



Ministerstwo Finansów

Departament Polityki Finansowej,
Analiz i Statystyki

Numer
1 / 2012

Monitor stabilności strefy euro

Kontakt:

tel.

(+48 22) 694 36 00
694 36 04

fax

(+48 22) 694 41 77

e-mail:

dziennikarze
@mofnet.gov.pl

Ministerstwo Finansów

Ul. Świętokrzyska 12
00-916 Warszawa

Autorzy

Joanna Bęza-Bojanowska
Joanna Osińska
Andrzej Torój
Katarzyna Waćko
Dariusz Witkowski

Spis treści

Sytuacja gospodarcza.....	2
Polityka fiskalna.....	6
Ramka: Przenoszenie ryzyka bankructwa pomiędzy krajami strefy euro.....	8
Sektor finansowy.....	11
Temat specjalny: Nowe propozycje rozwiązań w zakresie wzmocnienia zarządzania gospodarczego w UE i strefie euro.....	13
Aneks: Ratingi krajów UE.....	14

- **Kryzys w strefie euro jest wynikiem narastających przez lata nierównowag w poszczególnych państwach strefy euro oraz nieefektywnego funkcjonowania instytucji unii walutowej***. Pozwolił on na lepsze zrozumienie mechanizmów funkcjonowania unii walutowej i warunków jej stabilności oraz zainicjował reformy zarządzania gospodarczego w UE. **Wywarł on również istotny wpływ na strategię integracji ze strefą euro** państw członkowskich UE z derogacją, w tym **Polski**.
- Kryzys uwypuklił fakt, że **stabilność strefy euro zależy w dużej mierze od równowagi makroekonomicznej poszczególnych państw członkowskich** i e efekcie przyczynił się do stworzenia w UE tzw. procedury nierównowag makroekonomicznych. W styczniowym *Alert Mechanism Report*, stanowiącym wstęp do ewentualnego uruchomienia procedury nadmiernych nierównowag, **KE wskazała na konieczność pogłębionej analizy nierównowag 7 państw strefy euro** (BE, ES, FR, IT, CY, SI, FI**).
- Równocześnie bieżące prognozy KE wskazują, że **strefę euro czeka w najbliższym okresie spowolnienie gospodarcze**. Przeprowadzona analiza podtrzymywalności długu pokazuje natomiast, że **przy obecnych uwarunkowaniach makroekonomicznych i rynkowych duża grupa gospodarek strefy euro (w szczególności GR, PT, IE) nie będzie w stanie „wyrósnąć” z zadłużenia i musi podjąć dodatkowy istotny wysiłek fiskalny**, by możliwa była obsługa zadłużenia w średnim okresie.
- Niskie tempo wzrostu gospodarczego nie sprzyja podejmowaniu głębokich reform strukturalnych oraz szybkiej konsolidacji fiskalnej. Państwa strefy euro podejmują jednak działania (m.in. w ramach programów dostosowawczych), mające na celu przywrócenie stabilności finansów publicznych. Równocześnie kontynuowane są **działania na rzecz zwiększenia efektywności ram instytucjonalnych oraz systemu zarządzania gospodarczego UE i strefy euro. Wdrożenie ww. działań i efektywne egzekwowanie jest warunkiem** wzrostu zaufania rynków finansowych i **przywrócenia stabilności strefy euro**.
- Pogłębiający się kryzys ujawnił słabości sektora finansowego strefy euro zagrażające jego stabilności. W ostatnich miesiącach obniżyła się co prawda zmienność i niepewność na rynkach finansowych strefy euro, jednak **obserwowana stabilizacja jest głównie skutkiem doraźnych działań EBC. Osiągnięcie długookresowej stabilności sektora finansowego strefy euro jest natomiast uwarunkowane przeprowadzeniem reform strukturalnych**, niwelujących narosłe nierównowagi oraz ograniczających ryzyko pełnienia przez sektor finansowy roli generatora szoków.
- **Dokonanie jednoznacznej oceny perspektyw ustabilizowania się strefy euro będzie możliwe dopiero po doprecyzowaniu i wdrożeniu działań** podejmowanych zarówno na poziomie UE (w szczególności w zakresie wzmocnienia jej ram fiskalnych – por. **Temat specjalny: Nowe propozycje rozwiązań w zakresie wzmocnienia zarządzania gospodarczego w UE i strefie euro**), jak i poszczególnych państw strefy euro.

* szerzej: A. Torój (ed.), E. Bednarek, J. Bęza-Bojanowska, J. Osińska, K. Waćko, D. Witkowski, *EMU: the (post-)crisis perspective. Literature survey and implications for the euro-candidates*, MF Working Paper No 11-2012; także w: [FAQ: Strefa euro, kryzys i jego konsekwencje](#) w serwisie: www.euro.mf.gov.pl.

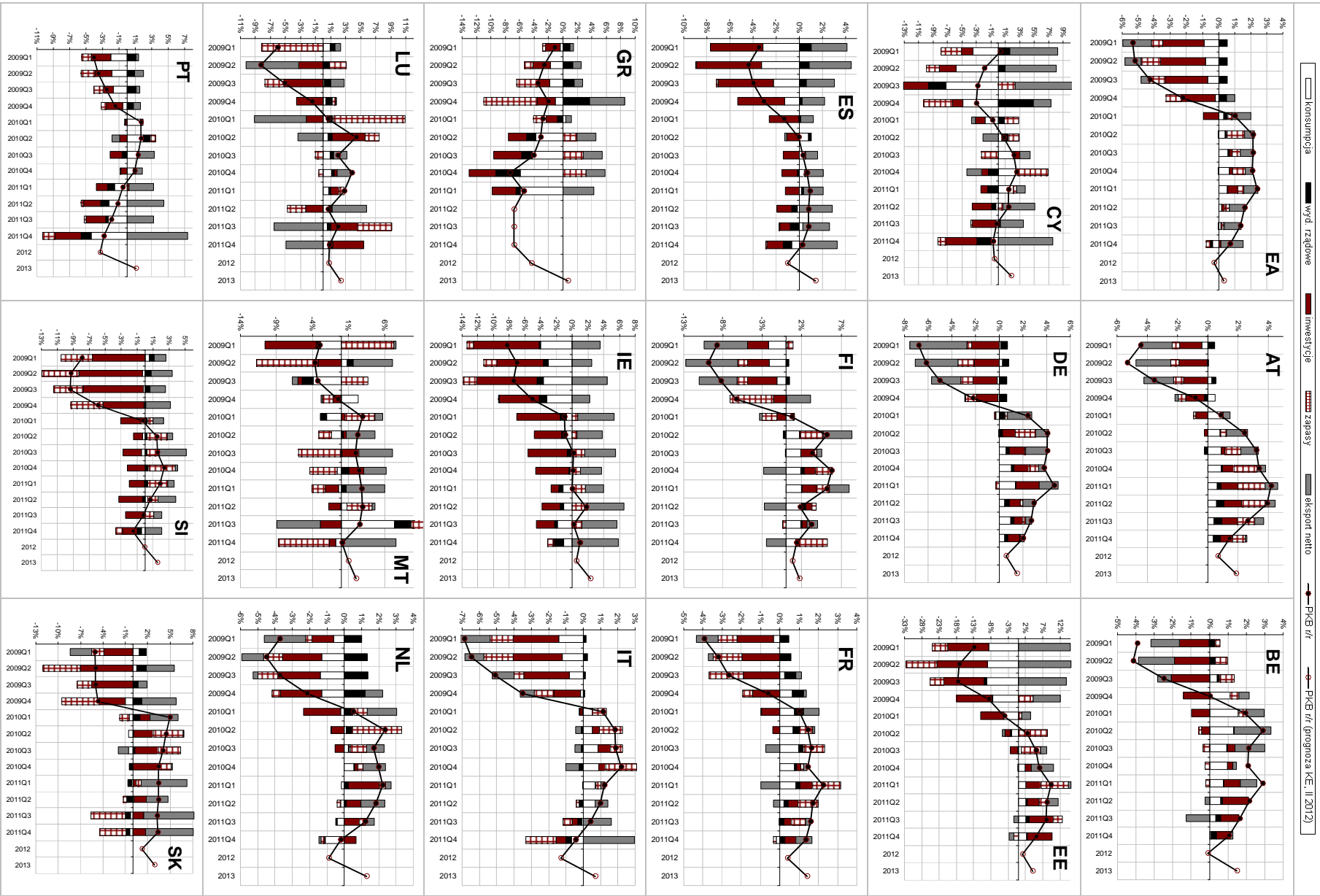
** W Monitorze kraje członkowskie strefy euro oznaczane są dwuliterowymi skrótami ich nazw zgodnymi ze standardem ISO, odpowiednio: AT – Austria, BE – Belgia, CY – Cypr, DE – Niemcy, EE – Estonia, ES – Hiszpania, FI – Finlandia, FR – Francja, GR – Grecja, IE – Irlandia, IT – Włochy, LU – Luksemburg, MT – Malta, NL – Holandia, PT – Portugalia, SI – Słowenia, SK – Słowacja. Natomiast Komisja Europejska oraz Europejski Bank Centralny zostały oznaczone skrótami – odpowiednio – KE i EBC, a strefa euro – EA.

Sytuacja gospodarcza

- **Stabilność strefy euro zależy w dużej mierze od kształtowania się sytuacji makroekonomicznej w poszczególnych państwach członkowskich.** Wahania konkurencyjności zaburzą bowiem równowagę zewnętrzną gospodarek, a występowanie nierównowag zewnętrznych i wewnętrznych ogranicza tempo wzrostu gospodarczego. W warunkach niskiego wzrostu trudniej zaś dokonać konsolidacji fiskalnej oraz niezbędnych dla przywrócenia równowagi reform strukturalnych i reformy zarządzania gospodarczego w strefie euro. Narastające w pierwszej dekadzie funkcjonowania euro nierównowagi, stanowiące źródło bieżącego kryzysu, przyczyniły się do debaty na temat intensywniejszego im przeciwdziałania. Jej efektem było stworzenie w UE tzw. procedury nierównowag makroekonomicznych (MIP).
- Bieżące dane oraz prognozy KE z lutego 2012 r. pokazują, że państwa strefy euro czeka w najbliższym okresie spowolnienie gospodarcze. Kontrybucje eksportu netto w relacji do PKB (wykres 1) i ewolucja REER oraz bilansów płatniczych (wykres 2) pozwalają wyróżnić **grupy państw o silnej pozycji konkurencyjnej, które skuteczniej oprą się ewentualnej recesji (DE, AT, FI, LU), państwa będące w trakcie korekty nierównowag zewnętrznych (IE, EE) oraz państwa, w których tempo wzrostu będzie ujemne (GR, ES, IT, SI, PT) w kontekście silnie ograniczonej konkurencyjności zewnętrznej.**
- Powyższa mapa strefy euro pokrywa się w dużej mierze z charakterystyką nakreśloną w styczniu przez Komisję Europejską w *Alert Mechanism Report*, publikacji stanowiącej wstęp do ewentualnego pierwszego uruchomienia tzw. **procedury nadmiernych nierównowag (EIP) w ramach MIP. Zostanie ona nałożona, jeżeli pogłębiona analiza wykaże istnienie głębokich nierównowag wśród następujących państw strefy euro: BE, ES, FR, IT, CY, SI, FI** (oraz 5 państw spoza strefy). Ze względu na uruchomione już programy naprawcze, zbiór ten nie obejmuje GR, IE oraz PT. Pogłębione analizy (ang. *in-depth reviews*) zostaną opublikowane w drugim kwartale, a wynikające z nich rekomendacje dla państw członkowskich zostaną przedstawione w ramach Semestru Europejskiego w maju lub czerwcu.
- **W okresie wzmoczonej niepewności na rynkach finansowych utrzymujące się nierównowagi w bilansie płatniczym (wykres 2) przyczyniają się do pogłębienia polaryzacji między państwami strefy euro w systemie TARGET2 (m.in. wyraźnie dodatnia pozycja względem EBC sektora bankowego Niemiec, Holandii i Luksemburga wobec ujemnej pozycji państw GIIPS¹).** Równocześnie, nie jest jasne, czy nadwyżki (jak np. w DE) traktować jako element wymagający działań polityki gospodarczej, np. na rzecz pobudzenia popytu wewnętrznego, jak rekomenduje rozwiniętym gospodarkom z wysokimi nadwyżkami na rachunku bieżącym m.in. grupa G-20.
- **Spowolnienie gospodarcze przekłada się na wzrost bezrobocia,** które w strefie euro wyniosło w lutym 2012 r. 10,8%. O ile w niektórych państwach było ono relatywnie niskie (np. 4,2% w Austrii, czy 5,7% w Niemczech), o tyle w Hiszpanii osiągnęło ono rekordowy poziom **23,6% (przy 50,5% wśród osób do 25 roku życia).** Rząd Hiszpanii podejmuje aktualnie reformy rynku pracy, polegające – ogólnie rzecz biorąc – na budowaniu elastycznego systemu tworzenia miejsc pracy przy jednoczesnej stabilności umów. Zmiany mają objąć m.in. formy umów, system pośrednictwa pracy, szkoleń oraz mechanizmy formowania płac. Również w Irlandii (trzecia co do wysokości, po Hiszpanii i Portugalii, stopa bezrobocia w strefie euro na poziomie 14,7%) **notowany jest postęp we wdrażaniu reform rynku pracy,** m.in. poprzez uelastycznienie mechanizmów formowania płac w sektorach szczególnie dotkniętych kryzysem.
- **Niskie tempo wzrostu utrudnia zahamowanie narastania zadłużenia publicznego i przeprowadzenie szybkiej konsolidacji fiskalnej.** Prosta analiza podtrzymalności długu w państwach strefy euro (oraz Polsce, zob. tabela 1) przy założeniu tempa wzrostu PKB i cen zgodnego z prognozami KE z lutego 2012 r. do roku 2013 pokazuje, że **przy bieżącym poziomie rentowności obligacji duża grupa gospodarek strefy euro (GR, PT, IE, ES, IT, SI, CY) nie będzie w stanie „wyrastać z zadłużenia” i musi dodatkowo poprawić saldo pierwotne, by możliwa była obsługa zadłużenia w średnim okresie.** Współczynnik świadczący o granicznym poziomie stabilności osiągają dodatkowo BE, NL, FR i MT (warunkiem stabilności jest wartość niższa od 1).
- **Reformy podejmowane w innych państwach strefy euro – w zależności od profilu ich problemów gospodarczych – mają więc na celu m.in. poprawę konkurencyjności (np. Francja) i uruchomienie mechanizmów wzrostowych (np. Włochy).** W pierwszym przypadku wdrażane zmiany polegają na obniżce tzw. klina płacowego pozwalającego na sprowadzenie kosztów pracy do poziomu porównywalnego z Niemcami. Od strony fiskalnej, przedsięwzięcie zostanie sfinansowane podwyżką podatku VAT. Rząd włoski liczy zaś głównie na prorowthowe efekty redukcji biurokratycznych barier dla przedsiębiorczości.
- Saldo pierwotne pozwalające na rynkową obsługę zadłużenia musiałoby wynosić w Grecji ponad 30% PKB, a w Irlandii i Portugalii – ok. 10% PKB. KE prognozuje tymczasem ujemne wartości na rok 2011 oraz maksymalnie do 2,3% dla Portugalii w 2013 r. Wśród państw finansujących zadłużenie na rynku w najtrudniejszej sytuacji jest Hiszpania, której słabe perspektywy wzrostu wymuszałyby poprawę nadwyżki pierwotnej w najbliższych latach do ok. 2,3% PKB z -4,5% w 2011 r. **Wystarczająca poprawa w tym względzie do 2013 r. jest prognozowana jedynie dla Włoch.**
- Natomiast celem **pobudzenia wzrostu gospodarczego w Grecji** w marcu br. **UE w porozumieniu z Europejskim Bankiem Inwestycyjnym ustanowiła fundusz gwarancyjny dla greckich małych i średnich przedsiębiorstw.** Fundusz ten ma na celu umożliwienie dostępu do finansowania kredytowego przedsiębiorstwom najbardziej dotkniętym kryzysem i zwiększenie wykorzystania funduszy strukturalnych. Ponadto, KE tymczasowo zezwoliła Grecji na używanie zwiększonego udziału finansowania z UE (do 95% wkładu) w przypadku projektów finansowanych z funduszy strukturalnych.

¹ GIIPS - akronim od angielskich nazw krajów: Grecja, Irlandia, Włochy, Portugalia i Hiszpania.

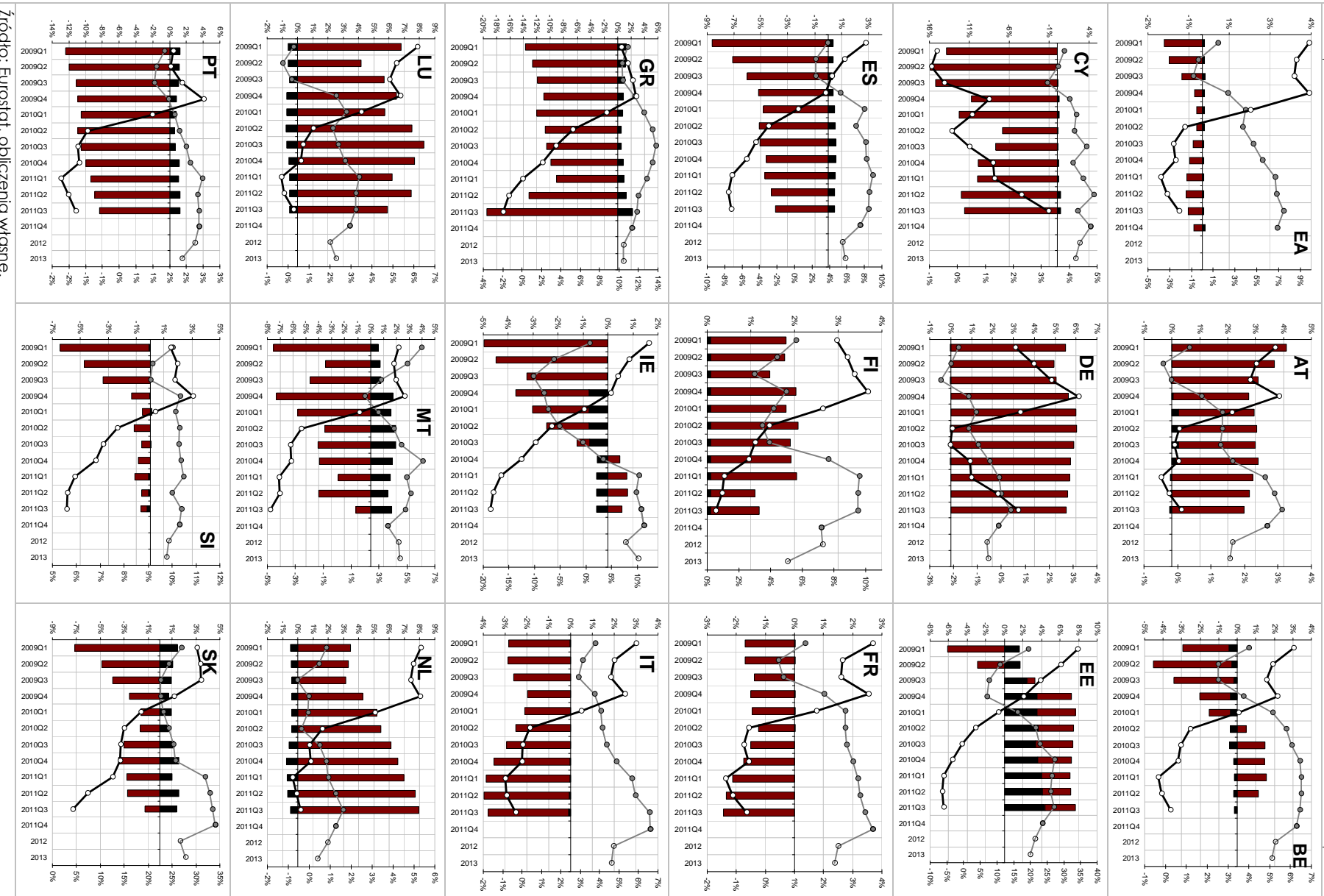
Wykres 1. Dynamika realnego PKB i kontrybucje w państwach strefy euro



Źródło: Eurostat, obliczenia własne.

Wykres 2. Konkurencyjność i nierównowagi zewnętrzne w państwach strefy euro

■ CA (%PKB.L) ■ KA (%PKB.L) — HICP I/I.L — HICP I/I (prognoza KE, XI 2011 L) — REER zm. % 3r (wzrost-aprecjacja P)



Źródło: Eurostat, obliczenia własne.

Tabela 1. Podtrzymałość długu sektora g.g. w państwach strefy euro i w Polsce

	dług sektora g.g.			stopy 10Y*** koniec 2011	realny wzrost PKB			stopa inflacji			stabilność (<1)			saldo pierwotne	stabilne s.p.	saldo pierwotne	stabilne s.p.	saldo pierwotne	stabilne s.p.
	2011*	2012*	2013*		2011	2012**	2013**	2011	2012*	2013*	2011	2012	2013	2011*	2012*	2013*			
Luksemburg	20%	20%	20%	2,9%	1,1%	0,7%	2,3%	4,7%	2,0%	2,6%	0,97	1,00	0,98	-0,1%	-0,5%	-0,5%	0,0%	-0,4%	-0,4%
Finlandia	49%	52%	53%	3,0%	2,7%	0,8%	1,7%	3,6%	3,4%	2,2%	0,97	0,99	0,99	-4,3%	-1,6%	-3,4%	-0,6%	-3,4%	-0,5%
Estonia	6%	6%	6%	6,0%	7,5%	1,2%	4,0%	3,7%	5,0%	2,7%	0,95	1,00	0,99	1,0%	-0,3%	-1,6%	0,0%	-0,6%	0,0%
Austria	72%	73%	74%	3,3%	3,1%	0,7%	1,9%	2,1%	2,4%	2,0%	0,98	1,00	0,99	-0,8%	-1,3%	-0,3%	0,1%	0,0%	-0,4%
Niemcy	82%	81%	80%	2,6%	3,0%	0,6%	1,5%	0,8%	1,6%	1,5%	0,99	1,00	1,00	1,1%	-1,0%	1,3%	0,3%	1,5%	-0,3%
Słowacja	44%	48%	51%	4,5%	3,3%	1,2%	2,9%	1,6%	1,2%	1,9%	1,00	1,02	1,00	-3,9%	-0,2%	-3,1%	0,9%	-3,5%	-0,2%
Malta	70%	71%	72%	4,5%	2,1%	1,0%	2,0%	2,3%	2,9%	2,7%	1,00	1,01	1,00	0,2%	0,0%	-0,2%	0,4%	-0,4%	-0,2%
Francja	85%	89%	92%	3,3%	1,7%	0,4%	1,4%	1,1%	1,6%	1,7%	1,00	1,01	1,00	-3,2%	0,4%	-2,5%	1,1%	-2,1%	0,2%
Holandia	64%	65%	66%	3,0%	1,2%	-0,9%	1,3%	1,1%	3,4%	1,4%	1,01	1,01	1,00	-2,4%	0,4%	-1,2%	0,3%	-0,6%	0,2%
Belgia	97%	99%	100%	4,2%	1,9%	-0,1%	1,5%	2,2%	3,2%	2,2%	1,00	1,01	1,00	-0,3%	0,1%	-1,3%	1,1%	-1,1%	0,5%
Polska	57%	57%	57%	6,0%	4,3%	2,5%	2,8%	3,1%	2,0%	2,0%	0,99	1,01	1,01	0,1%	-0,8%	0,5%	0,8%	0,7%	0,6%
Cypr	65%	68%	71%	5,8%	0,5%	-0,5%	1,8%	2,0%	3,2%	2,2%	1,03	1,03	1,02	-4,3%	2,1%	-2,2%	2,1%	-1,9%	1,2%
Słowenia	45%	50%	55%	5,0%	0,3%	-0,1%	1,5%	0,8%	2,2%	1,6%	1,04	1,03	1,02	-1,6%	1,7%	0,8%	1,4%	2,3%	1,0%
Włochy	120%	120%	119%	5,4%	0,2%	-1,3%	0,7%	1,3%	3,3%	2,0%	1,04	1,03	1,03	0,9%	4,6%	3,1%	4,1%	4,4%	3,1%
Hiszpania	70%	74%	78%	5,4%	0,7%	-1,0%	1,4%	1,4%	2,8%	1,3%	1,03	1,04	1,03	-4,5%	2,3%	-3,5%	2,7%	-2,7%	2,1%
Irlandia	108%	117%	121%	9,6%	0,9%	0,5%	2,3%	-0,4%	1,3%	1,3%	1,09	1,08	1,06	-6,7%	9,8%	-4,3%	9,0%	-2,0%	7,0%
Portugalia	102%	111%	112%	10,2%	-1,5%	-3,3%	1,1%	0,7%	1,4%	1,5%	1,11	1,12	1,07	-2,7%	11,3%	-1,1%	13,8%	-0,1%	8,3%
Grecja	163%	198%	199%	15,8%	-6,8%	-4,4%	0,7%	1,6%	1,9%	0,3%	1,22	1,19	1,15	-2,1%	36,2%	1,0%	37,3%	2,1%	29,0%

sektor g.g. – sektor instytucji rządowych i samorządowych (ang. *general government*)

* - prognoza KE z listopada 2011 r.; ** - prognoza KE z lutego 2012 r.; *** - rentowności wykorzystywane przy ocenie kryterium stóp procentowych z Maastricht.

Źródło: szacunki Biura Pełnomocnika, Eurostat.

Polityka fiskalna

- **Za jedną z głównych przyczyn aktualnych problemów w strefie euro należy uznać sposób prowadzenia polityki fiskalnej przez niektóre państwa należące do unii walutowej.** Narastające nierównowagi fiskalne w krajach strefy euro były efektem **zbyt ekspansywnej polityki fiskalnej, zaniechania reform strukturalnych oraz niedoskonałości systemu instytucjonalnego.** Również obecny kryzys finansowo-gospodarczy wywarł **dużą presję na finanse publiczne** (m.in. Europejski Plan Odnowy Gospodarczej, dokapitalizowanie banków), prowadząc do wysokich poziomów deficytu i długu publicznego we wszystkich państwach członkowskich. W rezultacie kryterium fiskalne aktualnie wypełniają jedynie **3 państwa** należące do strefy euro (EE, FI, LU, por. wykres 6), pozostałe kraje zostały objęte procedurą nadmiernego deficytu (por. tabela 2). Skala nierównowag fiskalnych doprowadziła do **spadku zaufania ze strony uczestników rynków finansowych i agencji ratingowych**, co szczególnie widoczne jest na przykładzie Grecji, której długoterminowy rating został obniżony w lutym do poziomu częściowej niewypłacalności (Standard & Poor's), a wartość CDS (ang. *credit default swap*, instrument finansowy zabezpieczający przed ryzykiem kredytowym) jest najwyższa spośród krajów strefy euro (por. wykres 4 i 5).
- Ochrona przed kolejnym kryzysem finansowo-gospodarczego wymaga **wzmocnienia ram instytucjonalnych oraz systemu zarządzania gospodarczego na poziomie całej Unii Europejskiej i strefy euro.** Celem zapewnienia stabilności strefy euro i lepszego zapobiegania przyszłym kryzysom zaproponowano nowe rozwiązania, jak i uzupełniono już istniejące instrumenty. W efekcie wzmocniono koordynację polityk gospodarczych, poprzez przyjęcie tzw. „sześciopaku” (pakietu sześciu aktów prawnych: pięciu rozporządzeń i jednej dyrektywy) i Semestru Europejskiego oraz zaproponowano nowe rozwiązania instytucjonalne (tzw. duopak oraz *Traktat na rzecz Stabilności, Koordynacji i Zarządzania w Unii Gospodarczej i Walutowej*; więcej: Temat specjalny), które mają służyć wzmocnieniu ram fiskalnych.
- Pomoc finansową państwom strefy euro znajdującym się w szczególnie trudnej sytuacji (aktualnie GR, IE, PT) zapewniają tymczasowe finansowe mechanizmy pomocowe: **Europejski Mechanizm Stabilizacji Finansowej (EFSM) i Europejski Instrument Stabilności Finansowej (EFSF).** Od lipca 2012 r., pod warunkiem ratyfikacji przez akcjonariuszy reprezentujących 90% kapitału, mają one zostać zastąpione stałym mechanizmem - **Europejskim Mechanizmem Stabilności (ESM).** 30 marca br. na posiedzeniu Eurogrupy zapadła **decyzja o zwiększeniu łącznego pułapu pożyczkowego EFSF i ESM.** Maksymalna zdolność pożyczkowa ESM wyniesie 500 mld euro, natomiast obecne programy, o wartości ok. 200 mld euro, będą nadal finansowane z EFSF. Łącznie z już wypłaconymi pożyczkami dwustronnymi dla Grecji, Irlandii i Portugalii, wartymi 102 mld euro wartość finansowego mechanizmu zabezpieczającego wyniesie ok. 800 mld euro.
- Równocześnie państwa strefy euro, podejmują działania mające na celu przywrócenie stabilności swoich finansów publicznych w średnim okresie. Działania podejmowane są w szczególności przez Grecję, Irlandię i Portugalię w ramach programów dostosowawczych oraz we Włoszech, które są jednym z największych dłużników strefy euro (w 2010 r. 1 842 826 mln euro, 118,5 % PKB).
- **Na szczególną uwagę zasługują działania podejmowane przez Grecję, która jest obecnie głównym źródłem zarażania w strefie euro** (por. ramka 1).
 - **Pierwszy pakiet pomocowy dla Grecji:**
 - W ramach **piątego przeglądu** realizacji warunków programu dostosowawczego **Komisja Europejska, Europejski Bank Centralny i Międzynarodowy Fundusz Walutowy (tzw. Trojka)** stwierdziły, że Grecja poczyniła znaczne postępy w ramach konsolidacji fiskalnej, konieczne jednak będzie podjęcie dalszych działań, w celu wypełnienia założonego na ten rok poziomu deficytu (7% PKB). Oszacowano, że deficyt w 2011 r. najprawdopodobniej wynosił między 8,5 a 9% PKB, czyli znacznie powyżej zakładanego poziomu 7% PKB. Szacuje się jednak, że Grecja wdrożyła działania mające na celu konsolidację fiskalną o skali przekraczającej 16% PKB. Ponadto zwrócono uwagę, że rząd przygotował dodatkowy pakiet działań po stronie wydatkowej i dochodowej. Działania po stronie wydatkowej mają na celu zmniejszenie wydatków na wynagrodzenia, wdrożenie nowej siatki płac oraz zapewnienie większej przejrzystości systemu wynagrodzeń w administracji publicznej. W celu zmniejszenia przerostów zatrudnienia przygotowano specjalny program przedemerytalny, który ma zmniejszyć koszty jednostek sektora publicznego. Działania po stronie dochodów obejmują wprowadzenie nowego podatku od nieruchomości, poszerzenie bazy podatku dochodowego poprzez ograniczenie liczby ulg podatkowych i ograniczenie kwoty zwolnionej od podatku.
 - W związku z powyższym, po przeglądzie dokonanym w dniach 21.08-2.09.2011 r. i 29.09-11.10.2011 r., **Trojka zaleciła wypłacić Grecji kolejną transzę pomocy** najszybciej jak to możliwe, tzn. jak tylko ogłoszone przez rząd działania w zakresie konsolidacji fiskalnej, prywatyzacji i reform rynku pracy, zostaną uchwalone. Transza w wysokości **5,8 mld** euro została przekazana w ramach dwustronnej pożyczki, zgodnie z ustaleniami umowy kredytowej z maja 2010 r. Równocześnie MFW pożyczył Grecji 2,2 mld euro w ramach *Stand-By Arrangement*. Do tej pory przekazano już Grecji kwotę **73 mld** euro, z czego 52,9 mld euro pochodziło od krajów strefy, a 20,1 mld z MFW.
 - Warunki realizacji programu pozostają niezmiennie: redukcja deficytu, wdrożenie planu

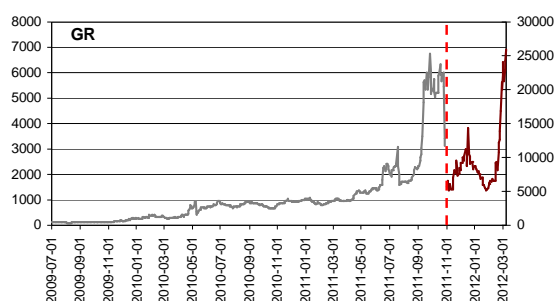
prywatyzacji i wzrost gospodarki greckiej poprzez reformy strukturalne.

- **Drugi pakiet pomocowy dla Grecji:**
 - **Kraje strefy euro oficjalnie zaakceptowały 14 marca br. drugi pakiet pomocowy dla Grecji w wysokości 130 mld euro do 2014 r.**, łącznie z wkładem MFW (28 mld euro). Rządy strefy euro potwierdziły także wypłatę Grecji pierwszej raty z 39,4 mld euro przyznanych w ramach EFSF. **Pakiet zakłada dodatkową pomoc wierzycieli – prywatnych i publicznych – oraz zwiększony nadzór.** Celem jest obniżenie długu instytucji rządowych i samorządowych (ang. *general government*; g.g.) do poziomu 120,5% PKB do 2020 r. W zamian za pomoc, Trojka zobowiązała Grecję do wprowadzenia kolejnego pakietu oszczędnościowego, a w jego ramach m.in. do znacznej likwidacji liczby miejsc pracy w sektorze publicznym oraz obniżki płacy minimalnej.
 - Uchwalona przez grecki parlament w lutym br., ustawa umożliwiła przeprowadzenie **wymiany obligacji posiadanych przez prywatnych wierzycieli na nowe obligacje o niższej wartości, niższym oprocentowaniu i dłuższym okresie zapadalności** (ustawa zawiera specjalną klauzulę, która zobowiązuje wierzycieli do przeprowadzenia takiej operacji, jeżeli nie zgodzą się oni na nią dobrowolnie). Prywatni wierzyciele, głównie banki, zgodziły się na redukcję zadłużenia Grecji o 53,5% (ok. 107 mld euro), poprzez dokonanie ww. wymiany obligacji. W efekcie zmniejszenia zadłużenia, agencja Fitch podwyższyła rating Grecji z poziomu ograniczonej niewypłacalności do poziomu B- (perspektywa stabilna).
 - Pakiet obejmuje również udział **sektora państwowego**. W jego ramach obniżone zostaną z mocą wsteczną stopy procentowe dwustronnych pożyczek dla Grecji (wysokość marży ponad trzymiesięczną stawkę EURIBOR przez cały okres pożyczkowy wyniesie maksymalnie 150 pkt. bazowych), a państwa członkowskie będące wierzycielami nie otrzymają żadnych dodatkowych rekompensat z tytułu wyższych kosztów finansowania. Równocześnie, rządy państw członkowskich, których banki centralne zakupiły greckie obligacje skarbowe, zobowiązały się przekazać Grecji do 2020 r. kwotę równą wszystkim przyszłym dochodom uzyskanym przez ich banki centralne z tego portfela.
 - W celu wzmocnienia nadzoru nad Grecją, ustanowiona zostanie **stała misja Komisji Europejskiej** w Grecji, której zadaniem będzie pomoc w modernizacji państwa. Dodatkowo, w ramach nowego pakietu utworzone zostanie **specjalne konto**, na którym rząd Grecji w każdym kwartale będzie deponował środki na obsługę greckiego zadłużenia.
 - Grecja otrzymała 20 marca br. pierwszą część środków z drugiego programu pomocy z EFSF w wysokości 4,9 mld euro. oraz 1,6 mld euro z MFW.
- Szef Eurogrupy Jean-Claude Juncker twierdzi, że nie można wykluczyć, iż Grecja może potrzebować **trzeciego pakietu pomocowego** zanim wróci na drogę wzrostu.
- W **Portugalii** misja Trojki dokonała w listopadzie ub. r. **drugiego przeglądu** gospodarczego i oceny zgodności działań z warunkami ustalonego programu dostosowawczego. Budżet na 2012 r. przewiduje deficyt sektora g.g. w wysokości 4,5% PKB, zgodnie z wcześniejszymi założeniami. Prognozy zadłużenia wskazują na stabilizację długu do 2013 r. (118%) i jego stopniowy spadek w kolejnych latach. Realizację tych celów mają zapewnić planowane działania konsolidacyjne w wysokości 6% PKB, z czego dwie trzecie po stronie wydatkowej. Najważniejsze działania obejmują znaczne cięcia wydatków w sektorze publicznym, w szczególności w zakresie płac i uprawnień emerytalnych, oraz zwiększenie stawki VAT na niektóre towary i usługi. Ponadto rząd podejmie szereg reform w celu poprawy zarządzania fiskalnego, w tym kontroli wydatków, poprawy sprawozdawczości na wszystkich szczeblach administracji oraz restrukturyzację przedsiębiorstw państwowych.
 - Na początku kwietnia br. Międzynarodowy Fundusz Walutowy poparł wypłatę trzeciej transzy w wysokości 5,17 mld euro, przyznanej Portugalii w ramach pakietu pomocowego ustanowionego w maju ub. r.
- W **Irlandii** misja Trojki dokonała w styczniu br. **czwartego przeglądu** programu pomocy finansowej. Stwierdzono, że **realizacja programu przebiega bez zakłóceń**, dokonano istotnych postępów w ramach konsolidacji finansów publicznych, wzmocnienia krajowego sektora finansowego oraz reform strukturalnych, poprawiających perspektywę wzrostu gospodarczego. W rezultacie rekomendowana została wypłata w styczniu br. 4,2 mld euro ze środków EFSF/EFSM, 3,8 mld euro z MFW i 0,5 mld ze środków Wielkiej Brytanii. Szacuje się, że deficyt budżetowy w 2011 r. wyniósł ok. 10% PKB, czyli poniżej limitu określonego w programie (10,6% PKB), a dług 104,6% PKB. Budżet na 2012 r. przewiduje na ten rok deficyt w wysokości 8,5% PKB.
- We **Włoszech** nowy rząd w ciągu pierwszych stu dni swej pracy zaoszczędził **43 mln euro**, przede wszystkim w rezultacie redukcji wydatków na administrację, transport i inne usługi wykorzystywane przez urzędników i ministrów. Ponadto przyjęto pakiet działań na rzecz wzmocnienia potencjału wzrostowego Włoch, tzw. *Cresci Italia* (por. część *Sytuacja gospodarcza*).
- Jak wskazano powyżej, kraje członkowskie strefy euro podejmują szereg działań mających na celu przywrócenie stabilności finansów publicznych. **Działania podejmowane przez kraje mające największe problemy fiskalne w długim okresie powinny prowadzić do wzrostu zaufania ze strony uczestników rynków finansowych i agencji ratingowych.** Już obecnie jest widoczna **pewna stabilizacja na rynku długu (spadek CDS, rentowności obligacji** por. wykresy 4-6). Jednocześnie **inwestorzy zaczęli bardziej różnicować pomiędzy oceną**

Grecji i innych państw strefy euro borykających się z problemami fiskalnymi (spadła korelacja między spreadami greckich CDS i innych krajów). Podejmowane działania mogą jednak okazać się niewystarczające, co widoczne jest w analizach dotyczących podtrzymałości długu (por. tabela 1) oraz decyzjach agencji ratingowych, które **dokonywały dalszych obniżek ratingów dla niektórych państw** (por. Aneks) **oraz dla EFSF**, któremu agencja ratingowa Standard & Poor's obniżyła ocenę długoterminowej wiarygodności kredytowej (z AAA do AA+). Decyzja o obcięciu ratingu funduszu przez jedną z agencji nie zmniejszyła jednak jego zdolności pożyczkowych w wysokości 440 mld euro.

- W celu przywrócenia stabilności strefy euro **konieczne jest skuteczne wdrażanie i egzekwowanie podejmowanych działań**. Poważne wątpliwości co do ostatecznego wdrażania podejmowanych reform może budzić **rosnące niezadowolenie społeczeństwa**, czego efektem są strajki i protesty w krajach, którym przyznana została pomoc finansowa z UE. Źródłem niepewności w tym zakresie są również **zbliżające się wybory** w niektórych państwach (np. Francja, Grecja) oraz niezadowolenie społeczne odczuwalne również w krajach strefy euro udzielających wsparcia finansowego i uczestniczących w mechanizmach stabilności. Dodatkową trudność w efektywnym zarządzaniu kryzysem może stanowić lutowe **orzeczenie niemieckiego federalnego trybunału konstytucyjnego**, że skład powołanego 9-osobowego gremium wybieranego spośród członków komisji budżetowej Bundestagu, którego zadaniem miało być podejmowanie szybkich i poufnych decyzji, np. o natychmiastowym zakupie zagranicznych obligacji w ramach programów ratunkowych dla strefy euro, jest zbyt wąski, co ogranicza konstytucyjne prawa Bundestagu. Zgodnie z orzeczeniem Trybunału, gremium to powinno zostać powiększone, tak aby odzwierciedlało układ sił politycznych w parlamencie. W wyniku osiągniętego tym zakresie kompromisu pomiędzy rządzącą koalicją a opozycją w sprawie przyszłych pakietów pomocowych, co do zasady, decydować będzie cały Bundestag.

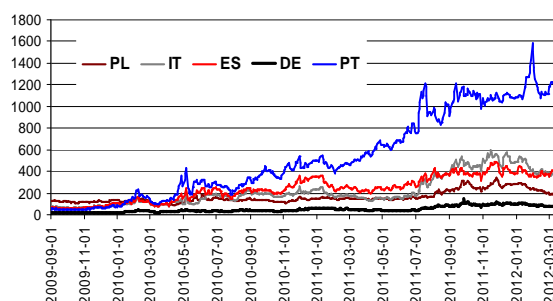
Wykres 4. CDS (5-letnie)



Od 12.03.2012 r. brak danych.

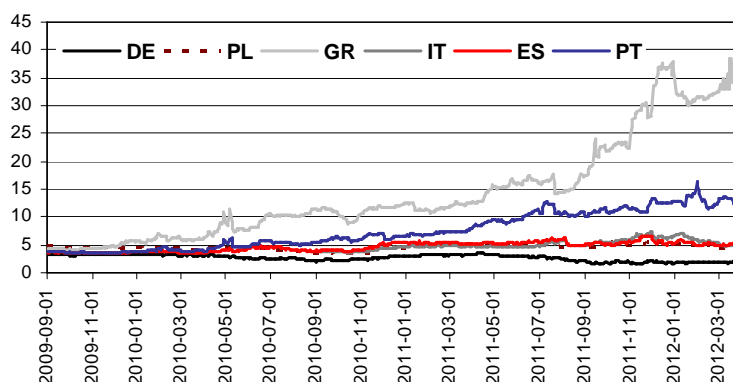
Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Reuters.

Wykres 5. CDS (5-letnie)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Reuters.

Wykres 6. Rentowność obligacji 10-letnich



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Bloomberg.

Tabela 2. Procedura nadmiernego deficytu w państwach EA-17 i PL

państwo	AT	BE	CY	EE	FI	FR	GR	ES	NL	IE	LU	MT	DE	PL	PT	SK
status	EDP	EDP	EDP	-	-	EDP	EDP	EDP	EDP	EDP	-	EDP	EDP	EDP	EDP	EDP
termin korekty	2013	2012	2012	-	-	2013	2014	2013	2013	2014	-	2011	2013	2012	2013	2013

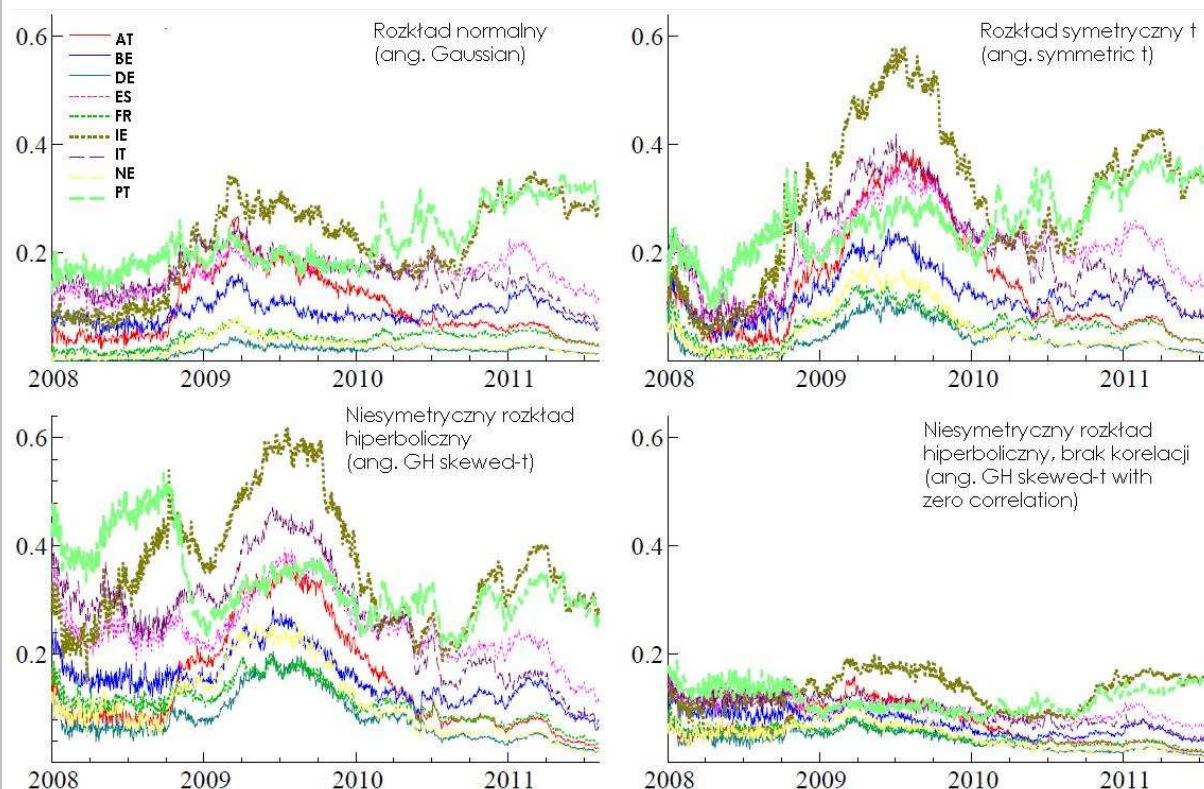
Źródło: rekomendacja Rady Ecofin ws. terminu likwidacji nadmiernego deficytu.

Ramka 1: Przenoszenie ryzyka bankructwa pomiędzy krajami strefy euro

Obawy o niewypłacalność państw GIIPS wskazują na potrzebę analizy **prawdopodobieństwa zarażenia pomiędzy krajami strefy euro**. W szczególności, uznając Grecję za kraj, którego bankructwo jest najbardziej prawdopodobne, na wykresie 3 wskazano warunkowe prawdopodobieństwo upadłości dla 9 państw strefy euro, pod warunkiem wystąpienia tego zdarzenia w Grecji.

Bez względu na sposób specyfikacji parametrycznej modelu (por. notka pod wykresem), badanie wskazuje na **Irlandię i Portugalię, jako na państwa najbardziej zagrożone** w przypadku uprzedniego bankructwa Grecji (warunkowe prawdopodobieństwo dla tych krajów na poziomie ok. 30%). W przypadku pozostałych krajów, bez względu na przyjęte założenia, warunkowe ryzyko upadłości nie przekracza 20%, osiągając **najniższe wartości dla Niemiec i Holandii**, a niewiele wyższe dla Francji i Austrii.

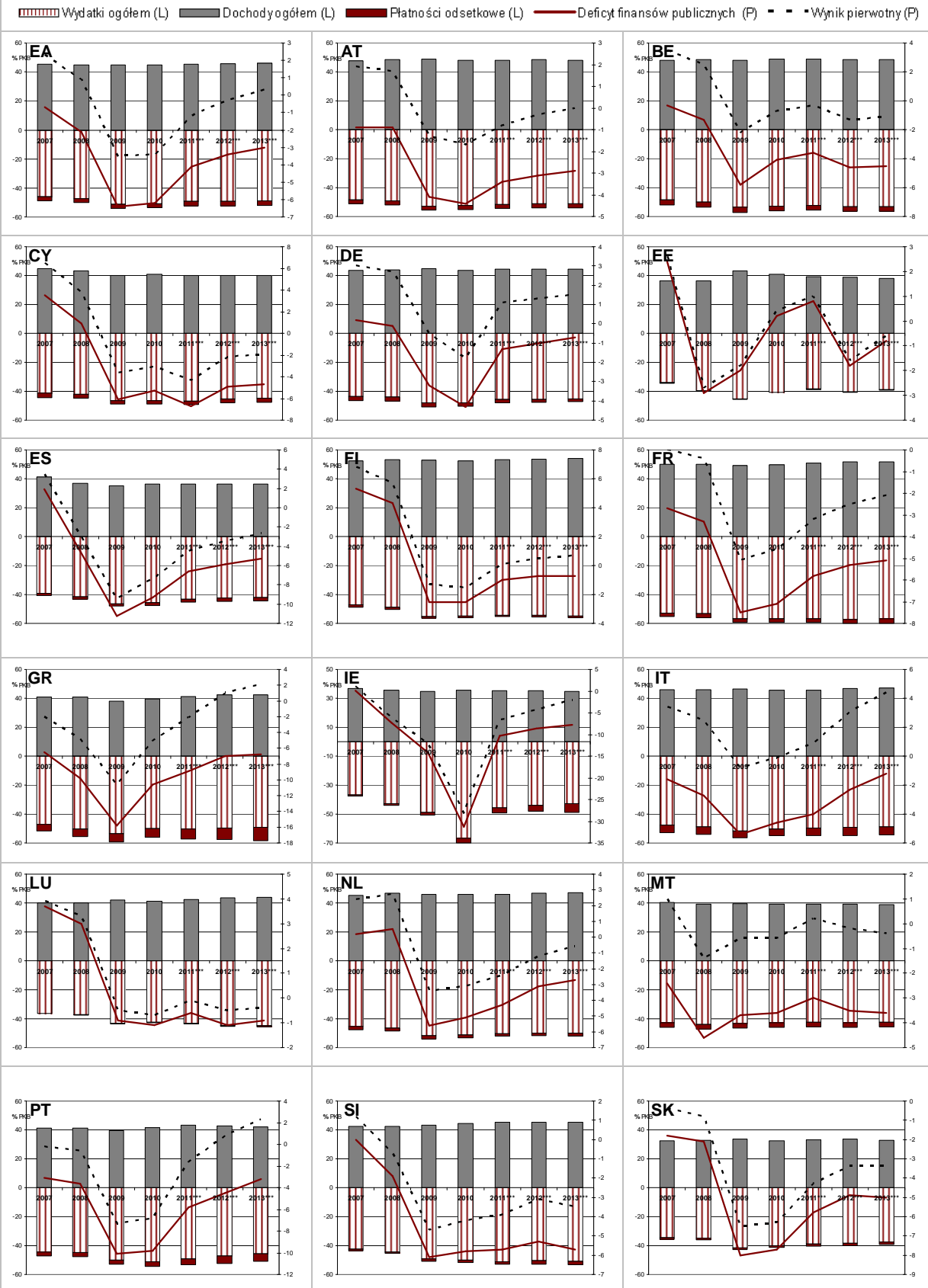
Wykres 3. Prawdopodobieństwa bankructwa wybranych państw strefy euro pod warunkiem upadłości Grecji



Zależności pomiędzy krajami oszacowane przy założeniu różnych specyfikacji parametrycznych (por. opis metodologii badania w Zhang i in., 2011). Przy wykonywaniu obliczeń zobrazowanych na poszczególnych wykresach zależności pomiędzy krajami były modelowane przy wykorzystaniu różnych rozkładów prawdopodobieństwa (odpowiednio: normalnego, t-studenta oraz hiperbolicznego).

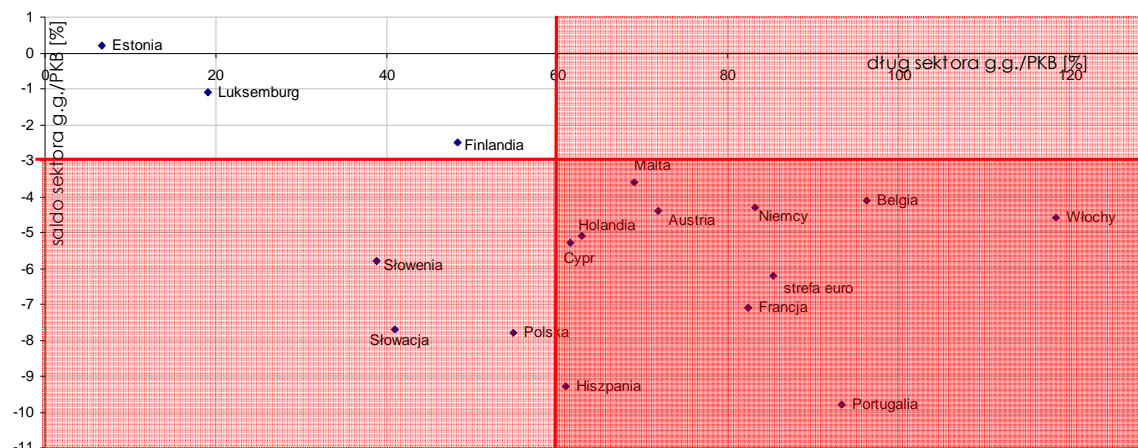
Źródło: Zhang, X., Schwaab, B., Lucas, A. (2011), Conditional Probabilities and Contagion Measures for Euro Area Sovereign Default Risk, Tinbergen Institute Discussion Paper.

Wykres 8. Sytuacja fiskalna w państwach strefy euro



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych i prognoz European Commission, *Economic Forecast: Autumn 2011*

Wykres 7. Kryterium fiskalne w państwach EA-17 i UE (dane za 2010 r.)



Państwa w lewej górnej części wykresu osiągnęły w 2010 r. saldo sektora g.g. nie gorsze niż deficyt 3% PKB oraz zadłużenie maksymalnie 60% PKB.

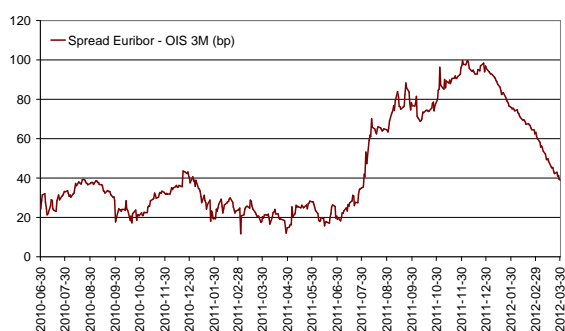
Źródło: Eurostat.

Sektor finansowy

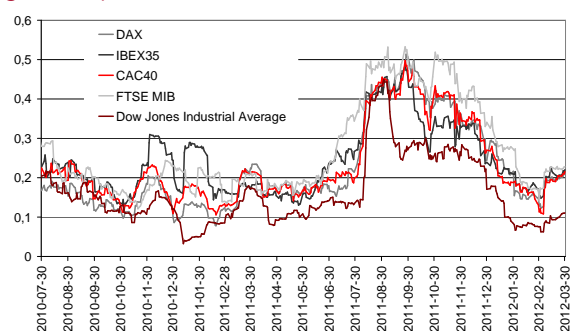
- Wraz z rozprzestrzenianiem się kryzysu gospodarczo-finansowego w strefie euro doszło do ujawnienia słabości sektora finansowego zagrażających jego stabilności.** Redukcja ryzyka kursowego, która miała miejsce wraz z utworzeniem strefy euro, ułatwiła przepływ wolnych środków pieniężnych z gospodarek dysponujących nadwyżką oszczędności do państw, w których popyt na kapitał przewyższał podaż. Procesowi temu sprzyjały (1) spadek stóp procentowych, który w wybranych krajach doprowadził do nadmiernego wzrostu akcji kredytowej oraz (2) liberalizacja usług finansowych i (3) postęp techniczny (m.in. informatyzacja). W szczególności, sekurytyzacja aktywów skutkowałą pojawieniem się w bilansach instytucji finansowych aktywów o niskiej jakości. Finansowanie istotnej części aktywów przy pomocy zobowiązań krótkoterminowych (m.in. kredytów na rynku międzybankowym) **zwiększyło z kolei ryzyko płynności**. Materializacja wskazanych ryzyk wymagała w krytycznym momencie dokapitalizowania banków, przyczyniając się jednocześnie do pogłębienia problemów fiskalnych w niektórych krajach strefy euro.
- Wśród **kwestii wymagających poprawy** w celu zwiększenia stabilności sektora finansowego strefy euro (tak, aby w przyszłości ograniczyć ryzyko pełnienia przez sektor finansowy roli generatora szoków) należy wskazać: (1) **niedopasowanie poziomu kapitału i płynnych aktywów do poziomu podejmowanego ryzyka** (w tym niedostateczny nacisk na ocenę ryzyka płynności); (2) niedostateczną **koordynacją nadzoru** na poziomie UE (postępującej integracji rynków finansowych towarzyszyła niedostateczna koordynacja działań nadzorczych, które są prowadzone na poziomie lokalnym); (3) niedostateczny nacisk położony na prowadzenie polityki makrostabilnościowej; (4) niedostateczną **przejrzystość rynku** (przede wszystkim w zakresie instrumentów pochodnych i tzw. *shadow banking*); (5) **brak mechanizmu zarządzania kryzysem** przez co wzmocnieniu ulegają obawy przed występowaniem efektu zarażania; (6) niedoszacowane **ryzyko zarażania** w sektorze finansowym.
- Poprawa pozycji kapitałowej i płynnościowej banków w średnim i długim okresie** jest celem umowy bazylejskiej (tzw. **Basel III**) przewidującej m.in. (1) wzrost wymogów kapitałowych, rewizję wag ryzyka dla poszczególnych grup aktywów oraz wymogów dotyczących jakości kapitału stanowiącego zabezpieczenie dla podejmowanego ryzyka, (2) wprowadzenie wymogu opartego o wskaźnik zadłużenia, tj. niezależnego od wag ryzyka przyporządkowanych poszczególnym grupom aktywów; (3) ocenę stabilności banków w oparciu o wskaźnik mierzący ryzyko płynności, (4) wprowadzenie zabezpieczającego i antycyklicznego bufora kapitałowego. Nierozstrzygnięty pozostaje jednak dokładny kształt zapisów prawnych implementujących porozumienie Basel III do porządku prawnego UE, w tym w szczególności zakres harmonizacji przepisów w ramach Unii oraz kompetencje lokalnych urzędów nadzorczych wobec kompetencji organów kolegiacyjnych. **Rozstrzygnięcia dotyczące wskazanych kwestii znajdują odzwierciedlenie w finalnej wersji dyrektywy CRD IV.** Planowany, wysoki stopień harmonizacji norm ostrożnościowych na poziomie UE grozi jednak ograniczeniem swobody krajowych instytucji nadzorczych w prowadzeniu polityki makroostrożnościowej. Proponowana centralizacja zarządzania kapitałem i płynnością w międzynarodowych grupach kapitałowych może z kolei stanowić zagrożenie m.in. dla państw charakteryzujących się wysokim udziałem kapitału zagranicznego w aktywach sektora bankowego ogółem (jak np. Polska). Możliwość dokonania przesunięcia buforów kapitałowych i płynnościowych utrzymywanych przez krajowe instytucje finansowe do innych państw UE może mieć negatywny wpływ na stabilność sektora finansowego.
- Do poprawy stabilności sektora finansowego w strefie euro powinna przyczynić się nowa (powołana w grudniu 2010 r.) **infrastruktura nadzoru finansowego w UE**, w której skład wchodzi Europejska Rada ds. Ryzyka Systemowego (**ESRB**) oraz trzy Europejskie Urzędy Nadzoru (**ESAs**): Europejski Urząd Nadzoru Bankowego (**EBA**), Europejski Urząd Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych (**ESMA**) oraz Europejski Urząd Nadzoru Ubezpieczeń i Pracowniczych Programów Emerytalnych (**EIOPA**). **Efektywność wskazanych urzędów będzie w dużej mierze zależała od autorytetu, który uda się im zdobyć wśród uczestników rynków finansowych.** Autorytet ten będzie z

kolei pochodną **skuteczności podejmowanych działań nadzorczych**. Do najważniejszych dotychczasowych inicjatyw przedstawionych przez wskazane instytucje należy zaliczyć:

- rekomendację ESRB dotyczącą kompetencji krajowych organów do **prowadzenia polityki makroostrożnościowej**, obejmującą wskazanie organów, które na poziomie krajowym będą odpowiedzialne za prowadzenie polityki makroostrożnościowej, w tym za implementację zaleceń ESRB (zadania te powinna realizować jedna instytucja, bądź rada złożona z instytucji, których działania mają istotny wpływ na stabilność finansową w danym państwie; bank centralny powinien odgrywać wiodącą rolę w polityce makroostrożnościowej);
 - rekomendację ESRB dotyczącą finansowania w dolarze amerykańskim (obejmującą monitorowanie przez krajowe instytucje nadzoru finansowego poziomu ryzyka wynikającego z krótkoterminowego zadłużania się banków w dolarze amerykańskim oraz zapewnienie, że banki są dostatecznie przygotowane na negatywne szoki związane z tym źródłem finansowania);
 - działania podejmowane przez EBA mające na celu **zagwarantowanie stabilnej pozycji kapitałowej europejskich banków** (od banków wymaga się, aby do końca czerwca 2012 r. współczynnik kapitału Tier 1 osiągnął wartość co najmniej 9%). Szybkie tempo konwergencji do wskazanego poziomu minimalnego budzi jednak obawy o skutki uboczne działań podjętych w celu realizacji rekomendacji. Wyraźna poprawa pozycji kapitałowej banku w tak krótkim czasie może bowiem pociągnąć za sobą konieczność nieuzasadnionego względami ekonomicznymi ograniczenia działalności banku (np. poprzez ograniczenie zaangażowania zagranicznego). Z drugiej strony, działania takie należy uznać za uzasadnione z uwagi na zagrożenie niewypłacalnością (por. tabela 3)
 - prowadzoną przez ESMA inspekcję największych agencji ratingowych, której podsumowanie jest planowane na kwiecień br.
- W wyniku utraty zaufania pomiędzy podmiotami prywatnymi sektora finansowego, w okresie kryzysu doszło do znacznego ograniczenia skali transakcji na rynkach międzybankowych. W efekcie roli animatora rynku finansowego w strefie euro podjął się **Europejski Bank Centralny**, który **poprzez wykorzystanie standardowych i niestandardowych instrumentów dążył do ograniczenia niedopasowania płynnościowego w sektorze finansowym**. W grudniu 2011 r. oraz w lutym br. bankom komercyjnym zostały udzielone **długoterminowe pożyczki (LTRO) na łączną sumę ponad 1 bln euro** (489,2 mld euro w grudniu 2011 r. oraz 529,5 mld euro w lutym br., nominalne oprocentowanie: 1%). Celem udzielonych pożyczek jest **poprawa pozycji finansowej** banków oraz umożliwienie ekspansji kredytowej przedsiębiorców i gospodarstw domowych, służące ożywieniu koniunktury. Poprawa pozycji finansowej banków przyczynia się również do **osłabienia presji cenowej na rynkach obligacji gospodarek strefy euro zagrożonych niewypłacalnością** (w tym m.in. państw GIIIPS), ułatwiając tym krajom finansowanie zadłużenia. Wysoka rentowność dłużnych, skarbowych papierów wartościowych tych gospodarek (por. wykres 6), powodowała, że oszczędności, wynikające z wprowadzanych w tych krajach reform i środków doraźnych, mających na celu zniwelowanie nierównowagi fiskalnej, były *de facto* przeznaczane na pokrycie rosnących kosztów odsetkowych. Wskazane działania EBC, obok m.in. programu zakupu zabezpieczonych obligacji (ang. *covered bond purchase programme*, CBPP) oraz programu dotyczącego rynków papierów wartościowych (ang. *securities markets programme*, SMP), przyczyniają się tym samym do **redukcji zmienności i niepewności na rynkach finansowych**, na co wskazuje spadek różnicy między notowaniami stóp EURIBOR oraz OIS oraz spadek zmienności głównych indeksów giełdowych (por. wykresy 9-10). **Obserwowana stabilizacja jest jednak przede wszystkim skutkiem działań doraźnych. Długookresowa stabilność strefy euro (w tym jej sektora finansowego) jest natomiast uwarunkowana przeprowadzeniem reform strukturalnych, niwelujących narosłe nierównowagi oraz ograniczających niepewność na rynkach finansowych** (która to niepewność ujawnia się m.in. poprzez nierównowagi narastające pomiędzy bankami centralnymi strefy euro w systemie TARGET 2, por. część *Sytuacja gospodarcza*) **i ograniczających ryzyko pełnienia przez sektor finansowy roli generatora szoków**. Jednocześnie, niestandardowe działania podejmowane przez EBC, mające ograniczyć negatywne skutki kryzysu gospodarczego, znajdują się pod krytyką w szczególności przedstawicieli Bundesbanku. Ich zdaniem ekspansywność polityki pieniężnej zagraża długoterminowej stabilności strefy euro oraz osłabia autorytet EBC jako władzy monetarnej.
- Z uwagi na fakt, że podejmowane dotychczas kroki mają w dużej mierze charakter krótkoterminowy, a długoterminowe reformy są we wczesnym stadium implementacji (np. reforma europejskiego systemu nadzoru finansowego), dopiero w planach (reforma dotycząca zarządzania kryzysowego) lub nie zostały jeszcze zaadresowane (problem aktywów niskiej jakości utrzymywanych w bilansach instytucji finansowych), **stabilność sektora finansowego strefy euro należy uznać za niewystarczającą**.

Wykres 9. Różnica pomiędzy stopą Euribor a notowaniami OIS

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Reuters.

Wykres 10. Zmienność wybranych indeksów giełdowych

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Reuters.

Tabela 3. Zaangażowanie sektora bankowego wybranych państw (wiersze) w wybranych krajach strefy euro (kolumny), III kw. 2011 r.

	mln USD					% PKB kraju macierzystego dla banku				
	ES	GR	IE	IT	PT	ES	GR	IE	IT	PT
AT	6306	2470	2629	21238	1206	2,91	1,14	1,21	9,81	0,56
BE	20131	1286	38412	23020	1388	7,59	0,49	14,49	8,68	0,52
DE	160865	36798	101565	144686	29993	8,71	1,99	5,50	7,83	1,62
ES	-	1085	9185	34292	81139	-	0,14	1,19	4,45	10,52
FR	144607	43192	34680	368849	25841	10,13	3,02	2,43	25,83	1,81
IT	28822	3290	17016	-	3487	2,54	0,29	1,50	-	0,31
NL	b.d.	3771	20039	38204	4973	b.d.	0,87	4,62	8,81	1,15

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Bank for International Settlements.

Temat specjalny: Nowe propozycje rozwiązań w zakresie wzmocnienia zarządzania gospodarczego w Unii Europejskiej i strefie euro²

Traktat na rzecz Stabilności, Koordynacji i Zarządzania w Unii Gospodarczej i Walutowej

(tzw. pakt fiskalny, ang. *fiscal compact*)

- Kluczową zasadą nowego paktu fiskalnego jest **wymóg zbilansowanego (lub wykazującego nadwyżkę) salda sektora instytucji rządowych i samorządowych oraz redukcji długu sektora g.g.** Warunek ten będzie uznawany za respektowany, gdy saldo strukturalne będzie równe MTO (ang. *medium-term objective*), tj. tzw. średniookresowemu celowi budżetowemu określone dla danego państwa, przy czym jego minimalny poziom został określony na -0,5% PKB lub -1,0%, jeśli wskaźnik długu sektora jest znacząco niższy niż wartość referencyjna w wysokości 60% PKB. Równocześnie dla długu sektora powyżej 60% PKB, **państwa będą miały obowiązek jego redukcji w określonym tempie, wynoszącym średnio 1/20 nadwyżki ponad wartość referencyjną rocznie.** W przypadku Polski dodatkowe zobowiązania będą w mocy dopiero po przystąpieniu do strefy euro (por. dalej).
- Państwa, podpisując traktat, zobowiązały się do **zapisania w swoim prawie krajowym reguły fiskalnej**, która umożliwi osiągnięcie ww. salda strukturalnego i z którą związany będzie **automatyczny mechanizm korygujący**. Reguła miałaby zostać wdrożona najpóźniej rok od wejścia w życie traktatu, w formie prawnej gwarantującej jej pełne przestrzeganie w ramach krajowego procesu budżetowego, **najlepiej w konstytucji**. Trybunał Sprawiedliwości UE, na mocy art. 273 TFUE, będzie mógł natomiast orzekać, czy państwa będące stronami traktatu zrealizowały obowiązek wprowadzenia do krajowych porządków prawnych odpowiedniej reguły. Skargę do Trybunału będą mogły wnieść jedynie państwa, będące stronami traktatu na podstawie wyników monitoringu prowadzonego przez KE lub niezależnie od niego.
- Traktat wprowadza także obowiązek dla państw objętych procedurą nadmiernego deficytu przygotowywania **budżetowych i gospodarczych programów partnerstwa**, zawierających szczegółowy opis planowanych reform strukturalnych, podejmowanych w celu skutecznej i trwałej korekty nadmiernego deficytu.
- Zapisy traktatu nakładają także na państwa obowiązek **informowania ex-ante KE i Radę nt. swoich planów emisyjnych**, w celu zapewnienia lepszej koordynacji obsługi zadłużenia.
- Traktat ustanawia podstawę prawną dla regularnych (min. dwa razy w roku) spotkań przywódców państw strefy euro, które dotychczas odbywały się w nieformalnym charakterze.

Traktat został podpisany na oficjalnym szczycie Rady Europejskiej w dniach 1-2 marca br. przez przywódców państw UE, z wyjątkiem Wielkiej Brytanii i Republiki Czeskiej w postaci umowy międzyrządowej (tj. znajduje się poza systemem prawnym UE). Zapisy paktu mają zostać inkorporowane do prawa unijnego w ciągu pięciu lat od jego wejścia w życie, co prawdopodobnie wymagałoby zmiany obecnie obowiązujących traktatów. Traktat wejdzie w życie 1 stycznia 2013 r., pod warunkiem, że co najmniej 12 państw strefy euro go ratyfikuje lub wcześniej, tj. pierwszego dnia miesiąca następującego po miesiącu, w którym dwunaste z kolei państwo strefy euro dokona ratyfikacji umowy. Procedura ratyfikacji paktu może okazać się problematyczna, np. w Irlandii będzie wymagała przeprowadzenia (31 maja br.) referendum.

Zapisy traktatu staną się natomiast obowiązujące dla państw z derogacją, w momencie jej uchylecia lub wcześniej, jeśli złożą one stosowną, jednostronną deklarację.

Tzw. duopak, czyli dwa nowe projekty legislacyjne zaproponowane przez Komisję Europejską

W listopadzie 2011 r. KE przedstawiła propozycję dwóch nowych projektów legislacyjnych, na podstawie których 21 lutego br. Rada Ecofin uzgodniła treść dwóch rozporządzeń dotyczących dalszego **wzmocnienia zarządzania gospodarczego w strefie euro**.

Pierwszy projekt rozporządzenia dotyczy wspólnych przepisów w zakresie monitorowania i oceny wstępnych planów budżetowych oraz zapewnienia korekty nadmiernego deficytu w państwach członkowskich strefy euro. Wprowadza on **wspólny harmonogram procesu budżetowego** dla państw strefy euro, w ramach którego corocznie, do 15 października, państwa przekazywałyby KE i Eurogrupie i upubliczniły projekty planów budżetowych sektora g.g. na kolejny rok. Plany te miałyby następnie podlegać ocenie KE. Ponadto, plany budżetowe miałyby opierać się na **niezależnych prognozach makroekonomicznych**, a przestrzeganie reguł fiskalnych wprowadzonych do krajowego porządku prawnego miałyby być monitorowane przez **niezależne od Rządu organy**. Projekt rozporządzenia przewiduje również dodatkowe procedury dotyczące państw objętych procedurą nadmiernego deficytu, w szczególności obowiązek przedkładania instytucjom UE raportów i sprawozdań obejmujących: działania podjęte w odpowiedzi na rekomendacje Rady, szacunkowe wykonanie budżetu, wyniki niezależnego audytu rachunków sektora g.g. (na wezwanie KE), gospodarczy program partnerstwa (dot. reform strukturalnych). KE może także skierować do danego państwa i upublicznić rekomendacje dalszych działań konsolidacyjnych, jeśli uzna, że istnieje ryzyko niedotrzymania terminu korekty nadmiernego deficytu.

Drugi projekt rozporządzenia dotyczy **wzmocnienia nadzoru gospodarczego i budżetowego** nad państwami członkowskimi strefy euro dotkniętymi lub zagrożonymi poważnymi trudnościami w odniesieniu do ich stabilności finansowej. W szczególności nakłada obowiązek przedkładania Radzie **makroekonomicznego programu dostosowawczego** przez państwa otrzymujące międzynarodową pomoc finansową od przynajmniej jednego innego państwa, MFW, EFSF lub ESM. Program dostosowawczy jest przygotowywany w porozumieniu z KE, działającą w powiązaniu z EBC.

Należy zaznaczyć, iż aktualny kształt projektów rozporządzeń nie jest ostateczny, ponieważ dopiero będą one negocjowane z Parlamentem Europejskim.

² Przygotowano przy wykorzystaniu materiałów opracowanych przez pracowników Departamentu Polityki Finansowej, Analiz i Statystyki: Marty Barańczak, Katarzyny Marek i Marka Puskiewiczza.

Aneks: Rating krajów UE

państwo	S&P		Fitch		Moody's	
	rating aktualny	perspektywa	rating aktualny	perspektywa	rating aktualny	perspektywa
AT	AA+	negatywna	AAA	stabilna	Aaa	negatywna
BE	AA	negatywna	AA	negatywna	Aa3	negatywna
CY	BB+	negatywna	BBB-	negatywna	Aa1	negatywna
EE	AA-	negatywna	A+	stabilna	A1	stabilna
FI	AAA	negatywna	AAA	stabilna	Aaa	stabilna
FR	AA+	negatywna	AAA	negatywna	Aaa	negatywna
GR	SD	---	B-	---	C	---
ES	A	negatywna	A	negatywna	A3	negatywna
NL	AAA	negatywna	AAA	stabilna	Aaa	stabilna
IE	BBB+	negatywna	BBB+	negatywna	Ba1	negatywna
LU	AAA	negatywna	AAA	stabilna	AAA	stabilna
MT	A-	negatywna	A+	stabilna	A3	negatywna
DE	AAA	stabilna	AAA	stabilna	Aaa	stabilna
PL	A-	stabilna	A-	stabilna	A2	stabilna
PT	BB	negatywna	BB+	negatywna	Ba3	negatywna
SK	A	stabilna	A+	stabilna	A2	negatywna
SI	A+	negatywna	AA-	negatywna	A2	negatywna
IT	BBB+	negatywna	A-	negatywna	A3	Negatywna

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Reuters.