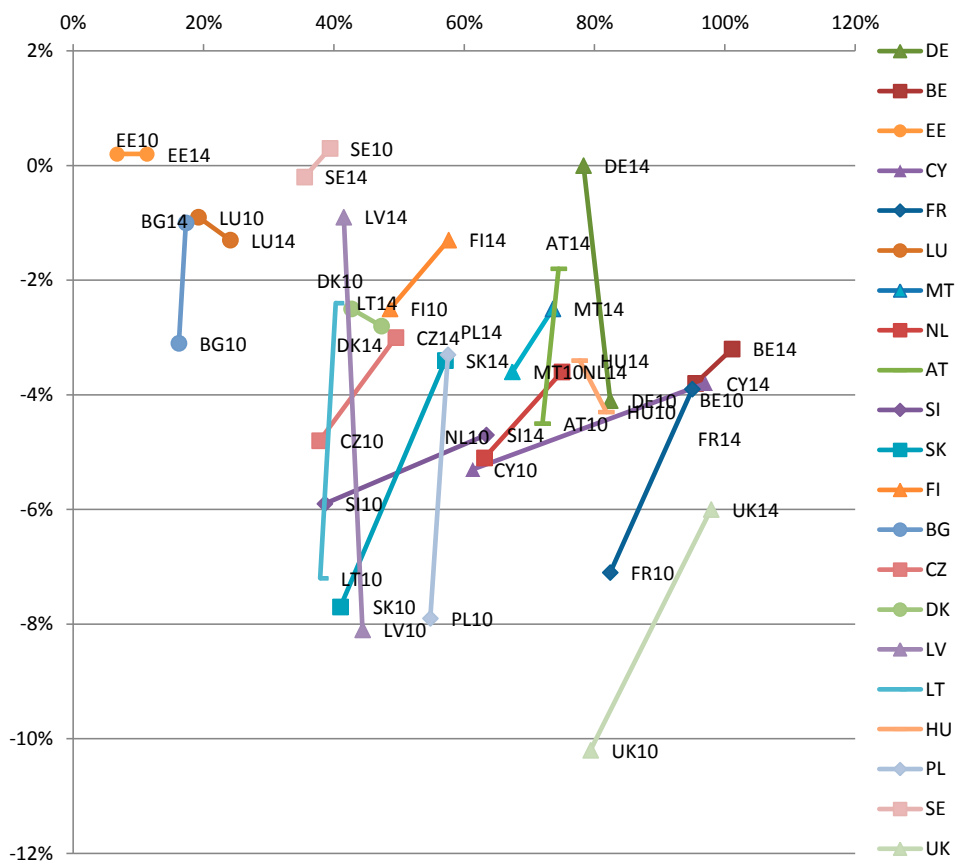


**Rysunek 3.19. Dług publiczny i deficyt/nadwyżka budżetowa państw najbardziej dotkniętych kryzysem od 2010 r. do 2014 r. (prognoza)**

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych European Commission (2013f)

Efektom działań sanacyjnych w grupie państw najbardziej dotkniętych kryzysem ma być znaczący spadek deficytu budżetowego, prowadzący do spadku deficytu budżetowego w przypadku Portugalii i Włoch do poziomu poniżej 3% PKB (we Włoszech w 2012 r., natomiast w Portugalii w 2014 r.). We wszystkich państwach analizowanej grupy, z wyjątkiem Hiszpanii, wartość deficytu budżetowego w 2014 r. ma nie przekraczać 5% PKB (por. rys. 3.19).

W pozostałych państwach UE prognozy także wskazują na pozytywne efekty presji w kierunku stabilizacji kondycji sfery finansów publicznych, czego dowodem są dane przedstawione na rys. 3.20.



**Rysunek 3.20. Dług publiczny i deficyt/nadwyżka budżetowa państw UE-27 (z wyjątkiem grupy państw najbardziej dotkniętych kryzysem) od 2010 do 2014 r. (prognoza)**

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych European Commission (2013f)

Z perspektywy sektora finansów publicznych, a także skuteczności działań naprawczych niezmiernie istotne, oprócz wartości wskaźników długu i deficytu budżetowego są zmiany wartości deficytu pierwotnego. Dane ilustrujące wartość tego wskaźnika w poszczególnych krajach na tle strefy euro i średniej UE-27 przedstawia poniższa tab. 3.8.

Oprócz wyraźnej tendencji obniżania deficytu pierwotnego wyraźne są skrajne wartości. Zdecydowanie najwyższy poziom deficytu pierwotnego według prognoz KE charakteryzował będzie Wielką Brytanię. Natomiast, ze względu na bardzo wysoki poziom długu publicznego i wysokie koszty jego obsługi oraz podejmowane działania sanacyjne, deficyt pierwotny został obniżony i nadal wykazuje tendencję w tym kierunku w Portugalii, Irlandii, Włoszech czy Grecji.

**Tabela 3.8. Deficyt pierwotny (*primary balance*) państw członkowskich UE w latach 2010–2011 i prognoza na lata 2012–2014**

Kraj	2010	2011	2012*	2013**	2014**
Austria	-1,8	0,2	0,1	0,1	0,9
Belgia	-0,4	-0,4	-0,5	0,3	0,0
Bulgaria	-2,4	-1,2	0,1	-0,5	-0,2
Cypr	-3,0	-3,9	-3,1	0,2	1,2
Czechy	-3,4	-1,9	-2,9	-1,5	-1,3
Dania	-0,8	-0,1	-2,4	-1,0	-1,2
Estonia	0,3	1,3	-0,1	-0,2	0,4
Finlandia	-1,4	0,3	-0,8	-0,4	0,2
Francja	-4,7	-2,7	-2,3	-1,2	-1,4
Grecja	-4,9	-2,4	-5,0	0,0	1,5
Hiszpania	-7,7	-7,0	-7,7	-3,2	-3,6
Holandia	-3,1	-2,4	-2,2	-1,6	-1,6
Irlandia	-27,7	-10,0	-3,9	-2,4	0,7
Litwa	-5,4	-3,7	-1,4	-0,8	-0,4
Luksemburg	-0,5	0,2	-0,4	-0,3	-0,6
Łotwa	-6,7	-2,1	0,1	0,5	0,7
Malta	-0,6	0,3	-0,2	0,3	0,7
Niemcy	-1,6	1,8	2,6	2,2	2,2
Polska	-5,2	-2,3	-1,1	-0,6	-0,6
Portugalia	-7,0	-0,4	-2,0	-0,5	1,8
Rumunia	-5,3	-3,9	-1,1	-0,6	-0,4
Słowacja	-6,3	-3,5	-2,5	-1,5	-1,6
Słowenia	-4,3	-4,4	-1,9	-2,4	-1,7
Szwecja	1,1	1,2	0,2	0,2	0,8
Węgry	-0,2	8,4	2,3	0,8	0,9
Wielka Brytania	-7,2	-4,5	-3,4	-4,3	-2,9
Włochy	0,1	1,2	2,5	3,2	3,3
UE27	-3,8	-1,5	-1,0	-0,4	-0,1
Strefa Euro	-3,4	-1,1	-0,6	0,4	0,5

\* prognozy z 2012 r.

\*\* prognozy z 2013 r.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych European Commission (2013f)

Zobrazowane statystykami Eurostatu i prognozami KE skutki działań stabilizacyjnych świadczą o pozytywnych efektach przywracania bądź wzmacniania zdolności obsługi długu publicznego poprzez sprzężenie działań w zakresie konsolidacji budżetowej i sprzyjających wzrostowi reform strukturalnych. Warto także zauważyć, że skutki i zakres interwencji w przypadku polityki fiskalnej są wyraźnie mocniejsze niż w przypadku polityki pieniężnej.

### 3.3. Sfera realna

*Krzysztof Marczewski*

Rok 2010 przyniósł dość skromne ożywienie w gospodarce europejskiej po półtorarocznej głębokiej recesji. Tempo wzrostu PKB w Unii Europejskiej wyniosło 2,1% po 4,3% spadku w 2009 r., a w strefie euro osiągnęło poziom 2% wobec 4,4% spadku w roku poprzednim. Było to głównie efektem poprawy koniunktury w handlu światowym. Import światowy, rosnąc o 13,4%, zniwelował z nadwyżką 11,3% zapaść z 2009 roku. Popyt krajowy zwiększył się w znacznie mniejszym stopniu – w całej Unii o 1,6%, a w strefie euro – o 1,3%. Wiązało się to z nadal bardzo niskimi nakładami inwestycyjnymi, które praktycznie nie wzrosły w porównaniu z 2009 rokiem. Braku skłonności sektora prywatnego do inwestowania nie zrekompensował wzrost inwestycji w sektorze publicznym, mimo że był preferowany w Europejskim Planie Odrodzenia Gospodarczego.

Ożywienie okazało się krótkotrwałe. Już w drugim kwartale 2011 r. tempo wzrostu PKB bardzo osłabło, a od czwartego kwartału do strefy euro powróciła recesja, zaś w całej UE pojawiły się tendencje stagnacyjne. Zarzewiem wybuchu drugiej fazy kryzysu w strefie euro, który przeniósł się też na pozostałe kraje UE, była negatywna reakcja światowych rynków finansowych na pogłębianie się zadłużenia sektora publicznego i pogarszanie się sytuacji banków w krajach południa strefy euro, w tym w pierwszej kolejności w Grecji. Kryzys zadłużeniowy i bankowy wymusił podjęcie działań na rzecz konsolidacji finansów publicznych w poszczególnych krajach, energicznie popieranym przez Komisję Europejską. W grupie krajów najbardziej zagrożonych znalazły się: Grecja, Portugalia, Irlandia, Hiszpania i Włochy<sup>121</sup>. Oznaczało to dla nich zasadniczą zmianę orientacji polityki gospodarczej – z polityki skierowanej na łagodzenie skutków negatywnego zewnętrznego szoku popytowego na politykę skierowaną na odbudowę zaufania rynków finansowych do dłużników publicznych. Niezbędna w tych warunkach restrykcyjna polityka fiskalna, choć sprzyjała konsolidacji finansów publicznych, to jednak równoległe przyczyniała się do osłabienia popytu wewnętrznego. W rezultacie, spowolnienie w całej UE okazało się trwałe.

Rys. 3.21 ilustruje drugą fazę kryzysu w konwencji modelu *IS-LM-BP*. Negatywny zewnętrzny szok popytowy, który przesuwając linię *IS* do *IS'* spowodował

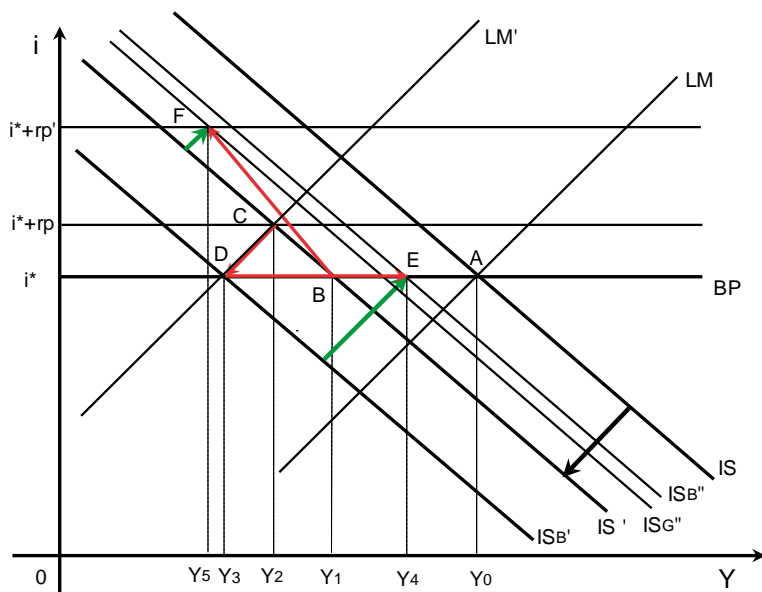
---

<sup>121</sup> Można poszerzyć tę grupę krajów o Cypr, z racji zarażenia kryzysem greckim i idącymi w ślad za nim ostrymi perturbacjami w ponad miarę rozbudowanym sektorze bankowym. Apogeum tych problemów przypadło na wiosnę 2013 r., a przy tym zostały one, dzięki radykalnym działaniom, dość szybko zażegnane (por. zakończenie podpunktu 3.1.1.1).

obniżenie poziomu aktywności gospodarczej z  $0Y_0$  (punkt równowagi  $A$ ) do  $0Y_1$  był odpowiedzialny za pierwszą fazę kryzysu. Kraje strefy euro znalazły się w punkcie równowagi  $B$ .

Natomiast kraje spoza strefy euro, ze względu na wzrost premii za ryzyko ( $rp$ ) znalazły się w punkcie  $C$  przy produkcie krajowym na poziomie  $0Y_2$ . Wśród nich kraje o płynnym kursie walutowym, dzięki deprecjacji, zaczęły dość szybko odbudowywać przedkryzysowy poziom produkcji, lokując się w rezultacie na linii  $IS_{B''}$ .

Z kolei kraje o stałych kursach walutowych, w tym przede wszystkim kraje bałtyckie, podjęły energiczne działania na rzecz ograniczenia popytu krajowego, redukując drastycznie wydatki budżetowe, mimo relatywnie bardzo niskiego poziomu długu publicznego. Wewnętrzny szok popytowy przesunął je z linii  $IS'$  do  $IS_{B'}$ . Dzięki temu uległa redukcji premia za ryzyko. Równoległe, wywołana w ten sposób obniżka kosztów i cen krajowych uruchomiła mechanizm tzw. dewaluacji wewnętrznej (opisany dokładniej poniżej), umożliwiając stopniową odbudowę eksportu i wychodzenie z gigantycznej recesji (długa zielona strzałka do linii  $IS_{B''}$ ). Te dwa procesy doprowadziły do przejścia tych gospodarek z punktu równowagi  $C$  poprzez punkt  $D$ , z poziomem produktu krajowego  $0Y_3$  do punktu równowagi  $E$ , z poziomem produktu krajowego  $0Y_4$ .



**Rysunek 3.21. Druga faza kryzysu – różnice w procesach dostosowawczych**

Źródło: Opracowanie własne



Inaczej potoczyły się losy kilku krajów strefy euro cechujących się wysokim długiem publicznym i/lub wysokimi deficytami obrotów bieżących albo zagrożeniami w sektorze bankowym. Pogorszenie stanu ich finansów publicznych w pierwszej fazie kryzysu spowodowało utratę zaufania rynków finansowych i wzrost premii za ryzyko (przesunięcie linii  $BP$  od  $i^*$  do  $i^* + rp'$ ). W wypadku Grecji ten wzrost był gigantyczny. W rezultacie, pomimo podjęcia działań uruchamiających mechanizm dewaluacji wewnętrznej (krótka zielona strzałka do punktu  $F$ ), kraje te przemieściły się z punktu równowagi  $B$  do punktu równowagi  $F$  na linii  $IS_G$ , ze znacznie obniżonym poziomem produktu krajowego  $OY_5$ .

### 3.3.1. Analiza sytuacji makroekonomicznej

W 2012 r. poziom PKB w UE i w strefie euro był nadal niższy niż przed kryzysem (tab. 3.9). Tylko w 14 krajach członkowskich przekroczył on rozmiary z 2007 roku. Najlepiej w tym kontekście wypadły Polska (przyrost o 18,5%) oraz Słowacja (przyrost o 11,2%). Wśród pięciu zagrożonych kryzysem finansów publicznych krajów strefy euro największy spadek aktywności gospodarczej odnotowała Grecja (-19,7%), a wśród krajów poza strefą euro – Łotwa (-13,2%). W strefie euro wyraźnie wyodrębniły się dwie grupy krajów: odzyskujące potencjał wzrostowy i pogrążające się w recesji. Do pierwszej z nich można zaliczyć Niemcy, Austrię, Słowację, Estonię i Malte, a do drugiej – oprócz wyżej wymienionej piątki, także Słowenię. W grupie krajów o stałych kursach walutowych zwraca uwagę postęp dokonany przez Litwę i Łotwę, a wśród działających w reżimie kursu płynnego – Polskę i Szwecję.

Popyt krajowy przekroczył w 2012 r. poziom przedkryzysowy tylko w 9 krajach UE. Liderami na tym polu były Polska, Luksemburg i Szwecja. Natomiast najbardziej skurczył się w Grecji (-27,3%), Irlandii i na Łotwie. Jednak w tej ostatniej, podobnie jak w pozostałych krajach bałtyckich, rozpoczęła się jego odbudowa. Z drugiej strony, dotknięte kryzysem finansów publicznych pięć krajów strefy euro odnotowały silną tendencję spadkową. Największej redukcji uległy nakłady inwestycyjne. W Grecji i Irlandii były one niższe w 2012 r. o ponad połowę niż 2007 r., a w Słowenii, Hiszpanii, Portugalii i na Cyprze – o ok. 40%. Ekspansję inwestycyjną kontynuowała tylko Polska (przyrost o 19,6%), a poziom przedkryzysowy przekroczyły jeszcze tylko: Austria, Luksemburg i Szwecja. Ponadto wyraźne odbicie w górę tego popytu wystąpiło w Estonii, Słowacji i Rumunii. W większości tych krajów ważnym czynnikiem wzrostu były inwestycje publiczne, w znacznej mierze finansowane z funduszy unijnych. W Polsce, Rumunii i Estonii (od 2012 r.) ich udział w PKB przekraczał 5%, przy średniej unijnej na poziomie 2,5%.

Tabela 3.9. PKB i jego wybrane składniki w latach 2010–2012

Regiony/ kraje	PKB		Popyt krajowy		Nakłady inwestycyjne	
	2010 r. 2007 r. = 100	2012 r. 2007 r. = 100	2010 r. 2007 r. = 100	2012 r. 2007 r. = 100	2010 r. 2007 r. = 100	2012 r. 2007 r. = 100
Unia Europejska	98,0	99,2	97,5	96,8	86,1	85,4
Strefa euro	97,9	98,9	97,7	96,5	86,0	84,2
Kraje strefy euro mniej dotknięte kryzysem						
Austria	99,6	103,1	100,5	103,6	93,6	102,0
Belgia	100,5	102,1	101,5	103,0	92,1	95,8
Cypr	103,0	101,1	102,3	93,5	91,0	61,7
Estonia	85,0	94,4	71,8	83,0	49,5	74,8
Finlandia	94,8	97,6	97,2	100,4	87,9	93,4
Francja	98,4	100,3	99,4	100,6	90,7	94,2
Holandia	99,6	100,3	99,3	98,4	85,3	87,5
Luksemburg	98,0	100,1	101,0	110,8	92,1	106,7
Malta	103,9	106,7	97,8	95,2	75,8	65,1
Niemcy	100,0	103,7	101,3	103,6	94,8	98,6
Słowacja	105,0	111,2	101,4	101,1	86,4	92,5
Słowenia	96,5	94,8	92,2	86,5	70,9	59,4
Kraje strefy euro bardziej dotknięte kryzysem						
Grecja	92,0	80,3	87,7	72,7	62,9	43,3
Hiszpania	96,9	95,9	92,7	87,3	73,3	63,2
Irlandia	91,8	93,4	82,9	77,6	50,3	42,4
Portugalia	98,9	94,4	99,2	87,1	88,3	67,7
Włochy	95,0	93,2	96,4	91,0	86,8	78,4
Kraje spoza strefy euro o stałych kursach walutowych						
Bulgaria	100,8	103,3	88,7	90,5	82,1	74,3
Dania	95,0	96,7	93,9	95,2	78,6	82,2
Litwa	89,0	97,0	80,4	87,2	58,4	71,3
Łotwa	78,9	86,8	65,7	76,4	44,2	61,7
Kraje spoza strefy euro o płynnych kursach walutowych						
Czechy	100,9	101,5	98,8	95,4	93,6	91,3
Polska	110,9	118,5	109,2	114,2	107,9	119,6
Rumunia	99,1	102,1	93,4	96,6	81,6	93,4
Szwecja	100,7	105,5	101,6	105,8	91,9	101,6
Węgry	95,3	95,6	89,6	87,3	82,8	75,5
Wielka Brytania	96,8	97,6	95,6	95,4	85,2	84,3

Źródło: Obliczenia własne na podstawie danych Eurostatu

**Tabela 3.10. Handel zagraniczny i saldo obrotów bieżących w latach 2010–2012**

Regiony/ kraje	Eksport		Import		SOB/PKB w %	
	2010 r. 2007 r. = 100	2012 r. 2007 r. = 100	2010 r. 2007 r. = 100	2012 r. 2007 r. = 100	2010	2012
Unia Europejska	99,3	108,0	98,0	102,2	-0,1	0,7
Strefa euro	98,5	107,3	98,3	101,9	0,3	1,5
Kraje strefy euro mniej dotknięte kryzysem						
Austria	93,0	101,2	94,3	102,2	3,5	1,7
Belgia	99,5	104,2	100,8	105,4	3,0	1,5
Cypr	92,2	94,4	92,6	80,5	-9,2	-6,0
Estonia	98,6	126,9	76,5	102,1	3,2	-2,7
Finlandia	89,5	89,6	95,2	99,2	1,6	-0,7
Francja	96,0	103,8	99,3	105,0	-2,0	-1,9
Holandia	104,7	112,9	104,7	111,6	5,1	8,3
Luksemburg	100,2	101,3	102,2	106,7	8,2	6,3
Malta	111,6	119,1	104,9	106,9	-4,9	1,5
Niemcy	101,9	114,4	105,7	116,1	6,1	6,3
Słowacja	100,1	121,6	96,1	109,2	-2,5	0,0
Słowenia	95,4	103,3	90,1	91,7	-0,4	1,9
Kraje strefy euro bardziej dotknięte kryzysem						
Grecja	86,2	87,2	75,5	63,0	-12,8	-7,7
Hiszpania	99,2	108,9	85,7	79,6	-4,4	-1,9
Irlandia	101,0	109,2	90,7	90,7	1,1	2,1
Portugalia	98,1	109,7	99,4	87,4	-10,4	-3,0
Włochy	89,3	95,7	94,5	88,2	-3,5	-0,7
Kraje spoza strefy euro o stałych kursach walutowych						
Bulgaria	104,9	120,3	84,3	95,7	-0,4	-0,7
Dania	96,3	105,1	93,5	102,0	5,9	4,8
Litwa	114,3	136,9	93,6	110,8	-0,4	-0,9
Łotwa	97,8	115,8	66,3	85,6	2,9	-2,5
Kraje spoza strefy euro o płynnych kursach walutowych						
Czechy	107,0	121,7	104,5	112,8	-5,2	-2,9
Polska	111,9	124,1	107,8	113,5	-4,3	-3,6
Rumunia	114,7	126,8	95,3	105,4	-4,4	-3,8
Szwecja	97,7	105,1	99,3	105,8	6,9	7,2
Węgry	108,4	117,5	101,3	107,0	1,2	2,3
Wielka Brytania	98,8	103,6	94,4	97,3	-2,5	-3,7

Źródło: Obliczenia własne na podstawie danych Eurostatu i bazy AMECO

Po odrodzeniu światowego popytu w 2010 r. w kolejnych latach handel globalny rozwijał się jednak znacznie wolniej niż przed wybuchem kryzysu. Handel

wewnątrz strefy euro, a także wewnątrzunijny uległy jeszcze większej redukcji pod wpływem pogorszenia sytuacji makroekonomicznej szeregu krajów członkowskich. Eksport UE w 2012 r. przekroczył poziom przedkryzysowy o 8%, ale import – tylko o 2,2% (tab. 3.10). Podobne proporcje dynamiki obrotów wystąpiły w strefie euro. Największy ponad 20% przyrost eksportu odnotowały Litwa, Estonia, Słowacja, Bułgaria, Czechy, Polska i Rumunia. Największy regres w eksporcie był udziałem Finlandii, Cypru, Grecji i Włoch.

Spadek popytu krajowego pociągnął za sobą silną redukcję rozmiarów importu w Grecji, Hiszpanii i na Cyprze. Znacznie także obniżył się import w pozostałych krajach dotkniętych kryzysem finansów publicznych, a ponadto w Słowenii. Wśród krajów strefy euro mniej dotkniętych kryzysem warto podkreślić są wyniki Niemiec i Holandii, których zarówno eksport, jak i import w 2012 r. o kilkanaście procent przekroczyły poziom przedkryzysowy.

Dzięki asymetrii dynamiki eksportu i importu znacznie poprawił się stan równowagi zewnętrznej krajów UE i w tym strefy euro, mierzony relacją salda obrotów bieżących do PKB. W 2012 r. wysoki deficyt tych obrotów (ponad 4% PKB) wystąpił tylko w dwóch krajach (Grecja i Cypr), podczas gdy w 2009 r. dotyczyło to siedmiu krajów (Grecja, Cypr, Malta, Hiszpania, Portugalia, Bułgaria, Rumunia). Z drugiej strony zmniejszyły się także nadwyżki tych obrotów. O ile w 2009 r. w siedmiu krajach przekroczyły one 3% PKB, to w 2012 r. już tylko w pięciu. Ciekawa ewolucja sald obrotów bieżących miała miejsce w krajach bałtyckich. Przeszły one w krótkim czasie od gigantycznych deficytów w 2007 r. do znacznych nadwyżek w 2009 r., aby w 2012 r. powrócić do umiarkowanych deficytów. Generalnie, wyrównywanie sald obrotów bieżących wewnątrz UE i strefy euro jest korzystnym przejawem przywracania równowagi oszczędności krajowych i inwestycji, silnie naruszonej w okresie przedkryzysowym. Jednak w krajach bałtyckich pojawiło się zjawisko „przestrzelenia” tego procesu.

Należy zauważyć, że dostosowywanie importu do obniżonego poziomu eksportu oznacza akceptację niższego poziomu aktywności gospodarczej. Podniesienie tempa wzrostu PKB wymaga natomiast przyspieszenia eksportu. Kraje funkcjonujące w ramach unii walutowej lub o walutach przywiązanych do euro nie mogą liczyć w tym względzie na stymulację kursową (drogą dewaluacji lub deprecjacji waluty krajowej). Mogą natomiast wykorzystać mechanizm tzw. dewaluacji wewnętrznej. Poniższe rozwinięcie definicji realnego kursu walutowego (R) pokazuje sposób działania tych dwu kanałów poprawy konkurencyjności cenowo-kosztowej eksportu (Marczewski 2002, s. 161–163):

$$R = \frac{ep}{p^*} = \frac{ew(1+t)(1+g)}{lp^*}$$

gdzie:

$p$  – cena eksportu (w walucie krajowej)

$w$  – przeciętne wynagrodzenie (w walucie krajowej)

$t$  – stawka narzutów (składek, podatków) na wynagrodzenie

$g$  – stawka narzutu zysku na koszty produkcji

$l$  – wydajność pracy (mierzona wolumenem produkcji końcowej na zatrudnionego)

$e$  – kurs walutowy (cena jednostki waluty krajowej w walucie obcej)

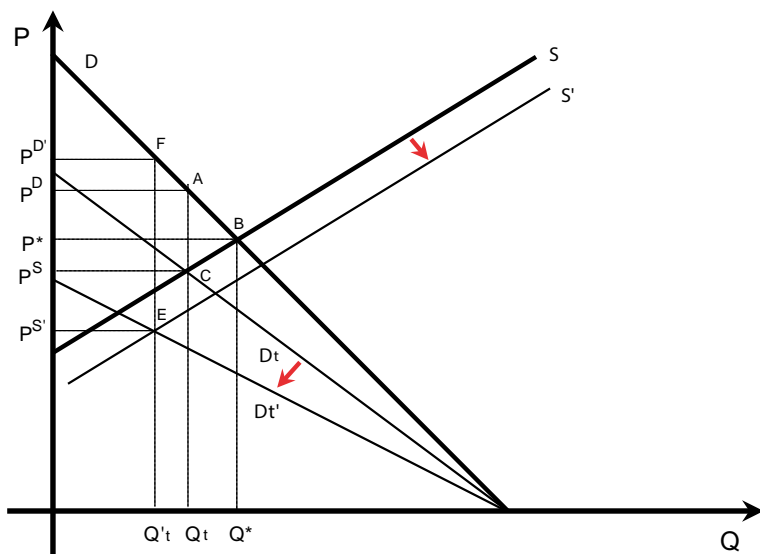
$p^*$  – cena eksportowa konkurentów (w walucie obcej)

Wzrost konkurencyjności eksportu wymaga obniżki  $R$ . W krajach posiadających autonomiczną własną walutę można to osiągnąć dzięki jej dewaluacji lub deprecjacji, co oznacza obniżkę „ $e$ ”. To jest kanał zewnętrznej dewaluacji lub deprecjacji. W krajach znajdujących się w unii monetarnej lub o walutach przywiązanych do waluty obcej nie jest to możliwe. Można natomiast poprawić konkurencyjność obniżając cenę krajową eksportu. Służyć temu może, przy danej wydajności pracy: obniżka wynagrodzeń, obniżka narzutów na wynagrodzenia lub obniżka marż zysku. Dlatego w znajdujących się w nierównowadze zewnętrznej krajach z tej grupy podejmowane są pojedyncze tego typu działania lub ich kombinacje. Działania takie są określane mianem dewaluacji wewnętrznej.

Jej wariantem jest tzw. dewaluacja fiskalna (IMF 2011a). Sprowadza się ona do takiej zmiany struktury podatków i składek na ubezpieczenia społeczne, która umożliwi podniesienie konkurencyjności międzynarodowej gospodarki narodowej, nie zwiększając przy tym deficytu budżetowego. Najczęściej stosowanym scenariuszem jest równoległe obniżenie składki na ubezpieczenie społeczne pracownika płaconej przez jego pracodawcę oraz podniesienie stawki podatku od towarów i usług (VAT). Rys. 3.22 ilustruje ten mechanizm.

Początkowy stan równowagi na rynku danego produktu znajduje się w punkcie  $C$ , gdzie przecina się linia podaży  $S$  z linią popytu  $D_t$  uwzględniającą występowanie podatku pośredniego korygującego pierwotną linię popytu  $D$ . Produkt sprzedawany jest konsumentom na rynku krajowym po cenie  $P^D$ , a jego producenci uzyskują cenę  $P^S$ . Sprzedaż krajowa ustala się na poziomie  $Q_t$ . Równoległa obniżka składki ubezpieczeniowej płaconej przez producentów (przesunięcie linii podaży z  $S$  do  $S'$ ) i wzrost stawki VAT zawartej w cenie płaconej przez konsumentów (przesunięcie linii popytu z  $D_t$  do  $D_t'$ ) powodują, że sprzedaż krajowa obniża się do poziomu  $Q_t'$ . Odpowiednie dopasowanie skali redukcji stawki składki ubezpieczeniowej i skali

podwyżki stawki VAT zapewnia utrzymanie wpływów budżetowych na dotychczasowym poziomie. Równocześnie obniżeniu ulegają koszty produkcji oraz zmniejsza się popyt krajowy. Producenci mogą zatem w tych warunkach zwiększyć sprzedaż na rynki zagraniczne, wykorzystując swą poprawioną konkurencyjność. Z czasem, oczywiście, ta poprawa konkurencyjności ulega erozji pod wpływem wzrostu kosztów krajowych, ale krótkookresowo może być bardzo skuteczna (Mooij, Keen 2012).



**Rysunek 3.22. Mechanizm dewaluacji fiskalnej – skutki na rynku krajowym**

Źródło: Opracowanie własne

Klasyczną formę dewaluacji fiskalnej zastosowała w drugiej połowie 2012 r. Francja, wprowadzając równolegle obniżkę stawki składki na ubezpieczenie społeczne płaconej przez pracodawcę i finansującą ją podwyżkę podstawowej stawki VAT.

Dzięki ożywieniu zanotowanemu w 2010 r. i na początku roku następnego stopa zatrudnienia w całej Unii Europejskiej utrzymywała się na poziomie powyżej 64%. Jednak nie było to udziałem strefy euro, gdzie w połowie krajów stopa ta, często znacząco, obniżyła się (tab. 3.11). Różnice między poszczególnymi krajami wyraźnie pogłębiły się. W Grecji stopa zatrudnienia zbliżyła się do 50%, w Hiszpanii, Włoszech, Irlandii, Słowacji, na Malcie, Bułgarii, Rumunii, Polsce i na Węgrzech była niższa niż 60%, a z kolei w Austrii, Holandii, Niemczech, Danii, Szwecji i Wielkiej Brytanii przekraczała 70%. Stopa bezrobocia zdecydowanie wzrosła w całej UE

w stosunku do 2009 r. (o 1,5 pkt. proc.) i w strefie euro (o 1,8 pkt. proc.). Najwyższe bezrobocie wystąpiło w Hiszpanii, Grecji, Portugalii, Łotwie, Irlandii i Słowacji, a najniższe – w Austrii, Luksemburgu, Niemczech i Holandii. W Polsce, mimo wysokiego tempa wzrostu gospodarczego było w 2012 r. niewiele niższe od średniej unijnej. Szczególnie silne zwiększenie stopy bezrobocia odczuły w drugiej fazie kryzysu Grecja, Cypr i Hiszpania. Z kolei w krajach bałtyckich doszło do zdecydowanej jego redukcji po gwałtownym wzroście w pierwszej fazie kryzysu. Rosnącemu bezrobociu towarzyszyło istotne zahamowanie wzrostu przeciętnego wynagrodzenia nominalnego. W Grecji obniżyło się ono między rokiem 2010 i 2012 r. o ponad 10 pkt. proc., a w Portugalii – o ponad 3 pkt. Minimalne tylko wzrosty wystąpiły w Hiszpanii, Irlandii, Słowenii i Włoszech.

Ograniczenie tempa wzrostu wynagrodzeń nominalnych w pięciu krajach strefy euro dotkniętych kryzysem finansów publicznych było na tyle silne, że mimo równoległego spadku wydajności pracy, we wszystkich, poza Włochami, obniżeniu uległ poziom nominalnych jednostkowych kosztów pracy (tab. 3.12). Podobne zjawisko zaszło na Litwie. Skromny wzrost kosztów pracy wystąpił na Cyprze, Malcie, w Słowacji, Słowenii, Danii, Czechach i Szwecji. Z kolei w Polsce, mimo zdecydowanego wzrostu wydajności pracy, nominalne jednostkowe koszty pracy lekko podniosły się. Do krajów o największym wzroście tych kosztów należały Luksemburg, Rumunia i Węgry.

W strefie euro doszło do deprecjacji nominalnego efektywnego kursu walutowego w porównaniu z rokiem 2010. Najbardziej, ze względu na strukturę geograficzną swojego handlu zagranicznego, zyskała na tym Irlandia. Poza strefą euro deprecjacja nominalna dotyczyła na największą skalę Polski, Rumunii, Węgier i Danii.

Patrząc z perspektywy 2005 r. na kształtowanie się podstawowego miernika konkurencyjności cenowo-kosztowej, jakim jest realny efektywny kurs walutowy najlepiej wśród krajów mniej dotkniętych kryzysem wypadają Niemcy, a za nimi Węgry i Polska. We wszystkich tych krajach poziom tego kursu był w 2012 r. niższy niż siedem lat wcześniej. Wszystkie, poza Włochami, kraje strefy euro dotknięte kryzysem finansów publicznych, też osiągnęły ten wynik, ale za znacznie wyższą cenę, bo w warunkach drastycznego spadku poziomu aktywności gospodarczej i wzrostu bezrobocia.

Tabela 3.11. Rynek pracy w latach 2010–2012

Regiony/ kraje	Stopa zatrudnienia w %		Stopa bezrobocia w %		Przeciętne wynagrodzenie nominalne 2005 =100	
	2010	2012	2010	2012	2010	2012
Unia Europejska	64,1	64,2	9,7	10,5	109,8	115,8
Strefa euro	64,1	63,8	10,1	11,4	112,9	117,5
Kraje strefy euro mniej dotknięte kryzysem						
Austria	71,7	72,5	4,4	4,4	114,1	120,1
Belgia	62,0	61,8	8,3	7,3	113,7	121,2
Cypr	68,9	64,6	6,5	12,1	115,6	120,7
Estonia	61,0	67,1	16,9	10,0	154,2	162,2
Finlandia	68,1	69,4	8,4	7,7	115,8	123,8
Francja	63,9	63,9	9,7	10,3	113,8	119,4
Holandia	74,7	75,1	4,5	5,3	113,8	117,0
Luksemburg	65,2	65,8	4,6	5,0	115,0	119,9
Malta	56,1	59,0	6,9	6,5	118,6	121,4
Niemcy	71,1	72,8	7,1	5,5	106,6	112,5
Słowacja	58,8	59,7	14,5	14,0	135,2	140,0
Słowenia	66,2	64,1	7,3	9,0	126,9	128,5
Kraje strefy euro bardziej dotknięte kryzysem						
Grecja	59,6	51,3	12,6	24,7	112,0	101,7
Hiszpania	58,6	55,4	20,1	25,0	121,4	122,1
Irlandia	59,6	58,8	13,9	14,8	112,1	113,1
Portugalia	65,6	61,8	12,0	15,7	113,9	110,5
Włochy	56,9	56,8	8,4	10,6	113,4	116,0
Kraje spoza strefy euro o stałych kursach walutowych						
Bulgaria	59,7	58,8	10,3	12,2	169,7	191,6
Dania	73,3	72,6	7,5	7,7	116,6	120,3
Litwa	57,8	62,2	18,0	13,0	136,2	146,4
Łotwa	59,3	63,1	19,8	14,9	156,8	195,7
Kraje spoza strefy euro o płynnych kursach walutowych						
Czechy	65,0	66,5	7,3	7,0	120,8	126,4
Polska	59,3	59,7	9,6	10,2	126,1	135,8
Rumunia	58,8	59,5	7,3	7,0	171,7	208,1
Szwecja	72,1	73,8	8,4	7,7	113,9	118,3
Węgry	55,4	57,2	11,2	10,8	117,2	125,4
Wielka Brytania	69,5	70,1	7,8	7,9	118,4	124,1

Źródło: Obliczenia własne na podstawie danych Eurostatu i bazy AMECO



**Tabela 3.12. Wskaźniki konkurencyjności międzynarodowej w latach 2010–2012**

Regiony/ kraje	Nominalne jednostkowe koszty pracy 2005 = 100		Nominalny efektywny kurs walutowy 2005 = 100		Realny efektywny kurs walutowy deflowany JKP 2005 = 100	
	2010	2012	2010	2012	2010	2012
Unia Europejska	106,6	109,9	96,9	92,8	97,1	93,1
Strefa euro	109,6	112,3	104,6	100,4	101,3	96,5
Kraje strefy euro mniej dotknięte kryzysem						
Austria	111,3	115,9	100,9	99,5	100,9	100,6
Belgia	112,6	119,4	102,1	100,4	104,2	105,9
Cypr	109,5	110,0	102,3	100,5	99,6	100,1
Estonia	139,6	145,1	102,0	100,0	125,2	121,6
Finlandia	115,4	120,2	101,5	98,8	105,5	105,0
Francja	111,4	115,6	102,1	99,9	103,0	101,6
Holandia	110,1	113,8	102,4	100,9	102,5	100,0
Luksemburg	122,7	129,6	102,0	100,5	112,9	115,9
Malta	114,7	115,7	101,8	99,9	107,8	107,2
Niemcy	103,8	108,2	101,7	99,4	94,3	93,3
Słowacja	111,8	113,0	129,5	129,2	130,9	126,1
Słowenia	120,1	120,9	101,1	100,7	109,4	104,9
Kraje strefy euro bardziej dotknięte kryzysem						
Grecja	113,1	102,0	102,9	102,5	102,1	88,4
Hiszpania	112,7	107,0	102,6	101,2	104,6	95,6
Irlandia	103,4	103,0	104,3	101,3	97,8	88,1
Portugalia	107,4	103,1	102,0	100,8	98,5	91,8
Włochy	112,0	115,2	101,7	99,9	103,6	101,5
Kraje spoza strefy euro o stałych kursach walutowych						
Bulgaria	150,8	156,6	103,5	104,1	137,1	138,5
Dania	118,9	120,1	102,0	99,0	109,3	104,0
Litwa	118,9	118,6	101,6	100,6	105,7	102,9
Łotwa	148,1	152,6	99,9	100,4	131,4	135,6
Kraje spoza strefy euro o płynnych kursach walutowych						
Czechy	108,9	110,5	119,3	119,1	118,0	118,7
Polska	113,1	117,6	102,0	96,4	103,9	97,0
Rumunia	165,0	171,6	88,0	83,1	116,4	126,0
Szwecja	109,0	111,5	99,0	106,1	95,6	100,7
Węgry	115,3	122,9	91,3	86,3	94,7	94,1
Wielka Brytania	115,6	120,3	79,6	82,3	84,1	89,2

Źródło: Obliczenia własne na podstawie danych Eurostatu

### 3.3.2. Ważniejsze działania stabilizacyjne podjęte w poszczególnych krajach

Przesunięcie pod wpływem kryzysu finansów publicznych punktu ciężkości polityki stabilizacyjnej ze stymulowania wzrostu do konsolidacji fiskalnej spowodowało, że narzędziami tej polityki stały się w większości instrumenty fiskalne (IMF 2012b). Po stronie wydatkowej budżetu do najczęściej stosowanych należały:

- zamrożenie lub redukcja wynagrodzeń w sektorze publicznym,
- redukcja lub zamrożenie zatrudnienia w sektorze publicznym,
- oszczędności w wydatkach na emerytury i renty,
- redukcja wydatków na pomoc społeczną,
- redukcja wydatków na inwestycje publiczne.

Warto zauważyć, że obniżka lub zamrożenie płac w sektorze publicznym (sferze budżetowej) jest jednym z działań, służących dewaluacji wewnętrznej. Posunięcie takie z czasem wpływa na ograniczenie tempa wzrostu wynagrodzeń w sektorze prywatnym, a więc także przy produkcji dóbr handlowych. Działania tego rodzaju, pod hasłem oszczędności budżetowych, podjęły w ostatnich latach m.in. Grecja, Irlandia, Włochy, Portugalia, Hiszpania, Wielka Brytania, Węgry, Łotwa, Litwa, Polska i Rumunia.

O redukcji lub zamrożeniu zatrudnienia w sektorze publicznym zdecydowały m.in. Francja, Grecja, Irlandia, Włochy, Portugalia, Hiszpania, Wielka Brytania, Węgry, Łotwa, Litwa, Polska i Rumunia.

Oszczędności w wydatkach na finansowanie emerytur i rent w różnej formie wprowadziły m.in. Francja, Grecja, Irlandia, Włochy, Portugalia, Hiszpania, Łotwa i Litwa. W Polsce, Portugalii i na Węgrzech doszło do częściowej lub całkowitej rezygnacji z segmentu kapitałowego systemu emerytalnego, co obniżyło skalę transferów budżetowych do segmentu repartycyjnego tego systemu.

Redukcji wydatków na pomoc społeczną (najczęściej drogą ich lepszego zorganizowania) dokonały m.in. Niemcy, Grecja, Irlandia, Włochy, Portugalia, Hiszpania, Łotwa, Litwa i Rumunia.

Ograniczenie wydatków na inwestycje publiczne, będące najbardziej niekorzystną z punktu widzenia perspektyw rozwojowych formą oszczędności budżetowych, zastosowały tylko najbardziej dotknięte kryzysem finansów publicznych kraje strefy euro tj. Grecja, Irlandia, Włochy, Portugalia i Hiszpania, a także Litwa i Łotwa. W Polsce pewne obniżenie skali tych wydatków wyniknęło z wyczerpania się pozabudżetowych (unijnych) źródeł ich finansowania.

Po stronie dochodowej budżetu do najczęściej stosowanych narzędzi należały:

- wzrost podatków akcyzowych,
- wzrost podatku od wartości dodanej,
- wzrost podatku od zysków kapitałowych,
- wzrost podatku od dochodów osobistych,
- wzrost podatku od dochodów przedsiębiorstw,
- wzrost podatku od majątku,
- poprawa ściągальności podatków.

W tej grupie narzędzi praktycznie we wszystkich krajach wykorzystano możliwość podniesienia stawek podatków akcyzowych. Drugą najpopularniejszą formą zwiększenia dochodów była podwyżka stawek podatku od towarów i usług (VAT). W Polsce została ona wprowadzona na trzy lata na początku 2011 r., a następnie przedłużona o kolejne trzy lata. Relatywnie rzadziej podejmowano decyzje o podwyżce stawek podatku od dochodów osobistych (głównie stawki od najwyższych dochodów). Posunięcia takie miały miejsce m.in. we Francji, pięciu krajach strefy euro dotkniętych kryzysem finansów publicznych, a także w Wielkiej Brytanii i na Łotwie. W Polsce podwyżka ta dokonała się dla wielu grup podatników pośrednio poprzez likwidację szeregu ulg i zwolnień z tego podatku. Wzrost podatku od zysków kapitałowych wystąpił m.in. w Irlandii, Włoszech, Portugalii i Hiszpanii, Wielkiej Brytanii, a także na Łotwie. W Polsce pewną formą podwyżki była likwidacja luk w jego pobieraniu (lokaty o kapitalizacji dziennej). Wzrost podatku majątkowego (od własności) miał miejsce w pięciu krajach strefy euro dotkniętych kryzysem finansów publicznych, a także na Litwie i Łotwie. Wzrost podatku od dochodów przedsiębiorstw wystąpił tylko w niewielu krajach, m.in. w Niemczech, Francji, Włoszech, Portugalii i Hiszpanii. Pewną formą wzrostu takiego obciążenia było pobieranie zwiększonych dywidend od spółek z dominującym udziałem Skarbu Państwa (m.in. w Polsce i na Litwie). Działania na rzecz poprawy ściągальności podatków były podejmowane praktycznie wszędzie.

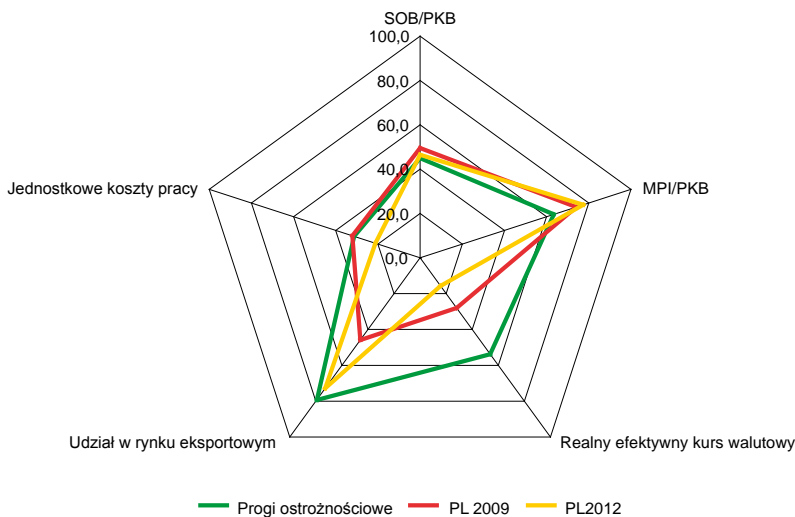
### **3.3.3. Anatomia nierównowag wewnętrznych i zewnętrznych w wybranych krajach**

Poniższa analiza wykorzystuje to samo podejście jak w wypadku pierwszej fazy kryzysu (por. punkt 2.1.3). Ewolucja sytuacji makroekonomicznej analizowanych krajów prezentowana jest w dwóch przekrojach: nierównowag zewnętrznych i nierównowag wewnętrznych. Uwzględnionych zostało 11 głównych wskaźników, z których każdy ma próg ostrożnościowy, którego przekroczenie uruchamia procedurę.

Patrząc z tego punktu widzenia i korzystając z obliczeń Komisji Europejskiej można ustalić pozycję poszczególnych krajów na tej „mapie” zagrożeń

makroekonomicznych w drugiej fazie kryzysu. W tym celu na dwóch wykresach radialnych, osobno dla nierównowag zewnętrznych i dla nierównowag wewnętrznych, ustalono dla lat 2009 i 2012<sup>122</sup> pozycję Polski, Czech i Węgier oraz Grecji, Portugalii i Hiszpanii w kontekście ww. progów ostrożnościowych. Poszczególne osie przedstawionych na rysunkach pięciokątów i sześciokątów zostały wyskalowane od 0% do 100% zgodnie z odnotowanymi w tych latach przedziałami wahań odpowiadających im wskaźników. Ze stanowiącym zagrożenie niezbilansowaniem w zakresie danego wskaźnika mamy do czynienia, gdy pozycja danego kraju znajduje się poza punktem odpowiedniego progu ostrożnościowego.

Polska w zakresie nierównowag zewnętrznych należała do krajów mało zagrożonych. W stosunku do 2009 r. pogorszyła się jednak w 2012 r. jej pozycja na rynkach eksportowych, chociaż jednostkowe koszty pracy i realny kurs walutowy kształtowały się korzystniej (por. rys. 3.23).

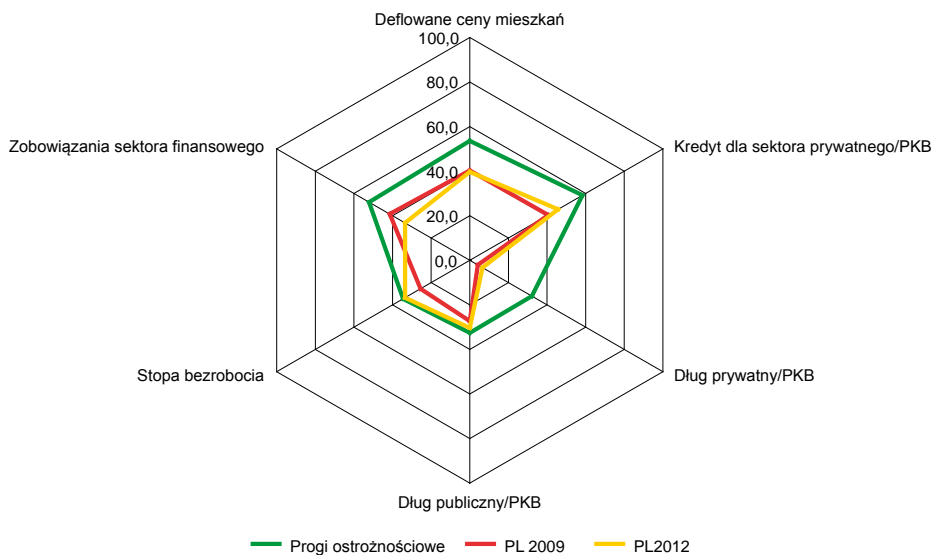


**Rysunek 3.23. Wskaźniki nierównowag zewnętrznych: Polska 2009–2012**

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Eurostatu

Również stan równowagi wewnętrznej nie był na żadnym odcinku alarmujący, chociaż nie poprawił się. Podniósł się udział długu publicznego w PKB. Lekko w stosunku do 2009 r. wzrosła stopa bezrobocia oraz tempo ekspansji kredytu dla sektora prywatnego (por. rys. 3.24).

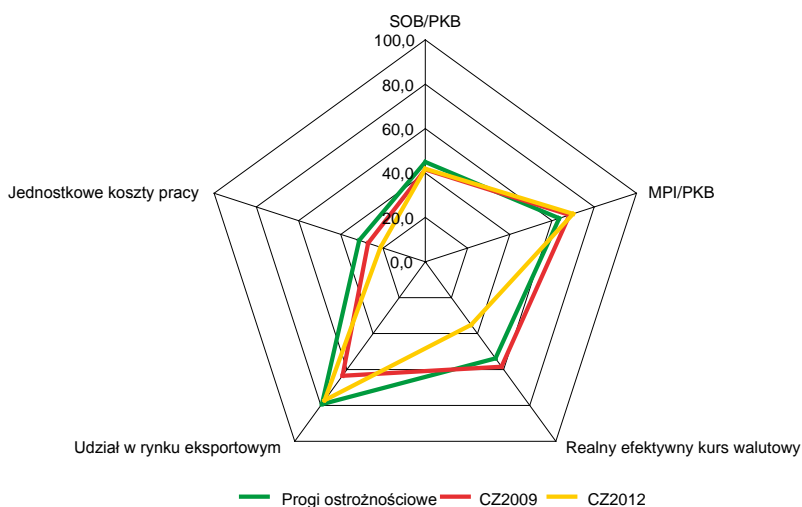
<sup>122</sup> Według danych za 2012 r. dostępnych w końcu lipca 2013 r. W wypadku braku danych za ten rok przyjmowane były dane za rok poprzedni. Dotyczy to głównie wskaźników 3-letniej zmiany procentowej realnego efektywnego kursu walutowego oraz rocznego przyrostu procentowego zobowiązań całego sektora finansowego.



**Rysunek 3.24. Wskaźniki nierównowag wewnętrznych: Polska 2009–2012**

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Eurostatu

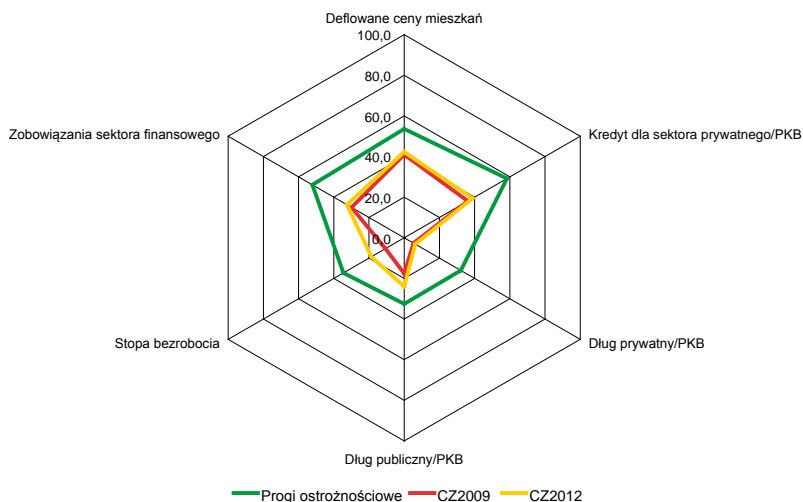
Czechy wyraźnie poprawiły swoją pozycję w zakresie wskaźników równowagi zewnętrznej przede wszystkim dzięki zahamowaniu realnej aprecjacji waluty krajowej (por. rys. 3.25). W stosunku do 2009 r. obniżył się jednak ich udział w rynkach eksportowych.



**Rysunek 3.25. Wskaźniki nierównowag zewnętrznych: Czechy 2009–2012**

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Eurostatu

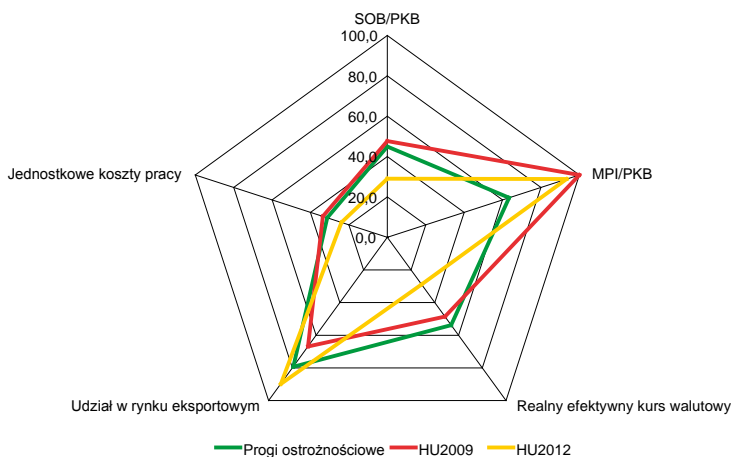
Równowaga wewnętrzna gospodarki czeskiej pozostała niezagrażona, choć podobnie jak w Polsce zwiększyła się stopa bezrobocia i udział długu publicznego w PKB (por. rys. 3.26).



**Rysunek 3.26. Wskaźniki nierównowag wewnętrznych: Czechy 2009–2012**

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Eurostatu

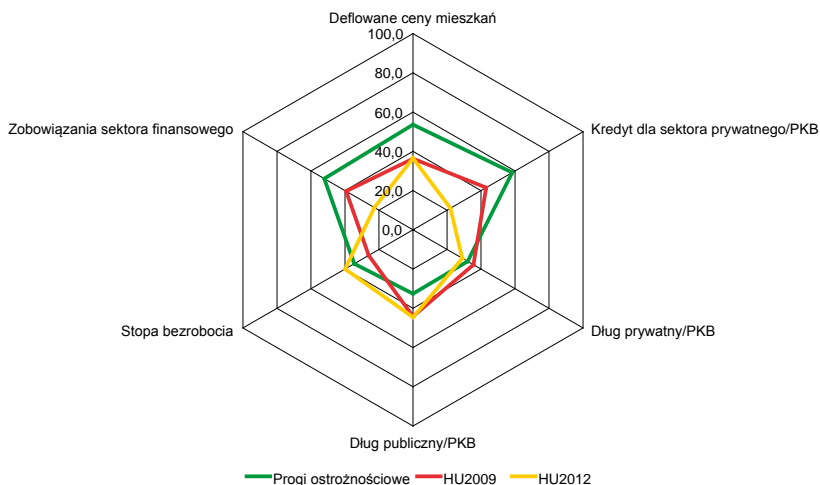
Pozycja Węgier z punktu widzenia równowagi zewnętrznej była nadal znacznie gorsza niż Polski i Czech. Rzutował na nią jednak głównie tylko jeden wskaźnik – mocno ujemna międzynarodowa pozycja inwestycyjna (por. rys. 3.27). Ale równocześnie zwraca uwagę poprawa salda obrotów bieżących w relacji do PKB i zahamowanie realnej aprecjacji waluty krajowej.



**Rysunek 3.27. Wskaźniki nierównowag zewnętrznych: Węgry 2009–2012**

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Eurostatu

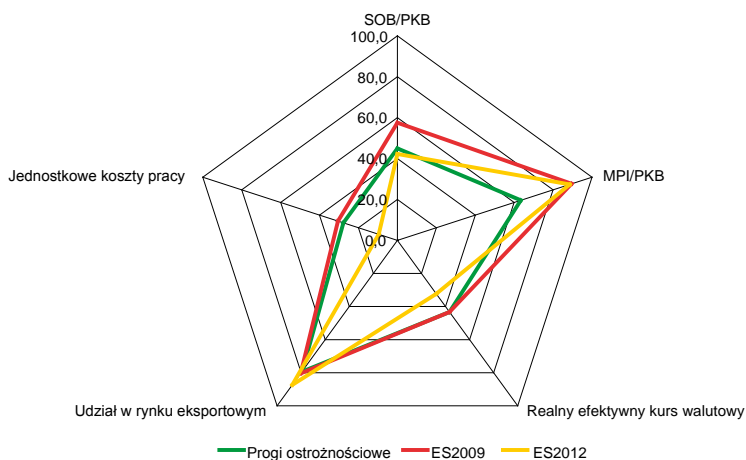
Nierównowagę wewnętrzną przejawiało się w wypadku Węgier przede wszystkim w odniesieniu do poziomu długu publicznego. Wzrosła ponadto w stosunku do 2009 r. stopa bezrobocia (por. rys. 3.28). Pozostałe wskaźniki uległy wyraźnej poprawie.



**Rysunek 3.28. Wskaźniki nierównowag wewnętrznych: Węgry 2009–2012**

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Eurostatu

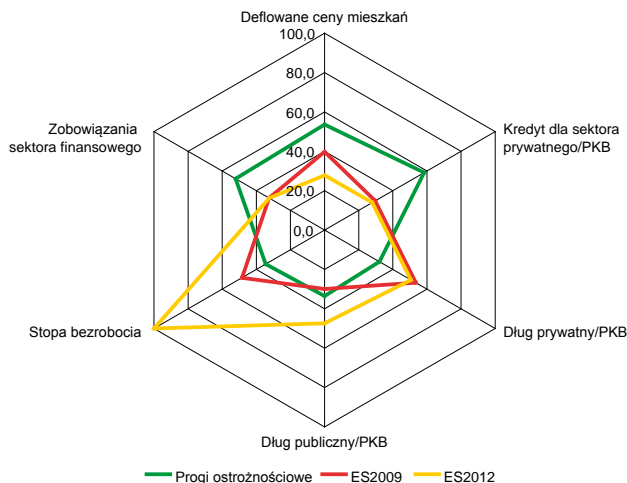
Na tle wyżej wymienionych krajów Europy Środkowej pozycja krajów południa strefy euro była w badanym okresie znacznie gorsza. Hiszpania przekroczyła większość progów wskaźników nierównowagi zewnętrznej (por. rys. 3.29). Warto jednak podkreślić wyraźny postęp w zakresie relacji salda obrotów bieżących do PKB i konkurencyjności kosztowej.



**Rysunek 3.29. Wskaźniki nierównowag zewnętrznych: Hiszpania 2009–2012**

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Eurostatu

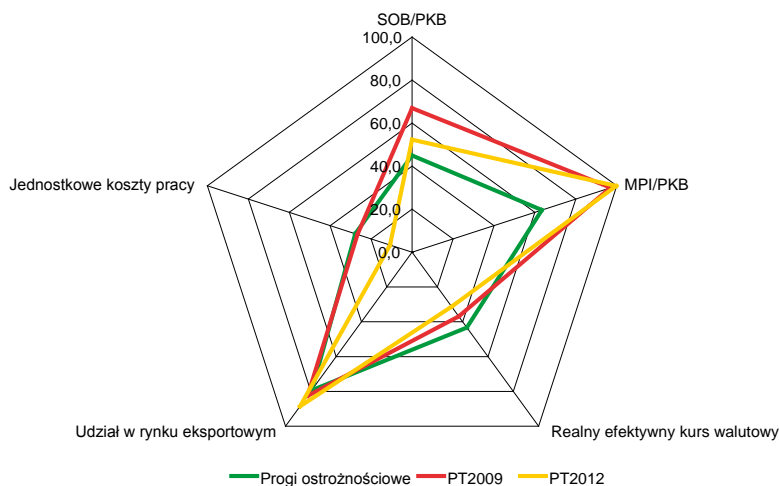
Silnie natomiast pogorszył się stan równowagi wewnętrznej gospodarki Hiszpanii. Odzwierciedleniem tego procesu był potężny wzrost stopy bezrobocia przy wysokim długu prywatnym i powiększającym się, w relacji do PKB, długu publicznym (por. rys. 3.30).



**Rysunek 3.30. Wskaźniki nierównowag wewnętrznych: Hiszpania 2009–2012**

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Eurostatu

W grupie analizowanych krajów Portugalia odznaczała się wysoką skalą nierównowagi zewnętrznej (por. rys. 3.31) i jej sytuacja w tym zakresie niewiele się poprawiła w badanym okresie. Szczególnie niepokojące były utrzymująca się utrata pozycji na rynkach eksportowych oraz mocno ujemna międzynarodowa pozycja inwestycyjna.

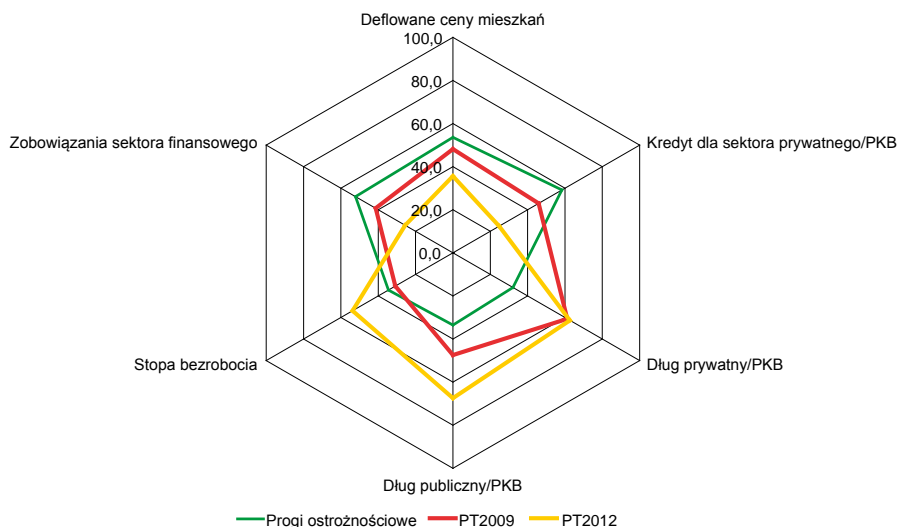


**Rysunek 3.31. Wskaźniki nierównowag zewnętrznych: Portugalia 2009–2012**

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Eurostatu



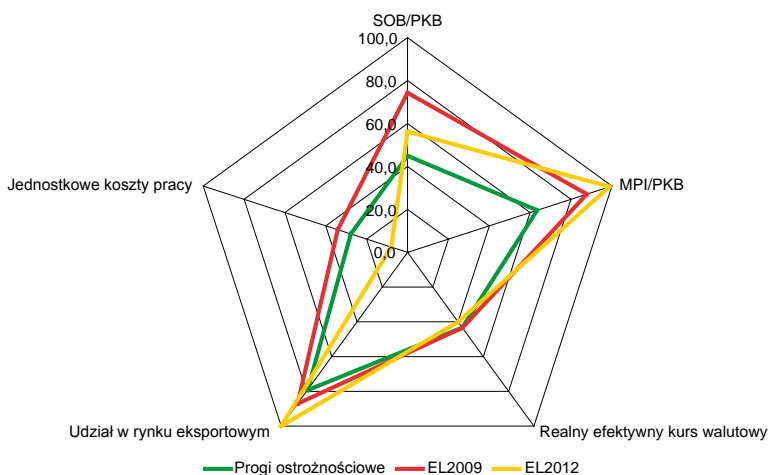
Co gorsze, tej trudnej sytuacji w zakresie równowagi zewnętrznej towarzyszyło wyraźne pogorszenie wskaźników relacji długu publicznego do PKB oraz stopy bezrobocia (por. rys. 3.32).



**Rysunek 3.32. Wskaźnik nierównowag wewnętrznych: Portugalia 2009–2012**

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Eurostatu

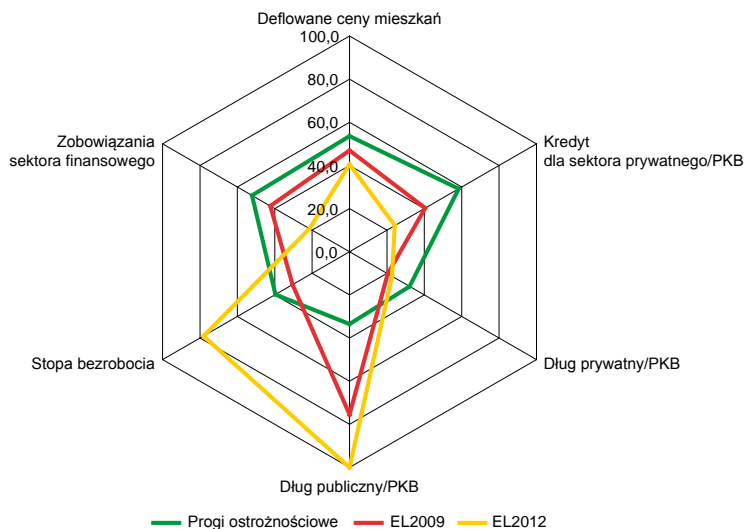
W jeszcze gorszej niż Portugalia sytuacji znajdowała się w zakresie stanu równowagi zewnętrznej Grecja (por. rys. 3.33). Także ten kraj znacznie przekraczał progi ostrożnościowe deficytu obrotów bieżących oraz międzynarodowej pozycji inwestycyjnej. Warto jednak zauważyć postęp w odniesieniu do dynamiki jednostkowych kosztów pracy.



**Rysunek 3.33. Wskaźniki nierównowag zewnętrznych: Grecja 2009–2012**

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Eurostatu

Mimo ogromnego wysiłku konsolidacyjnego nierównowaga wewnętrzna gospodarki greckiej była jedną z najwyższych wśród analizowanych krajów (por. rys. 3.34). Charakteryzowały ją gwałtownie rosnące dług publiczny (tzw. efekt „kuli śniegowej”) oraz stopa bezrobocia. Spory postęp nastąpił natomiast w sektorze finansowym.



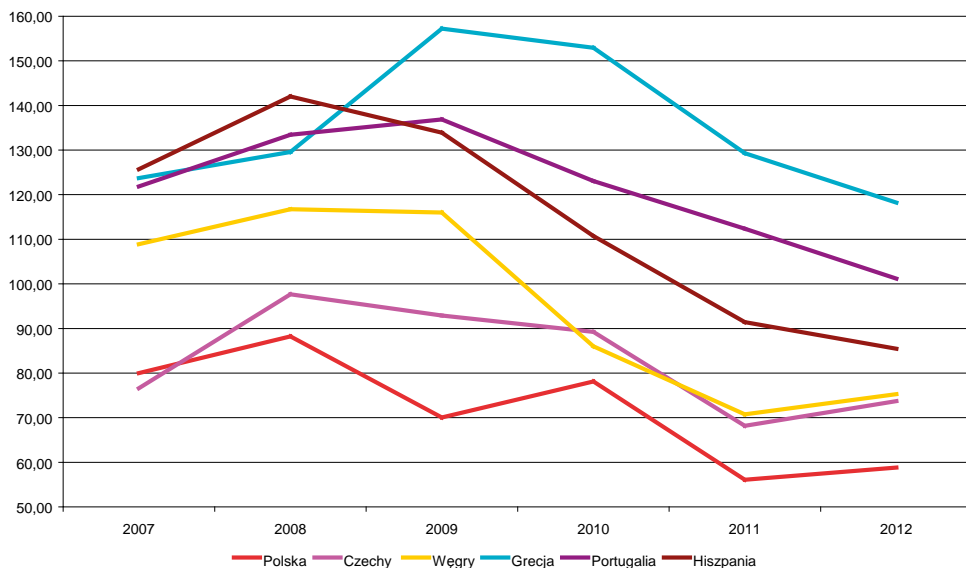
**Rysunek 3.34. Wskaźniki nierównowag wewnętrznych: Grecja 2009–2012**

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Eurostatu

Przedstawioną analizę podsumowują dwa wykresy ilustrujące w sposób całościowy zmiany stanu równowagi zewnętrznej i wewnętrznej w ww. krajach. Pokazują one ewolucję syntetycznych wskaźników nierównowag wyrażających relację pól odpowiednich pięciokątów (nierównowaga zewnętrzna) i sześciokątów (nierównowaga wewnętrzna) do pól ograniczonych przez progi ostrożnościowe poszczególnych wskaźników. Wartości powyżej 100 oznaczają zatem, że dany kraj w danym roku całościowo przekraczał progi ostrożnościowe równowagi zewnętrznej lub wewnętrznej.

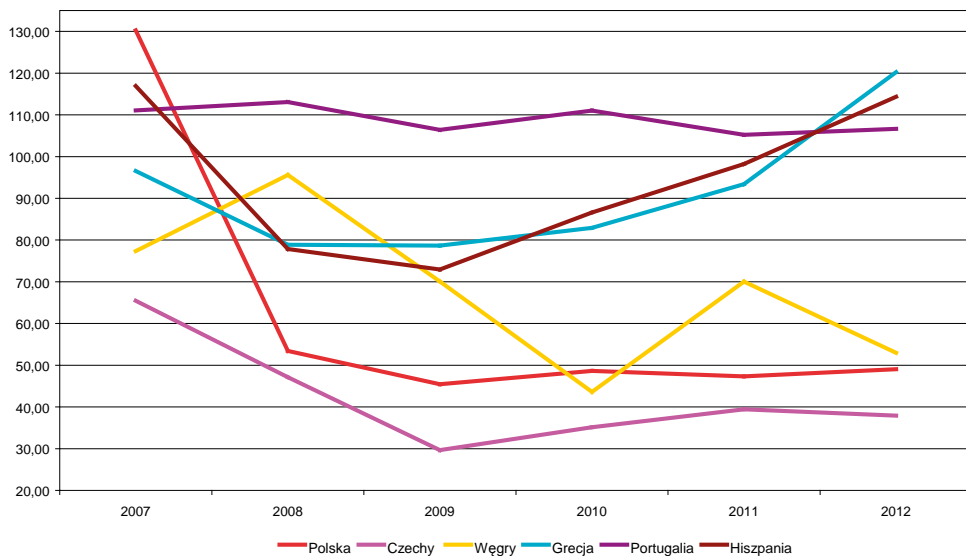
Jak wynika z rys. 3.35 po gwałtownym skoku w pierwszej fazie kryzysu, stan równowagi zewnętrznej badanych krajów zaczął się w drugiej fazie stopniowo poprawiać. Szczególnie duże postępy zanotowały Węgry. Polska i Czechy należały natomiast do krajów o najlepszej sytuacji w tym zakresie. Stale najgorsza była pozycja Grecji. Natomiast szybko poprawiała się pozycja Hiszpanii.

Dużo trudniejsze było poprawianie stanu równowagi wewnętrznej (por. rys. 3.36). Portugalia praktycznie nie zanotowała istotnej poprawy, a Grecja i Hiszpania znacznie pogorszyły swą pozycję. Także w zakresie równowagi wewnętrznej Polska, a jeszcze bardziej Czechy, należały do krajów najbardziej stabilnych.



**Rysunek 3.35. Ewolucja stanu nierównowag zewnętrznych w latach 2007–2012 (wskaźnik syntetyczny, pole progów ostrożnościowych = 100)**

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Eurostatu



**Rysunek 3.36. Ewolucja stanu nierównowag wewnętrznych w latach 2007–2012 (wskaźnik syntetyczny, pole progów ostrożnościowych = 100)**

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Eurostatu

## **ANEKS – komentarze do wybranych rozporządzeń Parlamentu Europejskiego i Rady Unii Europejskiej oraz dyrektywy**

### **Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady zmieniające rozporządzenie (WE) nr 1466/97 w sprawie wzmocnienia nadzoru budżetowego i koordynacji polityk gospodarczych**

Jak czytamy w Rozporządzeniu Parlamentu Europejskiego i Rady UE z dnia 16 listopada 2011 roku:

*każde państwo członkowskie posiada zróżnicowany średniookresowy cel dotyczący jego salda sektora instytucji rządowych i samorządowych. Te różne dla każdego kraju średniookresowe cele budżetowe mogą odbiegać od wymogu salda sektora bliskiego równowadze lub nadwyżce. Jednocześnie przewidują one margines zabezpieczający przed przekroczeniem przez deficyt publiczny wskaźnika 3% PKB. Średniookresowe cele budżetowe zapewniają stabilność finansów publicznych lub szybkie postępy w osiągnięciu tej stabilności, jednocześnie pozostawiając przestrzeń dla prowadzenia polityki budżetowej, ze szczególnym uwzględnieniem potrzeb w zakresie inwestycji publicznych.*

Średniookresowe cele budżetowe państw rewidowane są co trzy lata lub częściej, jeśli przeprowadzono reformy strukturalne, które mogłyby wywrzeć znaczący wpływ na stabilność finansów publicznych. Program stabilności przedstawiony organom nadzorczym Unii Europejskiej zawierać musi – oprócz średniookresowego celu budżetowego – m.in.:

- ścieżkę dostosowawczą prowadzącą do tego celu, oczekiwany przebieg kształtowania się wskaźnika długu sektora publicznego, planowaną ścieżkę wzrostu wydatków publicznych, w tym nakłady brutto na środki trwałe, planowaną ścieżkę wzrostu dochodów publicznych oraz kwantyfikację planowanych działań dyskrecjonalnych po stronie dochodów;
- informacje dotyczące ukrytych zobowiązań związanych ze starzeniem się ludności oraz warunkowe zobowiązania, takie jak gwarancje publiczne;
- informacje na temat zgodności programu stabilności z ogólnymi wytycznymi polityki gospodarczej oraz krajowym programem reform;
- założenia dotyczące spodziewanego rozwoju sytuacji gospodarczej (np. realny wzrost PKB, zatrudnienie, inflacja);
- ilościową analizę kosztów i korzyści podejmowanych reform i działań gospodarczych, analizę skutków ewentualnych zmian podstawowych założeń ekonomicznych.

Program stabilności powinien opierać się na najbardziej prawdopodobnym scenariuszu makroekonomicznym lub bardziej ostrożnym. Ewentualne rozbieżności pomiędzy przedstawionym przez państwo scenariuszem a prognozą KE należy uzasadnić. Podejmowany wysiłek dostosowawczy powinien być zwiększony w okresach dobrej koniunktury, podczas gdy w okresach złej koniunktury może być ograniczony.

W Rozporządzeniu zwraca się szczególną uwagę na reformy emerytalne wprowadzające system wielofilarowy, w tym obowiązkowy filar kapitałowy. Wdrażanie tego typu reform usprawiedliwia odstępstwo od ścieżki dostosowawczej prowadzącej do średniookresowego celu budżetowego (lub od samego celu), pod warunkiem zachowania odpowiedniego marginesu bezpieczeństwa.

Jak czytamy w dalszej części Rozporządzenia:

*Rada i Komisja badają także, czy program stabilności ułatwia osiągnięcie trwałej i realnej konwergencji w strefie euro oraz ściślejszą koordynację polityk gospodarczych, a także czy polityka gospodarcza danego państwa członkowskiego jest zgodna z ogólnymi wytycznymi polityki gospodarczej i wytycznymi dla zatrudnienia państw członkowskich i Unii.*

W przypadku państw członkowskich uczestniczących w ERM2, Rada UE bada, czy przedłożony program konwergencji zapewnia niezakłócony udział w mechanizmie kursowym.

Rada UE i KE analizują przedłożone do końca kwietnia krajowe programy stabilności lub konwergencji w terminie co najwyżej 3 miesiące od daty przedłożenia i wydają opinię.

W Rozporządzeniu zawarty jest szczegółowy opis procedury uruchamianej automatycznie wobec państwa, w którym odnotowano znaczne odstępstwo od zaplanowanej ścieżki postępowania w sferze finansów publicznych. Ocena tego czy odstępstwo uznać należy za znaczące opiera się na następujących kryteriach:

- w stosunku do państwa, które nie osiągnęło średniookresowego celu budżetowego: odstępstwo większe niż 0,5% PKB w ciągu jednego roku lub większe niż 0,25% PKB średniorocznie w dwóch kolejnych latach;
- tempo wzrostu wydatków skorygowane o skutki działań dyskrejonalnych po stronie dochodów powodujące odstępstwo, które ma łączny wpływ na saldo sektora instytucji rządowych i samorządowych co najmniej 0,5% PKB w ciągu jednego roku lub narastająco w ciągu dwóch kolejnych lat.

Odstępstwo dotyczące tempa wzrostu wydatków traci znaczenie, jeżeli państwo osiągnęło średniookresowy cel budżetowy z nadwyżką. Odstępstwo może również zostać usprawiedliwione i nie brane pod uwagę, jeśli jest wynikiem nadzwyczajnego

i niezależnego od państwa członkowskiego zdarzenia, ale pod warunkiem że nie zagraża stabilności finansów publicznych w średnim okresie.

W sekcji 3A Rozporządzenia opisano Zasadę niezawisłości statystycznej, która leży u podstaw działania wielostronnego nadzoru ze strony organów UE. Zgodnie z zapisem Rozporządzenia, państwa członkowskie zobowiązane są zagwarantować niezawisłość zawodową krajowych organów statystycznych. Organy te powinny działać zgodnie z europejskim kodeksem praktyk statystycznych ustanowionym Rozporządzeniem Parlamentu Europejskiego i Rady (WE) z dnia 11 marca 2009 r. w sprawie statystyki europejskiej. Zapewnienie niezawisłości oznacza co najmniej przejrzystość procedur rekrutacyjnych i dymisyjnych, przydział środków budżetowych oraz określenie z odpowiednim wyprzedzeniem terminu publikacji najistotniejszych informacji statystycznych. Nadzór może być rzetelny tylko w sytuacji, gdy oparty jest na silnych i niezależnych statystykach.

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

Rozporządzenie to określa przepisy służące przyspieszeniu i wyjaśnieniu procedury nadmiernego deficytu.

KE, opracowując sprawozdanie dotyczące spełnienia przez państwa członkowskie kryteriów ograniczenia deficytu i długu publicznego bierze pod uwagę m.in.:

- średniookresowy rozwój sytuacji gospodarczej danego państwa, w szczególności wzrost potencjalny i elementy składowe takie jak: siła robocza, akumulacja kapitału, wydajność czynników produkcji, zmiany cyklu koniunkturalnego czy stan oszczędności netto w sektorze prywatnym;
- średniookresowy rozwój sytuacji budżetowej, w szczególności osiągnięcia w zakresie realizacji średniookresowego celu budżetowego, poziom salda pierwotnego i kształtowanie się wydatków pierwotnych, wdrażania polityk zapobiegających zakłóceniom równowagi makroekonomicznej, wdrażania polityk w ramach wspólnej unijnej strategii na rzecz wzrostu gospodarczego;
- średniookresowe zmiany długu publicznego oraz długookresową zdolność do jego obsługi, w tym strukturę terminów zapadalności i waluty zadłużenia, gwarancje i wszelkie zobowiązania ukryte związane np. ze starzeniem się społeczeństwa i długiem sektora prywatnego.

Badaniem obejmuje się również wdrażane reformy emerytalne wprowadzające system wielofilarowy, obejmujący obowiązkowy filar kapitałowy oraz koszt netto reformy dla filaru publicznego. W tym przypadku analizuje się wpływ wdrażanych reform na długookresową stabilność finansów publicznych.

W rozporządzeniu z dnia 8 listopada 2011 r. dodano sekcję 1A zatytułowaną „Dialog gospodarczy”, która porusza temat zacieśniania dialogu pomiędzy różnymi instytucjami Unii Europejskiej, zapewnienia większej przejrzystości procesu podejmowania decyzji oraz odpowiedzialności za podjęte decyzje. Przepisy zobowiązują Radę UE do stosowania się do zaleceń KE i ewentualnego składania publicznych wyjaśnień swojego stanowiska. Rada UE i KE powinny również regularnie informować Parlament Europejski o stosowaniu procedury nadmiernego deficytu (opisanej w tym Rozporządzeniu).

Artykuł 3 Rozporządzenia określa terminy, w których organy Unii Europejskiej zobowiązane są sformułować opinię i wydać zalecenia państwu członkowskiemu, wobec którego uruchomiona jest procedura nadmiernego deficytu. Następnie państwo członkowskie ma maksymalnie 6 miesięcy na podjęcie skutecznych działań ograniczających deficyt, który to okres może być skrócony w szczególnie poważnych przypadkach do 3 miesięcy. Skorygowanie nadmiernego deficytu powinno zostać osiągnięte w roku następującym po roku stwierdzenia nadmiernego deficytu. Minimalna roczna korekta nadmiernego deficytu wynosi 0,5% PKB, uwzględniając zmiany cykliczne oraz działania jednorazowe i tymczasowe podejmowane w celu skorygowania nadmiernego deficytu w określonym w zaleceniu Rady terminie. W przypadku zaistnienia nieprzewidzianych niekorzystnych zdarzeń gospodarczych Rada UE może zmienić treść wcześniej wydanego zalecenia pod warunkiem, że dotychczas podjęto skuteczne działania, a zmiany nie zagrażają średniookresowej stabilności finansów publicznych. W swoich zaleceniach, Rada UE wskazuje również działania sprzyjające osiągnięciu celu skorygowania nadmiernego deficytu.

Artykuł 7 Rozporządzenia określa zasadniczy termin 16 miesięcy od terminu przedłożenia sprawozdań, w którym Rada może nałożyć sankcje na państwo członkowskie nie stosujące się do jej zaleceń. W przepisach zaznaczono jednak, że w przypadku stwierdzenia świadomego planowania nadmiernego deficytu, stosować można procedurę przyspieszoną. Zagadnieniu sankcji, jakie mogą zostać nałożone na państwo członkowskie niewywiązujące się z obowiązków, poświęcona jest sekcja 4 Rozporządzenia. Kwotę grywny stanowi składnik stały (równy 0,2% PKB) oraz składnik zmienny, który jest równy *jednej dziesiątej wartości absolutnej różnicy między saldem wyrażonym jako odsetek PKB w poprzednim roku a wartością odniesienia dla salda sektora instytucji rządowych i samorządowych lub – jeśli nieprzebranie dyscypliny budżetowej wiąże się z kryterium długu – saldem sektora instytucji rządowych i samorządowych wyrażonym jako odsetek PKB, które powinno zostać osiągnięte w tym samym roku zgodnie z wezwaniem [Rady Unii Europejskiej]*. Sankcja może zostać nałożona również w kolejnych latach, jeśli nadal stwierdza się istnienie nadmiernego deficytu budżetowego. Ustęp 3 artykułu 12 określa górną

granicę grzywny na 0,5% PKB rocznie. Rozporządzenie z dnia 8 listopada 2011 r., wchodzące w skład sześciopaku, zaostrza charakter ewentualnych sankcji nakładanych na państwa członkowskie: dotychczas sankcja miała formę depozytu nieoprocentowanego, który mógł być przekształcony w bezzwrotną karę dopiero dwa lata po wezwaniu państwa do złożenia depozytu, w przypadku gdy nie podjęto działań zgodnie z zaleceniami Rady UE. W omawianym Rozporządzeniu zmieniono treść art. 11 i nieoprocentowany depozyt zastąpiono grzywną. Grzywny wpłacane przez państwa członkowskie zasilić mają, zgodnie z art. 16 Rozporządzenia, Europejski Instrument Stabilności Finansowej. Artykuł 17 zobowiązuje KE do regularnego opracowywania i publikacji oceny skuteczności omawianego Rozporządzenia i postępów w zapewnianiu coraz ściślejszej koordynacji polityki gospodarczej i konwergencji państw członkowskich.

### **Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie skutecznego egzekwowania nadzoru budżetowego w strefie euro**

W Rozporządzeniu Parlamentu Europejskiego i Rady UE nr 1173/2011 z dnia 16 listopada 2011 r. (Rozporządzeniu Parlamentu Europejskiego i Rady UE nr 1173/2011) ustanowiono system sankcji, który służyć ma skuteczniejszemu egzekwowaniu części zapobiegawczej i naprawczej PSW. Rozporządzenie to dotyczy wyłącznie państw strefy euro i wszelkie decyzje Rady odnośnie nakładanych sankcji są podejmowane na podstawie głosowania, w którym prawo głosu mają państwa, których walutą jest euro. Zgodnie z treścią rozdziału III Rozporządzenia dotyczącego sankcji w części zapobiegawczej PSW – nakładanych w sytuacji niepodjęcia przez dane państwo członkowskie działań zapobiegających narastaniu nadmiernego deficytu:

*Art. 4 ust. 4: Jeżeli Rada podejmie decyzję stanowiącą, że państwo członkowskie nie podjęło działań zgodnie z zaleceniem Rady (...), Komisja, w ciągu 20 dni od przyjęcia decyzji Rady, zaleca, aby Rada kolejną decyzją nałożyła na to państwo członkowskie obowiązek złożenia w Komisji oprocentowanego depozytu, w wysokości 0,2% jego PKB w poprzednim roku.*

*Art. 4 ust. 5: W odniesieniu do oprocentowanego depozytu obowiązuje stopa procentowa odzwierciedlająca ryzyko kredytowe Komisji i odpowiedni okres inwestycji.*

Oprocentowany depozyt zostaje zwrócony wraz z odsetkami na podstawie decyzji Rady UE, jeśli ustały przyczyny, dla których nałożono sankcje. Jeżeli w państwie członkowskim, które złożyło oprocentowany depozyt w KE stwierdzi się istnienie nadmiernego deficytu lub poważne niestosowanie się do obowiązków określonych w Pakcie dotyczących polityki stabilności budżetowej, KE może zalecić Radzie UE nałożenie na to państwo sankcji w formie depozytu nieoprocentowanego



w wysokości 0,2% jego PKB z roku ubiegłego (lub zmiany depozytu oprocentowanego na nieoprocenowany). Rada UE może również nałożyć na państwo członkowskie niewywiązujące się ze swych obowiązków w zakresie polityki stabilności budżetowej sankcje w postaci grzywny, w wysokości 0,2% PKB tego państwa z roku ubiegłego. W takiej sytuacji ewentualny złożony wcześniej depozyt nieoprocenowany zostaje przekształcony w grzywnę.

Rozdział V Rozporządzenia zawiera przepisy określające sankcje za manipulowanie danymi statystycznymi. Dotyczy to umyślnego lub będącego skutkiem poważnych zaniedbań podawania nieprawdziwych danych o deficycie i długu publicznym np. na potrzeby procedury nadmiernego deficytu. Na państwo członkowskie dokonujące manipulacji nałożona może zostać grzywna w wysokości co najwyżej 0,2% PKB danego państwa. Rozporządzenie uprawnia KE do wszczęcia postępowania wyjaśniającego w sytuacji podejrzenia manipulacji danymi, zaś podejrzanemu państwu członkowskie zobowiązane jest udostępnić KE wszelkie informacje i dokumenty rachunkowe instytucji rządowych dotyczące sprawy. Dane państwo członkowskie ma prawo wypowiedzenia się przed KE w sprawie zanim ta prześle wnioski z postępowania Radzie UE. Organem sądowniczym rozpatrującym odwołania od decyzji Rady UE nakładającej grzywny za manipulację danymi statystycznymi na państwa członkowskie jest Trybunał Sprawiedliwości Unii Europejskiej, który może uchylić, obniżyć lub podwyższyć grzywnę.

Rozporządzenie nakłada na KE obowiązek dokonywania regularnej oceny jego skuteczności oraz postępów w zapewnianiu coraz ściślejszej koordynacji polityk gospodarczych i konwergencji gospodarczej państw członkowskich.

### **Dyrektywa Rady UE w sprawie wymogów dotyczących ram polityki fiskalnej państw członkowskich**

Ramy budżetowe, których dotyczy Dyrektywa Rady 2011/85/UE z dnia 8 listopada 2011 r., to „zbiór uzgodnień, procedur, reguł i instytucji stanowiących podstawę prowadzenia polityki budżetowej sektora instytucji rządowych i samorządowych”. Na ramy budżetowe składają się w szczególności: systemy rachunkowości budżetowej i sprawozdawczości statystycznej, reguły i procedury regulujące przygotowanie prognoz na potrzeby planowania budżetowego, numeryczne reguły fiskalne (wskaźniki wyników budżetowych), procedury budżetowe, średniookresowe ramy budżetowe stanowiące zbiór krajowych procedur budżetowych wydłużających perspektywę kształtowania polityki budżetowej poza roczny cykl budżetowy, ustalenia dotyczące niezależnego monitorowania procesu budżetowego w celu zwiększenia jego przejrzystości oraz mechanizmy regulujące relacje budżetowe pomiędzy różnymi organami publicznymi.

Artykuł 3 Dyrektywy określa, że systemy rachunkowości publicznej państw członkowskich powinny obejmować w sposób kompleksowy wszystkie podsektory sektora instytucji rządowych i samorządowych oraz zawierać informacje potrzebne do generowania danych opartych na standardach ESA '95 (obowiązujący Europejski System Rachunków Narodowych i Regionalnych). Systemy rachunkowości podlegać muszą kontroli wewnętrznej i niezależnym audytom. Państwa członkowskie są zobowiązane artykułem 2 Dyrektywy do regularnego udostępniania tych danych budżetowych, w szczególności danych budżetowych w ujęciu kasowym (co miesiąc dla szczebla centralnego, regionalnego oraz funduszy ubezpieczeń społecznych; co kwartał dla szczebla lokalnego).

Rozdział III Dyrektywy zawiera wytyczne dotyczące planowania budżetowego państw członkowskich. Muszą się one opierać na realistycznych prognozach makroekonomicznych, sporządzonych w oparciu o najaktualniejsze informacje. Podstawą planowania powinien być prognozowany scenariusz najbardziej prawdopodobny lub najostrożniejszy. KE zastrzega sobie prawo do porównywania prognoz krajowych z prognozami własnymi oraz instytucji niezależnych. W razie znaczących różnic w prognozach, państwo członkowskie może zostać wezwane do uzasadnienia otrzymanych wyników. Jednocześnie KE i instytucje odpowiedzialne za przygotowywanie prognoz krajowych są zobowiązane do publikacji metodologii oraz założeń leżących u podstawy sporządzanych przez nią prognoz. Raz w roku, podejmowany jest „techniczny dialog” na temat założeń, na których bazują dokonywane prognozy makroekonomiczne i budżetowe. KE jest także zobowiązana do przedstawienia prognozy wydatków unijnych w wieloletniej perspektywie, co ułatwić ma krajowe planowanie budżetowe. Prognozy krajowe powinny obejmować analizę wrażliwości głównych zmiennych na zmianę założeń dotyczących wzrostu gospodarczego i stóp procentowych oraz w miarę możliwości uwzględniać istotne scenariusze ryzyka. Prognozy poddaje się regularnej i bezstronnej ocenie opartej na obiektywnych kryteriach, a jej wyniki publikuje się.

## Rozdział 4

# Debata na temat kolejnych działań Unii Europejskiej

Wnioski płynące z analiz pierwszego i drugiego etapu kryzysu w poprzednich trzech rozdziałach skłaniają do refleksji na temat przyszłych scenariuszy działań prorozwojowych, antykryzysowych i stabilizacyjnych zawartych w Strategii „Europa 2020” oraz w koncepcjach unii bankowej i unii fiskalnej.

### 4.1. Strategia „Europa 2020” w kontekście kryzysu finansów publicznych

*Krzysztof Marczewski*

W marcu 2010 r. Komisja Europejska przedstawiła długookresową Strategię „Europa 2020” rozwoju Unii Europejskiej, określaną jako strategia na rzecz inteligentnego i zrównoważonego rozwoju sprzyjającego włączeniu społecznemu (Komisja Europejska 2010a). Objęła ona trzy powiązane ze sobą priorytety:

- rozwój inteligentny, tj. rozwój gospodarki opartej na wiedzy i innowacjach,
- rozwój równomierny, tj. wspieranie gospodarki efektywniej korzystającej z zasobów, bardziej przyjaznej środowisku i bardziej konkurencyjnej,
- rozwój sprzyjający włączeniu społecznemu, tj. wspieranie gospodarki o wysokim poziomie zatrudnienia, zapewniającej spójność społeczną i terytorialną.

Sformułowanych zostało pięć celów nadrzędnych, które mają zostać osiągnięte do 2020 roku:

- stopa zatrudnienia osób w wieku 20–64 lat powinna wynieść 75%,
- na inwestycje w badania i rozwój należy przeznaczać 3% PKB,
- należy osiągnąć cele „20/20/20” w zakresie klimatu i energii (w tym ograniczenie emisji dwutlenku węgla nawet o 30%, jeśli pozwolą na to warunki),

- liczbę osób przedwcześnie kończących naukę szkolną należy ograniczyć do 10%, a co najmniej 40% osób z młodego pokolenia powinno zdobyć wyższe wykształcenie,
- liczbę zagrożonych ubóstwem należy ograniczyć o 20 mln osób.  
Realizacji tych celów ma służyć siedem projektów przewodnich:
- „Unia innowacji” – projekt na rzecz poprawy warunków ramowych i dostępu do finansowania badań i innowacji,
- „Młodzież w drodze” – projekt na rzecz poprawy wyników kształcenia oraz ułatwiania młodzieży wejścia na rynek pracy,
- „Europejska agenda cyfrowa” – projekt na rzecz upowszechnienia szybkiego Internetu i umożliwienia gospodarstwom domowym i przedsiębiorstwom czerpania korzyści z jednolitego rynku cyfrowego,
- „Europa efektywnie korzystająca z zasobów” – projekt na rzecz uniezależnienia wzrostu gospodarczego od zasobów, przejście na gospodarkę niskoemisyjną, zwiększenia wykorzystania odnawialnych źródeł energii, modernizacji transportu oraz propagowania efektywności energetycznej,
- „Polityka przemysłowa w erze globalizacji” projekt na rzecz poprawy otoczenia biznesu, szczególnie w odniesieniu do MSP oraz wspierania rozwoju silnej i zrównoważonej bazy przemysłowej przygotowanej do konkurowania na rynkach światowych,
- „Program na rzecz nowych umiejętności i zatrudnienia” – projekt na rzecz modernizacji rynków pracy i wzmocnienia pozycji obywateli poprzez rozwój kwalifikacji przez całe życie w celu zwiększenia współczynnika aktywności zawodowej i lepszego dopasowania popytu do podaży, m.in. dzięki mobilności siły roboczej,
- „Europejski program walki z ubóstwem” – projekt na rzecz zapewnienia spójności społecznej i terytorialnej, tak aby korzyści płynące ze wzrostu gospodarczego i zatrudnienia były szeroko dostępne, a osoby ubogie i wykluczone społecznie mogły żyć godnie i aktywnie uczestniczyć w życiu społecznym.

Poszczególne kraje przekładają wytyczne Strategii na swoje cele narodowe, które mogą różnić się od celów postawionych przed całą Unią. Realizacja Strategii w warunkach kryzysu napotkała na poważne trudności (tab. 4.1)<sup>123</sup>. Dotyczy to zwłaszcza celu zatrudnieniowego, a także zadań z zakresu walki z ubóstwem i wykluczeniem społecznym.

---

<sup>123</sup> Tabela 4.1 zawiera dane dotyczące realizacji Strategii w latach 2011–2012, dostępne na koniec lipca 2013 r.

W latach 2000–2008 stopa zatrudnienia wzrosła w UE z 66,6% do 70,3%. Jednak po wybuchu kryzysu spadła w 2009 r. do poziomu 69% i nadal się obniżała. Pogłębiły się różnice pomiędzy krajami. Austria, Dania, Niemcy, Holandia i Szwecja przekroczyły już cel unijny. Skromny cel narodowy (62,9%) osiągnęła tylko Malta. Najdalej od zadeklarowanych celów znajdują się obecnie Grecja, Hiszpania, Węgry i Bułgaria.

**Tabela 4.1. Podstawowe cele Strategii „Europa 2020” na tle wyników z lat 2011–2012**

Cele	Wskaźniki	Realizacja w UE-27			Docelowe poziomy wg Strategii
		2007	2011	2012	
Zatrudnienie	Stopa zatrudnienia w %	69,9	68,6	68,5	75,0
Badania i rozwój	Wydatki w % PKB	1,85	2,03	-	3,0
Zmiany klimatyczne/energia	Emisja CO <sub>2</sub> (1990=100)	91	85*	-	80
	Udział energii odnawialnej w zużyciu w %	9,9	13,0	-	20
	Zużycie energii pierwotnej (w Mtoe)	1 686,2	1 646,8*	-	1474
Edukacja	Przedwcześnie kończący naukę w %	15,1	13,5	12,8	< 10,0
	Udział wykształconych na poziomie wyższym w %	30,0	34,6	35,8	≥ 40,0
Ubóstwo lub społeczne wykluczenie	Osoby zagrożone ubóstwem lub wykluczeniem społecznym (w tys.)	119 301	119 820	-	95 700 tj. 20 mln mniej
	Osoby zagrożone ubóstwem lub wykluczeniem społecznym w %	24,4	24,2	-	
	– Osoby żyjące w gospodarstwach domowych o niskiej aktywności zawodowej (%)	9,6	10,2	-	
	– Osoby zagrożone ubóstwem po uwzględnieniu transferów socjalnych (%)	16,5	16,9	-	
	– Osoby poważnie materialnie upośledzone (%)	9,1	8,8	-	

\* W 2010 r.

Źródło: Eurostat (2012)

Kluczowy dla wspierania wzrostu opartego na wiedzy i innowacjach wskaźnik udziału wydatków na prace badawczo-rozwojowe w PKB utrzymywał się w latach 2000–2006 na poziomie ok. 1,85%. W 2011 r. wzrósł do 2,03%. Jak dotąd, przekroczyły cel unijny Finlandia, Szwecja i Dania. Najdalej od celów narodowych znajdują się obecnie Rumunia i Hiszpania.

W 2010 r. emisja dwutlenku węgla była w UE niższa niż w 1990 r. o 15%. Duży spadek emisji nastąpił w kryzysowych latach 2008–2010 na skutek ograniczenia poziomu aktywności gospodarczej.

W latach 2004–2011 udział energii odnawialnej w globalnym zużyciu energii zwiększył się w UE z 8,1% do 13%. Tylko Estonia osiągnęła już swój cel narodowy

w tym zakresie. Natomiast Francja, Holandia, Irlandia i Wielka Brytania mają znaczne zaległości.

Obserwowany w ostatnich latach spadek zużycia energii pierwotnej w UE był w głównej mierze następstwem kryzysu gospodarczego. W porównaniu z 2005 r. największa redukcja wystąpiła na Litwie, a największy przyrost w Estonii i Polsce.

W Unii Europejskiej udział wcześniej kończących naukę szkolną obniżył się w ciągu ostatniej dekady o ponad 4 pkt. proc. W 2012 r. już w 12 krajach (w tym w Polsce) wielkość wskaźnika znalazła się poniżej poziomu wyznaczonego w Strategii. Jednak wynik dla całej UE zaniżają zwłaszcza Hiszpania, Malta, Portugalia, Włochy i Rumunia.

Porównując dane z roku 2000 z danymi z 2012 r. można stwierdzić, że udział osób z wyższym wykształceniem wśród ludności w wieku 30–34 lat zwiększył się o ponad 13 pkt. proc. do poziomu 35,8%. Utrzymują się jednak duże różnice między krajami, od 51,1% w Irlandii do tylko 21,7% we Włoszech. W 2012 r. już 8 krajów osiągnęło swoje narodowe cele.

W 2011 r. 119,8 mln osób (24,2%) było w UE-27 zagrożonych biedą lub wykluczeniem społecznym, w porównaniu z 123,9 mln osób (25,6%) w 2005 roku. Jednak w stosunku do 2009 r. ich liczba zwiększyła się o ponad 6 milionów. Tylko w Niemczech, Estonii, Polsce i Rumunii wystąpił w tym okresie, mimo kryzysu, lekki jej spadek. Utrzymywały się duże różnice między krajami – od 15,3% w Czechach i 15,7% w Holandii do 49,1% w Bułgarii i 40,3% w Rumunii. Wzrosła ponadto o ponad 4 mln liczba osób w UE zagrożonych ubóstwem, po uwzględnieniu transferów społecznych.

Tak więc, spośród trzech głównych priorytetów Strategii postęp dotyczy, w różnym przy tym stopniu i przy znacznych różnicach między krajami, tylko dwu – rozwoju gospodarki opartej na wiedzy i innowacjach oraz budowania gospodarki efektywniej korzystającej z zasobów i bardziej przyjaznej środowisku. Kryzys uniemożliwia natomiast, jak dotąd, realizację priorytetu społecznego. Od 2009 r. zmniejszała się stopa zatrudnienia i rosła skala ubóstwa, zagrażając spójności społecznej.

W obliczu trudności w realizacji Strategii, Rada Unii Europejskiej postuluje wzmocnienie tempa wprowadzania w krajach członkowskich reform strukturalnych przyspieszających wzrost i poprawiających konkurencyjność (Council of the European Union 2013a). Dotyczy to zwłaszcza rynku pracy, w tym kwestii zatrudnienia osób młodych.

## 4.2. W kierunku pogłębionej Unii Gospodarczej i Walutowej

### 4.2.1. Wizja Hermana Van Rompuya

*Zbigniew Polański*

W związku z przedłużającym się, a przede wszystkim dalej narastającym kryzysem w strefie euro, grożącym nawet jej rozpadem, w połowie 2012 r. władze UE przedstawiły oficjalnie wstępną koncepcję kompleksowego zreformowania zasad funkcjonowania Unii, przede wszystkim obszaru wspólnego pieniądza. Koncepcję tę zawarto w dokumencie pt. „Towards a Genuine Economic and Monetary Union” („W kierunku faktycznej Unii Gospodarczej i Walutowej”<sup>124</sup>) (Van Rompuy 2012a). Był on sygnowany przez przewodniczącego Rady Europejskiej H. Van Rompuya, zaś w jego przygotowaniu brali też udział przewodniczący Komisji Europejskiej (J.M. Barroso) i Eurogrupy (J.C. Juncker), jak również prezes EBC (M. Draghi).

Rozważania w tym dokumencie koncentrują się wokół koncepcji czterech „unii”:

- 1) bankowej (tzw. „zintegrowanych ram finansowych”),
- 2) fiskalnej (tzw. „zintegrowanych ram budżetowych”),
- 3) gospodarczej (tzw. „zintegrowanych ram polityki gospodarczej”)

oraz

- 4) politycznej (tj. „demokratycznej legitymizacji i rozliczalności”<sup>125</sup>).

Dokument prezentuje wizję nakierowaną głównie na kraje strefy euro, jednak w przypadku kwestii dotyczących funkcjonowania jednolitego (wspólnego) rynku unijnego, odnosi się on także do innych krajów UE (dotyczy to w szczególności zagadnień unii bankowej). W niektórych obszarach (głównie unii fiskalnej) odwołuje się do zmian już zachodzących i opisanych w rozdziale 3 niniejszej książki (mowa o „Pakcie Stabilności i Wzrostu” oraz o „Traktacie o Stabilności, Koordynacji i Zarządzaniu w UGW”). Operuje on ogólnym horyzontem „nadchodzącej dekady” („over the next decade”).

Dokument z czerwca 2012 r. miał charakter wstępny i zakładał, że jego końcowa wersja zostanie zaprezentowana w grudniu tego samego roku, z tym,

---

<sup>124</sup> W nawiasie podajemy oficjalne tłumaczenie tytułu dokumentu. Biorąc jednak pod uwagę odcienie znaczeniowe słowa „genuine” oraz fakt, że UGW tworzona jest od dłuższego czasu, wydaje się, że lepiej wykorzystywać słowo „pogłębiona”. Dlatego też w naszych rozważaniach będziemy akcentować ten przymiotnik. Zauważmy na marginesie, że instytucje unijne oraz pracujący w nich tłumacze nie są w pełni konsekwentni w nazywaniu i tłumaczeniu proponowanych zmian (np., jak dalej zobaczymy, w dokumentach unijnych pisze się też czasami o „pogłębionej i rzeczywistej UGW”).

<sup>125</sup> W oryginale jest to angielskie słowo „accountability”, które w polskiej literaturze bywa niekiedy również tłumaczone jako „odpowiedzialność podmiotowa”. To ostatnie sformułowanie trafnie akcentuje istotę słowa „accountability”, jaką jest odpowiedzialność danego podmiotu za podejmowane decyzje.

że w październiku opublikowano okresowe sprawozdanie Rady Europejskiej z prac nad nim (Van Rompuy 2012b). Obydwa jesienne dokumenty uszczegóławiały wizję, biorąc pod uwagę dyskusję, jaka się rozwinęła.

Do konkretnych rozwiązań tam zawartych (a także zapisanych w innych dokumentach z tego i późniejszego okresu), będziemy się bardziej szczegółowo odnosić w następnych punktach rozdziału. Teraz tylko zwróćmy uwagę, że przedmiotem dyskusji był nie tylko zakres działań, jaki miał zostać podjęty, ale także ich harmonogram. Obydwe te kwestie były intensywnie debatowane – obecnie skrótkowo przedstawiamy wybrane propozycje Komisji Europejskiej oraz zawarte w końcowym raporcie Van Rompuy (2012c).

W trakcie dyskusji nad dwoma pierwszymi propozycjami Van Rompuy (2012a, 2012b) Komisja Europejska przedstawiła obszerny dokument pt. „Plan działania na rzecz pogłębionej i rzeczywistej unii gospodarczej i walutowej. Otwarcie debaty europejskiej” (Komisja Europejska 2012a). Sformułowany w tym dokumencie harmonogram i związane z nim działania zostały podsumowane w poniższy sposób – por. tab. 4.2.

**Tabela 4.2. Plan działania na rzecz pogłębionej UGW według Komisji Europejskiej (listopad 2012 r.)**

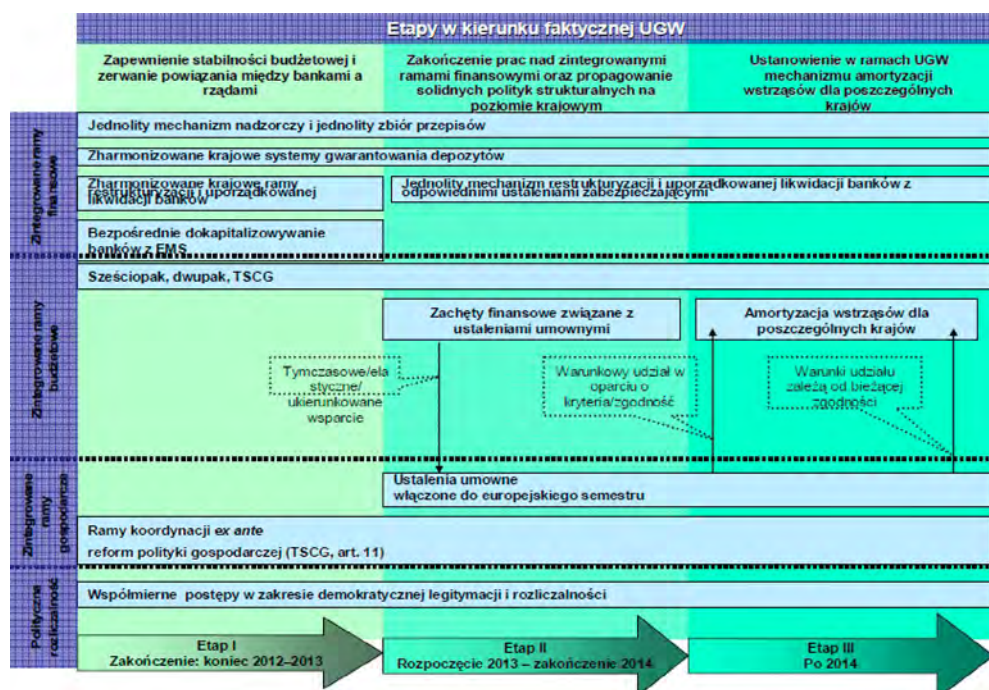
			Plan działania na rzecz pogłębionej i rzeczywistej UGW Początek europejskiej debaty		Prawodawstwo wstępne	Zmiana traktatów
PRZEZ CAŁY CZAS TRWANIA PROCESU	KRÓTKOTERMINOWO	W ciągu najbliższych 18 miesięcy	1. Pełna realizacja europejskiego semestru i pakietu sześciu wniosków ustawodawczych oraz szybkie uzgodnienie i realizacja drugiego pakietu dotyczącego zarządzania gospodarczego	✓		
			2. Unia bankowa: Regulacja finansowa i nadzór finansowy: szybkie uzgodnienie odnośnie do wniosków dotyczących jednolitego zbioru przepisów i jednolitego mechanizmu nadzorczego	✓		
			3. Unia bankowa: jednolity mechanizm restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji banków	✓		
			4. Szybka decyzja w sprawie następnych wieloletnich ram finansowych	✓		
			5. Koordynacja ex-ante głównych reform oraz utworzenie Instrumentu konwergencji i konkurencyjności (CCI)	✓		
			6. Promowanie inwestycji w strefie euro zgodnie z pakietem stabilności i wzrostu	✓		
			7. Reprezentacja zewnętrzna strefy euro	✓		
	ŚREDNOTERMINOWO	18 miesięcy do 5 lat	1. Dalsze wzmocnienie integracji budżetowej i gospodarczej	✓	✓	
			2. Odpowiednia zdolność fiskalna dla strefy euro w oparciu o CCI	✓	✓	
			3. Fundusz amortyzacji zadłużenia		✓	
			4. Europejskie bony skarbowe		✓	
	DLUGOTERMINOWO	Porząd 5 lat	1. Pełna unia bankowa		✓	
			2. Pełna unia fiskalna i gospodarcza		✓	
	Unia polityczna: adekwatne postępy w zakresie legitymacji demokratycznej i rozliczalności			✓	✓	

Źródło: Komisja Europejska (2012b, s. 2)



KE ujęła proces działań zainspirowany dwoma pierwszymi raportami Van Rompuy'a w trzech przedziałach czasowych (w perspektywie krótkookresowej, tj. 1,5 roku; średniookresowej, tj. od 1,5 roku do 5 lat; oraz w długookresowej, tj. ponad pięcioletniej). Równolegle do tych przedziałów czasowych mają dokonywać się przemiany w obszarze unii politycznej (zob. ostatni wiersz), warunkujące wiarygodność i legitymizację działań podejmowanych w dziedzinach trzech pozostałych unii. Warto też zauważyć, że Komisja ściśle wiąże wymienione w tabeli działania z niezbędnymi zmianami w prawodawstwie unijnym: zmiany zaszerogowane do perspektyw średnio- i długookresowej są uwarunkowane koniecznością przeformułowania zapisów w Traktatach regulujących działalność UE (zob. ostatnia kolumna). Ich nowelizacja, lub uchwalenie nowych, jest w realiach unijnych zazwyczaj długotrwałe ze względu na czasochłonne negocjacje i proces ratyfikacji zmian traktatowych.

W raporcie końcowym Van Rompuy'a nieco inaczej skonkretyzowano wizję dalszego pogłębiania UGW. Pokazuje ją rys. 4.1.



**Rysunek 4.1. Etapy w kierunku pogłębionej UGW według raportu końcowego Van Rompuy'a (grudzień 2012 r.)**

Uwaga: TSCG – Traktat o Stabilności, Koordynacji i Zarządzaniu w UGW (*Treaty on Stability, Coordination and Governance in the Economic and Monetary Union*)

Źródło: Van Rompuy (2012c, s. 18)

Zgodnie z raportem końcowym Van Rompuy w harmonogramie zmian także wyodrębniono trzy etapy, posługując się jednak trochę innymi przedziałami czasowymi oraz kładąc większy akcent na zmiany jakościowe, a mniejszy – niż Komisja Europejska – na poszczególne przedsięwzięcia. I tak, w tym ujęciu:

- a) do 2013 r. miało nastąpić „zapewnienie stabilności budżetowej i zerwanie powiązań między bankami a rządami”,
- b) w roku 2013 i do końca 2014 r., ma mieć miejsce „zakończenie prac nad zintegrowanymi ramami finansowymi i propagowanie solidnych polityk strukturalnych”,
- c) po 2014 r., nastąpi etap będący punktem kulminacyjnym procesu, w którym będzie miała miejsce „poprawa odporności UGW dzięki utworzeniu mechanizmu amortyzacji wstrząsów na szczeblu centralnym”<sup>126</sup>.

Zanim przejdziemy dalej zauważmy jeszcze, że wizja reformy Van Rompuy w gruncie rzeczy sankcjonuje koncepcję „Europy różnych prędkości”. Jak napisaliśmy wizja skierowana jest przede wszystkim do krajów eurostrefy. Daje ona co prawda w kilku kwestiach krajom spoza strefy opcję przyjęcia takich samych rozwiązań, jest jednak rzeczą pewną (w istocie oczekiwaną przez jej zwolenników), że kraje wchodzące w skład unii monetarnej staną się „twardym jądrem UE”, natomiast pozostałe państwa będą w mniejszym lub większym stopniu (a także w takim lub innym zakresie) za nim podążały.

Poniżej koncentrujemy się szerzej na dwóch aspektach zaproponowanej wizji, a mianowicie na problematyce unii bankowej oraz unii fiskalnej. Robimy tak przede wszystkim dlatego, że są to ściśle powiązane kwestie centralne, zaś prace nad nimi są – szczególnie w obszarze unii bankowej – najbardziej zaawansowane, zarówno w warstwie koncepcyjnej, jak i w sensie podejmowanych konkretnych działań. Kwestie unii gospodarczej i politycznej rozpatrujemy jednak w pewnym stopniu w kontekście unii bankowej i fiskalnej: pamiętajmy, że dwie pierwsze z teraz wymienionych są nieodłącznymi elementami dwóch ostatnich. W przypadku unii politycznej jest to widoczne z założenia, albowiem zmiany w jej obszarze mają charakter towarzyszący i warunkujący pogłębianie pozostałych trzech unii (por. odpowiednie zapisy w tab. 4.2 oraz rys. 4.1). Mówiąc bardziej precyzyjnie, koncepcja unii politycznej zakłada, że zmiany w pozostałych obszarach mają się odbywać przy poszanowaniu demokratycznej legitymizacji i odpowiedzialności podmiotowej, a więc w wymiarze współpracy i podziału pracy (w tym kontroli) pomiędzy Parlamentem Europejskim a parlamentami krajowymi. Również zmiany z dziedziny unii gospodarczej

---

<sup>126</sup> Wszystkie cytaty za Van Rompuy (2012c, s. 4–5).

w wysokim stopniu łączą się z problemami fiskalnymi – tym samym w dyskusji o tych ostatnich będziemy nawiązywać do kwestii unii gospodarczej.

#### **4.2.2. Unia bankowa**

*Zbigniew Polański*

W poprzednich rozdziałach (odpowiednio w punktach 2.2.3 oraz 3.1.3) pokazywaliśmy, jak kryzys wpłynął na kształt unijnej architektury finansowej. Wiemy już ponadto, że propozycja Van Rompuy'a z czerwca 2012 r. przyniosła w tym wymiarze kolejną poważną inicjatywę, a mianowicie stworzenia unii bankowej. Obejmie ona państwa strefy euro, lecz będą w niej mogły uczestniczyć pozostałe kraje UE na zasadzie dobrowolności. Koncepcja unii bankowej jest bowiem ściśle powiązana z ideą rozwoju wspólnego unijnego rynku, w tym rynku usług finansowych (Van Rompuy 2012a, s. 4).

Pojawienie się projektu unii bankowej było przede wszystkim reakcją na nasilenie się kryzysu finansowo-ekonomicznego w strefie euro. Powiedzmy jednak najpierw, że unia bankowa jest rozumiana, jako wprowadzenie szeregu nowych rozwiązań prawno-organizacyjno-finansowych, o jednolitym, czy też ponadnarodowym (lub unijnym) charakterze. Składają się na nią trzy następujące europejskie systemy:

- 1) nadzoru bankowego,
- 2) rozwiązywania problemów niewypłacalnych banków,  
oraz
- 3) gwarantowania depozytów.

Można wymienić kilka zjawisk, które wskazywały, że niezbędna jest, idąca w tym kierunku, zasadnicza reforma unijnej architektury finansowej.

Po pierwsze, dotychczasowa architektura finansowa opierała się na rozwiązaniach faworyzujących wąsko rozumiane, krajowe (narodowe) podejście do bieżącego monitorowania i rozwiązywania problemów instytucji bankowych, co przejawiało się m.in. w pobłażliwości niektórych nadzorców. W rezultacie władze poszczególnych państw poszukiwały rozwiązań nakierowanych przede wszystkim na ochronę własnych banków, ignorując w dużym stopniu możliwe z tego tytułu negatywne skutki swoich działań dla innych państw eurostrefy, przyczyniając się w ostateczności do jej dalszej fragmentaryzacji finansowej (IMF 2013a, s. 7 i 16) (por. również podpunkt 3.1.1.1).

Po drugie, w czasie kryzysu eurostrefy, nastąpiło na poziomie krajowym dodatkowe nasilenie powiązań pomiędzy stanem sektora publicznego a sytuacją banków

oraz rozwojem sfery realnej gospodarki<sup>127</sup>. Zgodnie z dokumentami władz unijnych, doszło do wykrywania się niekorzystnych sprzężeń zwrotnych („błędnego koła”) pomiędzy rządami i bankami. Pociągnęły one za sobą dalsze, negatywne skutki: spadek kursów papierów skarbowych utrzymywanych w portfelach banków, pogarszał ich sytuację, w konsekwencji czego ograniczały one swoją działalność kredytową dla sektora produkcyjnego, co z kolei ujemnie wpływało na wzrost gospodarczy oraz wycenę skarbowych papierów wartościowych (inwestorzy obawiali się, że przy zaniżonych dochodach budżetowych spowodowanych stagnacją lub recesją gospodarczą rządy nie będą w stanie ich obsługiwać) itd. Zjawiska te również sprzyjały fragmentaryzacji finansowej oraz zakłócały mechanizm transmisji monetarnej polityki EBC (zob. rys. 3.7)<sup>128</sup>.

Zjawiska teraz zasygnalizowane znajdują swoje uogólnienie teoretyczne w koncepcji tzw. „trylematu finansowego” (*financial trilemma*). Mówi on, że państwo chcąc prowadzić spójną politykę może wybrać tylko dwa spośród następujących trzech celów, a mianowicie: (1) stabilności finansowej, (2) międzynarodowej integracji finansowej oraz (3) nakierowanej na cel krajowy polityki finansowej (koncentrować się np. na stabilności krajowego systemu bankowego i prowadzić własną politykę upadłościową). Innymi słowy, zgodnie z tą koncepcją, kraje nie są w stanie realizować wspomnianych trzech celów jednocześnie, a co najwyżej ich pary<sup>129</sup>.

Trzecim czynnikiem, który sprawił, że w połowie 2012 r. idea unii bankowej, a w szczególności wspólnego nadzoru, zaczęła być przedmiotem szerokiej dyskusji i energicznych prac, była konieczność dokapitalizowania banków w Hiszpanii<sup>130</sup>. Ponieważ dług publiczny tego kraju w relacji do (spadającego realnie) PKB szybko rósł (w 2012 r. przekroczył on 80% produktu), a w podobnej sytuacji znalazły się też niektóre inne kraje<sup>131</sup>, zdecydowano, że docelowo w tego typu okolicznościach odpo-

---

<sup>127</sup> Por. koncepcję trzech wzajemnie się zazębiających kryzysów w strefie euro omówioną w rozdziale I.

<sup>128</sup> Należy tu zasygnalizować, że w literaturze wyodrębnia się jeszcze inne mechanizmy powodujące współzależność banków i rządów (zob. np. Smaga 2012).

<sup>129</sup> Twórcą tego uogólnienia jest D. Schoemaker (2011). Łatwo tutaj zauważyć analogię do idei R. Mundella, rozpowszechnioną następnie jako koncepcja „niemożliwej trójcy” (wspominaliśmy o niej w punkcie 2.2.2).

<sup>130</sup> W czerwcu Hiszpania oficjalnie zgłosiła się do partnerów ze strefy euro o pożyczkę na dokapitalizowanie swoich banków o wartości do 100 mld euro.

<sup>131</sup> Przypomnijmy tu przypadek Irlandii: koszty ratowania jej systemu bankowego spowodowały podniesienie relacji deficytu sektora publicznego do wyjątkowo wysokiego poziomu prawie 31% PKB w 2010 r. oraz silny wzrost długu publicznego (do ponad 92% PKB w 2010 r. i jego dalszy wzrost w następnych latach przy spadających rozmiarach deficytów).

wiednie środki powinny być bezpośrednio dostarczane bankom przez Europejski Mechanizm Stabilności (ESM)<sup>132</sup>.

Rozpoczęto zatem prace nad kolejną istotną zmianą w logice funkcjonowania UE: w finansowaniu unijnym zaczęto dopuszczać możliwość dostarczania środków pomocowych podmiotom krajowym z pominięciem budżetów państwowych. Tym samym, w takich przypadkach rządy przestaną być dysponentami środków unijnych nadzorującymi sposób ich wykorzystania. Dotychczas udzielanie wsparcia powodowało wzrost długu publicznego, pogarszając kondycję beneficjenta; w przypadku bezpośredniego dokapitalizowania banków nie będzie to miało miejsca i może częściowo przyczynić się do ograniczenia wspomnianego „błędnego koła”. Po dopuszczeniu ewentualności bezpośredniego dokapitalizowania przez ESM, działalnością nadzorczą musi się więc zająć inna instytucja szczebla ponadnarodowego, tj. wspólny system nadzoru bankowego. Wprowadzenie jednego, nowego rozwiązania finansowego pociąga za sobą konieczność przyjęcia innego, komplementarnego rozwiązania instytucjonalnego, gwarantującego efektywność funkcjonowania pierwszego z nich<sup>133</sup>.

Z perspektywy połowy 2013 r. podjęte uzgodnienia i rozpoczęte prace odnoszące się do budowy unii bankowej można streścić i skomentować następująco.

Największy postęp miał dotąd miejsce w odniesieniu do europejskiego systemu nadzoru bankowego. To zrozumiałe: w sytuacji kryzysu oraz postępującej dezintegracji finansowej strefy euro, a także przyjęcia zasady, że bezpośrednio dokapitalizowywanie banków przez ESM będzie mogło mieć miejsce dopiero po uruchomieniu wspólnego nadzoru, wprowadzenie i egzekwowanie wspólnych reguł bieżącej działalności banków musiało stać się priorytetem (Van Rompuy 2012b, s. 2). Nie można też zapominać, że przyjęcie tego priorytetu mogło mieć miejsce w sytuacji, w której unijny system gwarantowania depozytów, choć w formie niedoskonałej, już istniał i został częściowo udoskonalony w trakcie kryzysu (por. punkt 2.2.3), co przyczyniło się do zdecydowanego ograniczenia paniki bankowej (w postaci runu na banki przez deponentów).

Na szczycie Rady UE w połowie grudnia 2012 r. przyjęto, że nadzór zostanie scentralizowany wokół EBC i jemu formalnie powierzony. W związku z tym

---

<sup>132</sup> Na temat ESM zob. uwagi w punkcie 3.1.3. Z kolei o szczegółach technicznych jego działalności w związku z rekapitalizacją hiszpańskich banków zob. ESM (2013a).

<sup>133</sup> Warto zauważyć, że podobne kwestie związane z budową spójnych rozwiązań instytucjonalnych w obszarze finansów miały również miejsce wcześniej. Na przykład Roubini i Mihm (2011, s. 103) wspominają, że w USA w czasie wielkiego kryzysu rozpoczęcie ubezpieczania depozytów bankowych i prowadzenia polityki pożyczkodawcy ostatniej instancji wiązało się ze stworzeniem nadzoru bankowego.

przedstawiono dwa projekty regulacji (Council of the European Union 2012a). Jeden przypisujący EBC większość zadań związanych z nadzorem ostrożnościowym nad instytucjami kredytowymi. Drugi – zmieniający regulację dotyczącą Europejskiego Urzędu Nadzoru Bankowego (EBA; zob. szerzej punkt 3.1.3 na jego temat) tak, aby nie dochodziło do konfliktów kompetencyjnych pomiędzy tymi instytucjami oraz aby w procesie głosowania zachować równowagę między krajami uczestniczącymi w jednolitym nadzorze, jak i spoza niego (wymóg większości w obu grupach).

Kluczową rolę w systemie unijnego nadzoru będzie odgrywał EBC, który przejmie odpowiedzialność w tej dziedzinie w 12 miesięcy po wejściu w życie powyższych ram prawnych (Council of the European Union 2012b, art. 27). Biorąc pod uwagę unijny harmonogram prac legislacyjnych nastąpi to jesienią 2014 roku.

Na czele nadzoru bankowego w EBC będzie stał jego nowy organ, tj. Rada Nadzoru (*Supervisory Board*). Jej rolą będzie przygotowywanie projektów decyzji dla Rady Prezesów EBC, która będzie formalnie podejmowała decyzje, co wynika z ograniczeń traktatowych (tylko Rada Prezesów i Zarząd są organami decyzyjnymi EBC<sup>134</sup>). Zauważmy więc, że ostateczne decyzje nadzorcze będą podejmowali wyłącznie przedstawiciele państw wchodzących do unii monetarnej. Nieco inaczej jest w przypadku samej Rady Nadzoru. Składać się ona będzie z przewodniczącego (powoływanego na pięcioletnią, nieodnawialną kadencję przez Radę UE), jego zastępcę (powoływanego przez Radę UE spośród członków zarządu EBC), czterech przedstawicieli EBC (wskazanych przez Radę Prezesów), przedstawicieli instytucji nadzoru bankowego z krajów uczestniczących (którym może towarzyszyć przedstawiciel krajowego banku centralnego) oraz – jako obserwatora – przedstawiciela Komisji Europejskiej<sup>135</sup>.

Kwestią nie do końca jeszcze rozstrzygniętą jest jednak to, w jakim zakresie EBC będzie faktycznie bezpośrednio nadzorował funkcjonowanie banków w strefie euro, a w jakim pośrednio, poprzez współpracujące z nim odpowiednie krajowe władze nadzorcze. Niewątpliwie, w bezpośrednim nadzorze ograniczy się on do tych instytucji, które są systemowo znaczące, tj. mają znaczne rozmiary oraz największe znaczenie w działalności transgranicznej. Szacuje się, że EBC będzie bezpośrednio nadzorował 130 grup bankowych działających w strefie euro, dysponujących łącznie ok. 85% wartości aktywów bankowych strefy (Asmussen 2013). Pozostałe banki będą bezpośrednio nadzorowane przez krajowe instytucje

<sup>134</sup> Por. art. 129, par. 1 Traktatu o funkcjonowaniu Unii Europejskiej (TUETFUE 2010).

<sup>135</sup> Por. Council of the European Union (2012b, art. 19). Omówienie zapisów tego projektu oraz ich implikacji można znaleźć np. Zaleska (2013, s. 17–26) oraz Smaga (2014).

nadzorcze, wykorzystujące wspólne zasady wypracowane z EBC, a ujęte w stosownym podręczniku nadzorczym.

Przed rozpoczęciem działalności w tym obszarze, EBC wraz z krajowymi instytucjami nadzorczymi całościowo przebadają – pod kątem ich jakości – bilanse banków, których funkcjonowanie będzie bezpośrednio nadzorował. Ponadto, przed wejściem w życie unijnego nadzoru, Europejski Urząd Nadzoru Bankowego (EBA), przy współpracy z EBC, dokona także całościowego badania odporności systemu bankowego za pomocą testu warunków skrajnych.

W kontekście tych wszystkich działań wskazuje się, że z uwagi na występowanie różnych tradycji nadzorczych, ustanowienie wspólnego europejskiego nadzoru bankowego jest w sensie stopnia złożoności i podejmowanych działań, porównywalne z wyzwaniem, jakim było założenie EBC i ESBC w drugiej połowie lat 90. (Asmussen 2013).

W skład unijnego jednolitego zbioru przepisów nadzorczych dotyczących usług finansowych (tzw. „*single rulebook*”) wejdą nie tylko regulacje, o których teraz pisaliśmy, ale także standardy techniczne Europejskiego Urzędu Nadzoru Bankowego oraz zapisy pakietu legislacyjnego CRD IV/CRR. Te ostatnie przenoszą do prawa unijnego nowe międzynarodowe wymogi kapitałowe i płynnościowe znane pod hasłem „Bazylea III”, będące rezultatem inicjatywy podjętej na szczycie państw ugrupowania G-20 jeszcze we wrześniu 2009 r. oraz prac Bazylejskiego Komitetu ds. Nadzoru Bankowego, jakie w jej efekcie nastąpiły.

Pakiet CRD IV/CRR jest kolejną zmianą unijnych regulacji dotyczących wymogów kapitałowych banków. Obejmuje on dwie regulacje, tj.: „dyrektywę w sprawie warunków dopuszczenia instytucji kredytowych do działalności oraz nadzoru ostrożnościowego nad instytucjami kredytowymi i firmami inwestycyjnymi” (*Capital Requirements Directive*, CRD IV) oraz „rozporządzenie w sprawie wymogów ostrożnościowych dla instytucji kredytowych i firm inwestycyjnych” (*Capital Requirements Regulation*, CRR). Jak wynika z ich tytułów, zawartość tych dokumentów ściśle wiąże się z problematyką nadzorczą i powszechnie traktuje się je, jako część unii bankowej. Ich celem jest bowiem uodpornienie banków unijnych na kryzysy finansowe oraz zharmonizowanie przepisów (Council of the European Union 2013a). Regulacje pakietu CRD IV/CRR zaczęły obowiązywać od początku 2014 r., z tym, że poszczególne zapisy będą stopniowo wchodziły w życie tak, że z ich pełną implementacją będziemy mieć do czynienia dopiero w styczniu 2019 roku. W ramach globalnej koordynacji nastąpi to praktycznie równoległe z innymi krajami, których rządy przyjęły ustalenia ze wspomnianych obrad G-20.

Ponadto, dwie inne inicjatywy mogą jeszcze mieć wpływ na kształt jednolitego nadzoru bankowego. Po pierwsze, inicjatywa związana z pracami nad strukturalnymi zmianami unijnego sektora bankowego. Dotychczas przybrała ona postać tzw. raportu Liikanena, postulującego m.in. oddzielenie bankowości komercyjnej (depozytowo-kredytowej) od bankowości inwestycyjnej (Liikanen 2012)<sup>136</sup>. Po drugie, chodzi o inicjatywę dotyczącą wprowadzenia podatku od transakcji finansowych (*Financial Transaction Tax*).

Poprzednie rozdziały książki wskazywały, że dynamika kryzysu finansowo-ekonomicznego była w dużym stopniu związana ze zmianami rozmiarów i kierunków globalnych przepływów kapitałowych. Nic zatem dziwnego, że powróciły, nie tylko w UE, pomysły ich opodatkowania<sup>137</sup>. Z inicjatywy 11 krajów<sup>138</sup>, z początkiem 2013 r., Komisja Europejska przedstawiła projekt stosownej dyrektywy, której zapisy mogą zostać przetransponowane do ustawodawstwa tych krajów i wejść w życie w połowie 2014 roku. Ma ona trzy cele: ograniczyć fragmentaryzację finansową i tym samym wzmocnić wspólny rynek poprzez wprowadzenie jednolitych regulacji, zapewniać dopływ dodatkowych środków publicznych oraz zniechęcać do spekulacji. Przedmiotem opodatkowania będą transakcje instrumentami finansowymi pomiędzy instytucjami finansowymi, w których co najmniej jedna ma siedzibę w UE, z tym, że przewiduje się szereg wyjątków od tej ogólnej zasady (np. transakcje związane z prowadzeniem polityki gospodarczej, np. pieniężnej i zarządzaniem długiem publicznym, zostaną z podatku zwolnione). Obrót akcjami i obligacjami ma być opodatkowany w wysokości 0,1%, natomiast instrumentami pochodnymi w wysokości 0,01%. Ocenia się, że roczne dochody z tego tytułu wyniosą około 30–35 mld euro, tj. 0,4%–0,5% PKB 11 krajów, które zdecydowały się na ten podatek (European Commission 2013d).

Drugim ogniwem unii bankowej jest, jak wiemy, wspólny system rozwiązywania problemów niewypłacalnych banków, tj. mechanizm restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji (*resolution*) zagrożonych instytucji. Wprowadzenie wspólnego mechanizmu rozwiązywania kwestii niewypłacalnych banków stanowi istotny element uzupełniający paneuropejski nadzór oraz odciążający EBC w funkcji

---

<sup>136</sup> Idea ta nie spotkała się dotychczas z wyraźnym oddźwiękiem wśród instytucji unijnych. Warto jednak przypomnieć, że nawiązuje ona do amerykańskiej koncepcji zawartej w ustawie Glass-Steagal Act z 1933 r. oraz zwrócić uwagę na jej ciągle pojawiające się w debacie polityczno-publicystycznej (zob. np. Authers 2013).

<sup>137</sup> Idea ta nie jest nowa i znana jest w literaturze jako „podatek Tobina” (od nazwiska Jamesa Tobina, amerykańskiego ekonomisty żyjącego w latach 1918–2002), który już w 1972 r. zaproponował tego typu daninę publiczną. Zob. więcej np. w Bain i Howells (2009, s. 216–218).

<sup>138</sup> Tj. Francji, Niemiec, Belgii, Austrii, Słowenii, Portugalii, Grecji, Słowacji, Włoch, Hiszpanii oraz Estonii.



pożyczkodawcy ostatniej instancji. W tej dziedzinie znaczny postęp miał miejsce w połowie 2013 r., przedstawiono wówczas zasady funkcjonowania tego mechanizmu oraz zaproponowano procedury i struktury organizacyjne odpowiedzialne za rozwiązywanie problemów instytucji kredytowych.

W pierwszej kolejności przedstawiciele Eurogrupy ustalili zasady bezpośredniego dokapitalizowania banków przez Europejski Mechanizm Stabilności. Przyjęto, że z 500 mld euro składających się na jego zdolność pożyczkową, ESM może przeznaczyć 60 mld na bezpośrednie dokapitalizowanie, z tym jednak, że limit ten może zostać podniesiony. Dokapitalizowaniem mogą być objęte banki stwarzające ryzyko systemowe dla całej unii monetarnej (tzw. systemowo ważne instytucje finansowe), niebędące w stanie pozyskać funduszy z innych źródeł czy to publicznych, czy to prywatnych. Dla uniknięcia wzrostu ryzyka pokusy nadużycia (*moral hazard*) przyjęto ponadto, że państwo wnioskujące o dokapitalizowanie będzie musiało uczestniczyć w ponoszonych kosztach w ściśle określony w uzgodnieniu sposób. W odniesieniu do takich przypadków, jak wspomniana wcześniej prośba Hiszpanii o dokapitalizowanie jej banków, stwierdzono że ewentualność bezpośredniego wykorzystania środków ESM wstecz będzie rozpatrywana indywidualnie (Eurogroup 2013).

Bezpośrednie dokapitalizowanie instytucji kredytowych ma się odbywać zgodnie z unijnymi, ogólnymi zasadami pomocy publicznej, a także z dyrektywą o restrukturyzacji i kontrolowanej likwidacji banków (*Bank Recovery and Resolution Directive*). W sprawie jej projektu osiągnięto porozumienie w końcu czerwca 2013 roku. Najważniejsze są tu dwa ustalenia. Pierwsze dotyczy zmiany filozofii podejścia do banków w kłopotach, a konkretnie mówiąc o przeniesieniu akcentu z dotychczasowego wykorzystywania głównie pomocy publicznej (tzw. metoda „*bail-out*”), na wykorzystywanie w dużo większym stopniu środków własnych podmiotu będącego w kłopotach (tzw. metoda „*bail-in*”). Zdecydowano, że w pierwszej kolejności za restrukturyzację i likwidację banków mają płacić ich udziałowcy, następnie ich niedepozytowi wierzyciele (np. nabywcy obligacji banku), a potem właściciele dużych (tj. powyżej wartości 100 tys. euro) depozytów. Dopiero w dalszej kolejności możliwe byłoby wykorzystanie funduszy publicznych.

Drugie ustalenie dotyczyło stworzenia funduszu upadłościowego (*resolution fund*), działającego w formie sieci funduszy krajowych, które na zasadzie dobrowolności będą mogły sobie pożyczać środki. Przyjęto, że docelowa wielkość funduszy ma wynieść co najmniej 0,8% depozytów gwarantowanych we wszystkich instytucjach kredytowych kraju, z tym, że proces „napełniania” funduszy ma trwać aż 10 lat. Założono pewną elastyczność w zakresie ich wykorzystywania, z tym jednak,

że wartość wykorzystanych środków nie może przekroczyć 5% wartości pasywów danego banku (Council of the European Union 2013c).

W lipcu 2013 r. Komisja Europejska zaprezentowała publicznie propozycję rozporządzenia dotyczącego jednolitego mechanizmu restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji banków. Przedstawia ona procedury i strukturę organizacyjną mechanizmu, w tym podział kompetencji pomiędzy trzema organami: EBC, Komisją Europejską oraz radą SRB.

Pełna nazwa tego ostatniego, nowego organu to *Single Resolution Board*, a więc rada ds. jednolitej restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji banków. Proponuje się, aby w jej skład wchodził: dyrektor i jego zastępca (powoływani przez Radę Unii Europejskiej i zatwierdzani przez Parlament Europejski) oraz przedstawiciele (po jednym): Komisji Europejskiej, EBC i poszczególnych organów ds. restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji państw członkowskich uczestniczących w unii bankowej. Sam proces decyzyjny ma wyglądać następująco: problemy konkretnego banku sygnalizuje EBC (prowadzący nadzór bankowy) lub krajowy organ ds. restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji, rada SRB przygotowuje odpowiedni plan, Komisja Europejska podejmuje decyzję w sprawie jego przeprowadzenia, natomiast krajowe organy ds. restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji wdrażają go, zaś nadzór nad jego realizacją sprawuje rada SRB.

W projekcie rozporządzenia przewiduje się utworzenie kolejnego, tym razem rzeczywiście wspólnego, funduszu (*Single Bank Resolution Fund*). Jego docelowa wielkość ma wynieść 1% wartości depozytów gwarantowanych we wszystkich bankach państw uczestniczących w mechanizmie. Podobnie jak poprzednie fundusze ma się on „napełniać” przez 10 lat. Fundusz ten będzie wykorzystywany wtedy, gdy niezbędne okaże się zapewnienie np. średnioterminowego finansowania danej instytucji albo gwarancji dla jej potencjalnych nabywców, lub niezbędna będzie pomoc dla krajowego systemu gwarantowania depozytów. Oczekuje się, że dyrektywa i rozporządzenie zostaną przyjęte przez Parlament Europejski do wiosny 2014 r. (tj. do końca jego kadencji) i zaczną obowiązywać z początkiem następnego roku (European Commission 2013c).

Trzecim filarem unii bankowej ma być wspólny system gwarantowania depozytów. Jego znaczenie mocno podkreślał pierwszy raport Van Rompuy, wskazując nawet na możliwość powstania europejskiej instytucji gwarantującej depozyty (na s. 5 raportu (Van Rompuy 2012a) wprost mowa o „*resolution and deposit guarantee authority*”). O ile jednak powstanie stosowna struktura organizacyjna zarządzająca oddzielnym funduszem w przypadku restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji banków (rada SRB i jej *Single Bank Resolution Fund*), o tyle w przypadku ubezpiecze-

nia depozytów nie pojawiła się propozycja utworzenia ponadnarodowego systemu gwarantowania depozytów, w tym wspólnej instytucji gwarantującej.

Taki rozwój wydarzeń tłumaczył dwie przyczyny. Po pierwsze, utworzenie wspólnej instytucji gwarantującej depozyty dysponującej stosownymi funduszami jest potencjalnie bardzo kosztowne i po prostu przekracza aktualne możliwości rządów państw strefy euro<sup>139</sup>. Po drugie, jak pisaliśmy, już w połowie lat 90. w UE w pewnym stopniu zharmonizowano system gwarantowania depozytów, a w trakcie pierwszej fazy kryzysu zdecydowano o podniesieniu minimalnej kwoty ich ubezpieczenia do 100 tys. euro oraz przyjęto, że wypłata środków gwarantowanych ma nastąpić w ciągu 20 dni roboczych (por. punkt 2.2.3).

Niemniej, odłożenie powstania wspólnego mechanizmu gwarantowania depozytów strefy euro (i innych krajów, które przystąpią do unii bankowej) w bliżej nieokreśloną przyszłość może budzić zaniepokojenie. Wskazuje się np., że stworzenie Federalnej Korporacji Ubezpieczeń Depozytów (*Federal Deposit Insurance Corporation*, FDIC) w Stanach Zjednoczonych w czasie wielkiego kryzysu w 1933 r.<sup>140</sup>, było jednym z przełomowych posunięć sprzyjających odwróceniu kryzysu i formowaniu się amerykańskiej unii bankowej (Aizenman 2013)<sup>141</sup>.

W obecnej sytuacji przyjmuje się, że w ramach prac nad trzecim filarem unii bankowej priorytetem jest osiągnięcie porozumienia, zaproponowanego przez Komisję Europejską jeszcze w lipcu 2010 r., o zharmonizowanej sieci krajowych systemów gwarantowania depozytów, w których składki zbierane są na zasadzie *ex ante*, a więc zapewniającej stałe finansowanie prowadzące do powstania trwałych rezerw (Komisja Europejska 2010b). (W innej, także nieprzyjętej dotąd propozycji dyrektywy, Komisja wskazywała, że składka powinna wynosić 0,5% gwarantowanych depozytów.) W propozycjach z lata 2013 r. przewidziano jednak pewne nowe rozwiązania. Z jednej strony przyjęto, że w przypadku restrukturyzacji banku, krajowy system gwarantowania depozytów przekazywałby na jej rzecz środki odpowiadające zagwarantowanym depozytom, które musiałyby ponieść na pokrycie kosztów w ramach normalnego postępowania upadłościowego, gdyby ono faktycznie nastąpiło. Z drugiej

---

<sup>139</sup> Dała temu jasny wyraz kanclerz A. Merkel, która wiosną 2013 r. stwierdziła, że „rząd niemiecki odrzuca zunifikowane europejskie ubezpieczenie depozytów – przynajmniej w dającej się przewidzieć przyszłości” (Merkel 2013).

<sup>140</sup> FDIC rozpoczęła działalność w 1934 r., a podstawą prawną jej utworzenia była wspomniana ustawa *Glass-Steagall Act*.

<sup>141</sup> Oczywiście przy wszelkich porównaniach trzeba pamiętać o wyjściowych różnicach. W tym przypadku należy przede wszystkim wskazać na to, że w USA w czasie kryzysu upadło prawie 40% banków, a dokładnie mówiąc w latach 1930–1933 zawieszono działalność 9096 banków komercyjnych (FDIC 1998, s. 21).

strony, jak napomknęliśmy, ustalono, że fundusz *Single Bank Resolution Fund* w razie potrzeby mógłby wypożyczać środki krajowym systemom gwarantowania depozytów tak, aby te mogły sprostać zobowiązaniom wobec deponentów.

Otwartą w znacznym stopniu kwestią jest sprawa udziału krajów spoza strefy euro w unii bankowej. Szczególnie, zagadnienie ich uczestnictwa we wspólnym nadzorze bankowym wzbudziło szerokie kontrowersje<sup>142</sup>. Zarówno w oparciu o analizę empiryczną (zob. np. EBRD 2012, rozdz. 3), jak i o badania empiryczno-teoretyczne (zob. np. Brzoza-Brzezina et al. 2013) wskazywano na problemy z wprowadzeniem reguł konsekwentnie jednolitego nadzoru bankowego na terenie całej Unii Europejskiej<sup>143</sup>.

W kontekście europejskiego mechanizmu nadzoru przyjęto ostatecznie, że kraje spoza strefy mogą, ale nie muszą brać w nim udziału. Jeśli się na to jednak zdecydują będą mieć pełne i równe prawa w decyzjach podejmowanych przez Radę Nadzoru EBC (Council of the European Union 2012a i 2012b). Nastąpiło ponadto uelastycznienie innych proponowanych wyjściowo rozwiązań: zapisanie prawa do opuszczenia (i możliwości powrotu do) systemu wspólnego nadzoru przez kraj spoza strefy euro jest obecnie dodatkowym czynnikiem przemawiającym za wejściem do niego (Darvas, Wolf 2013). Te ogólne zasady zostały rozciągnięte na system rozwiązywania problemów niewypłacalnych banków.

Stworzenie unii bankowej dla omówionych trzech wymiarów funkcjonowania rynkowego systemu finansowego jest niewątpliwie wielkim przedsięwzięciem. Być może, jak chcą niektórzy (np. Munchau 2012b), w sensie czysto politycznym jest to nawet największe przedsięwzięcie od czasów podpisania traktatów rzymskich tworzących Europejską Wspólnotę Gospodarczą (1957 r.). Konsekwentne wprowadzenie w życie unii bankowej oznacza bowiem ostatecznie daleko posuniętą konieczność rezygnacji z suwerenności państw w obszarze finansów, w tym zwiększenia i dalszej redystrybucji wspólnych środków. W publicznej dyskusji stwierdza się wręcz, że prawidłowo stworzona unia bankowa oznacza jednocześnie de facto także unię fiskalną (Munchau 2012a).

Dlatego również nie należy się łudzić, że powstawanie pełnej unii bankowej może szybko i spokojnie postępować. Wprost przeciwnie: procesowi temu długo jeszcze będzie towarzyszyć wiele ożywionych dyskusji i twardych negocjacji w rezultacie których dojdzie m.in. do dalszych opóźnień w stosunku do założeń wizji Van Rompuy'a i pierwotnego planu Komisji Europejskiej.

<sup>142</sup> Wielka Brytania już jednoznacznie opowiedziała się za pozostaniem poza unią bankową.

<sup>143</sup> Krótkie podsumowanie dyskusji polskich ekonomistów na temat unii bankowej można znaleźć w pracy Waliszewskiego (2013, s. 47–53). Z późniejszych opracowań warto jeszcze wspomnieć o tekście Hryckiewicz i Pawłowskiej (2013).

### 4.2.3. Unia fiskalna

*Katarzyna Waćko-Jasińska*

#### 4.2.3.1. W kierunku unii fiskalnej

Raport van Rompuya (2012a) był dokumentem w którym po raz pierwszy zaproponowany został jakościowy zwrot integracji europejskiej w kierunku unii fiskalnej. W związku z tym, że kryzys uwidoczniał duże współzależności, zwłaszcza w strefie euro „sprawne funkcjonowanie UGW wymaga nie tylko szybkiej i zdecydowanej realizacji środków już uzgodnionych w ramach wzmocnionych ram zarządzania gospodarczego”, lecz również ww. jakościowego zwrotu. W tym kontekście w pierwszym raporcie zaproponowano wspólne uzgadnianie pułapu rocznego salda budżetowego i długu publicznego w poszczególnych państwach członkowskich, zgodnie z którymi przeprowadzana byłaby wspólna emisja długu. Ponadto w perspektywie średnioterminowej, w zależności od postępów w integracji fiskalnej, rozważenia wymagać mogłaby wspólna emisja długu, przy założeniu równej solidarności fiskalnej. Ponadto „pełna unia fiskalna oznaczałaby stworzenie większego potencjału na szczeblu europejskim”. Raport opierał się na propozycji, skierowanej w szczególności do państw strefy euro, polegającej na większej centralizacji w podejmowaniu decyzji w zakresie budżetów i stworzeniu na szczeblu strefy euro centralnego organu fiskalnego (podobnego do resortu finansów, *Treasury Office*) oraz centralnego budżetu.

W kolejnym raporcie (Van Rompuy 2012b) wskazano na działania w krótkim okresie, mające na celu wzmocnienie zarządzania gospodarczego (uchwalony sześciopak, uzgodniony Traktat o stabilności, koordynacji i zarządzaniu oraz dwupak), które zapewnią koordynację budżetów państw strefy euro *ex ante* i zwiększą nadzór nad państwami, które doświadczają trudności finansowych.

W dłuższej perspektywie zalecono, mając na celu wzmocnienie zarządzania gospodarczego, stopniowe rozwijanie potencjału fiskalnego UGW, który mógłby przyjąć kilka form i stanowiłby wsparcie dla nowych funkcji fiskalnych.

Istotny wkład do dyskusji na forum europejskim o unii fiskalnej stanowił przedstawiony w listopadzie 2012 r. komunikat KE (Komisja Europejska 2012a). Jego celem było przede wszystkim przedstawienie wizji silnej i stabilnej struktury w dziedzinie finansów, podatków, gospodarki i polityki. Komisja określiła w planie kierunek działań na rzecz pogłębionej i rzeczywistej UGW obejmujących środki wprowadzane stopniowo w perspektywie krótko-, średnio- i długoterminowej (por. tab. 4.2). Założono wówczas, że w zakresie unii fiskalnej w perspektywie krótkoterminowej (w ciągu najbliższych 6 do 18 miesięcy) bezpośrednim priorytetem

powinna być realizacja uzgodnionych już reform zarządzania gospodarczego. Ponadto po osiągnięciu porozumienia na rzecz wieloletnich ram finansowych powinno się nadal wzmacniać zasady zarządzania gospodarczego, opracowując w ramach budżetu UE „instrument na rzecz konwergencji i konkurencyjności” (*convergence and competitiveness instrument, CCI*), oddzielony od wieloletnich ram finansowych, wspierający terminową realizację istotnych dla państw członkowskich reform strukturalnych. Instrument ten miałby również wspierać sprawne funkcjonowanie UGW. Wsparcie to opierałoby się na zobowiązaniach określonych w umowach umownych zawartych między państwami członkowskimi a Komisją.

W perspektywie średnioterminowej (od 18 miesięcy do 5 lat) powinno nastąpić dalsze wzmocnienie prowadzenia wspólnej polityki budżetowej i gospodarczej – w tym polityki podatkowej i zatrudnienia – byłoby to zgodne z zapewnieniem zwiększonego mechanizmu „zdolności fiskalnej” (*fiscal capacity*). Założono, że mechanizm zdolności fiskalnej dla strefy euro powinien zostać oparty o zasoby własne oraz zapewniać wystarczające wsparcie dla istotnych reform strukturalnych w dużych gospodarkach znajdujących się w ciężkiej sytuacji. Mechanizm ten należałoby ustanowić w oparciu o wyżej wymieniony instrument na rzecz konwergencji i konkurencji, ale skorzystałby on z nowych i konkretnych podstaw wynikających z Traktatu. W ramach propozycji utworzenia wspólnych obligacji strefy euro zaproponowano fundusz amortyzacji spłaty zadłużenia (*redemption fund*) podlegający ścisłym uwarunkowaniom, jak i europejskie bony skarbowe (*eurobills*) o charakterze krótkookresowym z okresem zapadalności od 1 do 2 lat, które również mogłyby przyczynić się do redukcji zadłużenia i stabilizacji rynków finansowych. Funkcje monitorujące i zarządzające odnośnie do mechanizmu zdolności fiskalnej oraz pozostałych instrumentów należałoby zaś powierzyć wspomnianemu centralnemu organowi fiskalnemu zasobów finansowych UGW utworzonemu w ramach KE. Należy zauważyć, że 2 lipca 2013 r. przewodniczący KE w porozumieniu z wiceprzewodniczącym, powołali grupę ds. funduszu amortyzacji spłaty zadłużenia i eurobills, składającą się z ekspertów, którzy zbadają zasadność i ryzyka, wymagania prawne i konsekwencje finansowe wynikające ze wspólnej emisji długu (European Commission 2013h).

Natomiast w perspektywie długoterminowej (ponad 5 lat) powinno być możliwe, w oparciu o stopniowe łączenie suwerenności, odpowiedzialności i solidarności na szczeblu europejskim, ustanowienie autonomicznego budżetu strefy euro zapewniającego mechanizm zdolności fiskalnej dla UGW pozwalający wspierać państwa członkowskie dotknięte wstrząsami gospodarczymi. Głęboko zintegrowane ramy zarządzania gospodarczego i zarządzania budżetem umożliwiłyby wspólną emisję długu publicznego, która wzmocniłaby funkcjonowanie rynków i prowadzenie

polityki pieniężnej. Jak wskazano (European Commission 2011a), wspólna emisja obligacji może stworzyć nowe środki, dzięki którym rządy sfinansują swój dług. Jak zakładają autorzy, byłby to ostatni etap UGW. Jednak taka stopniowa dalsza integracja strefy euro w kierunku unii bankowej, fiskalnej i gospodarczej będzie wymagać równoległych kroków w kierunku unii politycznej ze wzmocnioną legitymizacją demokratyczną i odpowiedzialnością.

Komunikat (Komisja Europejska 2012a) stanowił jedynie wkład w dyskusji oraz zarysował na ogólnym poziomie zasady funkcjonowania nowych instrumentów strefy euro. Istotne znaczenie w dyskusji miał przedstawiony w grudniu raport końcowy (Van Rompuy 2012c), gdzie zarysowano ramy zasad funkcjonowania oraz harmonogram wdrożenia nowych instrumentów skierowanych głównie do państw członkowskich strefy euro.

W ramach raportu zaproponowano trzy etapy działań (por. schemat blokowy na rys. 4.1), w tym odnoszące się do unii fiskalnej. W etapie 1 (koniec 2012–2013) mającym na celu zapewnienie stabilności budżetowej i zerwanie powiązań między bankami a rządami, nie zaplanowano wiele nowych działań, a jedynie: zakończenie prac nad wzmocnionymi ramami zarządzania fiskalnego i ich staranne wprowadzenie w życie oraz utworzenie ram systematycznej koordynacji *ex ante* najważniejszych reform gospodarczych. W etapie 2 (lata 2013–2014) zakłada się „utworzenie mechanizmu większej koordynacji, konwergencji i skuteczniejszego egzekwowania polityk strukturalnych w oparciu o ustalenia o charakterze umownym między państwami członkowskimi i instytucjami unijnymi dotyczące polityk, do realizacji których poszczególne państwa się zobowiązują oraz ich wdrożenia”. W indywidualnych przypadkach założono udzielanie tymczasowego, ukierunkowanego i elastycznego wsparcia finansowego na rzecz tych działań. W związku z tym, że takie wsparcie finansowe miałyby charakter tymczasowy, należy je traktować w oderwaniu od wieloletnich ram finansowych. Umowy miałyby być obowiązkowe dla państw członkowskich strefy euro i dobrowolne dla pozostałych państw UE. Założono ponadto, że wyżej wymienione ustalenia umowne powinny być włączone do Semestru Europejskiego oraz podlegać ocenie KE.

Ostatni, trzeci etap (po 2014 r.) stanowiłby punkt kulminacyjny procesu w wyniku utworzenia szczegółowo zdefiniowanego i ograniczonego mechanizmu zdolności fiskalnej. Założono, że zwiększałby on odporność strefy euro jako całości i stanowił uzupełnienie ustaleń umownych opracowanych w ramach etapu 2. Dzięki temu mechanizmowi amortyzowano by wstrząsy asymetryczne i prowadzono solidną, wewnętrznie zgodną politykę gospodarczą. Instrument ten zapewniałby solidarność fiskalną, ograniczając koszty finansowe związane z dostosowaniami makroekonomicznymi i stanowiąc tym samym uzupełnienie mechanizmu

zarządzania kryzysowego w strefie euro opierającego się na ESM. Zaproponowano ponadto, aby w etapie tym podejmowano na bieżąco wspólne decyzje w sprawie budżetów krajowych oraz prowadzono wzmocnioną koordynację polityk gospodarczych, w szczególności w dziedzinie podatków i zatrudnienia.

Należy przy tym zauważyć, że wcześniejszy raport okresowy (Van Rompuy 2012b), zakładał emisję krótkoterminowych bonów skarbowych oraz utworzenie funduszu amortyzacji spłaty zadłużenia. Natomiast elementy te zostały pominięte w końcowym raporcie (Van Rompuy 2012c). Wspomniano jedynie, że zdolności fiskalne strefy euro mogą stanowić odpowiednią podstawę do wspólnej emisji długu, jednak bez jej uwspólnotowienia.

Dyskusję nad elementami unii fiskalnej zakończyły w 2012 r. konkluzje Rady UE przyjęte na szczycie, który odbył się w dniach 13–14 grudnia 2012 roku. Określono w nich kolejne kroki na drodze do ukończenia tworzenia UGW, w oparciu o pogłębianą integrację i większą solidarność państw członkowskich strefy euro. W zakresie unii fiskalnej ustalono, że najpilniejszym priorytetem jest ukończenie prac nad ramami na rzecz wzmocnionego zarządzania gospodarczego i ich wdrożenie.

W 2013 r. istotny wkład w dalszej dyskusji nad zaproponowanym instrumentem na rzecz konwergencji i konkurencyjności stanowił, opublikowany 20 marca 2013 r., Komunikat KE (Komisja Europejska 2013a). Uszczegóławiał on proponowane ustalenia umowne połączone z mechanizmem solidarności, których głównym celem ma być „stymulowanie krajowych reform strukturalnych na rzecz konkurencyjności i wzrostu, których niewdrożenie miałyby skutki uboczne dla innych państw członkowskich, a których wdrożenie przez państwo członkowskie znajdujące się w trudnej sytuacji byłoby konieczne”. Zatem państwa członkowskie znajdujące się w trudnej sytuacji, która może mieć wpływ na całą strefę euro, będą mogły skorzystać z tego instrumentu składającego się z umów popartych wsparciem finansowym, aby podjąć niezbędne, ambitne reformy strukturalne. Zakłada się, że w zakres wyżej wymienionych umów wchodziłoby również zabezpieczenie chroniące przed ryzykiem „pokusy nadużycia”. Zgodnie z projektem Komisji umowy mogłyby objąć zakresem wszystkie państwa członkowskie strefy euro (z wyjątkiem państw objętych programem dostosowań makroekonomicznych), ale również mogłyby w nim uczestniczyć państwa członkowskie spoza strefy euro, w szczególności przygotowujące się do przyjęcia wspólnej waluty. Ponadto w zależności od zakresu Komisja zaproponowała różne warianty wdrażania nowego instrumentu:

- dobrowolne uczestnictwo, gdzie państwo przedstawiłoby plan dla konkretnego zestawu reform wraz z terminami, mając na uwadze skierowane do niego rekomendacje przyjęte przez Radę w ramach semestru europejskiego,



- dla państw strefy euro, w ramach procedury zakłóceń równowagi makroekonomicznej,
- dla państw strefy euro objętych procedurą dotyczącą nadmiernego zakłócenia równowagi, wtedy to plan działań naprawczych zastępowałyby ustalenia umowne.

Komisja w dokumencie zakłada, że „nowy instrument finansowy musiałby być konsekwentny, spójny i uzupełniający w stosunku do istniejących instrumentów, takich jak fundusze strukturalne, a w szczególności Europejski Fundusz Społeczny”. Jego wartość dodana to wspieranie działań, które dostarczają ukierunkowanego, ograniczonego w czasie i szybkiego wsparcia. Rozważane jest, aby wsparcie było przyznawane z góry w chwili osiągnięcia porozumienia i wypłacane w regularnych transzach bądź w transzach zgodnych z uzgodnionym harmonogramem realizacji reform. Udzielenie wsparcia finansowego byłoby uzależnione od pełnego i terminowego wdrożenia reform określonych w ustaleniach umownych. Natomiast jeśli dany kraj nie przestrzegałby umowy, wsparcie finansowe byłoby odbierane.

Istotnym wydarzeniem, które miało miejsce 30 maja 2013 r., było spotkanie najwyższych decydentów Francji i Niemiec w sprawie kolejnych kroków w kierunku rzeczywistej UGW. Jednym z poruszanych tematów były umowy na rzecz konwergencji i konkurencyjności. Ustalono, że pogłębiona dyskusja na temat szczegółów dotycząca charakteru i środków w zakresie umów odbędzie się pod koniec 2013 r., zapewne ze względu na wrześniowe wybory federalne w Niemczech. Zakłada się również, że kolejne kroki w zakresie wzmocnienia zarządzania w strefie euro zostaną podjęte również po wyborach do Parlamentu Europejskiego (maj 2014 r.).

Na kolejnym szczycie, 27–28 czerwca 2013 r., Rada UE, określiła następne kroki w kontekście wzmocnienia struktur UGW, jednak nie podjęła istotnych decyzji w zakresie działań zmierzających w kierunku unii fiskalnej, zapowiadając niezbędne dalsze prace w tym zakresie oraz kontynuowanie dyskusji w grudniu 2013 roku.

#### **4.2.3.2. Unia fiskalna w literaturze**

Rozwiązania proponowane na szczeblach UE i strefy euro są zbieżne z propozycjami przedstawianymi w literaturze. Przykładowo Véron (2012, s. 1) wskazuje, jako jedyny sposób rozwiązania kryzysu utworzenie w średniej perspektywie 4-filarowej unii (*fourfold union*), tj.: unii bankowej, unii fiskalnej, unii politycznej oraz unii opartej na konkurencyjności tj. zdolności do generowania dynamicznego wzrostu gospodarczego (*competitiveness union*). Te cztery komponenty są współzależne. Unia fiskalna jest konieczna dla stabilnej unii bankowej, ponieważ wspólny system

gwarantowania depozytów, musi opierać się na wiarygodnym zabezpieczeniu fiskalnym. Istnieje również bezpośredni związek między unią bankową i unią dotyczącą konkurencyjności. Polityka systemu finansowego jest jednym z kluczowych obszarów, w których Europa musi przeprowadzić reformy strukturalne, w celu zwiększenia jej potencjału wzrostu. Należy zaznaczyć, że powyższe unie nie będą trwałe bez unii politycznej. Oznacza to, że żaden z tych elementów nie może być postrzegany jako substytut pozostałych. Działania zmierzające w ich kierunku muszą być podejmowane jednocześnie, z zaznaczeniem, że Europa powinna odwrócić aktualną tendencję i najpierw rozwiązywać problemy krótkoterminowe, a następnie zdecydować o długoterminowych zmianach.

Według Vérona (2012, s.13) unia fiskalna powinna wiązać się przede wszystkim ze stworzeniem wspólnego długu, który sprostą oczekiwaniom inwestorów, wspartego odpowiednią kontrolą na poziomie centralnym w stosunków do podejmowanych decyzji w zakresie budżetów narodowych.

Podobnie Marzinotto et al. (2011, s.1) proponują utworzenie ograniczonej unii fiskalnej, w tym utworzenie ministerstwa finansów z ministrem posiadającym prawo *veta* w stosunku do narodowych budżetów zagrażających stabilności strefy euro.

Wśród niezbędnych reform mających na celu nie dopuszczenie do przyszłych kryzysów wielokrotnie wymienia się unię fiskalną w ramach strefy euro z transferami fiskalnymi, obligacjami strefy euro oraz innymi strukturami (Shelburne 2012, s. 11).

Należy jednak zauważyć, że samo pojęcie unii fiskalnej, pojawiające się wielokrotnie w dokumentach UE, nigdzie nie zostało precyzyjnie zdefiniowane. W literaturze wymienia się jednak kilka podstawowych elementów unii fiskalnej (o charakterze opcjonalnym) (Fuest, Peichl 2012, s. 2–7):

1. Koordynacja polityk, nadzór, w tym reguły fiskalne;
2. Mechanizm zarządzania kryzysowego (*Crisis Resolution Mechanism*);
3. Wspólna gwarancja długu publicznego (*joint guarantee for government debt*);
4. Większy budżet UE lub budżet centralny strefy euro, podatki (*European taxes*) oraz mechanizmy redystrybucji fiskalnej pomiędzy krajami;

Ponadto koncepcja unii fiskalnej najczęściej wiąże się z federalizmem fiskalnym (na poziomie międzynarodowym lub międzyregionalnym), opartym na centralizacji procesów ustalania i podziału podatków oraz wydatków publicznych. „Idealny typ” federalizmu składa się m.in. z (Sorens 2008; Bordo et al. 2011, s. 4):

- niezależnej politycznie jednostki (rząd) decydującej o podatkach i wydatkach (autonomia na poziomie *sub-central*),

- ustanowionych przez ww. jednostkę ograniczeń budżetowych (w postaci finansowania większości wydatków zebranych podatkami oraz brakiem dostępu do nieograniczonego kredytu),
- zinstytucjonalizowanego systemu obejmującego zestaw reguł, których rząd nie może zmieniać,
- wspólnego rynku opierającego się na wolnym handlu i mobilności (brak barier w przepływie dóbr, usług, kapitału i pracy) i konkurencji między rządami *sub-central*,
- wspólnego rynku opartego na wspólnej walucie, czyli subcentralne oraz centralne organy podatkowe są członkami tej samej unii walutowej.

Dyskusja na temat wspólnego długu strefy euro rozpoczęła się wkrótce po wprowadzeniu wspólnej waluty, gdy Grupa Giovannini (2000, s. 2) zaleciła zwiększenie koordynacji publicznej emisji długu z końcowym celem, czyli wspólną emisją. Z nadejściem kryzysu finansowo-gospodarczego, wspólny dług stał się szybko postrzegany jako niezbędne narzędzie reagowania kryzysowego i pojawiło się kilka propozycji dotyczących wspólnych obligacji, które różnią się przede wszystkim okresem ich zapadalności, strukturą i wysokością gwarancji (por. tab. 4.3.).

Jedną z pierwszych propozycji wspólnych obligacji pochodząca z maja 2009 r. (De Grauwe, Moesen 2009) zakładała wspólną emisję długu w celu uniknięcia wzrostu kosztów finansowania, z negatywnymi konsekwencjami dla stabilności zadłużenia i ryzyka rozprzestrzeniania się na inne kraje.

Propozycja z maja 2010 r. Delpla i von Weizsäckera w sprawie „*Blue-Red Bonds*”, była w ciągu kolejnych lat uszczegóławiana. Zakładała uwspólnotwienie zadłużenia każdego kraju do 60% PKB – tworzyłyby to niebieskie obligacje, pozostała część długu stanowiłaby obligacje czerwone – krajowe. W koncepcji tej obligacji, obligacje niebieskie, charakteryzują się bardzo wysokim poziomem płynności i bezpieczeństwa (gwarantowanych solidarnie przez uczestniczące państwa) i posiadają status obligacji uprzywilejowanych (*senior*) w stosunku do obligacji czerwonych, mających charakter wyłącznie krajowy i status obligacji podporządkowanych (*junior*). Ceny obligacji czerwonych tworzyłyby zachętę dla rządów do kontrolowania budżetu.

W październiku 2011 r. nieformalna grupa ekonomistów zaproponowała, aby utworzyć przy pomocy inżynierii finansowej, wspólny bezpieczny dług w wyniku łączenia i podziału na transze długów państw strefy euro. Obligacje typu ESBies stanowiłyby uprzywilejowaną transzę, a obligacje typu EJB podporządkowaną transzę. W rezultacie tego podziału banki posiadające ESBies nie byłyby już narażone na krajowe ryzyko, ale tylko na ryzyko strefy euro. W związku z tym, że propozycja ta nie wymaga gwarancji i nie napotyka na istotne ograniczone przeszkody może być zrealizowana w krótkim czasie.

Tabela 4.3. Porównanie propozycji przedstawionych przez ekonomistów w zakresie wspólnych europejskich obligacji

Propozycje	Eurobills	Blue-Red Bonds	Stability Bonds	European Redemption Pact	European Safe Bonds (ESBies)
Autorzy	Thomas Philippson, Christian Hellwig (Philippson, Hellwig 2011)	Bruegel (Delpla, Weizsäcker von 2011)	European Commission Green Paper (European Commission 2011a)	German Economic Experts (Bofinger P., Feld L., Franz W., Schmidt Ch., Weder di Mauro B.) (Bofinger et al. 2011)	The Euro-nomics (M., Garicano, L., Lane, P., Pagano, M., Reis, R., Santos, T., Van Nieuwerburgh, S., and D. Vayanos) (Euro-nomics group 2011)
Data	2.12.2011	6.05.2010	23.11.2011	9.11.2011	25.10.2011
Cechy	<p>1) Krótki okres zapadalności, obligacje (od 1 mca do 1 roku)</p> <p>2) Kraje rezygnują z emisji krótkoterminowego zadłużenia, mogą jedynie emitować obligacje o terminie zapadalności dwóch lat i więcej.</p> <p>3) Emitowane jedynie przez Urząd ds. Zarządzania Wspólnym Długiem (Debt Management Office, DMO)</p>	<p>Kraje strefy euro dzielią dług na 2 części:</p> <p>1) do 60% PKB typu „Blue”, które będą solidarnie gwarantowane przez kraje uczestniczące</p> <p>2) reszta długu to krajowe obligacje „Red” z młodszym statusem.</p>	<p>1) Wariant 1 „Eurobonds” całkowite zastąpienie emisji obligacji krajowych emisją obligacji stabilnościowych objętych gwarancjami solidarnymi</p> <p>2) Wariant 2 „Blue Red Bonds” częściowe zastąpienie emisji obligacji krajowych emisją obligacji stabilnościowych objętych gwarancjami solidarnymi. Podział rynku obligacji na:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>– obligacje stabilnościowe emisja do określonego poziomu,</li> <li>– krajowe obligacje skarbowe, pozostała część obligacji potrzebnych do sfinansowania budżetów państw członkowskich emitowana na poziomie krajowym (gwarancje krajowe).</li> </ul> <p>3) Wariant 3 „EFSF Bonds” częściowe zastąpienie emisji obligacji krajowych emisją obligacji stabilnościowych objętych gwarancjami indywidualnymi, lecz nie solidarnymi</p>	<p>Zakłada podział długu, który został zgromadzony przez poszczególne kraje na:</p> <p>1) część, która jest zgodna z 60% progmem zadłużenia,</p> <p>2) część przekraczająca ten próg, które zostaną przekazane do Europejskiego Funduszu Spłaty Zadłużenia (European Redemption Fund – ERF).</p> <p>Każde zaangażowane państwo byłoby zobowiązane, w ramach określonej ścieżki konsolidacyjnej, samodzielnie dokonać wykupu przeniesionego długu w okresie 20-25 lat.</p>	<p>Europejska Agencja ds. Długu (European Debt Agency, EDA) wykupi istniejące obligacje krajów strefy euro do 60% PKB danego kraju. Następnie obligacje będą emitowane i sprzedawane na rynku prywatnym w formie dwóch typów obligacji ESBies (The European Safe Bonds) i EJB (European Junior Bonds).</p> <p>ESBies byłyby starszą transzą portfela obligacji europejskich. Takie obligacje będą bardzo bezpieczne i będą ograniczały ryzyko banków je posiadających.</p>

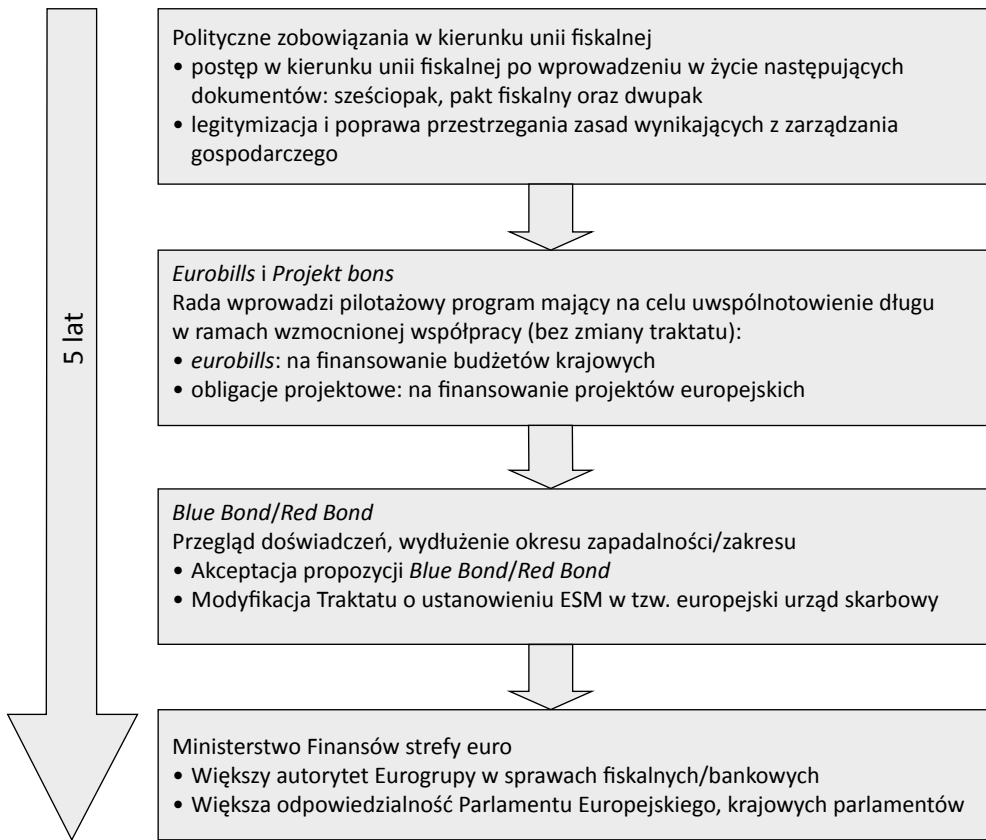
Źródło: Opracowanie własne na podstawie literatury wymienionej w tabeli

W listopadzie 2011 r. niemiecka rada ekspertów ekonomicznych zaproponowała alternatywny projekt, który zakładał również podział długu, jednak część długu przekraczająca próg 60%, miałyby zostać przekazana do Europejskiego Funduszu Spłaty Zadłużenia. Łącznie pokryte zadłużenia wyniosłoby ok. 27% PKB strefy euro. W zamian kraje zgadzają się na spłatę przeniesionych długów do ERF w ciągu ok. 25 lat, zabezpieczonych swoimi przychodami podatkowymi. Autorzy sugerują, że nie ma barier prawnych do wdrożenia tego projektu. Podobną propozycję przedstawiono w 2012 r. w listopadowym dokumencie KE. Założono utworzenie funduszu amortyzacji zadłużenia, który stworzyłby ramy dla sprowadzenia długu publicznego państw strefy euro do bezpiecznego poziomu przez obniżenie całkowitych kosztów finansowych w zamian za dodatkowe zobowiązania. Proces ten kontrolowałaby jednostka np. DMO (por. tab. 4.3) w ramach Komisji, odpowiedzialna przed Parlamentem Europejskim.

W literaturze pojawiają się jeszcze projekty ograniczające się do wspólnej krótkookresowej emisji długu, takie jak propozycja przedstawiona przez Hellwiga i Philippona w listopadzie 2011 r. zakładająca obligacje zwane *Eurobills* emitowane w wysokości 10% PKB o terminie zapadalności od 1 miesiąca do 1 roku. Wszystkie krótkoterminowe pożyczki, poparte byłyby solidarnymi gwarancjami, co pozwalałoby niektórym krajom pożyczać kwoty o niższym oprocentowaniu niż rynkowe. Krótki termin zapadalności wymuszałby utrzymanie dyscypliny. Ze względu na ograniczony charakter tych obligacji, zakłada się, że projekt ten będzie zgodny z europejskimi i krajowymi regulacjami prawnymi. Na tej propozycji opiera się projekt KE zakładający utworzenie nowego instrumentu dla państw strefy euro – *eurobills*, czyli krótkoterminowych obligacji z terminem zapadalności od 1 roku do 2 lat.

Przedstawiona przez KE *Zielona Księga w sprawie możliwości wprowadzenia obligacji stabilnościowych*, zawiera propozycje wprowadzenia tzw. obligacji stabilnościowych, tj. wspólnych obligacji skarbowych emitowanych w imieniu wszystkich państw strefy euro, służących zaspokajaniu regularnych potrzeb pożyczkowych poszczególnych państw, została przekazana do konsultacji z państwami członkowskimi, Parlamentem Europejskim, parlamentami narodowymi, uczestnikami rynku finansowego, środowiskami akademickim i innymi zainteresowanymi stronami w UE i w państwach trzecich (European Commission 2011a).

Trzy przedstawione w projekcie opcje opierają się na istniejących projektach i różnią się między sobą m.in. stopniem zastąpienia krajowego długu przez emitowany dług wspólny, zmianami prawnymi, stopniem minimalizacji pokusy nadużycia, zapewnieniem dyscypliny budżetowej oraz oszczędnościami kosztów.



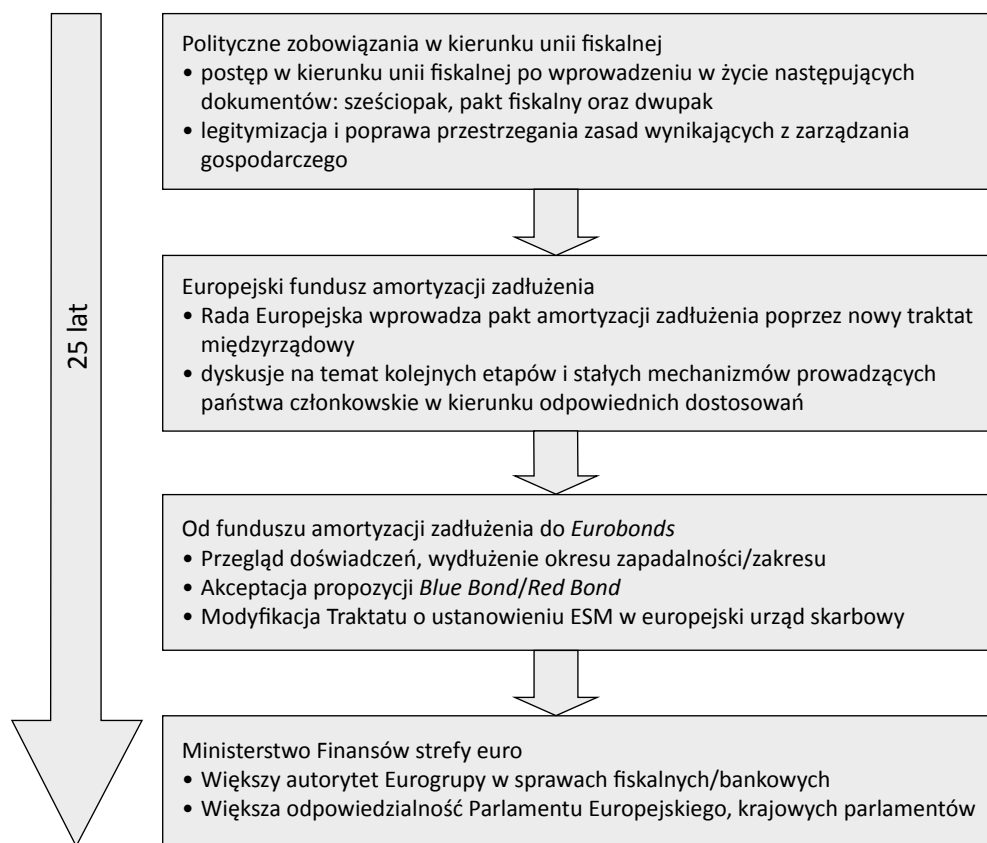
**Rysunek 4.2. Od Eurobills i Project Bonds do Eurobonds**

Źródło: Opracowanie własne na podstawie Claessens et al. (2012, s. 19)

W projekcie raportu nt. realności wprowadzenia obligacji stabilnościowych zaprezentowanym przez członka Komisji Stałej Spraw Gospodarczych i Monetarnych (European Parliament, 2012) Parlamentu Europejskiego przedstawiono „mapę drogową” wprowadzenia wspólnych obligacji. W fazie 1 (natychmiast) zakłada się utworzenie czasowego Europejskiego Funduszu Spłaty Zadłużenia w celu zmniejszenia długu do poziomu stabilnego, zapewniającego spadek rentowności papierów skarbowych oraz wdrożenie propozycji *Eurobills*. W fazie 2 (w krótkim okresie) przewiduje się wprowadzenie propozycji *Blue Red Bonds*, w szczególności wariantu nr 2 (European Commission 2011a), obejmującego częściowe zastąpienie emisji obligacji krajowych emisją obligacji stabilnościowych objętych gwarancjami solidarnymi (por. tab. 4.3). W fazie 3 (w średnim okresie) zakłada się wspólną emisję długu, wraz ze zmianą Traktatów (wdrożenie wariantu nr 1 (European Commission 2011a), polegającego na całkowitym zastąpieniu emisji obligacji krajowych emisją obligacji stabilnościowych objętych gwarancjami solidarnymi). W fazie 4 (w długim okresie) przewidziano emisję euroobligacji w najbardziej zintegrowanej formie (w kierunku

federalnego długu strefy euro). Zakłada się ponadto, że Komisja, po przygotowaniu zmian w ramach prawnych UE, przedstawi propozycję ewentualnej emisji obligacji na potrzeby finansowania inwestycji UE (np. w infrastrukturę, badania i rozwój), jak również jako narzędzie służące dostosowaniom fiskalnym.

Szansę wdrożenia propozycji dotyczących obligacji strefy euro mogą zależeć m.in. od tego, czy zmierzają w kierunku unii fiskalnej oraz czy wymagają konsensusu politycznego. Przykładowo pierwsza z proponowanych ścieżek zmierzających do unii fiskalnej, trwająca ok. 5 lat, opiera się na podjętych już zmianach w UE i przewiduje stosunkowo szybko utworzenie stałego mechanizmu. Ścieżka ta rozpoczyna się emisją *Eurobills* oraz długoterminowych *Project bonds* (por. rys. 4.2.). Druga ścieżka (por. rys. 4.3) również opiera się na zaproponowanych zmianach w UE, lecz jako punkt wyjścia wykorzystuje europejski funduszu spłaty zadłużenia. Zakłada się jednak, że dług w relacji do PKB państw byłby po 25 latach zbieżny do 60% (Claessens et al. 2012, s. 19- 21).



**Rysunek 4.3. Od *Redemption Fund* do *Eurobonds***

Źródło: Opracowanie własne na podstawie Claessens et al. (2012, s. 20)

Należy jednak zaznaczyć, że propozycja KE dotycząca *Stability Bonds* oraz propozycja *Blue-Red Bonds* z pewnością będzie wymagała traktatowych lub konstytucyjnych zmian prawnych na poziomie europejskim i krajowym. W pozostałych przypadkach zmiany prawdopodobnie nie będą potrzebne.

Jednym z elementów unii fiskalnej powinien być większy niż obecnie budżet UE/budżet centralny strefy euro oraz podatki europejskie, które powinny przyczynić się do zwiększenia stabilności makroekonomicznej unii walutowej, w wyniku poprawy zdolności absorpcji szoków asymetrycznych (Fuest, Peichl 2012, s. 9). Utworzenie budżetu centralnego wymagałoby jednak znacznego przesunięcia kompetencji w zakresie polityki na poziom europejski, co rodzi wiele pytań na temat szczegółowych rozwiązań.

W związku z tym, że federacji fiskalnej przypisywana jest funkcja stabilizacji na poziomie federalnym (wygładzanie dużych szoków regionalnych), istnieje potrzeba federalnego budżetu przeznaczanego na ten cel. Federacje mają zazwyczaj znaczące budżety federalne, przykładowo w USA wydatki federalne stanowią 68% wszystkich wydatków publicznych, a w Szwajcarii jest to 32% (Wolff 2012, s. 2). Zadaniem federacji jest również zapewnienie dóbr publicznych (np. obrona) i stabilności finansowej. W zakresie jej poprawy podjęto już kroki w kierunku utworzenia unii bankowej, ale brak jest nadal jej części centralnej, tj. budżetu. Jedną z opcji mogłoby być użycie budżetu federalnego jako tzw. zabezpieczenia fiskalnego (*fiscal backstop*) unii bankowej (Wolff 2012, s. 6).

Skuteczne zarządzanie budżetem jest trudne i wymaga daleko głębszej integracji politycznej. Również skuteczny nadzór nad krajowymi politykami oraz skuteczne zabezpieczenie długu wymagają, aby państwa członkowskie zrezygnowały z części politycznej suwerenności. Takie rozwiązania mogą mieć miejsce tylko przy udziale w pełni rozwiniętych instytucji demokratycznych na poziomie europejskim.

Podstawą każdej unii fiskalnej jest dostępność środków budżetowych na szczeblu federalnym. Dlatego potrzebna jest odpowiednia struktura z federalnym ministerstwem finansów kierowanym przez ministra posiadającego uprawnienia do pozyskiwania i dysponowania dochodami. Powyższa instytucja mogłaby spełniać następujące zadania (Marzinotto et al. 2011, s. 4–5):

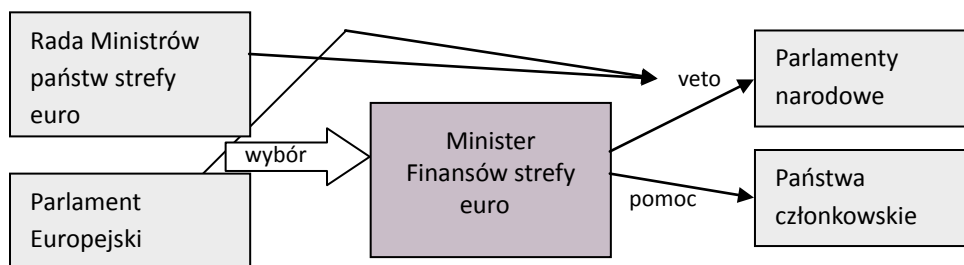
- dokonywanie wstępnej oceny ryzyka niewypłacalności,
- wsparcie dla EBC jako pożyczkodawcy ostatniej instancji lub w przypadku braku akceptacji dla takiej roli EBC, sam resort mógłby pełnić ww. funkcję – w przypadku braku płynności kraju należącego do strefy euro ministerstwo finansów powinno mieć możliwość do ingerowania w sposób wiarygodny na rynku obligacji,



- emitent euroobligacji – dzięki swojej wiarygodności, ministerstwo mogłoby pożyczać na rynku po niższych cenach niż kraj borykający się z problemami związanymi z brakiem płynności,
- zabezpieczenie fiskalne – wsparcie zintegrowanego nadzoru bankowego oraz instytucji odpowiedzialnej za przeprowadzanie kontrolowanej upadłości,
- ograniczenie *moral hazard* – prawo weta w stosunku do budżetów państw członkowskich oraz decyzji odnoszących się do krajowych polityk gospodarczych, posiadających potencjalnie negatywny wpływ na całą strefę euro.

Uważa się, że efektywność i wiarygodność ministerstwa finansów strefy euro zwiększyłyby powołanie niezależnej rady fiskalnej, której zadaniem byłoby opiniowanie sytuacji budżetowej na potrzeby oceny wypłacalności, pomocy, wdrażania reform oraz regulacji fiskalnych na poziomie krajowym. Opinia powinna być wydana nie tylko na potrzeby ministra finansów, ale także Parlamentu Europejskiego i parlamentów narodowych.

Aby zapewnić maksymalny poziom demokratycznej legitymizacji minister finansów strefy euro powinien być wybierany z udziałem Parlamentu Europejskiego i Rady Ministrów państw strefy euro (por. rys. 4.4). Wszystkie najważniejsze decyzje, w szczególności dotyczące podniesienia podatków i prawa weta w stosunku do polityk krajowych, musiałyby zostawać poddane głosowaniu w dwóch izbach.



**Rysunek 4.4. Rola ministra finansów strefy euro**

Źródło: Opracowanie własne na podstawie Marzinotto et al. (2011, s. 5–8).

Aktualną potrzebą w UE jest wzmocnienie nadzoru sektora finansowego, rozwiązanie problemów transferów i reformy strukturalne. Oznacza to konieczność utworzenia unii bankowej, unii fiskalnej i unii gospodarczej, które stanowić będą demokratyczny i polityczny trzon integracji europejskiej. Te zmiany instytucjonalne wymagają zmian w kierunku unii politycznej na szczeblu europejskim, a nie tylko w poszczególnych państwach członkowskich (Véron 2012, s. 4). Do utworzenia unii fiskalnej potrzebny jest zatem konsensus związany z unią polityczną.

W literaturze (Barry 2012, s. 6–13) wymienia się m.in. następujące warunki jej istnienia:

1. Utworzenie federacji państw narodowych (w UE federalizm jest pojęciem, które ma co najmniej tylu przeciwników co zwolenników).
2. Reforma Komisji Europejskiej (w kontekście dyskusji na temat unii politycznej i przyszłości UE, wspomina się o zweryfikowaniu wielkości struktury organizacyjnej Komisji Europejskiej. Przykładowo w raporcie przygotowanym przez jedenastu ministrów spraw zagranicznych wskazuje się, że w średnim okresie liczba komisarzy powinna zostać uregulowana (Van Rompuy 2012c).
3. Bezpośredni wybór przewodniczącego Rady Europejskiej lub przewodniczącego Komisji Europejskiej;
4. Polityczny wymiar głębszej integracji gospodarczej (mając na uwadze charakter obecnego kryzysu, wiele z propozycji dotyczących unii politycznej dotyczy jednocześnie większej integracji gospodarczej – pierwsze trzy elementy przedstawione w raportach Van Rompuy (2012a, 2012b, 2012c) można uznać za krok w kierunku ewentualnej unii politycznej, istnieje jednak szereg dodatkowych propozycji wymienianych na poziomie europejskich wzmocnienie roli Eurogrupy i jej Przewodniczącego, częstsze spotkania szefów państw lub rządów strefy euro, pogłębienie, konsolidacja i zapewnienie integralności strefy euro, przekształcenie ESM w Europejski Fundusz Walutowy).
5. Europejskie partie polityczne i Parlament Europejski.
6. Europa jako partner na arenie międzynarodowej (wspólne przedstawicielstwo w organizacjach międzynarodowych).
7. Rozwój europejskiej polityki obronnej.

# Zakończenie – wnioski

*Piotr Albiński*

Niniejsze zakończenie zawiera syntezę podjętej w książce problematyki kryzysu finansowo-ekonomicznego i jego wpływu na działania stabilizacyjne w Unii Europejskiej. Prezentowane wnioski odnoszą się do postawionych we wstępie hipotez i pytań badawczych, a także do zagadnień szczegółowych wynikających z analizy kryzysu w sferze finansów i w sferze realnej

1. Potwierdzenie w rozdziale 1 istniejących sprzężeń zwrotnych między analizowanymi kryzysami bankowym, w sferze realnej oraz finansów publicznych umożliwiło spełnienie postawione go we wstępie celu badawczego.

Pierwotny impuls kryzysu bankowego w UE powstał w związku z kryzysem na rynku podstandardowych (subprime) kredytów hipotecznych oraz kryzysu bankowego w USA. Spowodowała go gwałtowna przecena złożonych instrumentów finansowych, których kreacja finansowana była ostatecznie kredytem bankowym. Kryzys ten w efekcie zarażenia wywołał kryzys bankowy w UE, który przyczynił się do kryzysu w sektorach finansów publicznych i prywatnych, szczególnie w pięciu zagrożonych niewypłacalnością państwach strefy euro (Grecja, Hiszpania, Irlandia, Portugalia i Włochy). Rządowa pomoc finansowa dla tracących płynność banków posiadających obligacje tych państw i inne toksyczne aktywa przekładała się na rosnące deficyty i zadłużenie publiczne. Tym zjawiskom towarzyszył spadek cen aktywów, utrata płynności w bankach, ograniczenie kredytowania i w efekcie recesja lub spowolnienie wzrostu. Tworzyło się „błędne koło” kryzysu, do czego przyczyniały się sprzężenia zwrotne między rządami i bankami.

Z analizy polityki stabilizacyjnej UE wynika, że realizowane po okresie stymulowania koniunktury programy oszczędnościowe ograniczały możliwości wydatkowe państwa na cele inwestycyjne sprzyjające wzrostowi i zmniejszały możliwości przeciwdziałania kryzysowi w sferze realnej. Dotyczy to zwłaszcza wspomnianych wyżej państw, w których programy te przyczyniły się do zaostrzenia kryzysu finansów publicznych. Fakt ten potwierdza hipotezę o nieskuteczności polityki stabilizacyjnej UE. Można w związku z tym, wyciągnąć wniosek, że zastosowano terapię opartą na niewłaściwej diagnozie.

Prowadzoną przez organy UE i państwa członkowskie politykę stabilizacyjną zbadano z punktu widzenia skuteczności polityki ustrojowej, tj. pod względem zgodności ładu ustrojowego (instytucjonalnego) z efektywną realizacją długofalowych celów oraz dokonano oceny polityki ustrojowej z punktu widzenia skuteczności bieżącego sterowania procesem gospodarczym.

2. W rozdziale 2 z analizy sytuacji od 2007 r., tj. w pierwszej fazie kryzysu wynika, że jego wybuch związany z bankructwem banku inwestycyjnego Lehman Brothers we wrześniu 2008 r. wywołał w UE głęboką recesję w sferze realnej. Jednym z głównych instrumentów antyrecesyjnych UE w tym czasie był Europejski Plan Naprawy Gospodarczej, w którym zachęcono kraje UE do dokonania stymulacji budżetowej na poziomie 1,2% własnego PKB, dopuszczając przekraczanie limitu deficytu budżetowego powyżej 3% PKB. Działania krajów skierowane były na poprawę sytuacji na rynkach dóbr i usług oraz pracy, na pomoc publiczną, na inwestycje infrastrukturalne i poprawę konkurencyjności oraz na wspieranie dochodów i ich redystrybucję.

Z analizy sytuacji makroekonomicznej w UE wynika, że jedynie w kilku krajach udało się zapobiec głębszej recesji lub ograniczyć jej zasięg czasowy do 1 roku.

W 2009 r. największe spadki PKB w UE dotknęły 3 kraje bałtyckie (w grupie krajów spoza strefy euro) o stałych kursach walutowych oraz śródziemnomorskie kraje bardziej dotknięte kryzysem w strefie euro.

Wśród badanych krajów UE zaznaczyły się także w latach 2007–2009 nierównowagi w obrotach bieżących, zwłaszcza w krajach bardziej dotkniętych kryzysem, czemu sprzyjał wzrost jednostkowych kosztów pracy. Odwrotne trendy obserwowano w krajach mniej dotkniętych kryzysem. Część tych krajów miała nadwyżki w obrotach bieżących, a sprzyjało im bardzo niskie tempo wzrostu jednostkowych kosztów pracy. W Niemczech, które miały największe nadwyżki w obrotach bieżących w strefie euro, tempo wzrostu jednostkowych kosztów pracy było najniższe, co przyczyniało się do stałego wzrostu konkurencyjności eksportu niemieckiego.

W pierwszej fazie kryzysu dzięki deprecjacji waluty krajowej w latach 2007–2009 najbardziej obniżył się realny efektywny kurs walutowy w krajach działających w systemie kursów płynnych (w tym w Polsce), z korzyścią dla krótkookresowej konkurencyjności ich gospodarek. W grupie głównych krajów śródziemnomorskich bardziej dotkniętych kryzysem, tj. Grecji, Portugalii i Hiszpanii najgorsza sytuacja była w Grecji, gdzie większość wskaźników niezbilansowań zewnętrznych uległa pogorszeniu w 2009 r., podobnie kształtowała się sytuacja w Portugalii i w Hiszpanii.

Z analizy polityki pieniężnej uzyskano odpowiedzi na postawione we wstępie w odniesieniu do niej pytania badawcze. Należy stwierdzić, że w hierarchii celów strategii EBC, głównym z nich było utrzymanie stabilności cen (wskaźnik HICP), następnie (bez uszczerbku dla niej) wspieranie wysokiego poziomu zatrudnienia oraz zrównoważonego wzrostu w strefie euro. Realizacja krótko- i średniookresowych celów operacyjnych w ramach pieniężnej polityki procesowej nie była w stanie zapobiec ograniczeniu skuteczności strategii EBC w okresie przedkryzysowym, które wynikało z niedopasowania do heterogenicznego charakteru unii monetarnej. Systemowy brak zróżnicowania stóp procentowych dla różnych regionów (zbyt niskie stopy doprowadziły do ogromnych baniek spekulacyjnych np. w Irlandii i Hiszpanii) w warunkach nierównomiernej dynamiki inflacji i silnej aprecjacji wewnętrznego realnego kursu walutowego doprowadził w konsekwencji do dywergencji w gospodarkach krajów strefy euro. Ograniczenie skuteczności strategii EBC przed kryzysem oraz w czasie kryzysu wiązało się z niedostrzeganiem pogarszania się stabilności finansowej w wielu krajach. Niekorzystnie na politykę pieniężną wpływał brak dostatecznie scentralizowanych rozwiązań w dziedzinie polityki ustrojowej (instytucjonalnej) w zakresie nadzoru. Dostrzeżono to w czasie kryzysu, wprowadzając zmiany ustrojowe.

Polityka pieniężna prowadzona przez EBC w reakcji na rozwój pierwszej fazy kryzysu polegała w tym czasie głównie na dostarczaniu płynności instytucjom bankowym, przy czym rósł udział dłuższych operacji refinansujących (LTRO) w stosunku do krótkoterminowych (MRO). Istotną rolę spełniał też ogłoszony w maju 2009 r. program skupu zabezpieczonych obligacji bankowych na kwotę do 60 mld euro. Krytycznie można natomiast ocenić w tym czasie niepodjęcie przez EBC decyzji o obniżkach podstawowej stopy procentowej, a nawet dokonanie jej podwyżki w lipcu 2008 roku.

Analiza rezultatów polityki pieniężnej EBC wykazała, że aczkolwiek udało się w pewnym zakresie reaktywować po załamaniu z 2008 r. transakcje na rynku międzybankowym i ustabilizować na zadowalającym poziomie inflację, to jednak zbyt niska była dynamika kredytów bankowych i podaży pieniądza ze szkodą dla sfery realnej.

W krajach poza strefą euro sytuacja była bardzo zróżnicowana, m.in. ze względu na wykorzystywane instrumenty w polityce stabilizacyjnej. Kraje o płynnych kursach walutowych wykazywały znaczne właściwości stabilizacyjne. We wszystkich tych krajach dokonywane były istotne obniżki stóp procentowych, w niektórych nawet do wartości ujemnych w kategoriach realnych.

Podkreślić należy, że w ramach unijnej pieniężnej polityki ustrojowej rozpoczęto proces przebudowy architektury finansowej w odniesieniu do nadzoru nad

instytucjami i rynkami finansowymi. Dotychczasowy brak takiego wspólnego nadzoru sprzyjał rozwojowi kryzysu w sferze finansów. Natomiast wśród skutecznych działań procesowych podejmowanych przez UE w tym czasie na podkreślenie zasługuje zabezpieczenie minimalnej kwoty depozytów do 50 tys. euro w 2008 r. i podniesienie jej do 100 tys. euro w 2010 roku.

Z analizy polityki fiskalnej w pierwszej fazie kryzysu wynika, że główny jej instrument, tj. Pakt Stabilności i Wzrostu (PSW) nie był w stanie zapobiec kryzysowi finansów publicznych, mimo istniejących procedur prewencyjnych oraz sankcji za przekraczanie deficytów sektora finansów publicznych powyżej 3% PKB. Realizacja procedur nadmiernego deficytu, mimo zaleceń jego redukcji przez Komisję i Radę Unii Europejskiej, nie sprawdziła się przed kryzysem oraz w pierwszej jego fazie. Programy stymulacji przewidziane we wspomnianym Europejskim Planie Naprawy Gospodarczej doprowadziły do wzrostu deficytów, które były tolerowane przez UE wbrew założeniom PSW. Można stwierdzić, że Plan ten de facto uchylił rygory PSW.

Akceptowano jednocześnie nadmierny wzrost długu publicznego w dużej części państw członkowskich. W wyniku wspomnianego rozluźnienia nastąpiło zwiększenie uznaniowości w kontroli nadmiernych deficytów i asymetria w stosowaniu narzędzi odnoszących się do części prewencyjnej i korygującej PSW. W 2009 r. dla 18 państw UE otwarto procedurę nadmiernego deficytu. Większość z nich nie zrealizowała podjętych zobowiązań w zakresie redukcji deficytu sektora finansów publicznych.

Brak wspólnej efektywnej polityki fiskalnej wskazuje na zasadność postawionej we wstępie hipotezy o nieskuteczności koordynacji polityki stabilizacyjnej UE w pierwszej fazie kryzysu.

3. W rozdziale 3 hipotezę tę potwierdza dalszy rozwój kryzysu finansów publicznych w drugiej fazie kryzysu, tj. od 2010 roku. W odpowiedzi na postawione we wstępie pytania badawcze dotyczące prowadzonej wtedy polityki pieniężnej wynika, że działania stabilizacyjne EBC związane były głównie z przeciwdziałaniem skutkom pogarszającej się sytuacji fiskalnej w krajach strefy euro, tj. rosnących długów publicznych i deficytów fiskalnych powstałych m.in. w wyniku pobudzenia gospodarek w pierwszej fazie kryzysu. W działaniach procesowych w polityce pieniężnej zrezygnowano z dalszych obniżek stopy procentowej po 2009 r., a jej dwukrotne podwyżki nastąpiły w kwietniu i lipcu 2011 roku.

Dopiero pod naporem kolejnej fali kryzysu, EBC pod nowym kierownictwem Mario Draghiego obniżył stopy procentowe w czwartym kwartale 2011 r., w lipcu 2012 r. oraz w maju 2013 roku EBC udało się zapobiec wtedy ewentualnemu

rozpadowi strefy euro, m.in. wskutek uruchomienia szeregu kolejnych niestandardowych instrumentów w ramach procesowej polityki pieniężnej dostarczającej płynności bankom i rynkom finansowym. Należała do nich polityka bilansowa prowadząca do zwiększenia sumy bilansowej EBC, m.in. w wyniku operacji LTRO. Wspierało to politykę płynnościową w strefie euro i rozszerzało funkcję EBC jako pożyczkodawcy ostatniej instancji, który wykorzystywał do tego celu pośredników – prywatne banki.

Odpowiadając na zadane we wstępie pytanie badawcze dotyczące różnicowania polityki pieniężnej w strefie euro, należy stwierdzić, że EBC spełniał rolę pożyczkodawcy ostatniej instancji wobec poszczególnych krajów (a nie wobec całej strefy euro), mimo unijnej klauzuli *no-bailout* zakazującej udzielania państwom bezpośredniej pomocy hamował on rozwój kryzysu finansowo-ekonomicznego i zapobiegł dezintegracji tej strefy. Wprowadzonym w 2010 r. instrumentem służącym temu celowi był Program Rynków Papierów Wartościowych, tj. skupu państwowych instrumentów dłużnych krajów bardziej dotkniętych kryzysem.

Tego rodzaju aktywności towarzyszyły, dokonane pod wpływem dużego napięcia kryzysu finansów publicznych w strefie euro zmiany w pieniężnej polityce ustrojowej, jak np. powołanie do życia Europejskiego Instrumentu Stabilności Finansowej i Europejskiego Mechanizmu Stabilności. Zapewniły one natychmiastową pomoc pożyczkową dla krajów zagrożonych brakiem płynności i konfrontowanych z gwałtownym wzrostem rentowności własnych obligacji skarbowych. W pierwszej kolejności dotyczyło to w 2010 r. części krajów bardziej dotkniętych kryzysem (w tym najbardziej Grecji), których obligacje rządowe osiągały wtedy coraz niższe oceny ratingowe wraz z zamieraniem transakcji na międzybankowym rynku pieniężnym.

W 2011 r. zarażeniu się kryzysem uległy kolejne kraje. W wyniku osłabiania wiarygodności obligacji gorzej ocenianych krajów rosły wyceny obligacji krajów uznawanych dotychczas za bardziej stabilne. Wspomniana pomoc EBC udzielana pod zastaw tych obligacji, a także ich skup najprawdopodobniej zapobiegły rozpadowi strefy euro w tym czasie.

Działalność EBC w tym czasie sprzyjała poprawie płynności instytucji bankowych, przy czym rósł udział dłuższych operacji refinansujących w stosunku do krótkoterminowych.

pozytywnie ocenić można politykę pieniężną w krajach spoza strefy euro w drugiej fazie kryzysu, która polegała w większości wypadków na kontynuowaniu obniżek stóp procentowych przeciwdziałających spowolnieniu wzrostu gospodarczego.

Kryzys w strefie euro wywarł wpływ na wielkość sald systemu TARGET, tj. trans-europejskiego zautomatyzowanego błyskawicznego systemu rozrachunku brutto

w czasie rzeczywistym. System ten pełni funkcję swoistej izby rozliczeniowej między bankami centralnymi strefy euro, które tworząc salda rozrachunkowe udzielają sobie nawzajem międzybankowego kredytu. Od połowy 2007 r. zaczęły narastać ujemne salda w krajach najsilniej dotkniętych kryzysem, tj. Hiszpanii, Włoszech, Irlandii, Grecji i Portugalii, a rosły jednocześnie dodatnie salda w Niemczech, Holandii, Luksemburgu i Finlandii, tj. w krajach, które dobrze radziły sobie w tym czasie. Zjawisko to określane ukrytym kryzysem bilansu płatniczego w strefie euro powstało przede wszystkim w wyniku zaniku dopływu kapitału do krajów ogarniętych kryzysem. W rozliczeniach między bankami centralnymi salda bilansują się i nie występują na poziomie Eurosystemu. Ewentualne zaostrzenie ukrytego kryzysu bilansu płatniczego byłoby groźne dla państw wierzycielskich, które w wypadku rozpadu strefy euro mogłyby mieć problemy z wyegzekwowaniem posiadanych nadwyżek od państw niewypłacalnych.

Wśród rezultatów procesowej polityki pieniężnej w drugiej fazie kryzysu na podkreślenie zasługuje skuteczność w dziedzinie kontroli inflacji. Jednak podniesienie przez EBC stóp procentowych w 2011 r., jako jedyne wśród głównych światowych banków centralnych nie pomogło bieżącemu wzrostowi gospodarczemu. Natomiast pozytywnie można ocenić, ważną decyzję ustrojową podjętą w wyniku raportu de Larosiere'a przez Radę UE w 2009 r. o przemianach unijnej architektury finansowej, tj. ustanowieniu nowych organów wspólnego europejskiego nadzoru finansowego. W jego ramach powołano w drugiej fazie kryzysu nową strukturę, a w niej w ramach nadzoru makroostrożnościowego Europejską Radę ds. Ryzyka Systemowego (z udziałem przedstawicieli banków centralnych UE i EBC) oraz Europejski System Nadzorców Finansowych, w tym trzy europejskie urzędy do spraw nadzoru bankowego, ubezpieczeń pracowniczych i programów emerytalnych oraz giełd i papierów wartościowych. Urzędy te mają współpracować z krajowymi instytucjami nadzorczymi w zakresie nadzoru mikroostrożnościowego. W rezultacie nastąpiło wzmocnienie nadzoru bankowego oraz zaostrzenie zasad funkcjonowania agencji ratingowych.

Oceniając całość polityki EBC w czasie kryzysu należy podkreślić, że zapobiegł on rozpadowi strefy euro, co stworzyło warunki do opracowania i wdrożenia kolejnych reform w UGW i w całej UE mających na celu stabilizację fiskalną i uniknięcie w przyszłości sytuacji kryzysowych.

Konieczność udzielenia wsparcia finansowego krajom strefy euro zagrożonych niewypłacalnością uruchomiła debatę i szereg intensywnych działań UE od 2010 r., które miały wzmocnić dyscyplinę w finansach publicznych przez odejście od nadmiernych wydatków publicznych (*fiscal exit*) i realizację programów oszczędności dotyczących tych wydatków (*austerity programmes*). Kolejnym działaniem od



początku 2011 r. było wprowadzenie do praktyki koordynacji Semestru Europejskiego. Do jego głównych zadań należy monitorowanie ex ante dyscypliny fiskalnej krajów członkowskich przez organy UE na etapie przygotowania założeń budżetów narodowych na najbliższy rok. Organy te następnie dokonują oceny budżetów narodowych pod względem implementacji wcześniejszych zaleceń KE, wytycznych strategii „Europa 2020”, Paktu Euro Plus (przyjętego w 2011 r. przez 21 krajów UE) oraz respektowania progów bezpieczeństwa przeciwdziałających zakłóceniom równowagi makroekonomicznej państw członkowskich UE.

Choć Pakt Euro Plus miał na celu wspieranie konkurencyjności, zatrudnienia, dyscypliny budżetowej i stabilności finansowej, to jednak z uwagi na brak sankcji w wypadku nieprzestrzegania jego postanowień ma podobne wady zbyt miękkiej koordynacji, jak PSW. Odpowiedzią na to miał być tzw. sześciopak wprowadzony w życie w grudniu 2011 r. pod koniec polskiej prezydencji w UE, którego celami było: wzmocnienie dyscypliny fiskalnej, w tym nadzoru budżetowego oraz skuteczne jego egzekwowanie, przyspieszenie procedury nadmiernego deficytu oraz zapobieganie zakłóceniom równowag makroekonomicznych (za pomocą monitorowania zestawu głównych wskaźników fiskalnych i konkurencyjności) i wdrożenie środków egzekwowania nadmiernych ich zakłóceń.

Podkreślić należy, że dokument ten wzmocnił rolę Komisji Europejskiej, dając jej uprawnienia do bezpośredniej kontroli w państwach UE. Sześciopak umożliwia twardą koordynację, m.in. ze względu na możliwość nałożenia sankcji, najpierw nieoprocentowanego depozytu na rzecz KE w wysokości 0,2% PKB, zamienialnego na grzywnę dla państwa niewywiązującego się ze zobowiązań w zakresie dyscypliny fiskalnej.

Kolejnym instrumentem dyscyplinującym stan finansów państw strefy euro był zaproponowany w listopadzie 2011 r. tzw. dwupak, który umożliwił Komisji Europejskiej prewencyjną kontrolę budżetów państw strefy euro.

Istotnym czynnikiem wsparcia stabilności gospodarek europejskich był podpisany w marcu 2012 r. przez 25 państw UE (w tym przez Polskę) Traktat o Stabilności, Koordynacji i Zarządzaniu w Unii Gospodarczej i Walutowej zwany „Paktem Fiskalnym”. Pakt ten inkorporuje założenia sześciopaku, uszczegóławia zasady utrzymania dyscypliny finansowej i wprowadza automatyczność sankcji w wypadku ich nieprzestrzegania dla państw strefy euro.

W odpowiedzi na zadane we wstępie pytanie dotyczące efektów działań w zakresie polityki fiskalnej należy stwierdzić, że działania stabilizacyjne UE w odniesieniu do kryzysu finansów publicznych po 2009 r. przyniosły umiarkowanie pozytywne rezultaty. W 2012 r. 23 kraje UE były objęte procedurą nadmiernego deficytu, która przyczyniła się do zmniejszenia jego średniej wielkości dla krajów UE-27 w latach

2010–2012. Jednocześnie w latach tych nastąpił wzrost wielkości średniego długu w relacji do PKB.

Podkreślić też należy, iż średnia wielkość deficytu pierwotnego UE-27 zmniejszyła się w latach 2010–2012 aż ponad sześciokrotnie. Kilku krajom, w tym Polsce, nie udało się zrealizować zobowiązania do redukcji deficytu sektora finansów publicznych do 3% PKB w 2012 roku.

Zintensyfikowanie działań konsolidacyjnych UE w sferze realnej oraz zacieśnienie koordynacji w zakresie polityki strukturalnej i fiskalnej, m.in. w wyniku wprowadzenia nowych, skuteczniejszych instrumentów przyniosły głównie oszczędności w wydatkach publicznych. W krajach najbardziej dotkniętych kryzysem w strefie euro programy oszczędności zalecone przez organy UE przyczyniły się także do utrzymywania się w latach 2011–2013 recesji, co świadczy o nieskuteczności tego rodzaju polityki stabilizacyjnej. Potwierdza to też fakt, że ożywienie w 2010 r. okazało się krótkotrwałe, a w 2012 r. do strefy euro powróciła recesja, która w zasadzie utrzymała się również w 2013 roku.

Aczkolwiek kryzys finansów publicznych i bankowy wymusił działania konsolidacyjne w krajach bardziej dotkniętych kryzysem i notujących największe spadki PKB, to jednak pojawiły się tam również korzystne tendencje. Spadek krajowego popytu znacznie ograniczył import w tych krajach, co poprawiło ich salda obrotów bieżących w 2012 r. w porównaniu do 2010 roku. Podejmowano też działania obniżające krajowe ceny eksportu, wyjaśnione w mechanizmie dewaluacji wewnętrznej (obniżka wynagrodzeń, narzutów i marż zysku) i fiskalnej (zmiany struktury podatków i obciążeń, w tym np. wzrost stawek podatków VAT oraz obniżki składek na ubezpieczenie społeczne).

Do ważniejszych działań stabilizacyjnych podjętych w poszczególnych krajach należały zamrożenie lub redukcja zatrudnienia i wynagrodzeń w sektorze publicznym, oszczędności w wydatkach na emerytury, renty, pomoc społeczną i inwestycje publiczne.

W drugiej fazie kryzysu nastąpiła stopniowa poprawa stanu równowagi zewnętrznej w części badanych krajów w porównaniu z pierwszą fazą. W grupie krajów o płynnych kursach walutowych Polska należała do krajów mało zagrożonych w tym zakresie.

Powrót recesji w 2012 r. stał się jednym z głównych problemów krajów UE. W związku z tym, dla jej przezwyciężenia i wsparcia wzrostu KE rozluźniła w 2013 r. rygory fiskalne i wydłużyła terminy redukcji deficytów dla wielu krajów członkowskich.

Reasumując wnioski z trzech rozdziałów, należy stwierdzić, że wspomniany we wstępie wpływ kryzysu na politykę stabilizacyjną w UE okazał się bardzo silny.

Jego duże natężenie w pierwszej fazie doprowadziło do wprowadzenia w życie Europejskiego Planu Odbudowy Gospodarczej oraz działań płynnościowych EBC. Choć działania te spowodowały, że recesja była krótkotrwała, to efektem ubocznym wspomnianego planu było rozluźnienie polityki finansowej. Wywołało to narastanie deficytów i długu sektora finansów publicznych, zwłaszcza w krajach bardziej dotkniętych kryzysem. Sprzyjało temu błędne koło relacji między rządami i bankami. Przyjęte w drugiej fazie kryzysu programy oszczędnościowe okazały się nieskuteczne, a kolejna faza recesji i groźba rozpadu strefy euro zmusiły UE do ich rewizji oraz wprowadzenia opisanych wyżej zmian ustrojowych w sferze polityki pieniężnej i fiskalnej.

4. Przedstawione wyżej wnioski skłoniły w rozdziale 4 do refleksji na temat przyszłych scenariuszy kryzysowych i stabilizacyjnych zawartych w Strategii „Europa 2020” oraz w koncepcji pogłębionej Unii Gospodarczej i Walutowej. Umożliwiły one uzyskanie odpowiedzi na sformułowane we wstępie pytanie badawcze dotyczące przyszłości UE.

Z badania efektów realizacji w latach 2011–2012 przedstawionych w 2010 r. przez KE celów Strategii „Europa 2020” wynika, że kryzys ekonomiczno-finansowy wywarł negatywny wpływ na stopień ich wykonania. Wiele krajów, szczególnie bardziej dotkniętych kryzysem, nie zwiększyło zakładanego wzrostu zatrudnienia, wydatków na badania i rozwój, zakładanych wskaźników edukacyjnych oraz nie osiągnęło zadowalającej poprawy w dziedzinie ochrony środowiska i ubóstwa społecznego. Jednocześnie pogłębiły się różnice pomiędzy krajami, z których część dobrze radząca sobie z kryzysem realizowała skutecznie Strategię „Europa 2020”.

W założeniach pogłębionej Unii Gospodarczej i Walutowej zawartych w raportach Hermana Van Rompuy’a skoncentrowano się na koncepcjach czterech unii, tj. bankowej, fiskalnej, gospodarczej i politycznej. Choć dotyczą one głównie państw strefy euro, to w sprawach wspólnego rynku lub zarządzania odnoszą się także do innych krajów UE, np. ich uczestnictwa w unii bankowej.

Dotychczasowe uzgodnienia z perspektywy połowy 2013 r. wskazują na mocno zaawansowany pod względem rozwiązań prawno-organizacyjnych projekt trójfilarowej unii bankowej, w skład której wchodzi systemy: nadzoru bankowego, rozwiązywania problemów niewypłacalnych banków oraz gwarantowania depozytów.

Największy postęp dokonał się w kwestii regulacji dotyczących utworzenia unijnego systemu nadzoru bankowego z kluczową rolą EBC. Towarzyszą temu nowe dyrektywy unijne wzmacniające wymogi kapitałowe i płynnościowe banków (Bazylea III) oraz projekty opodatkowania obrotu akcjami i obligacjami oraz instrumentami pochodnymi.

Istotne porozumienie osiągnięto w sprawie dokapitalizowania instytucji kredytowych ze zwróceniem akcentu na metodę wykorzystującą w dużo większym stopniu środki własne podmiotu będącego w kłopotach („*bail in*”). Ponadto przedstawiono projekt jednolitego mechanizmu restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji banków, w tym powołanie wspólnego funduszu uporządkowanej likwidacji banków (*Single Bank Resolution Fund*).

Projekt unii bankowej przewiduje też dokapitalizowanie banków bezpośrednio (z pominięciem rządów) przez Europejski Mechanizm Stabilności.

W ramach trzeciego filaru przewidziane jest utworzenie zharmonizowanej sieci krajowych systemów gwarantowania depozytów.

Zarysowany szeroki zakres zmian skłania do wniosku, że unia bankowa jest wielkim przedsięwzięciem na miarę Traktatów Rzymskich, o konsekwencjach politycznych w postaci konieczności przynajmniej częściowej rezygnacji z suwerenności państw w obszarze finansów i zwiększenia zakresu ponadnarodowej dystrybucji środków, co oznaczałoby de facto także unię fiskalną. Można założyć, że zmianom tym, wzbudzającym szereg kontrowersji, towarzyszyć będą długie negocjacje mogące opóźnić na kolejne lata planowane trzy etapy pogłębienia UGW. Trzeba się jednak liczyć z faktem, że plany pogłębienia integracji UGW sankcjonują koncepcję „Europy różnych prędkości”, w której głównymi decydentami będą kraje strefy euro, a pozostałe będą za nimi podążały.

Docelowo integracja UGW zmierzałaby w kierunku unii bankowej, fiskalnej, gospodarczej i politycznej. W tym jednak celu niezbędne są modyfikacje sankcjonujące federalizację finansów publicznych przede wszystkim w strefie euro. Wymaga to powołania ministerstwa finansów tej strefy, które wspierane przez niezależną radę fiskalną zarządzałoby emisją uwspólnotowionego długu, podejmowałoby decyzje w sprawach podatkowych i wydatkowych, koordynowałoby, łącznie z prawem weta politykę fiskalną państw UGW oraz sprawowałoby nadzór nad sektorem finansowym. Ze względu na duże rozbieżności w dyskutowanych harmonogramach przewidujących od 5 do 25 lat dla ścieżek dojścia do federalizacji finansów publicznych, trudno z perspektywy 2013 r. ocenić, jak szybko UGW zmierzać będzie w kierunku unii bankowej, fiskalnej, gospodarczej i politycznej oraz jaki ostateczny kształt przybiorą wspomniane unie.

# Spis tabel

Tabela 2.1.	PKB i jego wybrane składniki w latach 2007–2009	42
Tabela 2.2.	Handel zagraniczny i saldo obrotów bieżących w latach 2007–2009	43
Tabela 2.3.	Rynek pracy w latach 2007–2009	46
Tabela 2.4.	Wskaźniki konkurencyjności międzynarodowej w latach 2007–2009	47
Tabela 2.5.	Wybrane zmienne charakteryzujące rezultaty polityki pieniężnej EBC, 1999–2007	67
Tabela 2.6.	Wybrane zmienne charakteryzujące rezultaty polityki pieniężnej EBC, 2007–2009 (w %)	79
Tabela 2.7.	Inflacja (HICP) i dynamika realnego PKB w krajach UE spoza strefy euro o płynnych kursach walutowych, 2007–2009 (w %)	84
Tabela 2.8.	Inflacja (HICP) i dynamika realnego PKB w krajach UE spoza strefy euro o stałych kursach walutowych, 2007–2009 (w %)	84
Tabela 2.9.	Formy koordynacji polityk gospodarczych w Unii Europejskiej	96
Tabela 2.10.	Procedura nadmiernego deficytu wg krajów	103
Tabela 2.11.	Deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych w latach 1999–2009 (%PKB)	109
Tabela 2.12.	Dług sektora instytucji rządowych i samorządowych w latach 1999–2009 (% PKB)	110
Tabela 2.13.	Deficyt pierwotny państw członkowskich UE w latach 2002–2009	111
Tabela 3.1.	Wartość skarbowych papierów wartościowych według krajów w portfelu EBC nabytych w ramach Programu Rynków Papierów Wartościowych i ich przeciętne okresy pozostałe do terminów zapadalności, stan na 31 grudnia 2012 r.	130
Tabela 3.2.	Wybrane zmienne charakteryzujące rezultaty polityki pieniężnej EBC, 2010–2012 (w %)	141
Tabela 3.3.	Inflacja (HICP) i dynamika realnego PKB w krajach UE spoza strefy euro o płynnych kursach walutowych, 2010–2012 (w %)	144
Tabela 3.4.	Inflacja (HICP) i dynamika realnego PKB w krajach UE spoza strefy euro o stałych kursach walutowych, 2010–2012 (w %)	145
Tabela 3.5.	Semestr Europejski – przebieg cyklu koordynacji w 2011 r. i 2012 r. (ze szczególnym uwzględnieniem Polski)	158
Tabela 3.6.	Zestaw wskaźników mechanizmu alarmowego procedury nadmiernych nierównowag makroekonomicznych	168
Tabela 3.7.	Dodatkowe wskaźniki wykorzystane w ekonomicznej analizie tabeli wskaźników przygotowanej w ramach procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej	170

Tabela 3.8.	Deficyt pierwotny ( <i>primary balance</i> ) państw członkowskich UE w latach 2010–2011 i prognoza na lata 2012–2014 .....	178
Tabela 3.9.	PKB i jego wybrane składniki w latach 2010–2012 .....	182
Tabela 3.10.	Handel zagraniczny i saldo obrotów bieżących w latach 2010–2012 ..	183
Tabela 3.11.	Rynek pracy w latach 2010–2012 .....	188
Tabela 3.12.	Wskaźniki konkurencyjności międzynarodowej w latach 2010–2012	189
Tabela 4.1.	Podstawowe cele Strategii „Europa 2020” na tle wyników z lat 2011–2012 .....	209
Tabela 4.2.	Plan działania na rzecz pogłębionej UGW według Komisji Europejskiej (listopad 2012 r.) .....	212
Tabela 4.3.	Porównanie propozycji przedstawionych przez ekonomistów w zakresie wspólnych europejskich obligacji .....	232

# Spis rysunków

Rysunek 1.1.	Zadłużenie publiczne i prywatne dla wybranych państw europejskich w % PKB (połowa 2011 r.)	24
Rysunek 1.2.	Spready na 10-letnich obligacjach skarbowych krajów strefy euro bardziej dotkniętych kryzysem w stosunku do obligacji niemieckich, 1995–2013 (punkty procentowe)	27
Rysunek 1.3.	Schemat współzależności kryzysów bankowego, finansów publicznych i w sferze realnej w UE od 2007 r.	33
Rysunek 2.1.	Jednostkowe koszty pracy w wybranych krajach strefy euro w latach 2000–2012 (1999 r. = 100)	40
Rysunek 2.2.	Negatywny szok popytowy i reakcja na niego	45
Rysunek 2.3.	Wskaźniki niezbilansowania zewnętrznego: Polska 2007–2009	55
Rysunek 2.4.	Wskaźniki niezbilansowania wewnętrznego: Polska 2007–2009	56
Rysunek 2.5.	Wskaźniki niezbilansowania zewnętrznego: Czechy 2007–2009	56
Rysunek 2.6.	Wskaźniki niezbilansowania wewnętrznego: Czechy 2007–2009	57
Rysunek 2.7.	Wskaźniki niezbilansowania zewnętrznego: Węgry 2007–2009	58
Rysunek 2.8.	Wskaźniki niezbilansowania wewnętrznego: Węgry 2007–2009	58
Rysunek 2.9.	Wskaźniki niezbilansowania zewnętrznego: Grecja 2007–2009	59
Rysunek 2.10.	Wskaźniki niezbilansowania wewnętrznego: Grecja 2007–2008	59
Rysunek 2.11.	Wskaźniki niezbilansowania zewnętrznego: Portugalia 2007–2009	60
Rysunek 2.12.	Wskaźniki niezbilansowania wewnętrznego: Portugalia 2007–2009	61
Rysunek 2.13.	Wskaźniki niezbilansowania zewnętrznego: Hiszpania 2007–2009	61
Rysunek 2.14.	Wskaźniki niezbilansowania wewnętrznego: Hiszpania 2007–2009	62
Rysunek 2.15.	Stopy procentowe EBC a stopy międzybankowego rynku pieniężnego, 1999–2006 (w %)	66
Rysunek 2.16.	Dostarczanie płynności przez Eurosystem za pomocą podstawowych (MRO) oraz dłuższych (LTRO) operacji refinansujących, 2007–2009 (mld euro)	72
Rysunek 2.17.	Podstawowe stopy procentowe wybranych banków centralnych świata, 2007–2009 (w %)	73
Rysunek 2.18.	Stopy procentowe EBC a stopy międzybankowego rynku pieniężnego, 2007–2009 (w %)	75
Rysunek 2.19.	Inflacja w strefie euro (HICP, metoda „rok-do-roku”) i czynniki bezpośrednio ją kształtujące, 2007–2009 (w % i punktach procentowych)	80

Rysunek 2.20.	Podstawowe stopy procentowe banków centralnych Czech, Polski i Węgier w latach 2004–2009 (w %) .....	89
Rysunek 2.21.	Inflacja (CPI) w Polsce oraz stopa referencyjna i cel inflacyjny NBP, 2004–2009 (w %) .....	90
Rysunek 2.22.	Średnie saldo sektora instytucji rządowych i samorządowych państw członkowskich strefy euro i UE w latach 2002–2009 (% PKB) .....	106
Rysunek 2.23.	Średnia wartość długu publicznego państw członkowskich strefy euro i UE-27 w latach 2002–2009 (% PKB) .....	106
Rysunek 2.24.	Dług publiczny i saldo sektora instytucji rządowych i samorządowych państw UE 27 (z wyjątkiem grupy państw najbardziej dotkniętych kryzysem) w latach 2002 i 2009 .....	107
Rysunek 2.25.	Dług publiczny i saldo sektora instytucji rządowych i samorządowych wybranych państw strefy euro w latach 2002 i 2009 .....	108
Rysunek 3.1.	Efektywny nominalny i realny kurs euro, 2007–2013 (I kw. 1999=100) .....	115
Rysunek 3.2.	Stopy procentowe EBC a stopy międzybankowego rynku pieniężnego, 2010–2013 (w %) .....	120
Rysunek 3.3.	Dostarczanie płynności przez Eurosystem za pomocą podstawowych (MRO) oraz dłuższych (LTRO) operacji refinansujących, 2010–2013 (mld euro) .....	120
Rysunek 3.4.	Spready na 10-letnich obligacjach skarbowych krajów strefy euro bardziej dotkniętych kryzysem w stosunku do obligacji niemieckich, 2007–2013 (punkty procentowe) .....	121
Rysunek 3.5.	Inflacja w strefie euro (HICP, metoda „rok-do-roku”) i czynniki bezpośrednio ją kształtujące, 2010 r.-czerwiec 2013 r. (w % i punktach procentowych) .....	125
Rysunek 3.6.	Suma bilansowa Eurosystemu, 1999–2013 (w mld euro) .....	127
Rysunek 3.7.	Fragmentaryzacja finansowa: stopy procentowe EBC oraz kredytów zaciąganych przez przedsiębiorstwa niefinansowe w strefie euro, 2005–2013 (w %) .....	129
Rysunek 3.8.	Salda krajowych banków centralnych strefy euro wobec EBC z tytułu rozliczeń za pośrednictwem systemu TARGET, 1999–2013 (mld euro) .....	134
Rysunek 3.9.	Łączne salda rozrachunkowe w systemie TARGET: kraje wierzycielskie i główne kraje deficytowe, 2007–2013 (mld euro) ...	134
Rysunek 3.10.	Dynamika sumy bilansowej najważniejszych banków centralnych świata, 2007–2013 (koniec 2006 r. = 100) .....	137



Rysunek 3.11. Podstawowe stopy procentowe wybranych banków centralnych świata, 2010–2013 (w %) .....	142
Rysunek 3.12. Podstawowe stopy procentowe banków centralnych Czech, Polski i Węgier, 2010–lipiec 2013 (w %) .....	147
Rysunek 3.13. Inflacja (CPI) w Polsce i stopa referencyjna NBP, 2010–2013 (w %) .....	147
Rysunek 3.14. Europejski System Nadzoru Finansowego .....	152
Rysunek 3.15. Schemat blokowy Semestru Europejskiego – harmonogram wdrażania .....	158
Rysunek 3.16. Kontekst przyjęcia Paktu Euro Plus .....	160
Rysunek 3.17. Średni deficyt budżetowy państw członkowskich strefy euro i UE-27 od 2010 r. (% PKB) .....	175
Rysunek 3.18. Średnia wartość długu publicznego państw członkowskich strefy euro i UE-27 od 2010 r. (% PKB) .....	175
Rysunek 3.19. Dług publiczny i deficyt/nadwyżka budżetowa państw najbardziej dotkniętych kryzysem od 2010 r. do 2014 r. (prognoza) .....	176
Rysunek 3.20. Dług publiczny i deficyt/nadwyżka budżetowa państw UE-27 (z wyjątkiem grupy państw najbardziej dotkniętych kryzysem) od 2010 do 2014 r. (prognoza) .....	177
Rysunek 3.21. Druga faza kryzysu – różnice w procesach dostosowawczych .....	180
Rysunek 3.22. Mechanizm dewaluacji fiskalnej – skutki na rynku krajowym .....	186
Rysunek 3.23. Wskaźniki nierównowag zewnętrznych: Polska 2009–2012 .....	192
Rysunek 3.24. Wskaźniki nierównowag wewnętrznych: Polska 2009–2012 .....	193
Rysunek 3.25. Wskaźniki nierównowag zewnętrznych: Czechy 2009–2012 .....	193
Rysunek 3.26. Wskaźniki nierównowag wewnętrznych: Czechy 2009–2012 .....	194
Rysunek 3.27. Wskaźniki nierównowag zewnętrznych: Węgry 2009–2012 .....	194
Rysunek 3.28. Wskaźniki nierównowag wewnętrznych: Węgry 2009–2012 .....	195
Rysunek 3.29. Wskaźniki nierównowag zewnętrznych: Hiszpania 2009–2012 ....	195
Rysunek 3.30. Wskaźniki nierównowag wewnętrznych: Hiszpania 2009–2012 ...	196
Rysunek 3.31. Wskaźniki nierównowag zewnętrznych: Portugalia 2009–2012 ....	196
Rysunek 3.32. Wskaźnik nierównowag wewnętrznych: Portugalia 2009–2012 ....	197
Rysunek 3.33. Wskaźniki nierównowag zewnętrznych: Grecja 2009–2012 .....	197
Rysunek 3.34. Wskaźniki nierównowag wewnętrznych: Grecja 2009–2012 .....	198
Rysunek 3.35. Ewolucja stanu nierównowag zewnętrznych w latach 2007–2012 (wskaźnik syntetyczny, pole progów ostrożnościowych = 100) ....	199
Rysunek 3.36. Ewolucja stanu nierównowag wewnętrznych w latach 2007–2012 (wskaźnik syntetyczny, pole progów ostrożnościowych = 100) ....	199

---

Rysunek 4.1.	Etapy w kierunku pogłębionej UGW według raportu końcowego Van Rompuya (grudzień 2012 r.) .....	213
Rysunek 4.2.	Od <i>Eurobills</i> i <i>Project Bonds</i> do <i>Eurobonds</i> .....	234
Rysunek 4.3.	Od <i>Redemption Fund</i> do <i>Eurobonds</i> .....	235
Rysunek 4.4.	Rola ministra finansów strefy euro .....	237

# Bibliografia

- Abad J., Löffler A., Schnabl G., Zemanek H., 2012, *Fiscal Divergence, Current Account and TARGET2. Imbalances in the EMU*, Working Paper, nr 105, Universität Leipzig, Faculty of Economics and Management Science, marzec ([http://www.wifa.uni-leipzig.de/fileadmin/user\\_upload/AP/UL-WiFa\\_AP105\\_Abad-Loeffler-Schnabl-Zemanek.pdf](http://www.wifa.uni-leipzig.de/fileadmin/user_upload/AP/UL-WiFa_AP105_Abad-Loeffler-Schnabl-Zemanek.pdf)).
- Aizenman J., 2013, *Reflections on the euro crisis: prioritizing the road ahead*, NBP, czerwiec ([http://www.nbp.pl/badania/seminaria\\_files/21vi2013.pdf](http://www.nbp.pl/badania/seminaria_files/21vi2013.pdf)).
- Albiński P., 2011, *Działania UE nakierowane na wzrost popytu i stabilizację w warunkach kryzysu*, w: „Polityka Gospodarcza”, SGH, Katedra Polityki Gospodarczej, Warszawa.
- Albiński P., Chrzanowski M., 2009, *Dochodzenie do euro – studium przypadku gospodarki niemieckiej i austriackiej*, w: *Europejska integracja od A do Z*, red. Pacho W., NBP, Warszawa.
- Artis M., Winkler B., 1998, *The Stability Pact: Safeguarding the Credibility of the European Central Bank*, National Institute Economic Review, nr 163.
- Åslund A., 2010, *The Last Shall Be the First. The East European Financial Crisis, 2008-10*, Peterson Institute for International Economics, Washington, D.C., październik (<http://www.iie.com/publications/briefs/aslund5218.pdf>).
- Asmussen J., 2013, *Building Banking Union*, London, 9 lipca (<http://www.ecb.int/press/key/date/2013/html/sp130709.en.html#>).
- Authers J., 2013, *New Glass-Steagall would help to keep lenders in line*, Financial Times, 28 lipca (<http://www.ft.com/intl/cms/s/0/e5e98aa4-f2b6-11e2-802f-00144feabdc0.html#axzz2aQEYjSrY>).
- Bain K., Howells P., 2009, *Monetary Economics. Policy and its Theoretical Basis*, wyd. 2, Palgrave Macmillan, Houndmills i New York.
- Baldwin R., Wyplosz C., 2009, *The Economics of European Integration*, wyd. 3, The McGraw-Hill Companies, Maidenhead.
- Bank of England, 2012, *The Funding for Lending Scheme*, 13 lipca ([http://www.bankofengland.co.uk/markets/Documents/explanatory\\_notefls120713.pdf](http://www.bankofengland.co.uk/markets/Documents/explanatory_notefls120713.pdf)).
- Barańczak M., Rozkrut M., 2011, *Sześciopak – nadzieja czy porażka?*, Rzeczpospolita, 13 października (<http://www.rp.pl/artykul/732018.html>).
- Barroso J.M., 2011, *Prezentacja na posiedzenie Rady Europejskiej w dniu 9 grudnia* ([http://ec.europa.eu/europe2020/pdf/euro\\_plus\\_pact\\_presentation\\_december\\_2011\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/europe2020/pdf/euro_plus_pact_presentation_december_2011_en.pdf)).
- Barroso J.M., 2012, *State of the Union 2012 Address*, Strasburg, wrzesień ([http://ec.europa.eu/commission\\_2010-2014/president/news/archives/2012/09/20120912\\_1\\_en.htm](http://ec.europa.eu/commission_2010-2014/president/news/archives/2012/09/20120912_1_en.htm)).

- Barry L., 2012, *Towards political union: September 2012 update*, The Institute of International and European Affairs, Ireland (<http://www.iiea.com/blogosphere/towards-political-union-september-2012-update>).
- Begg I., 2009, *Fiscal Federalism, Subsidiarity and the EU Budget Review*, Report 1, April, Swedish Institute for European Policy Studies (<http://www.sieps.se/en/publikationer/fiscal-federalism-subsidiarity-and-the-eu-budget-review-20091>).
- Begg D., De Grauwe P., Giavazzi F., Uhling H., Wyplosz C., 1998, *The ECB: Safe at Any Speed?*, Monitoring the European Central Bank 1, Centre for Economic Policy Research, London, październik (<http://www.cepr.org.uk/pubs/books/cepr/booklist.asp?cvno=P116>).
- Beirne J., Dalitz L., Ejsing J., Grothe M., Manganello S., Monar F., Sahel B., Sušec M., Tapping J., Vong T., 2011, *The impact of the Eurosystem's covered bond purchase programme on the primary and secondary markets*, „Occasional Paper Series”, nr 122, ECB, Frankfurt am Main, styczeń (<http://www.ecb.int/pub/pdf/scpops/ecbocp122.pdf>).
- Benford J., Berry S., Nikolov K., Robson M., Young C., 2009, *Quantitative easing*, Quarterly Bulletin, Q2, Bank of England, (<http://www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/quarterlybulletin/qb090201.pdf>).
- Bernanke B.S., 2008, *Federal Reserve Policies in the Financial Crisis*, Speech at the Greater Austin Chamber of Commerce, Austin, Texas, 1 grudnia (<http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20081201a.htm>).
- Bernholz P., 2007, *From 1945 to 1982: the transition from inward exchange controls to money supply management under floating exchange rates*, w: *Swiss National Bank 1907-2007*, Swiss National Bank, Neue Zürcher Zeitung Publishing, Zurich ([http://www.snb.ch/en/mmr/reference/hist\\_fest\\_snb\\_2007/source](http://www.snb.ch/en/mmr/reference/hist_fest_snb_2007/source)).
- Bijlsma M., Lukkezen J., 2012, *Target 2 of the ECB vs. Interdistrict Settlement Account of the Federal Reserve*, Bruegel blog, 6 marca (<http://www.bruegel.org/blog/detail/article/696-target-2-of-the-ecb-vs-interdistrict-settlement-account-of-the-federal-reserve/>).
- Bindseil U., 2011, *Theory of monetary implementation*, w: *The Concrete Euro. Implementing Monetary Policy in the Euro Area*, red. Mercier P., Papadia F., Oxford University Press, Oxford.
- Bindseil U., Winkler A., 2012, *Dual liquidity crises under alternative monetary frameworks. A financial accounts perspective*, Working Paper Series, nr 1478, European Central Bank, Frankfurt am Main, październik (<http://www.ecb.int/pub/pdf/scpwps/ecbwp1478.pdf>).
- Bofinger P., 2011, *A European Redemption Pact*, VoxEU, 9 listopada (<http://www.voxeu.org/article/european-redemption-pact>).
- Bordo M., Markiewicz A., Jonung L., 2011, *A Fiscal Union for Euro: Some Lessons from History*, NBER Working Paper, nr 17380 (<http://www.nber.org/papers/w17380>).
- Borio C., Filardo A., 2007, *Globalisation and inflation: New cross-country evidence on the global determinants of domestic inflation*, BIS Working Paper, nr 227, Basel (<http://www.bis.org/publ/work227.pdf>).

- Borio C., Disyatat P., 2009, *Unconventional monetary policies: An appraisal*, BIS Working Paper nr 292, Basel (<http://www.bis.org/publ/work292.pdf>).
- Branna J., Wąsowicz R., 2012, *Semestr europejski. Przewodnik po kluczowych dokumentach*, Ośrodek Informacji i Dokumentacji Europejskiej, 5 grudnia ([http://libr.sejm.gov.pl/oide/index.php?option=com\\_content&view=article&id=14720](http://libr.sejm.gov.pl/oide/index.php?option=com_content&view=article&id=14720)).
- Brzoza-Brzezina M., 2011, *Polska polityka pieniężna. Badania teoretyczne i empiryczne*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa.
- Brzoza-Brzezina M., Makarski K., Wesołowski G., 2012, *Would it have paid to be in the eurozone?*, National Bank of Poland Working Paper, nr 128, Warsaw ([http://www.nbp.pl/publikacje/materialy\\_i\\_studia/128\\_en.pdf](http://www.nbp.pl/publikacje/materialy_i_studia/128_en.pdf)).
- Brzoza-Brzezina M., Kolasa M., Makarski K., 2013, *Macroprudential policy and imbalances in the euro area*, National Bank of Poland Working Paper, nr 138, Warsaw ([http://www.nbp.pl/publikacje/materialy\\_i\\_studia/138\\_en.pdf](http://www.nbp.pl/publikacje/materialy_i_studia/138_en.pdf)).
- Buckley A., 2011, *Financial crisis. Causes, context and consequences*, Pearson, Harlow.
- Burda M., Wyplosz C., 2000, *Makroekonomia. Podręcznik europejski*, wyd. 2 zm., PWE, Warszawa.
- Buti M., Eijffinger S., Franco D., 2003, *Revisiting the Stability and Growth Pact: grand design or internal adjustment?*, European Economy – Economic Papers, nr 180, ([http://ec.europa.eu/economy\\_finance/publications/publication948\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/publication948_en.pdf)).
- Buti M., Franco D., 2005, *Fiscal Policy in Economic and Monetary Union*, Edward Elgar Publishing Co., Northampton (<http://www.csabal.com/downloads/buti.pdf>).
- Buti M., Nava M., 2003, *Towards a European budgetary system*, EUI Working Papers RSC 2003/8 ([http://www.eui.eu/RSCAS/WP-Texts/03\\_08.pdf](http://www.eui.eu/RSCAS/WP-Texts/03_08.pdf)).
- Case-Schiller, 2013, *Home Prices Advance in Third Quarter, According to the S&P/Case-Schiller Home Price Indices*, 26 listopada ([https://www.spice-indices.com/idp-files/spice-assets/resources/public/documents/64929\\_cshomeprice-release-1126.pdf?force\\_download=true](https://www.spice-indices.com/idp-files/spice-assets/resources/public/documents/64929_cshomeprice-release-1126.pdf?force_download=true)).
- Chrzanowski M., 2009, *Polityka zatrudnienia w Unii Europejskiej jako przykład zastosowania otwartej metody koordynacji*, w: *Polityki Unii Europejskiej w kontekście polskiej polityki gospodarczej*, red. nauk. Albiński P., Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa.
- Claessens S., Mody A., Vallee Sh., 2012, *Paths to eurobonds*, Bruegel Working Paper, nr 10, lipiec (<http://www.bruegel.org/publications/publication-detail/publication/733-paths-to-eurobonds/>).
- Coeuré B., 2013, *Asia-Europe Economic Forum conference on European troubles, Asian worries*, Brussels, 21 stycznia (<http://www.ecb.int/press/key/date/2013/html/sp130121.en.html>).
- Coeuré B., 2013a, *The way back to financial integration*, Frankfurt am Main, 12 marca (<http://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2013/html/sp130312.en.html>).

- Commission Staff Working Document, 2012, *Completing the Scoreboard for the Macroeconomic Imbalance Procedure: Financial Sector Indicator*, Brussels ([http://ec.europa.eu/europe2020/pdf/amr\\_finind\\_2013\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/europe2020/pdf/amr_finind_2013_en.pdf)).
- Constâncio V., 2011, *Contagion and the European debt crisis*, Milan, 10 października (<http://www.ecb.int/press/key/date/2011/html/sp111010.en.html>).
- Constâncio V., 2012, *Completing and Repairing EMU*, Hyman P. Minsky Conference on Financial Instability, Berlin, 26 listopada (<http://www.ecb.int/press/key/date/2012/html/sp121126.en.html>).
- Constâncio V., 2013, *Establishment of the Single Supervisory Mechanism; the first pillar of the Banking Union*, Brussels, 31 stycznia (<http://www.ecb.int/press/key/date/2013/html/sp130131.en.html#>).
- Council of the European Union, 2008, *Presidency conclusions*, ([http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms\\_data/docs/pressdata/en/ec/103441.pdf](http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/en/ec/103441.pdf)).
- Council of the European Union, 2009, *Press Release*, 2981st Council meeting, Economic and Financial Affairs, Brussels, 2 grudnia (<http://register.consilium.europa.eu/pdf/en/09/st16/st16838.en09.pdf>).
- Council of the European Union, 2012a, *Council agrees position on bank supervision*, Brussels, 13 grudnia ([http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms\\_Data/docs/pressdata/en/ecofin/134265.pdf](http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_Data/docs/pressdata/en/ecofin/134265.pdf)).
- Council of the European Union, 2012b, *Proposal for a Council Regulation conferring specific tasks on the European Central Bank concerning policies relating to the prudential supervision of credit institutions – Consolidated text*, Brussels, 14 grudnia (<http://register.consilium.europa.eu/pdf/en/12/st17/st17812.en12.pdf>).
- Council of the European Union, 2013a, *Council Conclusions on the Annual Growth Survey 2013*, Brussels, 12 lutego ([http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms\\_data/docs/pressdata/en/ecofin/135432.pdf](http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/en/ecofin/135432.pdf)).
- Council of the European Union, 2013b, *Banki pod lupą – Rada zatwierdza nowe przepisy*, 20 czerwca (<http://www.consilium.europa.eu/homepage/highlights/new-rules-to-strengthen-banks-final-council-approval?lang=pl>).
- Council of the European Union, 2013c, *Council agrees position on bank resolution*, Brussels, 27 czerwca ([http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms\\_data/docs/pressdata/en/ecofin/137627.pdf](http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/en/ecofin/137627.pdf)).
- Danmarks Nationalbank, 2009, *Monetary Policy in Denmark*, wyd.3, København ([http://www.nationalbanken.dk/DNUK/Publications.nsf/side/Monetary\\_Policy\\_in\\_Denmark\\_3rd\\_edition\\_2009/\\$file/mon-pol\\_uk\\_09\\_web.pdf](http://www.nationalbanken.dk/DNUK/Publications.nsf/side/Monetary_Policy_in_Denmark_3rd_edition_2009/$file/mon-pol_uk_09_web.pdf)).
- Dapontas D., 2011, *Currency crises: the case of Hungary (2008–2009) using two stage least squares*, Bank of Greece Special Conference Paper, Athens, luty (<http://www.bankofgreece.gr/BogEkdoseis/SCP201113.pdf>).

- Darvas Z., Wolff G.B., 2013, *Should non-euro area countries join the single supervisory mechanism?*, Policy Contribution, Bruegel, marzec (<http://www.bruegel.org/publications/publication-detail/publication/773-should-non-euro-area-countries-join-the-single-supervisory-mechanism/#.UUL1wTeS-RI>).
- Davies H., Green D., 2010, *Banking on the Future. The Fall and Rise of Central Banking*, Princeton University Press, Princeton and Oxford.
- Dąbrowski M., 2012, *Fiscal and Monetary Policy Determinants of the Eurozone Crisis and its Resolution*, CASE (<http://www.case-research.eu/pl/node/57750>).
- De Grauwe P., 2003, *Unia walutowa: funkcjonowanie i wyzwania*, PWE, Warszawa.
- De Grauwe P., 2012, *Lessons from the Eurocrisis for East Asian Monetary Relation*, The World Economy, vol. 35, nr 4 ([http://www.econ.kuleuven.be/ew/academic/intecon/Degrauwe/PDG-papers/Recently\\_published\\_articles/DeGrauwe-World-Economy-2012.pdf](http://www.econ.kuleuven.be/ew/academic/intecon/Degrauwe/PDG-papers/Recently_published_articles/DeGrauwe-World-Economy-2012.pdf)).
- De Grauwe P., Moesen W., 2009, *Gains for All: A Proposal for a Common Euro Bond*, CEPS Commentary, kwiecień (<http://www.ceps.be/book/gains-all-proposal-common-eurobond>).
- de Larosière J., 2009, *Report*, The high-level group on financial supervision in the EU, Brussels, 25 lutego ([http://ec.europa.eu/internal\\_market/finances/docs/de\\_larosiere\\_report\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/de_larosiere_report_en.pdf)).
- De Lucia C., Lucas J.M., 2010, *Portraits of the ECB and Federal Reserve on a background of financial crisis*, BNP Paribas, Conjoncture, czerwiec (<http://economic-research.bnpparibas.com>).
- Delpla J., von Weizsäcker J., 2011, *Eurobonds: The blue bond concept and its implications*, Bruegel Policy Contribution, Issue 2011/02, marzec (<http://www.bruegel.org/publications/publication-detail/publication/509-eurobonds-the-blue-bond-concept-and-its-implications/>).
- Dembinski P.H., 2011, *Finanse po zawale. Od euforii finansowej do gospodarczego ładu*, Wydawnictwo Studio Emka, Warszawa.
- Draghi M., 2012a, *Interview with Financial Times*, Frankfurt am Main, 11 grudnia (publikacja 14 grudnia) (<http://www.ecb.int/press/key/date/2012/html/sp121214.en.html>).
- Draghi M., 2012b, *Verbatim of the remarks made by Mario Draghi*, 26 lipca (<http://www.ecb.int/press/key/date/2012/html/sp120726.en.html>).
- Draghi M., 2013, *Introductory statement to the press conference (with Q&A)*, 1 sierpnia (<http://www.ecb.int/press/pressconf/2013/html/is130801.en.html>).
- Dusza M., 2008, *Rynek kapitałowy*, w: *System finansowy w Polsce*, red. nauk. Pietrzak B., Polański Z., Woźniak B., wyd. 2, t. 1, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Dziawgo D., 2010, *Credit rating na międzynarodowym rynku finansowym*, PWE, Warszawa.
- EBC, 2001, *The Monetary Policy of the ECB*, European Central Bank, Frankfurt am Main.

- EBC, 2003, *The ECB's monetary policy strategy*, 8 maja ([http://www.ecb.int/press/pr/date/2003/html/pr030508\\_2.en.html](http://www.ecb.int/press/pr/date/2003/html/pr030508_2.en.html)).
- EBC, 2004, *The Monetary Policy of the ECB*, European Central Bank, Frankfurt am Main, wyd. 2 (<http://www.ecb.int/pub/pdf/other/monetarypolicy2004en.pdf>).
- EBC, 2006, *The EU arrangements for financial crisis management*, Financial Stability Review, European Central Bank, Frankfurt am Main, grudzień (<http://www.ecb.int/pub/pdf/other/financialstabilityreview200612en.pdf?8fa7fa2d5c190f696433c3065fa7aa22>).
- EBC, 2007a, *The EU arrangements for financial crisis management*, Monthly Bulletin, European Central Bank, Frankfurt am Main, luty (<http://www.ecb.int/pub/pdf/mobu/mb200702en.pdf>).
- EBC, 2007b, *The ECB's additional open market operations in the period from 8 August to 5 September 2007*, Monthly Bulletin, European Central Bank, Frankfurt am Main, wrzesień (<http://www.ecb.int/pub/pdf/mobu/mb200709en.pdf>).
- EBC, 2008a, *10 rocznica EBC*, Biuletyn Miesięczny, Europejski Bank Centralny, Frankfurt am Main (<http://www.ecb.int/pub/pdf/other/10thanniversaryoftheecbmb200806pl.pdf>).
- EBC, 2008b, *Realizacja polityki pieniężnej w strefie euro. Dokumentacja ogólna instrumentów i procedur polityki pieniężnej Eurosystemu*, Europejski Bank Centralny, Frankfurt am Main, listopad (<http://www.ecb.int/pub/pdf/other/gendoc2008pl.pdf>).
- EBC, 2009a, *Raport Roczny 2008*, Europejski Bank Centralny, Frankfurt am Main (<http://www.ecb.int/pub/pdf/annrep/ar2008pl.pdf>).
- EBC, 2009b, *The external financing of households and non-financial corporations: A comparison of the euro area and the United States*, Monthly Bulletin, European Central Bank, kwiecień (<http://www.ecb.int/pub/pdf/mobu/mb200904en.pdf>).
- EBC, 2009c, *Decyzja Europejskiego Banku Centralnego z dnia 2 lipca 2009 r. w sprawie realizacji programu zakupu zabezpieczonych obligacji*, (EBC/2009/16), Dziennik Urzędowy Unii Europejskiej, L 175/18 PL, 4 lipca ([http://www.ecb.int/ecb/legal/pdf/l\\_17520090704pl00180019.pdf](http://www.ecb.int/ecb/legal/pdf/l_17520090704pl00180019.pdf)).
- EBC, 2009d, *3 December 2009 – ECB announces details of refinancing operations up to 7 April 2010*, European Central Bank ([http://www.ecb.int/press/pr/date/2009/html/pr091203\\_1.en.html#](http://www.ecb.int/press/pr/date/2009/html/pr091203_1.en.html#)).
- EBC, 2010a, *The ECB's Monetary Policy Stance during the Financial Crisis*, Monthly Bulletin, European Central Bank, Frankfurt am Main, styczeń (<http://www.ecb.int/pub/pdf/mobu/mb201001en.pdf>).
- EBC, 2010b, *ECB announces change in eligibility of debt instruments issued or guaranteed by the Greek government*, European Central Bank, 3 maja (<http://www.ecb.int/press/pr/date/2010/html/pr100503.en.html>).
- EBC, 2010c, *ECB decides on measures to address severe tensions in financial markets*, European Central Bank, 10 maja (<http://www.ecb.int/press/pr/date/2010/html/pr100510.en.html>).



- EBC, 2010d, *Raport Roczny 2009*, European Central Bank, Frankfurt am Main (<http://www.ecb.int/pub/pdf/annrep/ar2009pl.pdf>).
- EBC, 2010e, *Decision of the European Central Bank of 14 May 2010 establishing a securities markets programme*, (ECB/2010/5), Official Journal of the European Union, 20 maja ([http://www.ecb.int/ecb/legal/pdf/l\\_12420100520en00080009.pdf](http://www.ecb.int/ecb/legal/pdf/l_12420100520en00080009.pdf)).
- EBC, 2010f, *Euro area money growth and the „Securities Markets Programme”*, Monthly Bulletin, European Central Bank, Frankfurt am Main, czerwiec (<http://www.ecb.int/pub/pdf/mobu/mb201006en.pdf>).
- EBC, 2011a, *The ECB's non-standard measures – impact and phasing-out*, Monthly Bulletin, European Central Bank, Frankfurt am Main, lipiec (<http://www.ecb.int/pub/pdf/mobu/mb201107en.pdf>).
- EBC, 2011b, *The Implementation of Monetary Policy in the Euro Area. General Documentation on Eurosystem Monetary Policy Instruments and Procedures*, European Central Bank, Frankfurt am Main, luty (<http://www.ecb.int/pub/pdf/other/gendoc2011en.pdf>).
- EBC, 2011c, *The European Stability Mechanism*, Monthly Bulletin, European Central Bank, Frankfurt am Main, lipiec (<http://www.ecb.int/pub/pdf/mobu/mb201107en.pdf>).
- EBC, 2011d, *Raport Roczny 2010*, European Central Bank, Frankfurt am Main (<http://www.ecb.int/pub/pdf/annrep/ar2010pl.pdf>).
- EBC, 2011e, *15 September 2011 – ECB announces additional US dollar liquidity-providing operations over year-end*, European Central Bank, Frankfurt am Main (<http://www.ecb.int/press/pr/date/2011/html/pr110915.en.html>).
- EBC, 2011f, *3 November 2011 – ECB announces details of its new covered bond purchase programme (CBPP2)* ([http://www.ecb.int/press/pr/date/2011/html/pr111103\\_1.en.html](http://www.ecb.int/press/pr/date/2011/html/pr111103_1.en.html)).
- EBC, 2011g, *Realizacja polityki pieniężnej w strefie euro. Dokumentacja ogólna instrumentów i procedur polityki pieniężnej Eurosystemu*, European Central Bank, Frankfurt am Main, grudzień (<http://www.ecb.int/pub/pdf/other/gendoc201109pl.pdf?b01a7350c9ccad8890e01f6f67a72ac1>).
- EBC, 2011h, *8 December 2011 – ECB announces measures to support bank lending and money market activity* ([http://www.ecb.int/press/pr/date/2011/html/pr111208\\_1.en.html](http://www.ecb.int/press/pr/date/2011/html/pr111208_1.en.html)).
- EBC, 2012a, *Convergence Report*, European Central Bank, Frankfurt am Main, maj (<http://www.ecb.int/pub/pdf/conrep/cr201205en.pdf>).
- EBC, 2012b, *Raport roczny 2011*, Europejski Bank Centralny, Frankfurt am Main (<http://www.ecb.int/pub/pdf/annrep/ar2011pl.pdf>).
- EBC, 2012c, *6 September 2012 – Technical features of Outright Monetary Transactions* ([http://www.ecb.int/press/pr/date/2012/html/pr120906\\_1.en.html](http://www.ecb.int/press/pr/date/2012/html/pr120906_1.en.html)).
- EBC, 2012d, *Inflation Differentials in the Euro Area during the last Decade*, Monthly Bulletin, European Central Bank, Frankfurt am Main, listopad (<http://www.ecb.int/pub/pdf/mobu/mb201211en.pdf>).

- EBC, 2012e, *31 October 2012 – Ending of covered bond purchase programme 2 (CBPP2)* ([http://www.ecb.int/press/pr/date/2012/html/pr121031\\_1.en.html](http://www.ecb.int/press/pr/date/2012/html/pr121031_1.en.html)).
- EBC, 2012f, *EMU policy framework* (<http://www.ecb.europa.eu/ecb/tasks/europe/emu/html/index.en.html>).
- EBC, 2013a, *Details on securities holdings acquired under the Securities Markets Programme*, 21 luty ([http://www.ecb.int/press/pr/date/2013/html/pr130221\\_1.en.html](http://www.ecb.int/press/pr/date/2013/html/pr130221_1.en.html)).
- EBC, 2013b, *21 March 2013 – Governing Council decision on Emergency Liquidity Assistance requested by the Central Bank of Cyprus* (<http://www.ecb.int/press/pr/date/2013/html/pr130321.en.html>).
- EBC, 2013c, *Target Annual Report 2012*, European Central Bank, Frankfurt am Main, maj (<http://www.ecb.int/pub/pdf/other/targetar2012en.pdf>).
- EBRD, 2012, *Transition Report 2012. Integration across borders*, European Bank for Reconstruction and Development, London. (<http://www.ebrd.com/downloads/research/transition/tr12.pdf>).
- EFSE, 2011, *European Financial Stability Facility (EFSF)* ([http://www.efsf.europa.eu/attachments/faq\\_en.pdf](http://www.efsf.europa.eu/attachments/faq_en.pdf)).
- El País, 2013, *El BCE es el mayor tenedor de deuda española por detrás del fondo de reserva*, 21 lutego ([http://economia.elpais.com/economia/2013/02/21/agencias/1361441061\\_769548.html](http://economia.elpais.com/economia/2013/02/21/agencias/1361441061_769548.html)).
- ESM, 2013a, *ESM's first operation: recapitalisation of Spanish banking sector*, European Stability Mechanism, 5 lutego (<http://www.esm.europa.eu/about/assistance/spain/index.htm>).
- ESM, 2013b, *Financial assistance*, European Stability Mechanism (<http://www.esm.europa.eu/assistance/index.htm>, pobrano 31 lipca).
- Eucken W., 2005, *Podstawy polityki gospodarczej*, Poznańska Biblioteka Niemiecka, Poznań.
- Eurogroup, 2013, *ESM direct bank recapitalisation instrument. Main features of the operational framework and way forward*, Luxembourg, 20 czerwca (<http://www.eurozone.europa.eu/media/436873/20130621-ESM-direct-recaps-main-features.pdf>).
- Euronomics group, 2011, *ESBies, A realistic reform of Europe's financial architecture*, Vox. EU, 25 października (<http://www.voxeu.org/article/esbies-realistic-reform-europes-financial-architecture>).
- European Commission, 2002, *Coordination of economic policies in the EU: a presentation of key features of the main procedures*, Euro Paper nr 45, lipiec ([http://ec.europa.eu/economy\\_finance/publications/publication1022\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/publication1022_en.pdf)).
- European Commission, 2008a, *The EU's response to support the real economy during the economic crisis: an overview of Member States' recovery measures*, European Economy, Occasional Papers nr 51, Brussels, lipiec 2009 ([http://ec.europa.eu/economy\\_finance/publications15666\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/economy_finance/publications15666_en.pdf)).

- European Commission, 2008b, *Declaration of a concerted European action of the euro area countries*, 12 października ([http://ec.europa.eu/economy\\_finance/publications/publication13260\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/publication13260_en.pdf)).
- European Commission, 2008c, *From financial crisis to recovery: A European framework*, Communication from the Commission, 29 października ([http://ec.europa.eu/commission\\_barroso/president/pdf/COMM\\_20081029.pdf](http://ec.europa.eu/commission_barroso/president/pdf/COMM_20081029.pdf)).
- European Commission, 2010a, *Quarterly Report on the Euro Area*, vol. 9, nr 1, Brussels, marzec ([http://ec.europa.eu/economy\\_finance/publications/qr\\_euro\\_area/2010/pdf/qrea201001en.pdf](http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/qr_euro_area/2010/pdf/qrea201001en.pdf)).
- European Commission, 2010b, *Communication from the Commission to the European Parliament, the European Council, the Council, the European Central Bank, the Economic and Social Committee and the Committee of Regions – Reinforcing economic policy coordination*, COM (2010) 250 final, Brussels, 5 maja.
- European Commission, 2010c, *Komunikat w sprawie wzmocnienia koordynacji polityki gospodarczej w interesie stabilności, wzrostu gospodarczego i zatrudnienia*, COM(2010) 367, Bruksela, 30 czerwca.
- European Commission, 2011a, *Green Paper on the feasibility of introduction Stability Bonds*, COM(2011) 818 final, Bruksela, listopad ([http://ec.europa.eu/europe2020/pdf/green\\_paper\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/europe2020/pdf/green_paper_en.pdf)).
- European Commission, 2011b, *Scoreboard for the Surveillance of Macroeconomics Imbalances: Envisaged Initial Design*, 8 listopada ([http://ec.europa.eu/economy\\_finance/indicators/economic\\_reforms/eip/sba](http://ec.europa.eu/economy_finance/indicators/economic_reforms/eip/sba)).
- European Commission, 2011c, *Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on the strengthening of economic and budgetary surveillance of Member States experiencing or threatened with serious difficulties with respect to their financial stability in the euro area*, COM(2011) 821 final, Brussels, 23 listopada.
- European Commission, 2011d, *Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on common provisions for monitoring and assessing draft budgetary plans and ensuring the correction of excessive deficit of the Member States in the euro area*, COM(2011) 821 final, Brussels, 23 listopada.
- European Commission, 2011e, *EU Economic governance: a major step forward*, MEMO/11/364, Brussels ([http://europa.eu/rapid/press-release\\_MEMO-11-364\\_en.htm](http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-11-364_en.htm)).
- European Commission, 2012a, *European Economic Forecast. Spring 2012*, European Economy nr 1, Brussels ([http://ec.europa.eu/economy\\_finance/publications/european\\_economy/2012/pdf/ee-2012-1\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/european_economy/2012/pdf/ee-2012-1_en.pdf)).
- European Commission, 2012b, *European Economic Forecast. Autumn 2012*, European Economy nr 7, Brussels ([http://ec.europa.eu/economy\\_finance/publications/european\\_economy/2012/pdf/ee-2012-7\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/european_economy/2012/pdf/ee-2012-7_en.pdf)).
- European Commission, 2012c, *Statistical Annex of the Alert Mechanism Report*, Brussels.

- European Commission, 2012d, *Report on Public Finances in EMU 2012*, European Economy nr 4, Brussels ([http://ec.europa.eu/economy\\_finance/publications/european\\_economy/2012/pdf/ee-2012-4.pdf](http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/european_economy/2012/pdf/ee-2012-4.pdf)).
- European Commission, 2013a, *Memo. Preparation of Economic and Finance Ministers Council*, Brussels, 1 marca ([http://europa.eu/rapid/press-release\\_MEMO-13-159\\_en.htm](http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-13-159_en.htm)).
- European Commission, 2013b, *Rating Agencies* ([http://ec.europa.eu/internal\\_market/rating-agencies/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/rating-agencies/index_en.htm), pobrano 2 sierpnia).
- European Commission, 2013c, *Proposal for a regulation of the European Parliament and of the Council establishing uniform rules and a uniform procedure for the resolution of credit institutions and certain investment firms in the framework of a Single Resolution Mechanism and a Single Bank Resolution Fund and amending Regulation (EU) No 1093/2010 of the European Parliament and of the Council*, Brussels, 10 lipca ([http://ec.europa.eu/internal\\_market/finances/docs/banking-union/130710\\_single-resolution-mechanism\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/banking-union/130710_single-resolution-mechanism_en.pdf)).
- European Commission, 2013d, *Taxation of the financial sector* ([http://ec.europa.eu/taxation\\_customs/taxation/other\\_taxes/financial\\_sector/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/taxation_customs/taxation/other_taxes/financial_sector/index_en.htm)).
- European Commission, 2013e, *MIP Scoreboard*, ([http://ec.europa.eu/economy\\_finance/indicators/economic\\_reforms/eip/sba/](http://ec.europa.eu/economy_finance/indicators/economic_reforms/eip/sba/), 20.01.2013).
- European Commission, 2013f, *European Economic Forecast. Spring 2013*, European Economy nr 2, Brussels, maj ([http://ec.europa.eu/economy\\_finance/publications/european\\_economy/2013/pdf/ee2\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/european_economy/2013/pdf/ee2_en.pdf)).
- European Commission, 2013g, *The corrective arm*, lipiec ([http://ec.europa.eu/economy\\_finance/economic\\_governance/sgp/corrective\\_arm/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/economy_finance/economic_governance/sgp/corrective_arm/index_en.htm)).
- European Commission, 2013h, *MEMO, President Baroso, in agreement with Vice-President Rehn, launches Expert Group on debt redemption fund and eurobills*, Strasbourg, 2 July ([http://europa.eu/rapid/press-release\\_MEMO-13](http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-13)).
- European Council, 2012, *Conclusions*, Brussels, 19 października (<http://register.consilium.europa.eu/pdf/en/12/st00/st00156.en12.pdf>).
- European Parliament, 2009, *Directive 2009/14/EC of the and of the COUNCIL of 11 March 2009 amending Directive 94/19/EC on deposit-guarantee schemes as regards the coverage level and the payout delay*, Official Journal of the European Union, L 68/3 ([http://ec.europa.eu/internal\\_market/bank/docs/guarantee/200914\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/bank/docs/guarantee/200914_en.pdf)).
- European Parliament, 2011, *Regulation (EU) No 1176/2011 of 16 November 2011 on the prevention and correction of macroeconomic imbalances*, Brussels.
- European Parliament 2012, *Draft Report on the feasibility of introducing Stability Bonds (2012/2028(INI))*, Committee on Economic and Monetary Affairs (<http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?type=REPORT&reference=A7-2012-0402&language=EN>).
- Europejski plan naprawy gospodarczej*, 2008, Komunikat Komisji do Rady Europejskiej, 26 listopada (<http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2008:0800:FIN:pl:PDF>).

- Eurostat, 2012, *Europe 2020 Strategy – towards a smarter, greener and more inclusive EU economy?*, Statistics in Focus, nr 39 ([http://epp.eurostat.ec.europa.eu/cache/ITY\\_OFFPUB/KS-SF-12-039/EN/KS-SF-12-039-EN.PDF](http://epp.eurostat.ec.europa.eu/cache/ITY_OFFPUB/KS-SF-12-039/EN/KS-SF-12-039-EN.PDF)).
- Eurostat, 2013a, *Housing price statistics – house price index*, luty ([http://epp.eurostat.ec.europa.eu/statistics\\_explained/index.php/Housing\\_price\\_statistics\\_-\\_house\\_price\\_index](http://epp.eurostat.ec.europa.eu/statistics_explained/index.php/Housing_price_statistics_-_house_price_index)).
- Eurostat, 2013b, *Long term government bond yields* (<http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/euroindicators/peeis>), 15 lipca.
- Eurostat, 2013c, *Europe 2020 Indicators*, 31 lipca.
- Eurostat, 2013d, *Government finance statistics*, luty ([http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/government\\_finance\\_statistics/introduction](http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/government_finance_statistics/introduction)).
- Eurostat, 2013e, (<http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/eurostat/home/>).
- FDIC, 1998, *A Brief History of Deposit Insurance in the United States*, Washington, D.C., wrzesień (<http://www.fdic.gov/bank/historical/brief/brhist.pdf>).
- Financial Times, 2010, *A bolder banker*, 8 lipca.
- Financial Times, 2011, *French-led Greek debt plan*, 28 czerwca.
- Financial Times, 2012, *US funds return to Eurozone*, 29 października.
- Fischer J., Jonung L., Larch M., 2006, *101 Proposals to reform the Stability and Growth Pact. Why so many? A Survey*, European Economy, Economic Papers nr 267.
- Flassbeck H., 2013, *10 mitów kryzysu*, Wydawnictwo Krytyki Politycznej, Warszawa.
- Fuest C., Peichl A., *European Fiscal Union: What is it? Does it Work? And Are There Really “No Alternatives”?*, IZA Policy Paper nr 39, marzec (<http://ftp.iza.org/pp39.pdf>).
- G-20, 2010, *The G-20 Toronto Summit Declaration*, 26-27 czerwca ([http://www.g20.org/Documents/g20\\_declaration\\_en.pdf](http://www.g20.org/Documents/g20_declaration_en.pdf)).
- Galvenius M., Mercier P., 2011, *The story of the Eurosystem framework*, w: *The Concrete Euro. Implementing Monetary Policy in the Euro Area*, red. Mercier P., Papadia F., Oxford University Press, Oxford.
- Godlewski A., 2011, *Pakt Euro Plus będzie mało użyteczny*, wywiad z Gunterem Deuber (<http://www.obserwatorfinansowy.pl/forma/debata/pakt-euro-plus-bedzie-malo-uzyteczny/>).
- González-Páramo J.M., 2010, *Reform of the architecture of the financial system*, 21 czerwca ([http://www.ecb.int/press/key/date/2010/html/sp100621\\_1.en.html](http://www.ecb.int/press/key/date/2010/html/sp100621_1.en.html)).
- Gorton G.B., 2010, *Slapped by the Invisible Hand. The Panic of 2007*, Oxford University Press, New York.
- Gronkiewicz-Waltz H., 2009, *Europejska Unia Gospodarcza i Walutowa*, LexisNexis, Warszawa.
- Grupa Giovannini, 2000, *Report on Co-ordinated Issuance of Public Debt in the Euro Area* ([ec.europa.eu/economy\\_finance/publications/giovannini](http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/giovannini)).

- Gudmundsson M., 2010, *Challenges to inflation targeting: raising some issues*, w: *Perspectives on inflation targeting, financial stability and the global crisis*, BIS Papers nr 51, Bank for International Settlements, Basel, marzec (<http://www.bis.org/publ/bppdf/bispap51.pdf>).
- Gurria A., Padoan P.C., 2012, *The Policy challenges: now and in the long run*, OECD Economic Outlook nr 92, Press Conference, Paris, 27 listopada.
- Hallerberg M., Marzinotto B., Wolff G.B., 2012, *An Assessment of the European Semester*, European Parliament, IP/A/ECON/ST/2010-24.
- Harasima T., 2011, *A Mechanism of Inflation Differentials and Current Account Imbalances in the Euro Area*, MPRA Paper nr 28121 ([http://mpra.ub.uni-muenchen.de/28121/1/MPRA\\_paper\\_28121.pdf](http://mpra.ub.uni-muenchen.de/28121/1/MPRA_paper_28121.pdf)).
- Hryckiewicz A., Pawłowska M., 2013, *Czy nowy nadzór spełni swoje zadanie? Zmiany w nadzorze finansowym w Europie oraz ich konsekwencje dla Polski*, NBP, Materiały i Studia, zeszyt nr 289, Warszawa ([http://www.nbp.gov.pl/publikacje/materiały\\_i\\_studia/ms289.pdf](http://www.nbp.gov.pl/publikacje/materiały_i_studia/ms289.pdf)).
- IMF, 2009, *Sustaining the Recovery*, World Economic Outlook, International Monetary Fund, Washington, D.C., październik (<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2009/02/pdf/text.pdf>).
- IMF, 2010a, *Central Banking Lessons from the Crisis*, International Monetary Fund, Washington, D.C., 27 maja (<http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2010/052710.pdf>).
- IMF, 2010b, *Euro Area Policies, Staff Report for the 2010 Article IV Consultation with Member Countries*, International Monetary Fund, Washington, D.C., 1 lipca (<http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2010/cr10221.pdf>).
- IMF, 2010c, *United States, Staff Report for the 2010 Article IV Consultation*, International Monetary Fund, Washington, D.C., 2 lipca (<http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2010/cr10249.pdf>).
- IMF, 2011a, *Euro Area Policies, 2011 Article IV Consultation – Lessons from the European Financial Stability Framework Exercise; and Selected Issues Paper*, International Monetary Fund Country Report nr 11/186, lipiec (<http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2011/cr11186.pdf>).
- IMF, 2011b, *Fiscal Monitor – Addressing Fiscal Challenges to Reduce Economic Risks*, Washington, D.C., wrzesień (<http://www.imf.org/external/pubs/cat/longres.aspx?sk=25136>).
- IMF, 2012a, *Fiscal Monitor – Balancing Fiscal Policy Risks*, April, Washington, D.C., kwiecień (<http://www.imf.org/external/pubs/ft/fm/2012/01/fmindex.htm>).
- IMF, 2012b, *Fiscal Monitor – Taking Stock: A Progress Report on Fiscal Adjustment*, Washington, D.C., październik (<http://www.imf.org/external/pubs/ft/fm/2012/02/fmindex.htm>).
- IMF, 2013a, *A Banking Union for the Euro Area*, IMF Staff Discussion Note, International Monetary Fund, Washington, D.C., 13 lutego, SDN/13/01 (<http://www.imf.org/external/pubs/ft/sdn/2013/sdn1301.pdf>).

- IMF, 2013b, *Euro Area Policies. Selected issues, 2013 Article IV Consultation*, International Monetary Fund Country Report nr 13/232, lipiec (<http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2013/cr13232.pdf>).
- Iwanicz-Drozdowska M., 2008, *Bezpieczeństwo rynku usług finansowych. Perspektywa Unii Europejskiej*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa.
- Kolasa M., 2010, *Real convergence and its illusions*, ECB Working Paper, nr 1231, Frankfurt am Main, sierpień (<http://www.ecb.int/pub/pdf/scpwps/ecbwp1231.pdf>).
- Komisja Europejska, 1977, *Report of the Study Group on the Role of Public Finance in European Integration* (The MacDougall Report) ([http://ec.europa.eu/economy\\_finance/emu\\_history/documentation/chapter8/19770401en73macdougallrepvol1.pdf](http://ec.europa.eu/economy_finance/emu_history/documentation/chapter8/19770401en73macdougallrepvol1.pdf)).
- Komisja Europejska, 2008, *Europejski plan naprawy gospodarczej, Komunikat Komisji do Rady Europejskiej*, Bruksela, 26 listopada (<http://www.mg.gov.pl/NR/rdonlyres/CF06799C-EE45-4824-A360-49DF381DFA09/49869/Europejskiplannaprawygospodarczej.pdf>).
- Komisja Europejska, 2010a, *Komunikat Komisji: Europa 2020, Strategia na rzecz inteligentnego i zrównoważonego rozwoju sprzyjającego włączeniu społecznemu*, Bruksela, 3 marca ([http://ec.europa.eu/eu2020/pdf/1\\_PL\\_ACT\\_part1\\_v1.pdf](http://ec.europa.eu/eu2020/pdf/1_PL_ACT_part1_v1.pdf)).
- Komisja Europejska, 2010b, *Komisja proponuje pakiet przepisów zwiększających ochronę konsumentów i zaufanie do usług finansowych*, 12 lipca ([http://europa.eu/rapid/press-release\\_IP-10-918\\_pl.htm](http://europa.eu/rapid/press-release_IP-10-918_pl.htm)).
- Komisja Europejska, 2012a, *Plan działania na rzecz pogłębionej i rzeczywistej unii gospodarczej i walutowej. Otwarcie debaty europejskiej*, Bruksela, 28 listopada (<http://register.consilium.europa.eu/pdf/pl/12/st16/st16988-re01.pl12.pdf>).
- Komisja Europejska, 2012b, *Komunikat prasowy. Plan działania na rzecz pogłębionej i rzeczywistej unii gospodarczej i walutowej (UGW): początek europejskiej debaty*, Bruksela, 28 listopada ([http://europa.eu/rapid/press-release\\_IP-12-1272\\_pl.htm](http://europa.eu/rapid/press-release_IP-12-1272_pl.htm)).
- Komisja Europejska, 2013a, *Komunikat Komisji do Parlamentu Europejskiego i Rady, W kierunku pogłębionej i rzeczywistej unii gospodarczej i walutowej. Wprowadzenie instrumentu na rzecz konwergencji i konkurencyjności*, Bruksela, 20 marca, COM(2013), 165 final (<http://eurlex.europa.eu/LexUriServ.do?uri=COM:2013:0165:FIN:PL:PDF>).
- Komisja Europejska, 2013b, *Sprawozdanie Komisji do Parlamentu Europejskiego, Rady, Europejskiego Banku Centralnego i Europejskiego Komitetu Ekonomiczno-Społecznego. Przekazane w ramach mechanizmu ostrzegania* (2014 r.), Bruksela, 13 listopada 2013 r.
- Komisja Nadzoru Finansowego, 2013, *Europejski System Nadzoru Finansowego – Informacje ogólne* ([http://www.knf.gov.pl/o\\_nas/wspolpraca\\_miedzynarodowa/unia/inf\\_ogol.html](http://www.knf.gov.pl/o_nas/wspolpraca_miedzynarodowa/unia/inf_ogol.html), 1 sierpnia).
- Larch M., van den Noord P., Jonung L., 2010., *The Stability and Growth Pact: Lessons from the Great Recession*, European Economy, Economic Papers nr 429 ([http://ec.europa.eu/economy\\_finance/publications/economic\\_paper/2010/ecp429\\_en.htm](http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/economic_paper/2010/ecp429_en.htm)).

- Lenza M., Pill H., Reichlin L., 2010, *Monetary Policy in Exceptional Times*, Discussion Paper Series, nr 7669, Centre for Economic Policy Research, styczeń (<http://www.cepr.org/pubs/new-dps/dplist.asp?dpno=7669&action.x=12&action.y=9>).
- Lewandowski J., 2011, *Druga i ostatnia szansa Grecji – Cierpliwość podatników w strefie euro się kończy – mówi Janusz Lewandowski, komisarz UE ds. budżetu*, Gazeta Wyborcza, 22 czerwca ([http://wyborcza.biz/biznes/1,100896,9827025,Druga\\_i\\_ostatnia\\_szansa\\_Grecji\\_\\_\\_rozmowa\\_z\\_Januszem.html](http://wyborcza.biz/biznes/1,100896,9827025,Druga_i_ostatnia_szansa_Grecji___rozmowa_z_Januszem.html)).
- Liikanen E., 2012, *High-level Expert Group on reforming the structure of the EU banking sector*, Brussels, 2 października ([http://ec.europa.eu/internal\\_market/bank/docs/high-level\\_expert\\_group/report\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/bank/docs/high-level_expert_group/report_en.pdf)).
- Łaski K., Podkaminer L., 2012, *The basic paradigms of EU economic policy-making need to be changed*, Cambridge Journal of Economics, t. 36.
- MacDonald R., Wójcik C., 2008, *Catching up and inflation differentials in a heterogenous monetary union: Some implications for the euro area and New EU Member States*, Economic Systems, t. 32.
- Mankiw N.G., Taylor M.P., 2007, *Macroeconomics*, European Edition, Worth Publisher, New York.
- Marczewski K., 2002, *Kurs walutowy a ceny i reakcje przedsiębiorstw w handlu zagranicznym*, IKCHZ, Warszawa.
- Marczewski K., 2006, *Charakterystyka krótkookresowych zmian cyklicznych w Polsce po 1995 roku*, w: *Nowe oblicza cyklu koniunkturalnego*, Barczyk R., Kąsek L., Lubiński M., Marczewski K., PWE, Warszawa.
- Marzinotto B., Sapir A., Wolff G.B., 2011, *What kind of fiscal union?*, Bruegel Policy Brief, ISSUE 2011/06, listopad (<http://www.bruegel.org/publications/publication-detail/publication/646-what-kind-of-fiscal-union/>).
- Mayer T., 2012, *Europe's Unfinished Currency. The Political Economics of the Euro*, Anthem Press, London and New York.
- McKinsey Global Institute, 2012, *Debt and deleveraging: Uneven progress on the path to growth*, McKinsey & Company, styczeń ([www.mckinsey.com](http://www.mckinsey.com)).
- Merkel A., 2011, *'If the Euro Fails, Europe Fails': Merkel Says EU Must Be Bound Closer Together*, Spiegel Online International, 7 września (<http://www.spiegel.de/international/germany/if-the-euro-fails-europe-fails-merkel-says-eu-must-be-bound-closer-together-a-784953.html>).
- Merkel A., 2013, *Merkel: No Common European Deposit Insurance for Foreseeable Future*, „The Wall Street Journal”, 25 kwietnia (<http://online.wsj.com/article/BT-CO-20130425-704094.html>).
- Ministerstwo Finansów, 2010, *Kryzys grecki – Geneza i konsekwencje*, Dokument uzupełniający do Ram Strategicznych Narodowego Planu Wprowadzenia Euro ([http://www.mf.gov.pl/documents/764034/1432744/6\\_ramy\\_dok\\_uzupelniajacy\\_Grecja.pdf](http://www.mf.gov.pl/documents/764034/1432744/6_ramy_dok_uzupelniajacy_Grecja.pdf)).
- Mooij R., Keen M., 2012, *Fiscal Devaluation and Fiscal Consolidation. The VAT in Troubled Times*, Working Paper 17913, NBER, marzec.



- Morris R., Ongena H., Schuknecht L., 2006, *The reform and implementation of Stability and Growth Pact*, ECB Occasional Paper Series nr 47 (<http://www.ecb.int/pub/pdf/scpops/ecbocp47.pdf>).
- Munchau W., 2012a, *Welcome back – again – to the eurozone crisis*, Financial Times, 1 listopada.
- Munchau W., 2012b, *A monumental project, but not an end to the crisis*, Financial Times, 22 listopada.
- NBER, 2008, *December 1, 2008 announcement of December 2007 business cycle peak/beginning of last recession* (<http://www.nber.org/dec2008.pdf>).
- NBER, 2010, *September 20, 2010 announcement of June 2009 business cycle trough/end of last recession* (<http://www.nber.org/cycles/sept2010.pdf>).
- NBP, 2007a, *Przegląd stabilności systemu finansowego. I półrocze 2007 r.*, Warszawa (<http://www.nbp.pl/home.aspx?f=/systemfinansowy/stabilnosc.html>).
- NBP, 2007b, *Założenia polityki pieniężnej na rok 2008*, Warszawa, wrzesień ([http://www.nbp.pl/polityka\\_pieniezna/dokumenty/zalozenia/zalozenia\\_pp\\_2008.pdf](http://www.nbp.pl/polityka_pieniezna/dokumenty/zalozenia/zalozenia_pp_2008.pdf)).
- NBP, 2009, *Założenia polityki pieniężnej na rok 2010*, Warszawa, wrzesień ([http://www.nbp.pl/polityka\\_pieniezna/dokumenty/zalozenia/zalozenia\\_pp\\_2010.pdf](http://www.nbp.pl/polityka_pieniezna/dokumenty/zalozenia/zalozenia_pp_2010.pdf)).
- NBP, 2010, *Sprawozdanie z działalności NBP 2009 roku*, Warszawa ([http://www.nbp.pl/publikacje/sprawozdanie\\_z\\_dzialalnosci\\_nbp/sprawozdanie\\_2009.pdf](http://www.nbp.pl/publikacje/sprawozdanie_z_dzialalnosci_nbp/sprawozdanie_2009.pdf)).
- NBP, 2011, *Raport roczny 2010*, Warszawa ([http://www.nbp.pl/publikacje/raport\\_roczny/raport\\_2010.pdf](http://www.nbp.pl/publikacje/raport_roczny/raport_2010.pdf)).
- NBP, 2012a, *Raport roczny 2011*, Warszawa ([http://www.nbp.pl/publikacje/raport\\_roczny/raport\\_2011.pdf](http://www.nbp.pl/publikacje/raport_roczny/raport_2011.pdf)).
- NBP, 2012b, *Raport o inflacji*, listopad ([http://www.nbp.pl/polityka\\_pieniezna/dokumenty/raport\\_o\\_inflacji/raport\\_listopad\\_2012.pdf](http://www.nbp.pl/polityka_pieniezna/dokumenty/raport_o_inflacji/raport_listopad_2012.pdf)).
- Nessén M., Sellin P., Sommar P.A., 2011, *The framework for the implementation of monetary policy, the Riksbank's balance sheet and the financial crisis*, Economic Commentaries, Sveriges Riksbank, nr 1, 28 stycznia ([http://www.riksbank.se/Upload/Dokument\\_riksbank/Kat\\_publicerat/Ekonomiska%20kommentarer/2011/ek\\_kom\\_no1\\_11eng.pdf](http://www.riksbank.se/Upload/Dokument_riksbank/Kat_publicerat/Ekonomiska%20kommentarer/2011/ek_kom_no1_11eng.pdf)).
- Niedziółka P., 2013, *Skuteczny nadzór nad agencjami ratingowymi jako warunek sine qua non osiągnięcia celów europejskiej unii bankowej*, w: *Unia bankowa*, red. Zaleska M., „Studia Finansów i Bankowości”, Difin, Warszawa.
- Nowak-Far A., 2007, *Pakt Stabilności i Wzrostu. Funkcje, działanie i przyszłość*, Biblioteka Monitora Prawniczego, C.H. Beck, Warszawa.
- OECD, 2010, *OECD Economic Outlook*, nr 87, OECD Publishing, Paris, maj.
- OECD, 2011a, *OECD Economic Surveys: Sweden 2011*, OECD Publishing, Paris, styczeń.
- OECD, 2011b, *OECD Economic Outlook*, nr 89, OECD Publishing, Paris, maj.
- OECD, 2011c, *OECD Economic Outlook*, nr 90, OECD Publishing, Paris, listopad
- OECD, 2012a, *OECD Economic Outlook*, nr 91, OECD Publishing, Paris, maj.

- OECD, 2012b, *OECD Economic Outlook*, nr 92, OECD Publishing, Paris, listopad.
- PAP, 2012, *Zgoda ponad 85 proc. wierzycieli na wymianę greckich obligacji*, Polska Agencja Prasowa, 9 marca (<http://biznes.pap.pl/NSE2/pl/index/>).
- Papadia F., Välimäki T., 2011, *Functioning of the Eurosystem framework since 1999*, w: *The Concrete Euro. Implementing Monetary Policy in the Euro Area*, red. Mercier P., Papadia F., Oxford University Press, Oxford.
- Philippon T., Hellwig Ch., 2011, *Eurobills not Eurobonds*, VoxEU, grudzień (<http://www.voxeu.org/article/eurobills-not-euro-bonds>).
- Piech K., Wielec M., 2009, *Koordynacja polityk gospodarczych w Unii Europejskiej*, w: *Polityki Unii Europejskiej w kontekście polskiej polityki gospodarczej*, red. nauk. Albiński P., Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa.
- Pisani-Ferry J., Vihriälä E., Wolff G., 2013, *Option for a euro-area fiscal capacity*, Bruegel Policy Contribution 2013/01, styczeń (<http://www.bruegel.org/publications/publication-detail/publication/765-options-for-a-euro-area-fiscal-capacity/>).
- Pisani-Ferry J., Wolff G.B., 2012, *The fiscal implications of a banking union*, Bruegel Policy Brief, wrzesień (<http://www.bruegel.org/publications/publication-detail/publication/748-the-fiscal-implications-of-a-banking-union/>).
- Podkaminer L., 2008, *Konwergencja realna a inflacja: próba kwantyfikacji i implikacje dla integracji ze strefą euro*, Bank i Kredyt, nr 4.
- Polański Z., 1995, *Pieniądz i system finansowy w Polsce. Lata 1982–1993*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Polański Z., 1998, *System finansowy*, w: *System finansowy w Polsce. Lata dziewięćdziesiąte*, red. nauk. Pietrzak B., Polański Z., Wydawnictwo Naukowe PWN, wyd. 2, Warszawa.
- Polański Z., 2004, *Poland and the European Union: The Monetary Policy Dimension. Monetary Policy before Poland's Accession to the European Union*, Bank i Kredyt, nr 5.
- Polański Z., 2008a, *Polityka pieniężna*, w: *System finansowy w Polsce*, red. nauk. Pietrzak B., Polański Z., Woźniak B., t. 1, Wydawnictwo Naukowe PWN, wyd. 2, Warszawa.
- Polański Z., 2008b, *Wprowadzenie. System finansowy we współczesnej gospodarce rynkowej*, w: *System finansowy w Polsce*, red. nauk. Pietrzak B., Polański Z., Woźniak B., t. 1, Wydawnictwo Naukowe PWN, wyd. 2, Warszawa.
- Polański Z., 2010, *Europejski Bank Centralny i strefa euro w czasie kryzysu 2007–2010*, w: *Unia Europejska w kryzysie gospodarczym – działania w sektorze finansowym oraz w sferze realnej i ich skutki w gospodarkach krajów członkowskich*. Zespołowy projekt badań statutowych wykonany w Kolegium Zarządzania i Finansów SGH pod kier. K. Marczewskiego (materiał niepublikowany).
- Polański Z., 2011, *New Challenges after the Crisis: A Monetary Policy Perspective*, Journal of Management and Financial Sciences, nr 5, kwiecień.
- Polański Z., 2012a, *Przemiany funkcji pożyczkodawcy ostatniej instancji w czasie kryzysu*, w: *Współczesna bankowość centralna*, red. Jaworski W.L., Szelańska A., CeDeWu, Warszawa.

- Polański Z., 2012b, *O nieco zapomnianej (do niedawna) funkcji systemu finansowego*, w: *Eseje o stabilności finansowej*, red. Alińska A., CeDeWu, Warszawa.
- Praet P., 2013, *Forward guidance and the ECB*, 6 sierpnia (<http://www.ecb.int/press/key/date/2013/html/sp130806.en.html#>).
- Przybylska-Kapuścińska W., 2007, *Polityka pieniężna nowych państw członkowskich Unii Europejskiej. Od transformacji przez inflację do integracji*, Oficyna Wolter Kluwer, Warszawa.
- Rada UE, 1996, *Council Recommendation on the broad guidelines of the economic policies of the Member States and of the Community* of 8 July 1996 (Official Journal L 179, 18.07.1996) (<http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:1996:179:0046:0050:EN:PDF>).
- Rada UE, 1997a, Rozporządzenie Rady NR 1466/97/WE z dnia 7 lipca 1997 r. w sprawie wzmocnienia nadzoru pozycji budżetowych oraz nadzoru i koordynacji polityk gospodarczych (Dz.U. L 209 z 2.8.1997) (<http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CONSLEG:1997R1466:20111213:PL:PDF>).
- Rada UE, 1997b, Rozporządzenie Rady NR 1467/97/WE z dnia 7 lipca 1997 r. w sprawie przyspieszenia i wyjaśnienia procedury nadmiernego deficytu (Dz.U. L 209 z 2.8.1997) (<http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CONSLEG:1997R1467:20111213:PL:PDF>).
- Rada UE, 1997c, *Council Recommendation on the broad guidelines of the economic policies of the Member States and of the Community* of 7 July 1997 (Official Journal L 209 of 02.08.1997) (<http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:1997:209:0012:0018:EN:PDF>).
- Rada UE, 2005a, Rozporządzenie Rady NR 1055/2005 z dnia 27 czerwca 2005 r. zmieniające rozporządzenie (WE) nr 1466/97 w sprawie wzmocnienia nadzoru pozycji budżetowych oraz nadzoru i koordynacji polityk gospodarczych (Dz.U. L 174 z 7.7.2005) (<http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2005:174:0001:0004:PL:PDF>).
- Rada UE, 2005b, Rozporządzenie Rady NR 1056/2005 z dnia 27 czerwca 2005 r. zmieniające rozporządzenie (WE) nr 1467/97 w sprawie przyspieszenia i wyjaśnienia procedury nadmiernego deficytu (Dz.U. L 174 z 7.7.2005) (<http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2005:174:0005:0009:PL:PDF>).
- Rada UE, 2013, *Council closes excessive deficit procedures for Italy, Latvia, Lithuania, Hungary and Romania*, Luxembourg, 21 czerwca ([http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms\\_data/docs/pressdata/en/ecofin/137561.pdf](http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/en/ecofin/137561.pdf)).
- Rattso J., 2003, *Fiscal federation or confederation in the European Union: The challenge of the common pool problem*, Department of Economics, Norwegian University of Science and Technology, N-7491, wrzesień (<http://www.svt.ntnu.no/iso/jorn.rattso/Papers/jrffieurev.pdf>).
- Reinhart C.M., Rogoff K.S., 2010, *Growth in a time of Debt*, NBER Working Papers Series, Working Paper 15639, styczeń ([http://www.nber.org/papers/w15639.pdf?new\\_window=1](http://www.nber.org/papers/w15639.pdf?new_window=1)).

- Roger S., 2009, *Inflation Targeting at 20: Achievements and Challenges*, IMF Working Paper, WP/09/236, International Monetary Fund, Washington, D.C., październik (<http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2009/wp09236.pdf>).
- Rostowski J., 2010, *Rostowski: Byliśmy o włos od rozpadu Unii*, Dziennik, 23 czerwca.
- Roubini N., Mihm S., 2011, *Ekonomia kryzysu*, Oficyna Wolters Kluwer Polska, Warszawa.
- Schaal P., 1996, *Pieniądz i polityka pieniężna*, PWE, Warszawa.
- Scheller H.K., 2006, *Europejski Bank Centralny. Historia, rola i funkcje*, wyd. 2, Europejski Bank Centralny, Frankfurt am Main (<http://www.ecb.int/pub/pdf/other/ecbhistoryrolefunctions2006pl.pdf>).
- Schnabl G., Wollmershäuser T., 2013, *Fiscal Divergence and Current Account Imbalances in Europe*, CESifo Working Paper, nr 4108, luty (<http://www.cesifo-group.de/portal/pls/portal/docs/1/1220422.PDF>).
- Schoemaker D., 2011, *The financial trilemma*, Economics Letters, nr 111 ([http://personal.vu.nl/d.schoemaker/Financial\\_Trilemma.pdf](http://personal.vu.nl/d.schoemaker/Financial_Trilemma.pdf)).
- Senderowicz K., 2008, *System płatniczy*, w: *System finansowy w Polsce*, red. nauk. Pietrzak B., Polański Z., Woźniak B., t. 1, Wydawnictwo Naukowe PWN, wyd. 2, Warszawa.
- Shambaugh J.C., 2012, *The Euro's Three Crises*, Brookings Papers on Economic Activity, Spring, 12 marca.
- Shelburne R.C., 2012, *Restoring Stability to Europe*, United Nation Economic Commission for Europe, Discussion Paper Series, 3 lipca.
- Singleton J., 2011, *Central Banking in the Twentieth Century*, Cambridge University Press, Cambridge.
- Sinn H.W., Wollmershäuser T., 2011, *Target Loans, Current Account Balances and Capital Flows: The ECB's Rescue Facility*, CESifo Working Paper, nr 3500, 24 czerwca (<http://www.cesifo-group.de/portal/pls/portal/docs/1/1210631.PDF>).
- Sławiński A., 2009, *Przyczyny globalnego kryzysu bankowego*, w: *Nauki społeczne wobec kryzysu na rynkach finansowych*, red. Osiński J., Sztaba S., Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa.
- Smaga P., 2012, *Powiązania między sektorem bankowym a kryzysem zadłużeniowym*, Bezpieczny Bank, nr 3 (48) ([https://www.bfg.pl/sites/default/files/dokumenty/bb\\_348-2012\\_0.pdf](https://www.bfg.pl/sites/default/files/dokumenty/bb_348-2012_0.pdf)).
- Smaga P., 2013a, *Wpływ Europejskiej Rady Ryzyka Systemowego na stabilność finansową w UE*, Gospodarka Narodowa, nr 3 (259).
- Smaga P., 2013b, *Assessing Involvement of Central Banks in Financial Stability*, Center for Financial Policy Paper, New York, 23 maja ([http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2269265](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2269265)).
- Smaga P., 2014, *Optymalny kształt pierwszego filaru unii bankowej*, Ekonomista (artykuł w druku).

- Solarz J.K., 2008, *Krajowy system finansowy wobec globalizacji*, w: *System finansowy w Polsce*, red. nauk. Pietrzak B., Polański Z., Woźniak B., t. 2, Wydawnictwo Naukowe PWN, wyd. 2, Warszawa.
- Sorens J., 2008, *Fiscal federalism: A return to theory and measurement*, Working Paper, Department of Political Science, University of Buffalo ([http://www.acsu.buffalo.edu/~jbattist/workshop/Sorens\\_s09.pdf](http://www.acsu.buffalo.edu/~jbattist/workshop/Sorens_s09.pdf)).
- Stark J., 2010, *Enhancing the ECB's monetary analysis: what have we learnt?*, 9 lipca ([http://www.ecb.int/press/key/date/2010/html/sp100709\\_1.en.html](http://www.ecb.int/press/key/date/2010/html/sp100709_1.en.html)).
- Stolz S.M., Wedow M., 2010, *Extraordinary Measures in Extraordinary Times. Public Measures in Support of the Financial Sector in the EU and the United States*, Occasional Paper Series, nr 117, European Central Bank, Frankfurt am Main, lipiec (<http://www.ecb.int/pub/pdf/scpops/ecbocp117.pdf>).
- Stone M., Roger S., Shimizu S., Nordstrom A., Kisinbay T., Restrepo J., 2009, *The Role of the Exchange Rate in Inflation-Targeting Emerging Economies*, „Occasional Paper” 267, International Monetary Fund, Washington, D.C.
- Summers L.H., 2008, *Fiscal Stimulus Issues. Testimony before the House Budget Committee*, Washington, D.C., 29 stycznia.
- Synowiec E., 2012, *Semestr europejski – jak Polska zda egzamin z reform gospodarczych*, Serwis psz.pl, 25 maja (<http://www.psz.pl/tekst-41728/Ewa-Synowiec-Semestr-europejski-jak-Polska-zda-egzamin-z-reform-gospodarczych>).
- Szczepańska O., Sotomska-Krzysztofik P., Pawliszyn M., Pawlikowski A., 2004, *Instytucjonalne uwarunkowania stabilności finansowej na przykładzie wybranych krajów*, Materiały i Studia, nr 173, Narodowy Bank Polski, Warszawa, kwiecień ([http://www.nbp.pl/home.aspx?f=/publikacje/materialy\\_i\\_studia/2004.html](http://www.nbp.pl/home.aspx?f=/publikacje/materialy_i_studia/2004.html)).
- Szeląg K., 2003, *Koordynacja polityk gospodarczych w Unii Europejskiej*, część I, Bank i Kredyt nr 3 ([http://www.bankikredyt.nbp.pl/home.aspx?f=/content/2003/2003\\_03\\_pl.html](http://www.bankikredyt.nbp.pl/home.aspx?f=/content/2003/2003_03_pl.html)).
- Taylor J.B. (red.), 1999, *Monetary Policy Rules*, National Bureau of Economic Research, Chicago.
- Taylor J.B., 2010, *Zrozumieć kryzys finansowy. Przyczyny, skutki, interpretacje*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- The Economist, 2009, *The monetary-policy maze*, 23 kwietnia (<http://www.economist.com/node/13527329>).
- The Economist, 2012, *When the chips are down*, 23 czerwca (<http://www.economist.com/node/21557333>).
- Thimann C., 2013, *Banking union should ease Europe's Target worries*, Financial Times, 11 stycznia.
- Torój A., 2012a, *Monitor konwergencji nominalnej w UE 27*, Ministerstwo Finansów, Warszawa, kwiecień.

- Torój A., 2012b, *Poland and Slovakia during the crisis: would the euro (non-)adoption matter?*, Ministry of Finance Working Paper Series nr 13, maj ([http://www.archbip.mf.gov.pl/bip/\\_files/\\_euro/publikacje\\_naukowe/working\\_papers/mf\\_wp\\_13.pdf](http://www.archbip.mf.gov.pl/bip/_files/_euro/publikacje_naukowe/working_papers/mf_wp_13.pdf)).
- Trichet J.C., 2009, *The ECB's enhanced credit support*, Munich, 13 lipca (<http://www.ecb.int/press/key/date/2009/html/sp090713.en.html>).
- Trzcńska A., 2013, *Europejski Mechanizm Stabilności jako stabilizator w planowanej unii finansowej* NBP, Materiały i Studia, zeszyt nr 292, Warszawa ([http://www.nbp.pl/publikacje/materialy\\_i\\_studia/ms292.pdf](http://www.nbp.pl/publikacje/materialy_i_studia/ms292.pdf)).
- TUETFUE, 2010, *Wersje skonsolidowane Traktatu o Unii Europejskiej i Traktatu o funkcjonowaniu Unii Europejskiej (2010/C 83/01)*, Dziennik Urzędowy Unii Europejskiej, 30 marca (<http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:C:2010:083:FULL:PL:PDF>).
- Tymoczko D., 2010, *Kryzys finansowy a polski sektor bankowy*, w: *Wyzwania dla gospodarki polskiej w dobie kryzysu*, red. Marciniak Z., Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa.
- Tymoczko D., 2012, *Wybrane aspekty funkcjonowania polskiego systemu finansowego*, Zeszyty Naukowe, nr 34, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Kolegium Gospodarki Światowej, Warszawa.
- Ustawa z dnia 27 sierpnia 2009 r. o finansach publicznych, 22 maja 2012 r. ([isap.sejm.gov.pl/Download?id=WDU20091571240&type=3](http://isap.sejm.gov.pl/Download?id=WDU20091571240&type=3)).
- Van Rompuy H., 2010, *Strong euro hid crisis, says EU chief*, Financial Times, 14 czerwca.
- Van Rompuy H., 2011, *Remarks by President Van Rompuy at the press conference following the Eurozone Summit*, Brussels, 21 lipca ([http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms\\_data/docs/pressdata/en/ec/123980.pdf](http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/en/ec/123980.pdf)).
- Van Rompuy H., 2012a, *Towards a genuine Economic and Monetary Union*, Report by President of the European Council Herman Van Rompuy, Brussels, 26 czerwca ([http://ec.europa.eu/economy\\_finance/focuson/crisis/documents/131201\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/economy_finance/focuson/crisis/documents/131201_en.pdf)).
- Van Rompuy H., 2012b, *Towards a genuine Economic and Monetary Union*, Interim Report, Brussels 12 października ([http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms\\_data/docs/pressdata/en/ec/132809.pdf](http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/en/ec/132809.pdf)).
- Van Rompuy H., 2012c, *W kierunku faktycznej Unii Gospodarczej i Walutowej*, Rada Europejska, Brussels, 5 grudnia ([http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms\\_data/docs/pressdata/PL/ec/134201.pdf](http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/PL/ec/134201.pdf)).
- Véron N., 2012, *The challenges of Europe's fourfold union*, Bruegel Policy Contribution, sierpień (<http://www.bruegel.org/publications/publication-detail/publication/741-the-challenges-of-europes-fourfold-union/>).
- Waliszewski K., 2013, *Koncepcja unii bankowej – szanse i zagrożenia dla sektora banków komercyjnych w Polsce*, w: *Unia bankowa*, red. Zaleska M., Studia Finansów i Bankowości, Difin, Warszawa.
- Wernik A., 2009, *Równowaga finansów publicznych a euro*, Bank i Kredyt nr 40(3), ([http://www.bankikredyt.nbp.pl/home.aspx?f=/content/2009/03/bik\\_03\\_2009\\_pl.html](http://www.bankikredyt.nbp.pl/home.aspx?f=/content/2009/03/bik_03_2009_pl.html)).

- Whelan K., 2013, *TARGET2 and Central Bank Balance Sheets*, University College Dublin, 17 marca (<http://www.karlwhelan.com/Papers/T2Paper-March2013.pdf>).
- Wielgórska-Leszczynska J., 2011, *Ewolucja sprawozdawczości finansowej jednostki z uwzględnieniem specyfiki działalności bankowej*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa.
- Wikipedia, 2010, *2010 European sovereign debt crisis* ([http://en.wikipedia.org/wiki/2010\\_European\\_sovereign\\_debt\\_crisis](http://en.wikipedia.org/wiki/2010_European_sovereign_debt_crisis)).
- Wolff G.B., 2012, *What kind of euro-area budget?*, Bruegel Blog, 10 października (<http://www.bruegel.org/nc/blog/detail/article/914-what-kind-of-euro-area-budget/>).
- World Economic Outlook, 2012, *Coping with High Debt and Sluggish Growth*, World Economic and Financial Surveys, International Monetary Fund, październik (<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2012/pdf/text.pdf>).
- Wyplosz C., 2009, *The Euro's Finest Hour?*, Finance & Development, czerwiec (<http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2009/06/pdf/wyplosz.pdf>).
- Wyplosz C., 2011, *Why is the Debt Crisis Spreading through the Euro Area?*, 1 czerwca ([http://www.obce.es/files/Charles\\_Wyplosz\\_paper.pdf](http://www.obce.es/files/Charles_Wyplosz_paper.pdf)).
- Zaleska M., 2013, *Unia bankowa – koncepcja i wyzwania*, w: *Unia bankowa*, red. Zaleska M., Studia Finansów i Bankowości, Difin, Warszawa.

Ze względu na interesujący, aktualny i wielce pożyteczny, zarówno dla teorii jak i praktyki gospodarczej, charakter rozważań zawartych w pracy można z pełnym przekonaniem stwierdzić, iż jest ona pozycją odpowiadającą w pełni zapotrzebowaniu czytelników na rzetelne, wykorzystujące analizę zarówno systemowo-teoretycznych jak i empirycznych aspektów funkcjonowania gospodarek krajów UE i całego ugrupowania integracyjnego, wyjaśnienie przyczyn, przebiegu, sprzężeń zwrotnych i konsekwencji poszczególnych etapów kryzysu, który dotknął również bardzo silnie Europę.

Przyjęte na wstępie cele oraz wynikające z nich szczegółowe zadania badawcze zostały z powodzeniem i pożytkiem dla rozpoznania istoty zaistniałych sytuacji kryzysowych w UE w analizowanych obszarach sfery regulacyjnej (polityki fiskalnej i pieniężnej) oraz sfery realnej, ich przyczyn, konsekwencji oraz skuteczności podjętych działań stabilizacyjnych, zrealizowane. Sposób, metody i narzędzia wykonania całego przedsięwzięcia zasługują nie tylko na wysoką ocenę ze względu na ich znaczenie dla osiągnięcia ostatecznych, pomyślnych rezultatów, ale również za ich właściwy dobór i skuteczne wykorzystanie uwzględniające zarówno ogólne warunki postępowania analityczno-badawczego jak i specyficzne cechy poszczególnych obszarów badawczych będących obiektem analiz przeprowadzonych przez pięciu autorów.

*Z recenzji prof. Bogusława Pietrzaka*

OFICyna WYDAWNICZA  
SZKOŁA GŁÓWNA HANDLOWA W WARSZAWIE  
02-554 Warszawa, al. Niepodległości 162  
tel. 22 564 94 77, fax 22 564 86 86  
[www.wydawnictwo.sgh.waw.pl](http://www.wydawnictwo.sgh.waw.pl)  
e-mail: [wydawnictwo@sgh.waw.pl](mailto:wydawnictwo@sgh.waw.pl)

