

Analiza tymczasowych rozwiązań ratunkowych/stabilizacyjnych przyjętych w strefie euro od 2010 roku

I. Wstęp

Celem niniejszego artykułu jest analiza działań i instrumentów o charakterze tymczasowym, przyjętych i wdrażanych przez państwa członkowskie strefy euro i instytucje Unii Europejskiej (UE) w reakcji na kryzys finansów publicznych Grecji, zintensyfikowany na początku 2010 r., oraz jego następstwa dla innych państw należących do strefy euro i stabilności całego obszaru wspólnej waluty¹. Przedmiotem artykułu jest zatem analiza przejściowych rozwiązań mających na celu ochronę stabilności całej strefy euro, poprzez różne formy wsparcia dla zagrożonych utratą płynności finansowej lub niewypłacalnością państw uczestniczących w trzecim etapie Unii Gospodarczej i Walutowej (UGW). Artykuł nie podejmuje analizy przyczyn i rozwoju kryzysu w strefie euro, w tym kryzysu fiskalnego w Grecji. Nie przedstawia działań państw członkowskich UE oraz Komisji Europejskiej (KE) podejmowanych przed 2010 r. w reakcji na globalny kryzys finansowy i gospodarczy, który zintensyfikował się jesienią 2008 r. Nie zawiera w końcu opisu i analizy prac na rzecz pogłębienia nadzoru fiskalnego i pozafiskalnego, pogłębienia koordynacji polityki gospodarczej oraz ustanowienia stałego mechanizmu stabilizacyjnego (Europejskiego Mechanizmu Stabilności, EMS)², tj. najważniejszych elementów, składających się na reformę systemu zarządzania gospodarczego UE³. Wszystkie te zagadnienia ze względu na swój rozległy zakres wymagają odrębnej analizy.

¹ Artykuł przedstawia stan spraw na **lipiec 2012 r.**

² Nie analizuję w niniejszym artykule Europejskiego Mechanizmu Stabilności (choć tekst zawiera odniesienia do EMS), gdyż ten mechanizm (prawdopodobnie zacznie funkcjonować od jesieni 2012 r.) nie jest elementem tymczasowych działań ratunkowych/stabilizacyjnych. Może być natomiast uznany za część rozwiązań o charakterze permanentnym i systemowym w ramach procesu wzmacniania systemu zarządzania gospodarczego. Podjąłem ogólną analizę zasad funkcjonowania EMS w kontekście reformy systemu zarządzania gospodarczego, w artykule: M. Koczor, *Zarządzanie strategią „Europa 2020” w kontekście reformy systemu zarządzania gospodarczego w UE* [w:] J. Zombirt [red.], *Ewolucja polityki gospodarczej UE*, nr 1, Kraków 2011.

³ Najważniejsze działania w ramach reformy systemu zarządzania gospodarczego, obok ustanowienia EMS, dotyczą: uchwalenia pakietu legislacyjnego, tj. pięciu rozporządzeń i jednej dyrektywy w zakresie zarządzania gospodarczego – „sześciopaku”, który wszedł w życie 13 grudnia

W pierwszej części artykułu przedstawiony zostanie wynik analizy prawnych i politycznych uwarunkowań, które były jednymi z czynników wpływających na zakres i skalę podejmowanych działań o charakterze ratunkowym/stabilizacyjnym w strefie euro. Następnie zostanie opisana konstrukcja i charakter pakietów pomocy finansowej dla Grecji. W kolejnej części artykułu dokonam przedstawienia i oceny tymczasowych rozwiązań stabilizacyjnych przyjętych w maju 2010 r. W dalszej części przedmiotem analizy będą działania Eurosystemu podjęte w reakcji na rozwój sytuacji finansowo-gospodarczej w strefie euro od 2010 r.

II. Prawno-instytucjonalne i polityczne uwarunkowania pomocy finansowej dla Grecji

Działania ratunkowe/stabilizacyjne⁴, zainicjowane wiosną 2010 r., miały początkowo przede wszystkim na celu złagodzenie skutków kryzysu fiskalnego w Grecji oraz niedopuszczenie do przelania się ryzyka niestabilności na część innych państw strefy euro (zwłaszcza Irlandię, Hiszpanię, Portugalię oraz Włochy). Zachowanie stabilności finansowej strefy było od początku nadrzędnym celem działań ratunkowych/stabilizacyjnych państw uczestniczących w trzecim etapie UGW oraz instytucji UE.

1. Uwarunkowania prawno-instytucjonalne

Na tempo i zakres przyjmowanych rozwiązań miały wpływ zarówno ograniczenia prawno-instytucjonalne, związane z konstrukcją UGW, jak i czynniki polityczne. Podstawowe ograniczenia prawno-instytucjonalne dotyczyły braku w Traktatach postanowień w zakresie możliwości ustanowienia mechanizmu ratunkowego/stabilizacyjnego przewidzianego dla państw strefy euro, zmagających się z ryzykiem niestabilności

2011 r. (23 listopada 2011 r. pakiet ten został uzupełniony propozycją rozporządzenia dotyczącego monitorowania i oceny wstępnych planów budżetowych i korekty nadmiernego deficytu w państwach członkowskich strefy euro oraz propozycją rozporządzenia w zakresie wzmocnienia nadzoru gospodarczego i budżetowego względem państw członkowskich doświadczających poważnych trudności w zakresie ich stabilności finansowej w strefie euro lub nimi zagrożonych – „dwupak”), przyjęcia przez Radę Europejską, na posiedzeniu 24–25 marca 2011 r., paktu „Euro Plus” oraz zawarcia Traktatu o stabilności, koordynacji i zarządzaniu w Unii Gospodarczej i Walutowej, podpisanego 2 marca 2012 r. przez 25 państw UE (z wyjątkiem Republiki Czeskiej i Wielkiej Brytanii). Dodatkowo – na mocy ustaleń z posiedzenia Rady Europejskiej 28–29 czerwca 2012 r. – przewodniczący Rady Europejskiej, przy wsparciu przewodniczącego Komisji Europejskiej, przewodniczącego Eurogrupy i prezesa EBC, ma przygotować i przedstawić przed końcem 2012 r. sprawozdanie dotyczące konkretnych propozycji (w tym możliwości i trybu ich wprowadzania) w zakresie dalszego pogłębiania integracji w UGW. Propozycje mają być przygotowane w odniesieniu do czterech bloków tematycznych, wymienionych w sprawozdaniu Hermana Van Rompuy’a, przygotowanym na wspomniane posiedzenie Rady Europejskiej, którymi są: zintegrowane ramy finansowe (tzw. unia bankowa), zintegrowane ramy budżetowe, zintegrowane ramy polityki gospodarczej oraz większa legitymizacja i demokratyczna kontrola (źródło: *Konkluzje Rady Europejskiej*, Bruksela, 28–29 czerwca 2012 r.).

⁴ Pojęcia „działania ratunkowe” i „działania stabilizacyjne”, w kontekście sytuacji w strefie euro, są ze sobą ściśle powiązane. Pojęcia te nie są jednak zawsze całkowicie tożsame.

finansowej. Konstrukcja UGW nie przewidywała takowego rozwiązania. Wynikało to m.in. z założenia, że w warunkach istnienia obszaru wspólnej waluty znikną jakoby problemy związane z bilansem płatniczym, stąd też nie będzie potrzeby zastosowania podobnego instrumentu, jaki przewidziano dla państw UE objętych derogacją, którego podstawą jest art. 143 Traktatu o funkcjonowaniu Unii Europejskiej (TFUE)⁵.

Dotychczasowy brak w prawie pierwotnym UE rozwiązania przewidującego stworzenie mechanizmu pomocowego dla państw należących do strefy euro, przy jednoczesnym istnieniu takiego narzędzia dla państw z derogacją, może być interpretowany jako wyraźna luka systemu zarządzania gospodarczego UE⁶. Jak trafnie pisze Dawid Sobczyński, regulacje traktatowe w tym zakresie „(...) kreują w ten sposób swoistą asymetrię zakresu podmiotowego solidarności finansowej (...)”⁷.

⁵ Artykuł ten przewiduje, że „(...) w przypadku trudności lub poważnego zagrożenia trudnościami w bilansie płatniczym Państwa Członkowskiego objętego derogacją wynikających bądź z ogólnego zachwiania bilansu płatniczego, bądź z charakteru walut, jakimi dysponuje, zwłaszcza gdy trudności te mogą narazić na niebezpieczeństwo funkcjonowanie rynku wewnętrznego lub realizację wspólnej polityki handlowej, Komisja niezwłocznie bada sytuację tego Państwa, jak również działanie, jakie państwo to podjęło lub może podjąć zgodnie z postanowieniami Traktatów, odwołując się do wszelkich dostępnych środków. Komisja wskazuje środki, których przyjęcie zaleca danemu państwu. Jeśli działanie podjęte przez Państwo Członkowskie objęte derogacją i środki sugerowane przez Komisję nie okazują się wystarczające do przezwyciężenia trudności lub zagrożeń trudnościami, Komisja zaleca Radzie, po konsultacji z Komitetem Ekonomiczno-Finansowym, przyznanie wzajemnej pomocy i właściwe jej metody (...)”. W oparciu o ten artykuł Rada przyjęła 18 lutego 2002 r. rozporządzenie nr 332/2002, ustanawiające Instrument średnioterminowej pomocy finansowej dla bilansów płatniczych Państw Członkowskich (w skrócie: instrument wsparcia bilansu płatniczego). Formalna wielkość tego instrumentu wynosi do 50 mld euro (pierwotnie ta kwota wynosiła 12 mld euro, jednakże Rada UE w grudniu 2008 r. zdecydowała o zwiększeniu tej wielkości najpierw do 25 mld euro, a w maju 2009 r. do 50 mld euro). Instrument stał się źródłem finansowania unijnej części pakietów pomocowych dla Węgier (formalna wysokość wsparcia z unijnej części: 6,5 mld euro), Łotwy (formalna wysokość wsparcia z unijnej części: 3,1 mld euro) oraz Rumunii (formalna wysokość wsparcia z unijnej części: 5 mld euro oraz dodatkowo: 1,4 mld euro). W czerwcu 2012 r. Komisja przedstawiła projekt rozporządzenia Rady ustanawiającego instrument pomocy finansowej dla państw członkowskich, których walutą nie jest euro, które ma zastąpić rozporządzenie nr 332/2002. Zasady funkcjonowania oraz wielkość nowego instrumentu, przewidzianego przez tę propozycję legislacyjną, zasadniczo nie różnią się od dotychczasowego instrumentu wsparcia bilansu płatniczego.

⁶ Ta ewidentna luka została w końcu dostrzeżona przez państwa członkowskie i postanowiono jej zaradzić, podejmując decyzję o ustanowieniu EMS. W związku z tym Rada Europejska podjęła na posiedzeniu 24–25 marca 2011 r. decyzję o dokonaniu (stosując uproszczoną procedurę na podstawie art. 48 ust. 6 Traktatu o Unii Europejskiej) zmiany art. 136 TFUE w celu wprowadzenia do niego postanowienia o możliwości ustanowienia stałego mechanizmu stabilności, jeżeli będzie to niezbędne do ochrony stabilności strefy euro. Decyzja ta ma wejść w życie 1 stycznia 2013 r., lecz żeby tak się stało, musi zostać wcześniej ratyfikowana przez wszystkie państwa członkowskie UE. Według stanu na koniec lipca 2012 r. proces ratyfikacji tej decyzji zakończył się w piętnastu państwach UE. Zob. Decyzja Rady Europejskiej z dnia 25 marca 2011 r. w sprawie zmiany art. 136 Traktatu o funkcjonowaniu Unii Europejskiej w odniesieniu do mechanizmu stabilności dla państw członkowskich, których walutą jest euro (Dz. Urz. UE z 2011 r. Nr L 91, s. 1).

⁷ D. Sobczyński, *Ramy prawne tzw. mechanizmu greckiego oraz Europejskiego Mechanizmu Stabilności*, Europejski Przegląd Sądowy 2012, nr 2, s. 27.

Jednym z prawnych filarów UGW jest art. 125 TFUE, stwierdzający, że: „(...) Unia nie odpowiada za zobowiązania rządów centralnych, władz regionalnych, lokalnych lub innych władz publicznych, innych instytucji lub przedsiębiorstw publicznych Państwa Członkowskiego, ani ich nie przejmując, z zastrzeżeniem wzajemnych gwarancji finansowych dla wspólnego wykonania określonego projektu (...)”⁸. Artykuł ten do czasu intensyfikacji kryzysu finansów publicznych w Grecji był zwykle interpretowany jako klauzula zakazująca udzielania pomocy finansowej dla państw strefy euro (ang. *no-bail-out clause*). Przywołując wyżej wymieniony artykuł, część ekspertów uznawała, że ewentualna pomoc finansowa dla Grecji stanowiłaby naruszenie prawa UE⁹. Tak szeroka interpretacja powyższego artykułu jest jednak nieuprawniona. Artykuł 125 TFUE przewiduje jedynie zakaz brania odpowiedzialności za zobowiązania innych państw strefy. Zakazu tego nie można jednak utożsamiać z zakazem udzielania pomocy finansowej dla innego państwa strefy euro. Jak słusznie podkreślają Benedicta Marzinotto, Jean Pisani-Ferry i André Sapir, państwa strefy, jako członkowie Międzynarodowego Funduszu Walutowego (MFW), mają dostęp do pożyczek z tego źródła, byłoby to więc nielogiczne i nieskuteczne, gdyby UE zakazywała udzielania pomocy finansowej członkom obszaru wspólnej waluty (np. w formie pożyczek dwustronnych od pozostałych państw strefy) w sytuacji, gdy mogą oni ubiegać się o pomoc z Funduszu¹⁰.

Niezwykle istotnym elementem konstrukcji prawnej UGW jest też art. 123 TFUE, który zakazuje udzielania, przez Europejski Bank Centralny (EBC) lub banki centralne państw członkowskich, pożyczek na pokrycie deficytu, jak również kredytów instytucjom publicznym (unijnym, krajowym, regionalnym, lokalnym lub innym) oraz bezpośredniego nabywania papierów dłużnych od tych podmiotów¹¹.

Nieprzyjęcie – na etapie tworzenia ram prawnych UGW – mechanizmu ratunkowego/stabilizacyjnego dla państw strefy euro oraz ówczesnie określony charakter art. 123 i 125 TFUE, mogą być interpretowane jako próba stworzenia dodatkowych bodźców do przestrzegania dyscypliny fiskalnej przez państwa UE (zwłaszcza przez te należące do strefy euro) oraz chęć uniknięcia powstania tzw. pokusy nadużycia (ang. *moral hazard*). Wyżej opisane rozwiązania prawne miały więc w założeniu odstraszyć państwa strefy euro od prowadzenia nierozważnej polityki gospodarczej i *de facto* stanowić uzupełnienie reguł dyscypliny budżetowej, określonych w art. 126 TFUE

⁸ Wersja skonsolidowana Traktatu o funkcjonowaniu Unii Europejskiej (Dz. Urz. UE z 2008 r. Nr C 83, s. 47).

⁹ O. Issing, *Europe cannot afford to rescue Greece*, Financial Times z 15 lutego 2010 r.

¹⁰ B. Marzinotto, J. Pisani-Ferry, A. Sapir, *Two crises, two responses*, Bruegel Policy Brief, marzec 2010, s. 5.

¹¹ Art. 123 TFUE stanowi, że „(...) zakazane jest udzielanie przez Europejski Bank Centralny lub banki centralne Państw Członkowskich, zwane dalej «krajowymi bankami centralnymi», pożyczek na pokrycie deficytu lub jakichkolwiek innych kredytów instytucjom, organom lub jednostkom organizacyjnym Unii, rządów centralnym, władzom regionalnym, lokalnym lub innym władzom publicznym, innym instytucjom lub przedsiębiorstwom publicznym Państw Członkowskich, jak również nabywanie bezpośrednio od nich przez Europejski Bank Centralny lub krajowe banki centralne ich papierów dłużnych (...)”.

(procedura nadmiernego deficytu), które są wdrażane poprzez, przyjęty w 1997 r., Pakt Stabilności i Wzrostu.

2. Uwarunkowania polityczne

Między państwami strefy euro i instytucjami UE istniały znaczące różnice stanowisk co do konieczności, zakresu i charakteru pomocy finansowej dla Grecji. Początkowo sceptyczne wobec konieczności udzielenia wsparcia Grecji były Niemcy. Podejście rządu Angeli Merkel opierało się bowiem na podkreśleniu, że Grecja powinna przede wszystkim podjąć działania na rzecz głębokiej konsolidacji fiskalnej, mającej na celu redukcję nadmiernego deficytu¹². Rząd Niemiec – w momencie gdy uświadomił sobie, że udzielenie wsparcia dla Grecji jest nieuniknione – starał się odwlekać podjęcie finalnych decyzji dotyczących przyjęcia pakietu pomocy finansowej. Taką postawą chciał bowiem wyrzucić odpowiednio silną presję polityczną na ówczesny grecki rząd pod kierownictwem George’a Papandreou, aby ten podjął i wdrożył kompleksowe działania konsolidacyjne oraz reformy strukturalne. Niemieckie stanowisko było w dużym stopniu determinowane wewnętrznymi uwarunkowaniami, wynikającymi z oporu części opinii publicznej przeciwko udzielaniu pomocy finansowej dla Grecji.

Na początku dyskusji nad sposobem wsparcia dla Grecji sporną kwestią było zaangażowanie MFW w operację pomocową. W pierwszych tygodniach dyskusji o możliwej pomocy dla tego państwa (styczeń/luty 2010 r.) wśród części państw należących do strefy (przede wszystkim Francji) istniał opór wobec pomysłu partycypacji MFW w ewentualnym pakiecie pomocowym. Krytyczne stanowisko było w dużym stopniu determinowane czynnikami politycznymi – obawiano się, że zgoda na udział MFW mogłaby być interpretowana jako słabość strefy euro, nieumiejącej poradzić sobie z problemami wewnętrznymi. Biorąc pod uwagę fakt dysponowania przez Fundusz odpowiednim instrumentarium i doświadczeniem w udzielaniu pomocy finansowej oraz dodając do tego fakt, wspomnianego wyżej, braku mechanizmu ratunkowego/stabilizacyjnego dla państw strefy euro, sceptycyzm wobec zaangażowania MFW nie wydawał się zasadny na gruncie merytorycznym. Podejście to zmieniło się pod wpływem Niemiec, które, po pewnej wstępnej wstrzeźliwości, opowiedziały się finalnie za uczestnictwem Funduszu w ewentualnej operacji pomocowej dla Grecji¹³.

¹² Takie stanowisko korespondowało z decyzjami Rady ECOFIN, która, po stwierdzeniu w grudniu 2009 r., że Grecja nie podjęła wystarczających działań na rzecz skorygowania nadmiernego deficytu (na podstawie art. 126 ust. 8 TFUE), na posiedzeniu w lutym 2010 r. wezwała Grecję (na podstawie art. 126 ust. 9 TFUE) do podjęcia natychmiastowych działań określonych przez Radę (do 15 maja 2010 r.). Równolegle Rada przyjęła (na podstawie art. 121 ust. 4 TFUE) zalecenie stwierdzające prowadzenie przez Grecję polityki gospodarczej, która jest niezgodna z ogólnymi wytycznymi polityki gospodarczej (ang. *Broad Economic Policy Guidelines*, BEPG) oraz zawierające wykaz działań, które rząd Grecji powinien podjąć, aby zaradzić tej sytuacji.

¹³ W. Proissl, *Why Germany fell out of love with Europe*, Bruegel Essay and Lectures Series, 2010, s. 28.

III. Charakterystyka pakietów pomocy finansowej dla Grecji

1. Pierwszy pakiet pomocy finansowej dla Grecji

Grecki rząd zwrócił się z oficjalną prośbą o udzielenie międzynarodowej pomocy finansowej 23 kwietnia 2010 r. W momencie sformułowania tejże prośby istniała już zgoda między państwami strefy euro co do ogólnych zasad i charakteru tej pomocy. Podstawowych ustaleń w tym zakresie dokonano na spotkaniu szefów państw/rządów strefy euro 25 marca 2010 r.¹⁴ Uzgodniono, że ewentualna pomoc (motywowana koniecznością ochrony stabilności w całej strefie euro) miałaby charakter dwustronnych pożyczek od pozostałych państw uczestniczących w trzecim etapie UGW, uzupełnionych przez wsparcie z MFW. Udział poszczególnych członków strefy w pakiecie pomocowym miałby być proporcjonalny do ich procentowego udziału w kapitale opłaconym EBC. Ustalono, że pożyczki te nie byłyby udzielane na preferencyjnych warunkach, co miałyby stanowić bodziec dla Grecji do szybkiego powrotu do finansowania rynkowego. Za kardynalną zasadę uznano surową warunkowość dostępu do środków pomocowych. Ustalenia te zostały uszczegółowione przez Eurogrupę, która 11 kwietnia 2010 r. zdecydowała, że pakiet pomocowy dla Grecji trwałby trzy lata, a w pierwszym roku jego część finansowana z pożyczek dwustronnych od pozostałych członków strefy wyniosłaby 30 mld euro¹⁵. Uzgodniono, że oprocentowanie pożyczek byłoby ustalane w oparciu o stopę EURIBOR, a ponadto uwzględniałoby stałą marżę (ang. *margin*) w wysokości 300 punktów bazowych oraz jednorazową „opłatę serwisową”, służącą pokryciu kosztów operacyjnych, w maksymalnej wysokości 50 punktów bazowych.

2 maja 2010 r. Eurogrupa ostatecznie określiła wysokość pakietu pomocowego¹⁶ dla Grecji na 110 mld euro na trzy lata, z czego 80 mld miało pochodzić z instrumentu dwustronnych pożyczek od pozostałych państw strefy euro (ang. *Greek Loan Facility*, GLF), zbieranych i zarządzanych przez Dyрекję Generalną ds. Ekonomiczno-Finansowych (DG ECFIN) KE, a 30 mld euro z MFW (Rada Wykonawcza MFW 9 maja 2010 r. przyjęła porozumienie w sprawie pomocy pożyczkowej Grecji – *Stand-By Arrangement*).

Pomoc finansowa w ramach pierwszego pakietu była udzielana w oparciu o warunki określone w gospodarczym programie dostosowawczym (ang. *The economic adjustment programme*, EAP), zawierającym cele i działania, jakie Grecja miała podjąć przede wszystkim w zakresie konsolidacji fiskalnej, reform strukturalnych, służących zwiększeniu konkurencyjności gospodarki oraz wzmocnieniu stabilności sektora

¹⁴ *Oświadczenie szefów państw lub rządów strefy euro*, Bruksela, 25 marca 2010 r., www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/PL/ec/113570.pdf (data dostępu: 10 II 2012 r.).

¹⁵ *Statement on the support to Greece by Euro area Members States*, Brussels, 11 IV 2010, www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/en/ec/113686.pdf (data dostępu: 11 II 2012 r.).

¹⁶ W niniejszym artykule sformułowania „pakiet pomocy finansowej” i „pakiet pomocowy” są używane wymienne.

finansowego¹⁷. Pożyczki miały równocześnie stanowić wsparcie dla realizacji tego programu. Szczegółowa warunkowość pomocy z GLF została określona w protokole dotyczącym polityk gospodarczych i finansowych (ang. *Memorandum of Economic and Financial Policies*, MEFP), protokole ustaleń dotyczącym szczegółowych warunków w zakresie polityki gospodarczej (ang. *Memorandum of Understanding on Specific Economic Policy Conditionality*, MoU) oraz technicznym protokole ustaleń (ang. *Technical Memorandum of Understanding*, TMU), które w imieniu państw strefy euro negocjowała i zawarła KE¹⁸.

Podstawami prawnymi dwustronnych pożyczek stały się umowa między pożyczkodawcami (ang. *Intercreditor Agreement*) z 8 maja 2010 r. oraz, zawarta tego samego dnia, umowa w sprawie pożyczki między państwami strefy euro a Grecją (ang. *Loan Facility Agreement*). Rząd Niemiec upoważnił państwową grupę bankową KfW do wykonywania w jego imieniu zadań i obowiązków pożyczkodawcy w odniesieniu do pomocy Grecji, stąd też podmiot ten stał się formalnie stroną drugiej z wymienionych umów. Umowa między pożyczkodawcami określała m.in. konkretne zobowiązania finansowe pożyczkodawców w zakresie udzielania pożyczek (zob. tabela 1), reguły w zakresie zarządzania pożyczkami oraz szczegółową procedurę przygotowania i wypłaty ich kolejnych transz. Umowa w sprawie pożyczki regulowała z kolei przede wszystkim wzajemne zobowiązania między pożyczkodawcami a Grecją w zakresie udzielania i spłaty środków.

Tabela 1. Nominalna wielkość pożyczek dwustronnych dla Grecji, określona w umowie między pożyczkodawcami zawartej 8 maja 2010 r. (mld euro)

Państwo	kwota
AT	2,290
BE	2,861
CY	0,161
DE	22,336
EE*	–
ES	9,794
FI	1,479
FR	16,774
IE*	1,310
IT	14,739
LU	0,206

¹⁷ Zob. European Commission, *The economic adjustment programme for Greece*, European Economy, Occasional Papers, May 2010, no. 61.

¹⁸ MEFP opisuje działania, jakie Grecja zobowiązała się wdrożyć w ramach programu dostosowawczego (protokół ten jest wspólny zarówno dla części finansowanej z części europejskiej, jak i MFW). MoU zawiera jeszcze bardziej szczegółowe środki, jakie mają być przyjęte w określonym czasie przez Grecję. W TMU zawarte są definicje wskaźników wykorzystywanych w procesie oceny wypełnienia warunków. Protokoły są poddawane regularnym aktualizacjom.

MT	0,075
NL	4,704
PT*	2,065
SI	0,388
SK*	0,818
MFW	30
Łącznie	110

* **Faktyczna** wielkość pierwszego pakietu pomocowego miała wynieść ok. 107, 3 mld euro. Wynikało to z faktu, że Słowacja odmówiła partycypacji w GLF, a Irlandia i Portugalia nie uczestniczyły w finansowaniu kolejnych transz pożyczki, od momentu gdy same otrzymały pomoc finansową. Estonia, będąca członkiem strefy euro od 1 stycznia 2011 r., nie była stroną tej umowy i nie uczestniczyła w kontrybucji do GLF.

Źródło: opracowanie własne na podstawie umowy między pożyczkodawcami z 8 maja 2010 r.

Płatności w ramach GLF były dokonywane poprzez EBC, w którym KE w imieniu pożyczkodawców ze strefy euro otworzyła specjalne konto, na które miały trafiać też spłaty pożyczek. Warto także wspomnieć, że – na podstawie umowy między pożyczkodawcami – istniała możliwość wykorzystania specjalnego rozwiązania kompensacyjnego dla państw strefy, których koszty finansowania kontrybucji do GLF (poprzez konieczność pozyskiwania środków z rynków) były wyższe niż oprocentowanie pożyczek dla Grecji.

Pożyczki z GLF były zasadniczo wypłacane w kwartalnych transzach, a decyzja o uruchomieniu kolejnej transzy wymagała jednomyślności państw strefy euro i musiała być poprzedzona pozytywną oceną realizacji EAP, dokonywaną kwartalnie przez misję przedstawicieli KE, MFW i EBC (tzw. trojka)¹⁹. Szczegółowa ścieżka uruchamiania transz pożyczek z GLF została przedstawiona na diagramie 1.

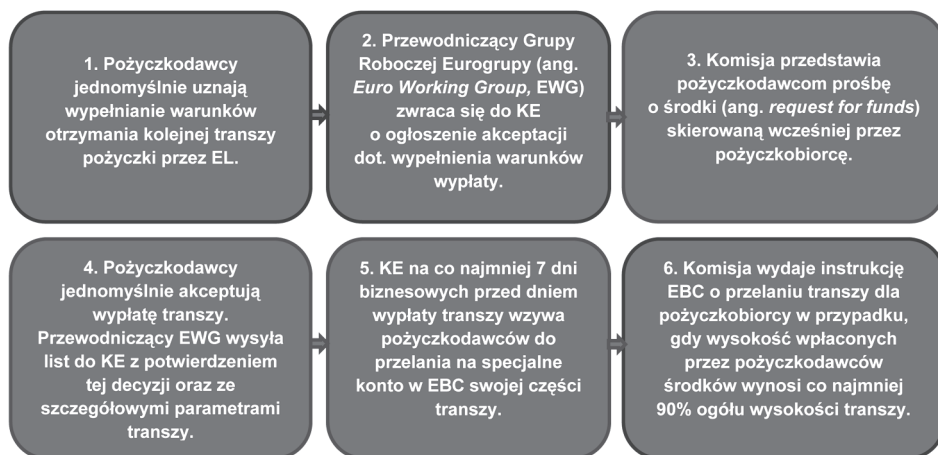
Równoległe do decyzji Eurogrupy z 2 maja 2010 r. – potwierdzonej przez szefów państw/rządów strefy euro 7 maja 2010 r. – Rada UE przyjęła 10 maja 2010 r. ponowną decyzję na podstawie art. 126 ust. 9 TFUE (oraz art. 136 ust. 1 TFUE) wzywającą Grecję do podjęcia odpowiednich działań na rzecz redukcji nadmiernego deficytu oraz wyznaczającą ogólną ścieżkę redukcji deficytu sektora publicznego do poziomu 8% w 2010 r., 7,6% w 2011 r., 6,5% w 2012 r., 4,9% w 2013 r. i 2,6% w 2014 r.²⁰ Termin korekty deficytu został tym samym przedłużony o dwa lata w porównaniu do pierwotnej decyzji Rady z lutego 2010 r. Rada regularnie modyfikowała decyzję z maja 2010 r., a następnie w lipcu 2011 r. dokonała jej przekształcenia w celu dostosowania jej m.in. do zmieniającej się sytuacji gospodarczej Grecji²¹.

¹⁹ W niniejszym artykule **nie podejmuję** analizy realizacji programu dostosowawczego przez Grecję **ani przez inne państwa** strefy euro, korzystające z pomocy finansowej.

²⁰ Council Decision of 10 May 2010 (2010/320/EU) addressed to Greece with a view to reinforcing and deepening fiscal surveillance and giving notice to Greece to take measures for the deficit reduction judged necessary to remedy the situation of excessive deficit (OJ L 145/2010, s. 6).

²¹ Council Decision of 12 July 2011 (2011/734/EU) addressed to Greece with a view to reinforcing and deepening fiscal surveillance and giving notice to Greece to take measures for the

Diagram 1. Procedura uruchamiania kolejnych transz pożyczek dla Grecji z GLF



Źródło: opracowanie własne na podstawie tekstu umowy między pożyczkodawcami z 8 maja 2010 r.

W związku z poważnymi kłopotami w realizacji programu dostosowawczego przez Grecję (czego dowodem było np. nieosiągnięcie celu redukcji deficytu w 2011 r., wynikające m.in. z opóźnień w implementacji programu)²², wykazanymi przez misję trojki, doszło do opóźnień w wypłacie szóstej transzy (w łącznej wielkości 8 mld euro) względem pierwotnego harmonogramu z 2010 r. (zamiast we wrześniu 2011 r. została uruchomiona dopiero w grudniu 2011 r.). Do stycznia 2012 r. Grecja otrzymała łącznie 73 mld euro z pierwszego pakietu pomocowego (w tym 52,9 mld euro z GLF i 20,1 mld euro z MFW).

Z perspektywy czasu wydaje się, że pakiet pomocy finansowej z maja 2010 r. miał dwie poważne słabości. Po pierwsze, przyjęty na początku poziom oprocentowania pożyczek z GLF był za wysoki w stosunku do realnych możliwości greckiego rządu, jeżeli chodzi o ich spłatę. Nie był tym samym korzystny z punktu widzenia ustabilizowania wielkości wskaźnika długu publicznego Grecji (według szacunków KE z wiosny 2012 r. wskaźnik długu publicznego Grecji wzrósł ze 145% PKB w 2010 r. do 165,3% w 2011 r.)²³. Określenie takich zasad oprocentowania wynikało z przyjętego stanowiska, w myśl którego pożyczki od pozostałych państw strefy nie powinny

deficit reduction judged necessary to remedy the situation of excessive deficit (OJ L 296/2011, s. 38).

²² Zob. *Statement by the European Commission, the ECB and IMF on the Fifth Review Mission to Greece*, European Commission, Memo/11/684, 11 X 2011, <http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=MEMO/11/684> (data dostępu: 18 II 2012 r.).

²³ European Commission, *European Economic Forecast*, Spring 2012, s. 72, http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/european_economy/2012/pdf/ee-2012-1_en.pdf (data dostępu: 15 V 2012 r.).

być udzielane na preferencyjnych warunkach. Restrykcyjne podejście oficjalnych pożyczkodawców ze strefy euro zaczęło być z czasem łagodzone, czego wyrazem była zgoda szefów państw/rządów strefy euro w marcu 2011 r. na obniżenie oprocentowania o 100 punktów bazowych i wydłużenie terminu zapadalności pożyczek do 7,5 roku²⁴.

Drugą słabością pakietu był brak partycypacji podmiotów sektora prywatnego we wsparciu dla Grecji (ang. Private Sector Involvement, PSI). Zaangażowanie instytucji prywatnych oznaczałoby konieczność zgody na redukcję wartości posiadanych obligacji tego państwa. Ta opcja nie była oficjalnie rozważana na etapie konstruowania pierwszego pakietu wiosną 2010 r. Wydaje się, że w ówczesnym czasie nie doceniono skali problemu, jakim stał się narastający dług publiczny Grecji, i skupiono się przede wszystkim na zapewnieniu potrzeb pożyczkowych w krótkim i średnim okresie, a w dużo mniejszym stopniu na przyjęciu długofalowej strategii redukcji wielkości wskaźnika greckiego zadłużenia. Jedną z przyczyn ówczesnego braku dyskusji i decyzji dotyczącej PSI mogła być obawa przed negatywną reakcją uczestników rynków finansowych na takową propozycję.

2. Drugi pakiet pomocy finansowej dla Grecji

W związku z ciągłym pogarszaniem się sytuacji w odniesieniu do zadłużenia, a także mając na uwadze pesymistyczne perspektywy w zakresie możliwości powrotu Grecji do finansowania rynkowego, wiosną 2011 r. zaczęto poważnie rozważać konieczność przyjęcia kolejnego pakietu pomocy finansowej oraz zaangażowania sektora prywatnego we wsparcie dla Grecji. Postulat jak najsilniejszego włączenia instytucji finansowych formułował rząd Niemiec, co częściowo wynikało z faktu, iż bez realizacji tej opcji gabinetowi Angeli Merkel trudno byłoby uzyskać wewnętrzne poparcie dla przyjęcia drugiego pakietu pomocy. Dużo bardziej wstrzemięźliwa wobec takiego rozwiązania była Francja, której stanowisko było przez długi czas bliższe pozycji EBC²⁵. EBC był zaś bardzo sceptyczny wobec takiego pomysłu, obawiając się, że jego realizacja mogłaby wywołać negatywną reakcję uczestników rynków. Niepokój ten mógł być uzasadniony choćby ze względu na oświadczenia największych agencji ratingowych, które ostrzegały, że proces restrukturyzacji długu może wytworzyć sytuację, która zostanie przez nie uznana jako stan niewypłacalności tego państwa²⁶.

W lipcu 2011 r. doszło do pierwotnego uzgodnienia warunków i charakteru partycypacji prywatnych instytucji finansowych w pomocy dla Grecji. Ustalono, że partycypacja sektora prywatnego w okresie 2011–2014 r. miałaby netto wynieść 37 mld euro i 93 mld euro w całym okresie 2011–2020²⁷.

²⁴ *Konkluzje szefów państw lub rządów strefy euro*, Bruksela, 11 marca 2011 r., http://ec.europa.eu/polska/news/documents/110314_euro.pdf (data dostępu: 18 II 2012 r.).

²⁵ *Where we currently stand on Greek debt?*, Eurointelligence, 25 V 2011.

²⁶ *Rating agencies say they do not accept debt rollover proposals*, Eurointelligence, 7 VI 2011.

²⁷ European Commission, *Background document on the offer by the International Institute of Finance (IIF) and on Debt Buy Back (DBB)*, VII 2011, s. 2.

Przewidziano cztery równorzędne opcje restrukturyzacji długu:

- zamiana obligacji po nominalnej wartości na obligacje 30-letnie;
- rolowanie greckich obligacji po upływie ich terminu zapadalności na obligacje 30-letnie;
- zamiana obligacji po wartości zdyskontowanej, wynoszącej 80% wartości nominalnej, na obligacje 30-letnie;
- zamiana obligacji po wartości zdyskontowanej, wynoszącej 80% wartości nominalnej, na obligacje 15-letnie²⁸.

Szefowie państw/rządów strefy euro podczas posiedzenia 21 lipca 2011 r. podkreślili, że uzgodnione rozwiązanie dotyczące PSI ma charakter wyjątkowy i nadzwyczajny²⁹, co miało w założeniu złagodzić obawy prywatnych instytucji finansowych co do konieczności ponoszenia takiego zaangażowania w przyszłości³⁰.

Ustalenia w zakresie PSI uzupełniły zgodę szefów/państw rządów strefy euro (która zapadła na szczycie 21 lipca 2011 r.) na przygotowanie drugiego pakietu pomocowego dla Grecji. Wedle pierwotnej wersji pakiet miał wynieść 109 mld euro i być finansowany ze środków Europejskiego Instrumentu Stabilności Finansowej³¹ (ang.

²⁸ Narodowy Bank Polski – Departament Zagraniczny, *Programy pomocowe dla Grecji, Irlandii i Portugalii – stan na sierpień 2011 r.*, sierpień 2011 r., s. 3, www.nbp.pl/publikacje/integracja_europejska/programy_pomocowe.pdf (data dostępu: 15 II 2012 r.).

²⁹ Wydaje się, że przedstawione w oświadczeniu z 21 lipca 2011 r. podejście do PSI nie było do końca spójne z wcześniej przyjętymi rozwiązaniami dotyczącymi uczestnictwa sektora prywatnego we wsparcie dla państw, które będą otrzymywać pomoc z EMS. W pierwotnej wersji porozumienia ustanawiającego ten mechanizm (podpisanego 11 lipca 2011 r.) przyjęto (w art. 12 ust. 2), że PSI powinno mieć miejsce na zasadzie analizy przypadku (ang. *case by case*) i zależeć od skali problemów zadłużeniowych danego państwa. W przypadku gdy istnieje szansa, iż program dostosowawczy, realizowany przez dane państwo będące beneficjentem pomocy z EMS, pozwoli na przywrócenie stabilizacji w odniesieniu do długu publicznego, inwestorzy prywatni byłiby zachęceni do utrzymania swojej ekspozycji, jeżeli chodzi o obligacje danego państwa. W sytuacji gdyby program ten nie był wystarczający z punktu widzenia rozwiązania problemu zadłużenia, dane państwo negocjowałoby z inwestorami prywatnymi ich warunki uczestnictwa we wsparciu realizacji tego zadania. W celu ułatwienia procesu restrukturyzacji długu pierwotna wersja porozumienia zobowiązywała państwa strefy euro do wprowadzenia, w emitowanych od lipca 2013 r. papierach dłużnych, tzw. klauzul wspólnego działania (ang. *Collective Action Clauses*, CACs). Ich uruchomienie skutkowałoby tym, że wyrażenie zgody przez odpowiednią większość wierzycieli na restrukturyzację długu stałoby się wiążące także dla tych podmiotów, które były przeciwnie takiej decyzji. Szefowie państw/rządów strefy euro, pod wpływem negatywnej reakcji znacznej części uczestników rynków na takie rozwiązanie, zgodzili się w grudniu 2011 r. dość zasadniczo złagodzić zasady zaangażowania sektora prywatnego w kontekście EMS. W tym celu postanowili dostosować je do praktyk MFW oraz podkreślić ich nadzwyczajny charakter. W zrewidowanym tekście porozumienia (podpisanym 2 lutego 2012 r.) usunięto szczegółowe zapisy dotyczące formy PSI, które znajdowały się w pierwotnej wersji. Utrzymano jednak obowiązek wprowadzenia CACs do papierów dłużnych emitowanych już od stycznia 2013 r.

³⁰ *Oświadczenie szefów państw lub rządów strefy euro i instytucji UE*, Bruksela, 21 lipca 2011 r., www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/PL/ec/123987.pdf (data dostępu: 15 II 2012 r.).

³¹ Geneza i analiza funkcjonowania Europejskiego Instrumentu Stabilności Finansowej znajduje się w części IV niniejszego artykułu.

European Financial Stability Facility, EFSF) i MFW. Oparcie źródeł finansowania drugiego pakietu pomocy na EFSF, a nie na mechanizmie pożyczek dwustronnych, stanowiło najważniejszą różnicę w porównaniu do pierwszego pakietu. Kwota pomocy miała obejmować koszty tzw. wsparcia jakości kredytowej (ang. *credit enhancement*), tj. zabezpieczeń oferowanych posiadaczom greckich obligacji w momencie ich zamiany w ramach procesu restrukturyzacji długu Grecji. 20 mld euro z pakietu pomocowego miało zostać przeznaczone na program wykupu obligacji przez Grecję (ang. *debt buy-back*). Państwa strefy euro zgodziły się ponadto na wyraźne złagodzenie warunków finansowych związanych z drugim pakietem pomocy, tj. zmniejszenie oprocentowania pożyczek z EFSF (ustalono, że byłoby ono równoważne oprocentowaniu stosowanemu w przypadku instrumentu wsparcia bilansu płatniczego, tj. ok. 3,5%) oraz wydłużenia terminu ich zapadalności (miałby on wynieść co najmniej 15 lat i maksymalnie 30 lat z zachowaniem 10-letniego okresu karencji)³². Postanowiono też wydłużyć termin zapadalności pożyczek z GLF, ale nie skonkretyzowano publicznie w tym wypadku szczegółów czasowych.

Niektóre państwa, szczególnie Finlandia, wysunęły żądanie przekazania przez Grecję specjalnego zabezpieczenia, będącego gwarantem wypełnienia przez nią zobowiązań finansowych wobec pożyczkodawców oficjalnych³³. W odpowiedzi na ich postulaty Eurogrupa w październiku 2011 r. uzgodniła zasady funkcjonowania uniwersalnego rozwiązania dotyczącego zabezpieczeń, które może być wykorzystane przez zainteresowane państwa strefy euro. Uznano przede wszystkim, że możliwość uzyskania zabezpieczenia powinna wiązać się z poniesieniem wysokich kosztów dostępu. Pierwszym z nich byłaby konieczność wpłaty przez dane państwo kapitału do EMS w jednej transzy, a nie w pięciu, jak przyjęto w porozumieniu ustanawiającym ten mechanizm. Drugim byłaby redukcja ewentualnych zysków z pożyczek udzielanych przez EFSF, a kolejnym, że w przypadku niewypłacalności państwa otrzymującego pomoc wypłata zabezpieczenia nie następowałaby automatycznie, ale byłaby skorelowana z terminem zapadalności pożyczki z EFSF³⁴.

W związku z licznymi wątpliwościami (m.in. potwierdzonymi przez szacunki KE), czy wielkość pakietu pomocy oficjalnej oraz uzgodniony poziom PSI są wystarczające w kontekście skutecznych działań na rzecz walki z problemem zadłużenia Grecji, szefowie państw/rządów strefy euro na posiedzeniu 26 października 2011 r. postanowili zwiększyć wielkość drugiego pakietu do 130 mld euro (w tym 30 mld euro miało zostać przeznaczone na wsparcie jakości kredytowej), na okres do 2014 r. Udało im się

³² *Oświadczenie szefów państw...*

³³ Finlandia zawarła w sierpniu 2011 r. wstępną umowę z Grecją dot. zabezpieczeń. Na jej mocy Grecja miała przekazać 600 mln euro na specjalne konto powiernicze, co stanowiłoby gwarancję dla Finlandii spłaty jej części pożyczki. Umowa ta została skrytykowana przez kilka pozostałych państw strefy, m.in. Niemcy, i finalnie odstąpiono od jej wdrożenia. W związku z tym postanowiono przyjąć rozwiązanie ogólne, które mogłoby dotyczyć wszystkich państw pożyczkodawców.

³⁴ I. Wishard, *Finnish win Greek collateral deal*, European Voice, 4 X 2011 r., www.european-voice.com/article/2011/october/finnish-win-greek-collateral-deal/72177.aspx (data dostępu: 18 II 2012 r.).

również przekonać przedstawicieli sektora finansowego do zaakceptowania nominalnej redukcji wartości posiadanych przez te podmioty obligacji Grecji o 50%. Za cel tych działań uznano redukcję wskaźnika zadłużenia Grecji do 120% do 2020 r.³⁵

Wbrew oczekiwaniom szefów państw/rządów strefy euro prace nad szczegółami dotyczącymi drugiego pakietu nie zakończyły się w 2011 r. Za jedną z przyczyn opóźnień można uznać napięcia polityczne, które pojawiły się między rządem Grecji a głównymi decydentami w strefie euro na początku listopada 2011 r., kiedy to ówczesny premier Papandreou zasugerował możliwość przeprowadzenia referendum na temat przyjęcia drugiego pakietu pomocowego. Takie posunięcie wywołało bardzo negatywną reakcję uczestników rynków finansowych, a także zrozumiałą falę krytyki i irytacji ze strony partnerów w strefie euro. Doprowadziło też w konsekwencji do wewnętrznych przetasowań politycznych, czego rezultatem była rezygnacja dotychczasowego gabinetu i powołanie rządu tymczasowego (w skład którego weszli przedstawiciele głównych partii politycznych) z Lucasem Papademossem na czele. Zasadnicza faza prac nad nowym pakietem trwała do drugiej połowy lutego 2012 r. – Eurogrupa 21 lutego 2012 r. potwierdziła gotowość uruchomienia drugiego pakietu pomocy na kwotę do 130 mld euro³⁶.

Dodatkowo ministrowie finansów państw strefy euro postanowili wstecznie obniżyć oprocentowanie pożyczek udzielanych z GLF do 150 punktów bazowych, jeżeli chodzi o marżę, co ich zdaniem powinno przyczynić się do zmniejszenia potrzeb pożyczkowych Grecji o 1,4 biliona euro i w konsekwencji doprowadzić do zmniejszenia wskaźnika zadłużenia o 2,8 punktów procentowych w 2020 r. Należy dodać, że w związku z przyjęciem drugiego pakietu postanowiono, że pierwszy nie będzie kontynuowany, a pozostająca do wypłaty kwota z GLF (24,4 mld euro) będzie dystrybuowana przez EFSF i uzupełni pulę 130 mld euro.

Ostateczną i formalną decyzję dotyczącą uruchomienia drugiego pakietu pomocy finansowej dla Grecji państwa członkowskie strefy euro (na forum EWG) podjęły 14 marca 2012 r.³⁷ Dzień później Rada Wykonawcza MFW przyjęła nowy czteroletni program pożyczkowy (wykorzystując instrument *Extended Fund Facility*) dla Grecji w wysokości 28 mld euro, który zastąpił poprzedni z maja 2010 r. Kwota ta jest niewielka w porównaniu do wielkości drugiego pakietu oraz w porównaniu ze skalą za-

³⁵ *Oświadczenie ze szczytu państw strefy euro*, Bruksela, 26 października 2011 r., www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/PL/ec/125655.pdf (data dostępu: 18 II 2012 r.).

³⁶ *Eurogroup statement*, Brussels, 21 lutego 2012, www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/en/ecofin/128075.pdf (data dostępu: 21 II 2012 r.).

³⁷ Grecki rząd przyjął drugi EAP na okres 2012–2014 wraz z uaktualnionymi MEF, MoU i TMU (mają analogiczną rolę jak w przypadku pierwszego programu). Równocześnie Rada ECOFIN podjęła kolejną decyzję, w ramach procedury nadmiernego deficytu, zmieniającą decyzję 2011/734/UE i korygującą cele redukcji deficytu sektora publicznego do 7,3% w 2012 r., 4,7% w 2013 r. oraz 2,2% w 2014 r. Zob. European Commission, *The second economic adjustment programme for Greece*, European Economy, Occasional Papers, no. 94, III 2012; Council Decision of 13 March 2012 (2012/211/EU) amending Decision 2011/734/EU addressed to Greece with a view to reinforcing and deepening fiscal surveillance and giving notice to Greece to take measures for the deficit reduction judged necessary to remedy the situation of excessive deficit (OJ L 113/2012, s. 8).

angażowania Funduszu w finansowanie pierwszego z nich. Wielkość nowego pakietu pomocowego (wliczając niedystrybuowane środki z pierwszego pakietu) ma wynieść 172,6 mld euro (8,2 mld euro z puli MFW ma zostać uruchomione po 2014 r.).

Wsparcie z EFSF na rzecz Grecji, obok finansowania wkładu do PSI (do 30 mld euro) i pozostałych do wypłaty transz z GLF, zostało ukierunkowane na:

- przeprowadzenie operacji wykupu obligacji od krajowych banków centralnych państw strefy euro (ang. *buy-back for Eurosystem*, 35 mld euro) posiadających te walory jako zabezpieczenie. Celem operacji jest umożliwienie dalszego kwalifikowania się instrumentów dłużnych, emitowanych lub gwarantowanych przez grecki rząd, jako zabezpieczeń w operacjach Eurosystemu³⁸;
- finansowanie pomocy w spłacie odsetek od obligacji Grecji w ramach PSI (do 5,5 mld euro);
- dokapitalizowanie greckiego sektora bankowego (48 mld euro)³⁹.

Monitoring drugiego gospodarczego programu dostosowawczego, zgodnie z oczekiwaniami i postulatami części państw strefy (głównie Niemiec i Holandii), został jeszcze bardziej wzmocniony niż miało to miejsce w przypadku pierwszego programu. Wartą odnotowania kwestią było też poparcie przez Eurogrupę pomysłu (forsowanego przede wszystkim przez Niemcy) dotyczącego stworzenia specjalnego konta, na które trafiałyby środki pomocowe oraz fundusze wewnętrzne przeznaczone na obsługę długu publicznego Grecji w danym kwartale. Zarządzanie środkami na tym koncie również stało się przedmiotem monitoringu trojki. To rozwiązanie – uzupełnione zobowiązaniem greckiego rządu do wprowadzenia do konstytucji przepisu dotyczącego terminowej obsługi długu – służyć ma zagwarantowaniu przestrzegania przez Grecję swoich zobowiązań wobec prywatnych i oficjalnych wierzycieli. Obsługa długu stała się tym samym absolutnym priorytetem, jeżeli chodzi o wydatki budżetowe tego państwa.

Postanowienia z 26 października 2011 r. w zakresie zwiększenia skali zaangażowania sektora prywatnego czyniły nieaktualnymi cztery opcje restrukturyzacji długu uzgodnione pod koniec lipca 2011 r. W związku z tym negocjacje pomiędzy prywatnymi instytucjami finansowymi (instytucje finansowe utworzyły komitet prywatnych wierzycieli ds. Grecji, będący ściśle związany z Instytutem Finansów Międzynarodowych w Waszyngtonie⁴⁰) a rządem greckim musiały zostać wznowione. Ostatecznie porozumienie zostało sfinalizowane w lutym 2012 r. Na jego mocy instytucje finansowe zgodziły się na przyjęcie jeszcze wyższego poziomu nominalnej redukcji wartości obligacji Grecji (53,5%). Porozumienie przewidywało, że uczestniczące instytucje finansowe dokonałyby zamiany (ang. *swap*) posiadanych greckich obligacji na nowe

³⁸ Operacja ta ma charakter bezgotówkowy (ang. *cashless*) i **nie została więc** zaliczona przez EFSF do łącznej puli środków pożyczkowych (172,6 mld euro).

³⁹ European Financial Stability Facility, *Frequently Asked Questions*, s. 18, www.efsf.europa.eu/attachments/faq_en.pdf (data dostępu: 27 II 2012 r.).

⁴⁰ Głównymi negocjatorami ze strony wierzycieli prywatnych byli Charles Dallara, dyrektor zarządzający Instytutu Finansów Międzynarodowych, oraz Jean Lemierre, doradca francuskiego banku BNP Paribas.

obligacje (emitowane na podstawie prawa angielskiego), o terminie zapadalności do 30 lat (o wartości odpowiadającej 31,5% wartości nominalnej zamienianych obligacji) i oprocentowaniu wynoszącym 2% rocznie w terminie płatności w 2015 r., 3% w 2021 r. oraz 4,3% rocznie w późniejszych latach⁴¹. Instytucje uczestniczące w procesie zamiany miały też otrzymać walory emitowane przez EFSF (o wartości odpowiadającej 15% wartości nominalnej zamienianych obligacji), o terminie zapadalności wynoszącej do 24 miesięcy, oraz specjalne papiery wartościowe, zawierające zobowiązania do płatności dla ich posiadaczy (mają być realizowane od 2015 r.), zależne od wielkości wskaźnika PKB Grecji (ang. *GDP-linked securities*). Instytucje finansowe miały czas do 8 marca 2012 r., aby zdecydować, czy chcą uczestniczyć w procesie restrukturyzacji. Ostatecznie na taką partycypację zdecydowały się podmioty łącznie posiadające 85,8% (152 mld euro) całkowitej wartości nominalnej obligacji państwowych Grecji emitowanych na podstawie prawa tego kraju i kwalifikujących się do zamiany (wynosiła ona 177 mld euro)⁴². Tak duży poziom uczestnictwa pozwolił greckim władzom aktywować klauzule wspólnego działania w stosunku do posiadaczy obligacji tego państwa emitowanych na podstawie prawa greckiego, którzy nie zgodzili się dobrowolnie uczestniczyć w tym procesie⁴³. Dodatkowo część inwestorów prywatnych, posiadających obligacje Grecji emitowane na podstawie prawa innego niż greckie (o wartości nominalnej 20 mld euro), zgodziła się uczestniczyć w procesie ich zamiany. Łącznie więc zamianie podlegały obligacje o wartości 197 mld euro, co stanowiło 95,7% łącznej wartości nominalnej obligacji posiadanych przez podmioty prywatne i kwalifikujących się do zamiany. Proces zamiany obligacji emitowanych na podstawie prawa greckiego został sfinalizowany 12 marca 2012 r.

Przeprowadzony proces restrukturyzacji długu powinien umożliwić zmniejszenie wysokości greckiego zadłużenia o ponad 100 mld euro. W związku z wysokim poziomem partycypacji inwestorów prywatnych trojka szacowała, że wskaźnik długu publicznego może spaść do poziomu 117% PKB do 2020 r., co oznacza, że udałoby się osiągnąć cel redukcji wskaźnika długu Grecji do poziomu bliskiego 120% do końca bieżącej dekady⁴⁴. Jak wskazuje jednak Wolfgang Münchau, wyznaczony przez szefów

⁴¹ Informacje Ministerstwa Finansów Grecji, dostępne pod adresem: www.minfin.gr/portal/en/resource/contentObject/id/7ad6442f-1777-4d02-80fb-91191c606664 (data dostępu: 22 II 2012 r.).

⁴² Informacje Ministerstwa Finansów Grecji, dostępne pod adresem: www.minfin.gr/portal/en/resource/contentObject/id/baba4f3e-da88-491c-9c61-ce1fd030edf6# (data dostępu: 9 III 2012 r.).

⁴³ Decyzja specjalnego komitetu w ramach Międzynarodowego Stowarzyszenia Swapów i Instrumentów Pochodnych (ang. International Swap and Derivatives Association, ISDA) z 9 marca 2012 r., stwierdzająca, że aktywowanie klauzul wspólnego działania przez grecki rząd spełnia przesłanki wystąpienia tzw. zdarzenia kredytowego w zakresie restrukturyzacji (ang. *restructuring credit event*), stanowiła podstawę do uruchomienia płatności dla danej instytucji finansowej, która nabyła swapy ryzyka kredytowego (ang. Credit Default Swap, CDS), będące ubezpieczeniem od ryzyka w przypadku niewypłacalności dłużnika. Zob. *ISDA EMEA Determinations Committee: Restructuring Credit Event Has Occurred with Respect to The Hellenic Republic*, Press release, 9 marca 2012.

⁴⁴ Autor celowo użył słowa „bliskiego”, dlatego że Eurogrupa 21 lutego 2012 r. skorygowała cel redukcji wskaźnika długu, określając go na poziomie 120,5%. Kontekstem tego ustalenia był omawiany na posiedzeniu Eurogrupy raport KE dotyczący projekcji greckiego zadłużenia (pomimo

państw/rządów strefy euro cel redukcji wskaźnika długu nie ma twardego uzasadnienia ekonomicznego i jest głównie motywowany przesłankami politycznymi⁴⁵. Nie ma więc tym samym jakiegokolwiek pewności, że poziom długu poniżej 120% PKB byłby bezpieczny z punktu widzenia stabilności finansowej Grecji. Nieosiągnięcie tego celu mogłoby jednak podważyć wiarygodność i skuteczność podejmowanych działań pomocowych.

Realizacji działań na rzecz trwałej poprawy sytuacji w odniesieniu do zadłużenia Grecji może nie sprzyjać sytuacja makroekonomiczna w tym państwie. Według szacunków KE z maja 2012 r. spadek greckiego PKB w 2011 r. wyniósł 6,9%, a w 2012 r. PKB może spaść o 4,7%⁴⁶. Grecja zanotuje tym samym piąty rok z rzędu recesję. Co gorsza, kolejne działania konsolidacyjne, które są warunkiem postawionym przez oficjalnych pożyczkodawców, mogą nieść dalsze negatywne implikacje dla wskaźnika PKB w krótkim okresie. Kluczowym zatem warunkiem poprawy sytuacji Grecji jest umiejętne połączenie działań konsolidacyjnych z ambitną agendą pro wzrostową. Ta druga kwestia przez długi czas nie była traktowana priorytetowo przez pożyczkodawców ze strefy euro, dla których priorytetem było przeprowadzenie przez rząd grecki głębokich dostosowań fiskalnych. Nieco paradoksalnie można stwierdzić, że stosowana logika warunkowości, koncentrującej się przede wszystkim na stronie fiskalnej i nieuwzględniającej należycie konieczności dbałości o wzrost, nie wydawała się do końca spójna z koniecznością skutecznego rozwiązywania problemu zadłużenia tego państwa. Przez pierwszy rok od momentu uruchomienia pierwszego pakietu pomocy niewiele działań zostało podjętych, aby pobudzać wzrost w Grecji⁴⁷. Dopiero w momencie prac nad drugim pakietem zaczęto wyraźnie większą wagę przykładąć do kwestii wspierania w tym państwie instytucjonalnych warunków do budowy trwałego i zrównoważonego wzrostu gospodarczego. Wyrazem tego podejścia była decyzja KE z lipca 2011 r. o ustanowieniu specjalnej grupy zadaniowej (ang. *Task Force for Greece*). Grupa zajmuje się dostarczeniem pomocy technicznej władzom Grecji w zakresie takich zagadnień, jak efektywne wykorzystanie środków z funduszy strukturalnych i Funduszu Spójności, skuteczna kontrola wydatków publicznych, poprawa ściągальności podatków, przyspieszenie prywatyzacji oraz przeprowadzenie reform w takich obszarach, jak m.in. rynek pracy, administracja, wymiar sprawiedliwości⁴⁸. Komisja

poufnego charakteru przeciekl do mediów), który wskazywał, że w bazowym scenariuszu wskaźnik ten może spaść jedynie do 129% PKB do 2020 r. Ministrowie uznali więc za konieczne podjęcie dodatkowych działań, które mają pomóc w redukcji tego wskaźnika.

⁴⁵ W. Münchau, *Why Greece and Portugal ought to go bankrupt?*, Financial Times z 13 lutego 2012 r.

⁴⁶ European Commission, *European Economic Forecast...*, s. 72.

⁴⁷ J. Pisani-Ferry, *Who lost Greece?*, Bruegel, 21 lutego 2012, www.bruegel.org/publications/publication-listing/?author=2-jean-pisani-ferry&category=&topic=&year=2012&sort=date (data dostępu: 22 II 2012 r.).

⁴⁸ Przewodniczącym grupy zadaniowej ds. Grecji został Horst Reichenbach. Grupa składa się głównie z przedstawicieli KE oraz oddelegowanych ekspertów z części państw członkowskich UE. Rozpoczęła działalność 1 września 2011 r. Grupa co kwartał składa sprawozdania ze swoich działań przewodniczącemu KE. Na mocy ustaleń Eurogrupy z 21 lutego 2012 r. grupa zadaniowa

zaproponowała też ułatwienie dostępu do niektórych środków z budżetu UE dla Grecji (oraz innych państw UE, które zostały objęte pakietami pomocy finansowej od jesieni 2008 r., tj. Irlandii, Łotwy, Portugalii, Rumunii i Węgier), poprzez zwiększenie unijnego poziomu współfinansowania projektów z funduszy UE dotyczących polityki spójności, rozwoju obszarów wiejskich oraz rybołówstwa, o 10 punktów procentowych⁴⁹. Dla Grecji, która do tej pory miała znaczące problemy z wykorzystaniem środków z polityki spójności (w okresie 2007–2013 fundusze z polityki spójności przewidziane dla Grecji wynoszą 20,4 mld euro, z czego 19,6 mld przeznaczonych jest na cel „konwergencja”), podniesienie pułapu unijnego współfinansowania oraz pomoc techniczna w zakresie poprawy zarządzania tymi środkami są niezbędnym wsparciem. Dowodem wagi, jaką KE przykładła do działań na rzecz wspierania wzrostu w Grecji, było przedstawienie 18 kwietnia 2012 r. specjalnego komunikatu poświęconego tej kwestii⁵⁰. Podejmowane działania pro wzrostowe mogą okazać się jednak niewystarczające, aby wprowadzić Grecję na tory zrównoważonego wzrostu gospodarczego⁵¹.

IV. Analiza tymczasowych ram stabilizacyjnych dla całej strefy euro

1. Ogólna charakterystyka ram stabilizacyjnych

Uzgodnienie pierwszego pakietu pomocy finansowej dla Grecji nie uspokoiło nastrojów wśród uczestników rynków. W pierwszych dniach maja 2010 r. nastąpił wzrost rentowności obligacji kilku państw strefy (obok Grecji, także np. Portugalii i Hiszpanii).

miała zostać znacząco wzmocniona w zakresie swoich zdolności działania oraz na stałe być obecna w Grecji.

⁴⁹ Podniesienie poziomu współfinansowania dotyczy środków z Europejskiego Funduszu Rozwoju Regionalnego, Europejskiego Funduszu Społecznego, Funduszu Spójności, Europejskiego Funduszu Rolnego na rzecz Rozwoju Obszarów Wiejskich oraz Europejskiego Funduszu Rybackiego. Rada UE i Parlament Europejski przyjęły pod koniec 2011 r. stosowne rozporządzenie umożliwiające zwiększenie poziomu współfinansowania z tych funduszy do maksymalnie 95% dla kwalifikujących się państw członkowskich.

⁵⁰ W myśl tego dokumentu najważniejsze obszary działań, które powinny przynieść pozytywne efekty do końca 2012 r., to: uzyskanie kontroli nad finansami publicznymi i ich docelowe zrównoważenie, zwiększenie strumienia pożyczek do gospodarki realnej oraz ułatwienie prowadzenia działalności gospodarczej w celu stymulowania inwestycji i tworzenia miejsc pracy. Komunikat jest w pełni zgodny z EAP i protokołami ustaleń. Zob. Communication from the Commission, Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Central Bank, the European Economic and Social Committee, the Committee of the Regions and the European Investment Bank, *Growth for Greece*, Strasbourg, 18 IV 2012, COM (2012) 183 final.

⁵¹ Przywrócenie trwałego wzrostu oraz skuteczna realizacja wymaganych przez trójkę działań dostosowawczych są najważniejszymi wyzwaniami dla rządu koalicyjnego pod kierunkiem Antonisa Samarasa, powstałego w czerwcu 2012 r., po ponownych wyborach parlamentarnych, które odbyły się 17 czerwca 2012 r. W wyborach tych zwyciężyła partia A. Samarasa – Nowa Demokracja (centroprawica) i udało jej się zbudować większość parlamentarną z PASOK (socjaldemokracja) oraz DIMAR (lewica). Ponowne wybory były konieczne z powodu braku możliwości stworzenia parlamentarnej większości, po wyborach z 6 maja 2012 r.

W obawie przed dalszym rozszerzaniem się fali niepewności szefowie państw/rządów strefy euro 7 maja 2010 r. opowiedzieli się za utworzeniem tymczasowego mechanizmu stabilizacyjnego, którego podstawowym celem byłoby utrzymanie stabilności w całej strefie⁵². Wypracowaniem zasad funkcjonowania mechanizmu zajęła się na specjalnym posiedzeniu Rada ECOFIN, bazując na stosownej propozycji Komisji. W nocy z 9 na 10 maja 2010 r., po wielogodzinnych negocjacjach na posiedzeniu Rady, przyjęto ramy stabilizacyjne dla strefy euro, składające się z trzech elementów:

- Europejskiego Mechanizmu Stabilizacji Finansowej (ang. European Financial Stabilisation Mechanism, EFSM) w wysokości do 60 mld euro;
- EFSF w wysokości 440 mld euro;
- wkładu MFW w oczekiwanej wysokości do 250 mld euro.

Kompozycja ram stabilizacyjnych ma zatem hybrydowy charakter i obejmuje instrument unijny (EFSM), międzyrządowy (EFSF) oraz źródło zewnętrzne (MFW). Oparcie najważniejszego filaru ram stabilizacyjnych (w związku z wielkością jest to EFSF) na porozumieniu międzyrządowym wynikało głównie ze stanowiska części państw strefy euro, przede wszystkim Niemiec. Były one przeciwne przyjęciu rozwiązania, które miałyby wyłącznie unijny charakter, tj. stanowiłoby część unijnej architektury prawno-instytucjonalnej⁵³. Z tego też powodu nie było możliwe przyjęcie jednego tymczasowego narzędzia stabilizacyjnego dla państw strefy euro, które dysponowałoby odpowiednio dużymi możliwościami udzielania pożyczek. Stanowisko Niemiec wynikało zapewne z przekonania, że stworzenie instrumentu opartego na porozumieniu międzyrządowym⁵⁴ mogłoby zapewnić większą kontrolę państw strefy nad jego funkcjonowaniem, ułatwiłoby proces ratyfikacji oraz zminimalizowałoby potencjalne ryzyko zakwestionowania przyjętych rozwiązań przez Federalny Trybunał Konstytucyjny w Karlsruhe.

Ramka 1. Pakiety pomocowe dla Irlandii i Portugalii

Podstawowym celem przyjętych 9/10 maja 2010 r. rozwiązań było uspokojenie uczestników rynków i próba wzmocnienia ich zaufania do strefy euro, co mogłoby doprowadzić do ustabilizowania sytuacji, dzięki czemu z kolei nie byłoby konieczności praktycznego użycia nowych narzędzi. Ustalenia podjęte na posiedzeniu Rady ECOFIN zostały pozytywnie przyjęte przez rynki, co spowodowało czasową poprawę sytuacji, jeżeli chodzi o rynki długu najbardziej niestabilnych pod tym względem państw strefy. Uspokojenie sytuacji trwało jedynie kilka miesięcy, gdyż jesienią 2010 r. zintensyfikowały się m.in. problemy fiskalne Irlandii. Wynikały one przede wszystkim z poniesionych przez Irlandię kosztów działań

⁵² *Statement of the Heads of state or government of the euro area*, Brussels, 7 V 2010, http://ec.europa.eu/commission_2010-/president/news/speeches-statements/pdf/114295.pdf (data dostępu: 16 II 2012 r.).

⁵³ W. Proissl, *op. cit.*, s. 31.

⁵⁴ Ciekawostką może być fakt, że wedle informacji medialnych autorem pomysłu wysuniętego podczas posiedzenia Rady, dotyczącego stworzenia instrumentu międzyrządowego, działającego na zasadzie spółki celowej, był ówczesny dyrektor departamentu w Ministerstwie Finansów Holandii Maarten Verwey, który od września 2011 r. pełni funkcję zastępcy Dyrektora Generalnego w DG ECFIN.

ratunkowych skierowanych do sektora bankowego i było raczej kwestią czasu, kiedy rząd tego państwa zwróci się z prośbą o pomoc finansową. Nastąpiło to 21 listopada 2010 r. Tydzień później Eurogrupa i Rada ECOFIN zgodziły się udzielić pomocy finansowej Irlandii, ustalając jej wielkość na 67,5 mld euro⁵⁵ w okresie trzech lat, z czego: 22,5 mld euro pochodzi z EFSM, 17,7 mld euro z EFSF oraz 4,8 mld bilateralnych pożyczek od Wielkiej Brytanii (3,8 mld euro), Szwecji (0,6 mld euro), Danii (0,4 mld euro). Pożyczka z MFW (z Extended Fund Facility), którą Rada Wykonawcza przyjęła 16 grudnia 2010 r., wynosi 22,5 mld euro. 50 mld euro w ramach pakietu jest przeznaczonych na finansowanie potrzeb pożyczkowych, a 17,5 mld euro na wsparcie uzdrawiania sytuacji w sektorze finansowym (kolejne 17,5 mld euro na ten cel pochodzi ze źródeł wewnętrznych: bufora gotówkowego będącego w dyspozycji ministerstwa finansów oraz środków Narodowego Funduszu Rezerwy Emerytalnej). 7 grudnia 2010 r. Rada ECOFIN podjęła formalną decyzję o udzieleniu pożyczki z EFSM oraz zalecenie w ramach procedury nadmiernego deficytu⁵⁶. Podobnie jak w przypadku Grecji, monitoring realizacji EAP (z warunkowością określoną w odpowiednich protokołach)⁵⁷ odbywa się co kwartał i dokonywany jest przez trojkę. Na tej podstawie Eurogrupa (w odniesieniu do EFSF), UE (EFSM) oraz Rada Wykonawcza MFW podejmują decyzję o uruchomieniu kolejnych transz pomocy⁵⁸. 7 kwietnia 2011 r. oficjalną prośbę o pomoc finansową zgłosiła Portugalia. Taki krok nie stanowił zaskoczenia dla partnerów ze strefy euro, instytucji UE oraz dla uczestników rynków, gdyż sytuacja na rynku długu tego państwa była od długiego już czasu niestabilna i z tego też powodu było ono typowane jako kolejny członek strefy euro, który będzie musiał poprosić o pomoc finansową. Pakiet dla Portugalii wynosi 78 mld euro w okresie 2011–2014 r. i składa się w równych częściach (po 26 mld euro) z wkładu EFSM (decyzja Rady formalnie zapadła 30 maja 2011 r.)⁵⁹, EFSF i MFW (Rada Wykonawcza podjęła 20 maja 2011 r. decyzję o uruchomieniu Extended Fund Facility)⁶⁰. Zasady funkcjonowania pakietu pomocy dla Portugalii (w tym warunkowość, dokumenty programowe, monitoring

⁵⁵ *Statement by the Eurogroup and ECOFIN Ministers*, Brussels, 28 listopada 2010, www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/en/ecofin/118051.pdf (data dostępu 20 II 2012 r.).

⁵⁶ Decyzja wykonawcza Rady z dnia 7 grudnia 2010 r. (2011/77/UE) w sprawie przyznania Irlandii pomocy finansowej Unii (Dz. Urz. UE z 2011 r. Nr L 30, s. 34); zalecenie przewidywało podjęcie przez Irlandię działań na rzecz redukcji deficytu publicznego do 10,6% w 2011 r., 8,6% PKB w 2012 r., 7,5% w 2013 r., 5,1% w 2014 r., 2,9% w 2015 r. Zob. Council Recommendation with a view to bringing to an end the situation of an excessive deficit in Ireland, 17210/10, Brussels, 7 XII 2010.

⁵⁷ Podobnie jak w przypadku Grecji, dokumentami określającymi szczegółową warunkowość pomocy finansowej z UE/strefy euro są: MEFP, MoU oraz TMU.

⁵⁸ Do lipca 2012 r. Irlandia otrzymała transze pożyczek w łącznej wysokości 50,9 mld euro, z czego: 20,7 mld euro z EFSM, 12 mld euro z EFSF + pożyczki bilateralne oraz 18,2 mld euro z MFW. Źródło: Informacje DG ECFIN KE dostępne pod adresem: http://ec.europa.eu/economy_finance/eu_borrower/ireland/index_en.htm (data dostępu: 20 VII 2012 r.).

⁵⁹ Zob. Decyzja wykonawcza Rady z dnia 30 maja 2011 r. (2011/344/UE) w sprawie przyznania Portugalii pomocy finansowej Unii (Dz. Urz. UE z 2011 r. Nr L 159, s. 88).

⁶⁰ Do czerwca 2012 r. Portugalia otrzymała transze pożyczek w wysokości 53,5 mld euro, z czego: 20,1 mld euro z EFSM, 14,8 mld euro z EFSF oraz 18,6 mld euro z MFW. Informacje DG ECFIN KE dostępne pod adresem: http://ec.europa.eu/economy_finance/eu_borrower/portugal/index_en.htm (data dostępu: 20 VII 2012 r.).

pomocy oraz udostępnienie transz) są analogiczne jak w przypadku Irlandii⁶¹. Na mocy postanowień szefów państw/rządów strefy euro z 21 lipca 2011 r. ustalenia w zakresie obniżenia oprocentowania pożyczek z EFSF oraz wydłużenia terminu ich zapadalności zostały zastosowane również dla Irlandii i Portugalii.

Tabela 2. Porównanie funkcjonowania EFSM i EFSF

	EFSM	EFSF
Podstawa prawna	Rozporządzenie Rady (nr 407/2010) z 11 maja 2010 r. na podstawie art. 122 ust. 2 TFUE ⁶²	umowa ramowa z 7 czerwca 2010 r. między państwami strefy euro
Efektywna wielkość	60 mld euro	440 mld euro
Instrumenty wsparcia	Pożyczki, linie kredytowe	Pożyczki, linie kredytowe, interwencje na rynkach długu (pierwotnym i wtórnym), pośrednie dokapitalizowanie instytucji finansowych
Źródło finansowania	Środki pozyskiwane z rynku kapitałowego przez KE poprzez emisję instrumentów dłużnych gwarantowanych przez budżet UE	Środki pozyskiwane z rynku kapitałowego poprzez emisję instrumentów dłużnych, wspartych gwarancjami udzielonymi przez rządy państw strefy euro, proporcjonalnie do ich klucza wkładu w kapitale opłaconym EBC
Aktywacja wsparcia	Prośba danego państwa o pomoc finansową, decyzja Rady (podjęta kwalifikowaną większością głosów) na wniosek KE, zawierająca zatwierdzenie programu dostosowawczego i warunków pomocy (uszczegółowionych w MoU ⁶³)	Prośba danego państwa o pomoc finansową kierowana do pozostałych państw strefy euro, jednomyślna decyzja Eurogrupy. Przyjęcie MoU i umowy o instrumencie pomocy finansowej (ang. Financial Assistance Facility Agreement, FFA) * Opis ten odnosi się do standardowego programu pożyczkowego EFSF (pełnego programu pomocy)

⁶¹ Celami programu dla Portugalii są: przeprowadzenie reform strukturalnych, konsolidacji fiskalnej oraz reformy sektora finansowego. Zob. P. Tokarski, *Realizacja reform związanych z pakietem pomocy finansowej UE i MFW wyzwaniem dla nowego rządu Portugalii*, Biuletyn PISM, nr 59 (808) z 3 czerwca 2011 r., www.pism.pl/index/?id=9523147e5a6707baf674941812ee5c94 (data dostępu: 18 II 2012 r.).

⁶² Artykuł 122 ust. 2 TFUE stanowi, że „w przypadku gdy Państwo Członkowskie ma trudności lub jest istotnie zagrożone poważnymi trudnościami z racji klęsk żywiołowych lub nadzwyczajnych okoliczności pozostających poza jego kontrolą, Rada, na wniosek Komisji, może przyznać danemu Państwu Członkowskiemu, pod pewnymi warunkami, pomoc finansową Unii. Przewodniczący Rady informuje Parlament Europejski o podjętej decyzji”.

⁶³ Warunkowość określona w MoU jest identyczna dla pożyczek z EFSM i EFSF.

Zarządzanie	KE (DG ECFIN)	Spółka (SPV) zarejestrowana w Luksemburgu (funkcję dyrektora generalnego pełni Klaus Regling). Kapitał początkowy spółki, wniesiony przez państwa strefy euro, wynosi ok. 30 mln euro
Zakres zastosowania	Wszystkie państwa UE (choć <i>de facto</i> państwa strefy euro)	Wyłącznie państwa strefy euro
Warunki pomocy	Skuteczna realizacja EAP – wypełnianie warunków określonych w MoU	Skuteczna realizacja EAP – wypełnianie warunków określonych w MoU
Okres aktywnego działania	Do 30 czerwca 2013 r. (dorożumiana data)	Do 30 czerwca 2013 r. (do tego czasu EFSF może angażować się w finansowanie nowych pakietów pomocowych)
Dotychczasowi beneficjenci (standardowe programy)	Irlandia, Portugalia	Irlandia, Grecja, Portugalia

Źródło: opracowanie własne na podstawie źródeł wykorzystanych w niniejszym artykule.

Na uwagę zasługuje fakt, że (jak przedstawiono w tabeli 2) zarówno EFSM, jak i EFSF nie mają charakteru funduszy, tzn. nie dysponują gotowymi środkami na pożyczki – środki te są pozyskiwane na zasadach rynkowych poprzez emisje instrumentów dłużnych⁶⁴. Konstrukcja obu tych narzędzi jest tym samym odmienna od zasad przyjętych w odniesieniu do EMS, który (mogąc również pozyskiwać środki na finansowanie pomocy poprzez emisje instrumentów dłużnych) ma dysponować kapitałem wpłaconym (80 mld euro) i kapitałem na żądanie (620 mld euro) od państw strefy euro. Na mocy art. 2 ust. 1 rozporządzenia Rady nr 407/2010 ustanawiającego EFSM KE została upoważniona do „(...) zaciągania pożyczek na rynkach kapitałowych lub od instytucji finansowych (...)”⁶⁵. Oznacza to, że Komisja ma prawo emitować w imieniu całej UE instrumenty dłużne, które są gwarantowane przez budżet UE. Rozporządzenie Rady przewiduje, że łączna kwota dostępnych środków w ramach EFSM jest ograniczona do marginesu w ramach pułapu zasobów własnych dla środków na płatności – państwa UE zdecydowały, że maksymalnie kwota ta będzie wynosić 60 mld euro. W budżecie UE stworzona została specjalna pozycja w wielkości odpowiadającej wysokości gwarancji udzielanej przez UE w zakresie zaciąganych

⁶⁴ Pożyczki z EFSM i EFSF mają taki sam status (*pari passu*) jak np. pożyczki zaciągane przez dane państwo z rynków. Jest to odmienna sytuacja niż w przypadku pożyczek z MFW, które posiadają status uprzywilejowany. Pożyczki z EMS, z wyjątkiem ściśle określonych przypadków, mają mieć również uprzywilejowany status, jednak będzie on niższy niż w przypadku środków z MFW.

⁶⁵ Rozporządzenie Rady (UE) nr 407/2010 z dnia 11 maja 2010 r. ustanawiające europejski mechanizm stabilizacji finansowej (Dz. Urz. UE z 2010 r. Nr L 118, s. 1).

na rynkach pożyczek na działanie EFSM⁶⁶. Jak stwierdziła KE, „(...) w normalnych warunkach pomoc finansowa z europejskiego mechanizmu stabilizacji finansowej nie miałaby żadnego wpływu na wydatki budżetowe (ponieważ zaciągana pożyczka jest zabezpieczona pożyczką udzieloną państwu członkowskiemu). Wydatki budżetowe powstałyby wyłącznie w sytuacji niewywiązania się przez państwo członkowskie ze swoich zobowiązań, co jest mało prawdopodobne (...)”⁶⁷. W takim potencjalnym przypadku Komisja mogłaby zwrócić się do państw członkowskich UE o dokonanie dodatkowych płatności do budżetu UE, w związku z koniecznością realizacji zobowiązań Unii wobec wierzycieli z rynków finansowych w zakresie obsługi długu.

Zasady funkcjonowania EFSM są zasadniczo analogiczne do działania instrumentu wsparcia bilansu płatniczego, zarówno jeżeli chodzi o sposób pozyskiwania kapitału, jak i zarządzanie⁶⁸. Należy dodać, że dla finansowania EFSM niezwykle istotne znaczenie ma fakt, że UE cieszy się najwyższą oceną wiarygodności kredytowej agencji ratingowych Standard&Poor's, Moody's i Fitch (AAA/Aaa/AAA), co powoduje, że koszty pozyskiwania kapitału przez Komisję na poczet funkcjonowania EFSM są relatywnie niskie⁶⁹.

2. Analiza funkcjonowania i procesu wzmacniania zdolności EFSF

Podstawą funkcjonowania EFSF, który uzyskał pełną operacyjność⁷⁰ dnia 4 sierpnia 2010 r., są gwarancje państw strefy euro dla emisji instrumentów dłużnych przez spółkę celową (rolę agenta emisji pełni państwowe niemieckie biuro ds. zarządzania długiem – Bundesrepublik Deutschland-Finanzagentur GmbH). Pomimo, że pierwotna wysokość zobowiązań państw strefy euro do udzielania gwarancji na rzecz EFSF (ang. *guarantee commitments*) wynosiła 440 mld euro, wielkość zdolności do

⁶⁶ Komunikat Komisji do Rady i Parlamentu i Komitetu Ekonomiczno-Finansowego w sprawie europejskiego mechanizmu stabilizacji finansowej, Bruksela, 30 listopada 2010 r., KOM(2010) 713 wersja ostateczna, s. 3.

⁶⁷ *Ibidem*.

⁶⁸ Innym instrumentem pomocowym UE, który jest finansowany w taki sam sposób jak EFSM i instrument wsparcia bilansu płatniczego, jest pomoc makrofinansowa (ang. *Macro-Financial Assistance*), przeznaczona dla kwalifikujących się państw trzech (np. z Europy Wschodniej czy Bałkanów Zachodnich).

⁶⁹ Do końca czerwca 2012 r. KE przeprowadziła dwanaście plasowań emisji obligacji (siedem w 2011 r.), w wyniku czego pozyskała 40,8 mld euro na potrzeby działania EFSM. Obligacje mają różne terminy zapadalności (od 5 do 30 lat). Wśród inwestorów pozyskujących te obligacje są przede wszystkim banki komercyjne, fundusze inwestycyjne i banki centralne. Źródło: informacje DG ECFIN KE zawarte w prezentacji dla inwestorów: http://ec.europa.eu/economy_finance/eu_borrower/documents/eu_investor_presentation_en.pdf (data dostępu: 26 VI 2012 r.).

⁷⁰ Zgodnie z postanowieniami umowy ramowej ustanawiającej EFSF, w momencie gdy EFSF otrzymał potwierdzenia zakończenia procesu ratyfikacji umowy i związania się jej postanowieniami (ang. *commitment confirmation*) od państw strefy, których łączne zobowiązania do udzielania gwarancji odpowiadają co najmniej 90% całkowitego efektywnego poziomu zobowiązań do udzielania gwarancji, zobowiązania tychże państw do udzielenia gwarancji weszły w życie i stały się wiążące między nimi a EFSF.

udzielania pożyczek przez EFSF w jego pierwszej wersji kształtowała się na poziomie ok. 250 mld euro. Wynikało to głównie z przyjętej w umowie ramowej z 7 czerwca 2010 r. konstrukcji EFSF, która przewidywała istnienie bufora gotówkowego (ang. *cash buffer*), dostosowanego każdorazowo do pożyczki, a także rezerwy gotówkowej (ang. *cash reserve*), odpowiadającej wielkości marży dla danej pożyczki, które pełniły rolę zabezpieczeń. Takie rozwiązanie było podyktowane chęcią uzyskania i podtrzymania przez EFSF najwyższego poziomu oceny wiarygodności kredytowej⁷¹. Dodatkowym czynnikiem, negatywnie wpływającym na zdolności do udzielania pożyczek przez EFSF, stał się fakt, że umowa ramowa od początku przewidywała możliwość zawieszenia zobowiązań do udzielania gwarancji przez państwa strefy, które same otrzymują pożyczki ratunkowe/stabilizacyjne z tego źródła albo korzystają z podobnej formy pomocy (ang. *stepping out guarantor*)⁷². Zgoda na takie zawieszenie musi być poprzedzona oficjalną prośbą zainteresowanego państwa i wymaga jednomyślności państw-gwarantów⁷³. W takim przypadku zmiana ulega klucz kontrybucji (zwiększa się w przypadku pozostałych państw-gwarantów), jednakże nie towarzyszy temu zwiększenie wysokości zobowiązań do udzielenia gwarancji przypadających na państwa-gwarantów, co oznacza, że całkowita i efektywna wielkość tych zobowiązań na rzecz EFSF zmniejsza się.

Pierwotny poziom zdolności do udzielania pożyczek przez EFSF sprawiał, że instrument ten mógł być użytecznym źródłem finansowania pomocy finansowej dla małych i średnich gospodarek strefy euro, ale nie dla takich państw jak np. Hiszpania oraz Włochy. W związku z pesymistycznymi perspektywami rozwoju sytuacji finansowo-gospodarczej w strefie zintensyfikowały się postulaty zwiększenia zdolności do udzielania pożyczek i zakresu działania EFSF. Jednym z największych orędowników tego rozwiązania była KE, która już w styczniu 2011 r. sugerowała podjęcie koniecznych działań w tym zakresie⁷⁴. Proces wzmacniania EFSF odbywał się w kilku fazach i był w znaczącym stopniu determinowany dużą presją ze strony uczestników rynków finansowych. Pierwsza faza rozpoczęła się 11 marca 2011 r., kiedy to szefowie państw/rządów strefy euro zgodzili się podjąć działania na rzecz podniesienia zdolności do udzielania pożyczek przez ten instrument do 440 mld euro

⁷¹ EFSF udało się uzyskać najwyższe oceny wiarygodności kredytowej od trzech głównych agencji ratingowych. Z racji konstrukcji EFSF ocena jego wiarygodności kredytowej w zasadniczej mierze zależy od oceny wiarygodności kredytowej państw strefy. W styczniu 2012 r. agencja Standard&Poor's obniżyła ocenę EFSF do AA+, co było rezultatem wcześniejszego obniżenia przez tę agencję ocen wiarygodności kredytowej dziewięciu państw strefy, w tym zwłaszcza dwóm z ratingiem AAA (Francji i Austrii).

⁷² Państwa mające ten status od momentu jego uzyskania nie uczestniczą w procesie podejmowania decyzji dotyczących np. udzielania nowych pożyczek lub innej formy wsparcia przez EFSF. Wedle stanu na lipiec 2012 r. taki status mają Grecja, Irlandia i Portugalia.

⁷³ *EFSF Framework Agreement* (as amended with effect from the Effective Date of the Amendments).

⁷⁴ Komisja Europejska, *Roczna wizja wzrostu gospodarczego: wsparcie całłościowej odpowiedzi na kryzys*, Bruksela, 12 I 2011 r., KOM (2011) 11 wersja ostateczna, s. 4, http://ec.europa.eu/europe2020/pdf/pl_final.pdf (data dostępu: 18 II 2012 r.).

oraz rozszerzyć zakres działania EFSF o możliwość podejmowania interwencji na rynku pierwotnym długu państwowego⁷⁵. Szczegółowe prace nad wprowadzeniem tych zmian trwały kilka miesięcy i zakończyły się w czerwcu 2011 r. zaaprobowaniem przez Eurogrupę modyfikacji w umowie ramowej dotyczącej EFSF. Na mocy zmienionej umowy wysokość zobowiązań państw strefy euro do udzielania gwarancji na rzecz EFSF wzrosła do prawie 780 mld euro, co miało zapewnić podniesienie zdolności do udzielania pożyczek do kwoty 440 mld euro (wielkość zobowiązań poszczególnych państw strefy euro została przedstawiona w tabeli 3). Ponadto zwiększono poziom zabezpieczeń (ang. *over-guarantee*) ze 120% do 165% wartości podejmowanych przez EFSF zobowiązań⁷⁶. Implikuje to zwiększenie wielkości gwarancji udzielanych przez państwa w kontekście każdej emisji instrumentów dłużnych przez EFSF do 165% ich nominalnego poziomu gwarancji wynikającego z klucza kontrybucji⁷⁷. Przyjęcie takiego rozwiązania umożliwiło odstępianie od utrzymywania bufora gotówkowego oraz rezerwy gotówkowej⁷⁸.

Tabela 3. Formalna wysokość zobowiązań do udzielania gwarancji oraz klucz kontrybucji poszczególnych państw strefy euro na rzecz EFSF

Państwo	Wysokość zobowiązań do udzielania gwarancji (mld euro)	Klucz kontrybucji w %
Austria	21,639	2,78
Belgia	27,032	3,47
Cypr	1,526	0,20
Estonia	1,995	0,26
Finlandia	13,974	1,79
Francja	158,488	20,31
Grecja*	21,898	2,81
Hiszpania	92,544	11,87
Holandia	44,446	5,70
Irlandia*	12,378	1,59
Luksemburg	1,947	0,25
Malta	0,704	0,09

⁷⁵ *Konkluzje szefów państw lub rządów strefy euro*, Bruksela, 11 marca 2011 r.

⁷⁶ Narodowy Bank Polski – Departament Zagraniczny, *Informacja na temat nowych zasad funkcjonowania Europejskiego Instrumentu Stabilności Finansowej (EFSF) oraz przyszłego kształtu Europejskiego Mechanizmu Stabilności (ESM)*, sierpień 2011 r., s. 2, http://nbp.pl/publikacje/integracja_europejska/info_EFSF_ESM.pdf (data dostępu: 21 II 2012 r.).

⁷⁷ Zob. Credit Suisse, *EFSF (R)evolution*, Fixed Income Research, 16 VIII 2011, s. 4, 6.

⁷⁸ Narodowy Bank Polski – Departament Zagraniczny, *Informacja na temat nowych zasad funkcjonowania...*, s. 2.

Niemcy	211,046	27,06
Portugalia*	19,507	2,50
Słowacja	7,728	0,99
Słowenia	3,664	0,47
Włochy	139,268	17,86
Łącznie	779,783	100

* Państwa mające status *stepping out guarantor*. W związku z takim stanem, efektywna wielkość zobowiązań do udzielania gwarancji wynosi **726 mld euro**.

Źródło: EFSF (www.efs.europa.eu/attachments/faq_en.pdf).

Uzgodnione wiosną 2011 r. zmiany w EFSF okazały się niepełne w obliczu pogłębiania się niestabilności na rynkach długu państwowego kilku państw strefy euro. Stąd też latem 2011 r. rozpoczęła się kolejna faza wzmacniania możliwości jego działania. Podczas szczytu szefów państw/rządów strefy euro 21 lipca 2011 r. podjęto decyzję o dalszym zwiększaniu instrumentarium pomocowego EFSF o:

- możliwość interwencji na rynku wtórnym długu państwowego na podstawie uprzedniej analizy EBC;
- pośrednie dokapitalizowanie instytucji finansowych;
- wsparcie zapobiegawcze (poprzez dostęp do linii kredytowych).

Zdecydowano również, że analogicznym instrumentarium będzie dysponował w przyszłości EMS⁷⁹. Znowelizowana umowa ramowa, uwzględniająca zmiany podjęte wiosną i latem 2011 r., została ponownie ratyfikowana przez wszystkie państwa strefy i weszła w życie w dniu 18 października 2011 r.⁸⁰ Szczegóły dotyczące zasad funkcjonowania nowych instrumentów w dyspozycji EFSF zostały określone w specjalnych wytycznych, opracowanych jesienią 2011 r. i przyjętych przez Radę Dyrektorów EFSF⁸¹ (najważniejsze informacje zawarte w wytycznych znajdują się w tabeli 4).

⁷⁹ Na mocy ustaleń szefów państw/rządów strefy euro z 29 czerwca 2012 r. EMS będzie mógł dysponować również opcją bezpośredniego dokapitalizowania banków, ale warunkiem ustanowienia tego instrumentu będzie stworzenie jednolitego mechanizmu nadzorczego nad sektorem bankowym w strefie euro – najważniejszym filarem tego mechanizmu ma być (na mocy art. 127 ust. 6 TFUE) EBC (źródło: *Oświadczenie ze szczytu państw strefy euro*, Bruksela, 29 czerwca 2012 r.).

⁸⁰ EFSF Framework Agreement (as amended with effect from the Effective Date of the Amendments), consolidated version, www.efs.europa.eu/attachments/20111019_efs_framework_agreement_en.pdf (data dostępu: 20 II 2012 r.).

⁸¹ Członkami Rady Dyrektorów EFSF są z zasady przedstawiciele państw zasiadający w EWG.

Tabela 4. Charakterystyka instrumentów w dyspozycji EFSF przyjętych w procesie jego wzmacniania

Instrument	Cele	Warunki dostępu	Procedura uruchamiania
Programy zapobiegawcze (ang. <i>preventive programmes</i>) – linie kredytowe na okres jednego roku z możliwością dwukrotnego odnowienia na sześć miesięcy, w wielkości od 2 do 10% PKB danego państwa.	Wsparcie dla państw, nieobjętych standardowym programem pożyczkowym w zakresie działań prewencyjnych dotyczących przewidywania szoków zewnętrznych i zabezpieczenia się przed ryzykiem wystąpienia kryzysu.	W przypadku Zapobiegawczej Linii Kredytowej (ang. <i>Precautionary Conditioned Credit Line</i> , PCCL) zdrowa sytuacja gospodarcza oraz następujące warunki <i>ex ante</i> : przestrzeganie zobowiązań w ramach Paktu Stabilności i Wzrostu oraz Procedury Nadmiernego Zaburzenia Równowagi; stabilny wskaźnik długu publicznego; stabilna pozycja zewnętrzna; brak problemów z dostępem do finansowania rynkowego na rozsądnych warunkach, brak problemów z wypłacalnością systemu bankowego. W przypadku Pogłębionej Uwarunkowanej Linii Kredytowej (ang. <i>Enhanced Conditions Credit Line</i> , ECCL) zasadniczo zdrowa sytuacja gospodarcza oraz podjęcie działań korygujących istniejące słabości, uniemożliwiające spełnienie warunków dostępu do PCCL.	Prośba skierowana od zainteresowanego państwa do członków Eurogrupy. Ocena przez KE i EBC na potrzeby Eurogrupy potencjalnego ryzyka związanego z przyszłym dostępem do finansowania rynkowego, spełniania warunków dostępu oraz potencjalnej potrzeby podjęcia działań korygujących. Jednomyślna decyzja Eurogrupy o przyznaniu linii (na podstawie propozycji EFSF), określająca jej typ i warunki. Podpisanie MoU oraz FFA.
Pośrednie dokapitalizowanie instytucji finansowych (ang. <i>recapitalisation of Financial Institutions via loans to non-programme countries</i>)	Pomoc w formie pożyczek dla państw nieobjętych standardowym programem pożyczkowym celem wsparcia ich instytucji finansowych o dużym znaczeniu dla stabilności finansowej.	Brak możliwości dokapitalizowania instytucji finansowych ze źródeł prywatnych lub budżetu krajowego, przestrzeganie przez dane państwo zobowiązań wynikających z Paktu Stabilności i Wzrostu, oraz zdolność do spłaty pożyczki. Przestrzeganie unijnych regul pomocy publicznej podczas procesu dokapitalizowania oraz innych regul relevantnych dla sektora finansowego.	Prośba skierowana przez zainteresowany rząd do przewodniczącego Eurogrupy. Szczegółowa analiza sytuacji instytucji finansowych potrzebujących wsparcia oraz sektora finansowego dokonana przez KE we współpracy z EBC oraz z możliwym udziałem odpowiedniego Europejskiego Urzędu Nadzoru (EBA, ESMA, EIOPA). Określenie instytucji beneficjentów pomocy oraz instrumentów dokapitalizowania. Identyfikacja wielkości dokapitalizowania poprzez dokonanie testu warunków skrajnych (ang. <i>stress test</i>) w instytucjach mających być beneficjentami pomocy,

				przeprowadzonego przez krajowy organ nadzoru we współpracy z odpowiednim Europejskim Urzędem Nadzoru. Prowadzenie równoległych negocjacji z Komisją (DG ds. Konkurencji) w zakresie programów restrukturyzacyjnych. Jednomyslna decyzja Eurogrupy na podstawie propozycji EFSF o udzieleniu pomocy. Podpisanie MoU.	W ramach procedury przewidzianej dla standardowego programu pożyczkowego lub zapobiegawczego. Uwzględnienie w procesie przygotowania i uruchomienia wyżej wymienionych programów ewentualnej opcji wykorzystania PMP.	Prośba skierowana przez państwo strefy euro do przewodniczącego Eurogrupy; raport EBC potwierdzający istnienie nadzwyczajnej sytuacji, stanowiącej podstawę do interwencji na rynku wtórnym. Przygotowanie przez KE, przy udziale EBC, MoU. Akceptacja MoU i FFA przez Grupę Roboczą Eurogrupy/Radę Dyrektorów EFSF. Wypracowanie szczegółów technicznych interwencji przez specjalny subkomitet EWG/Rady Dyrektorów EFSF.
			W ramach warunków przewidzianych w standardowym programie pożyczkowym lub programie zapobiegawczym.			
			Umożliwienie utrzymania lub przywrócenie przez dane państwo finansowania rynkowego oraz wzmocnienie efektywności pożyczek z EFSF (instrument ten może uzupełniać standardowy program pożyczkowy lub zapobiegawczy).			
Interwencje na rynku pierwotnym długu* (ang. <i>Primary Market Purchases, PMP</i>)			Wsparcie dla prawidłowego funkcjonowania rynku długu danego państwa, w tym zapewnienia płynności.			
Interwencje na rynku wtórnym długu* (ang. <i>interventions in secondary market</i>)						

* W przypadku interwencji na rynku wtórnym długu rolę pośrednika dla EFSF pełni EBC.

Źródło: opracowanie własne na podstawie: EFSF *Guideline on Precautionary Programmes*, EFSF *Guideline on Recapitalisation of Financial Institutions (FIs) via loans to non-programme countries*, EFSF *Guideline on Primary Market Purchases*, EFSF *Guideline on interventions in the secondary market* (wszystkie wytyczne są dostępne na stronie: www.efsf.europa.eu/about/legal-documents/index.htm).

Ramka 2. Pomoc na dokapitalizowanie sektora bankowego w Hiszpanii

Z racji poważnych, systemowych problemów w funkcjonowaniu sektora bankowego oraz braku wystarczających środków finansowych (prywatnych i publicznych) do ich rozwiązania, rząd Hiszpanii 9 czerwca 2012 r. wyraził intencję zwrócenia się o pożyczkę na dokapitalizowanie rodzimych banków. Oficjalna prośba została wystosowana 25 czerwca 2012 r. W jej następstwie 20 lipca 2012 r. Eurogrupa zgodziła się przyjąć sektorowy pakiet pomocowy dla Hiszpanii, przeznaczony na dokapitalizowanie tamtejszego sektora bankowego (ma wynieść do 100 mld euro). EFSF do czasu uzyskania operacyjności przez EMS ma finansować ten pakiet. W myśl powyższego ustalenia EFSF odłoży w rezerwie 30 mld euro, stanowiące pierwszą transzę pożyczki⁸². Pożyczki będą przekazywane do publicznego funduszu dotyczącego uporządkowanej restrukturyzacji banków (FROB), który, działając w imieniu rządu, będzie je następnie transferował do konkretnych instytucji. Pożyczki stanowią oczywiście zobowiązanie hiszpańskiego rządu oraz są wliczane do długu publicznego tego państwa. Ich średni termin zapadalności ma wynosić 12,5 roku (maksymalnie 15 lat). Szczegółowa warunkowość pomocy, określona w MoU, przewiduje m.in. przeprowadzenie, zgodnie z regułami unijnej pomocy publicznej, głębokiej restrukturyzacji określonych banków, dokonanie separacji aktywów o obniżonej jakości z bilansów banków poprzez stworzenie specjalnego podmiotu (tzw. „zły bank”), który ma nimi zarządzać, oraz wdrożenie szeregu działań w zakresie zarządzania i nadzoru nad sektorem bankowym.

Zwiększenie zdolności do udzielania pożyczek i wyposażenie EFSF w dodatkowe instrumenty wsparcia było koniecznym krokiem w kontekście pogarszającej się sytuacji w strefie euro. Biorąc pod uwagę reakcję uczestników rynków finansowych, wydaje się jednak, że decyzje dotyczące wzmocnienia EFSF (zwłaszcza możliwość interwencji na rynku wtórnym długu państwowego) zostały podjęte zbyt późno, a następnie zbyt długo trwało ich wdrażanie. To spowodowało, że EFSF nie był w stanie podjąć działań w kontekście np. łagodzenia niestabilności na rynkach długu państwowego Hiszpanii i Włoch na początku sierpnia 2011 r.

Ponadto, jak wskazywały niektóre analizy, nawet wzmocniony EFSF był wciąż zbyt mały, aby móc stanowić efektywne źródło potencjalnej pomocy finansowej dla dużych państw strefy⁸³. Stąd też zintensyfikowana została dyskusja dotycząca sposobu dalszego wzmocniania możliwości działania EFSF. Opcja kolejnego zwiększania zobowiązań państw strefy euro do udzielania gwarancji na rzecz EFSF nie była możliwa zarówno z politycznego, jak i finansowego punktu widzenia – jej realizacja mogłaby bowiem napotkać na znaczący opór wewnętrzny w części państw (przede wszystkim w Niemczech) i wiązać się z nadmiernym obciążeniem dla ich budżetów

⁸² Statement by the Eurogroup, 20 VII 2012, www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/en/ecofin/131914.pdf (data dostępu: 21 VII 2012 r.).

⁸³ Daniel Gros i Alessandro Giovannini szacowali, że wielkość EFSF musiałaby wynosić ok. 4 bln euro, aby była wystarczająca w przypadku konieczności uruchomienia pełnych pakietów pomocy finansowej także dla Hiszpanii i Włoch. Zob. D. Gros, A. Giovannini, *The EFSF as a European Monetary Fund: Does it have enough resources?*, CEPS Commentary, 22 VII 2011.

krajowych⁸⁴. W związku z tym szeroko zaczęła być dyskutowana opcja wykorzystania form dźwigni finansowej (lewarowanie), która pozwalałaby zmaksymalizować zasoby EFSF. Jednym z pomysłów było nadanie EFSF statusu specjalnej instytucji kredytowej, która miałaby dostęp do płynności dostarczanej, w ramach operacji otwartego rynku, przez Eurosystem⁸⁵. Za nadaniem EFSF licencji bankowej opowiadała się Francja, a zdecydowanym przeciwnikiem takiego rozwiązania byli Niemcy. Spór między dwoma najważniejszymi państwami strefy euro opóźniał podjęcie decyzji w sprawie dalszego wzmocnienia możliwości EFSF. Finalnie na posiedzeniu szefów państw/rządów strefy euro 26 października 2011 r. uzgodniono, że dla zmaksymalizowania zdolności działania EFSF zostaną wykorzystane dwie opcje:

- I: wsparcie jakości kredytowej poprzez oferowanie ubezpieczenia od ryzyka dla inwestorów nabywających obligacje emitowane przez dane państwo strefy euro na rynku pierwotnym;
- II: pozyskiwanie dodatkowych środków od inwestorów prywatnych oraz innych podmiotów (także z państw trzecich) poprzez specjalne instrumenty inwestycyjne.

Podjęte ustalenia stanowiły trzecią fazę procesu wzmocniania EFSF. Początkowo państwa strefy euro liczyły, że łączne zastosowanie opcji powinno – poprzez efekt dźwigni – zwiększyć zdolności EFSF od czterech do pięciu razy. Dość szybko okazało się jednak, że oczekiwania przywódców państw strefy były zbyt wygórowane. Potencjalni inwestorzy (np. z Chin), pomimo deklarowanego zainteresowania, czekali bowiem na szczegóły dotyczące zasad funkcjonowania obu tych opcji. Te zaś zostały uzgodnione 29 listopada 2011 r. na posiedzeniu Eurogrupy⁸⁶. Zgodnie z podjętymi ustaleniami obie wyżej wymienione opcje będą stosowane zgodnie z przyjętymi wytycznymi dotyczącymi wdrażania poszczególnych instrumentów w ramach EFSF.

Zgodnie z opcją I ubezpieczenie od ryzyka będzie miało formę tzw. certyfikatów częściowej ochrony (ang. *Partial Protection Certificate*), które będą emitowane przez specjalną spółkę celową, niepowiązaną z EFSF (ang. *the European Sovereign Bond Protection Facility*, ESBPF). Państwo chcące uzyskać tego rodzaju wsparcie będzie musiało zawrzeć MoU i FFA. Certyfikat ten będzie dołączony do emitowanych przez to państwo obligacji i miałby taką samą jak one zapadalność. Obligacje i certyfikat będą pozyskiwane w pakiecie, lecz następnie certyfikat mógłby stać się przedmiotem

⁸⁴ Eurostat w styczniu 2011 r. uznał, że dług emitowany przez EFSF powinien być statystycznie zaliczany do długu publicznego państw strefy euro, proporcjonalnie do ich klucza kontrybucji w gwarancjach podczas każdej operacji pozyskiwania środków przez ten instrument. Zob. Eurostat, *The statistical recording of operations undertaken by the European Financial Stability Facility*, Press release no. 13, 27 I 2011, http://epp.eurostat.ec.europa.eu/cache/ITY_PUBLIC/2-27012011-AP/EN/2-27012011-AP-EN.PDF (data dostępu: 22 II 2012 r.).

⁸⁵ Ten pomysł zaproponowali Daniel Gros i Thomas Mayer, sugerując równocześnie przekształcenie EFSF w Europejski Fundusz Walutowy. Zob. *Refinancing the EFSF via ECB*, CEPS Commentary (Revised), 18 VIII 2011, s. 3.

⁸⁶ Zob. EFSF, *Maximising the capacity of the EFSF: Terms and Conditions* – 29 XI 2011, www.efsf.europa.eu/attachments/efsf_terms_of_reference_maximising_the_capacity.pdf (data dostępu: 23 II 2012 r.).

odrębnego obrotu. Certyfikaty mają gwarantować posiadaczowi ochronę w wysokości 20–30% wartości nominalnej nabytych obligacji od danego państwa strefy euro (dzięki takiemu rozwiązaniu oprocentowanie emitowanych obligacji uzupełnionych certyfikatem może być relatywnie korzystne dla danego państwa). Certyfikaty staną się podstawą do roszczenia w przypadku wystąpienia tzw. zdarzenia kredytowego, zgodnie z definicją stosowaną przez ISDA⁸⁷. Roszczenie zostanie zaspokojone przez spółkę emitującą certyfikat w formie płatności gotówkowej lub poprzez przekazanie obligacji emitowanych przez EFSF.

Opcja II zakłada z kolei powołanie jednego lub kilku funduszy koinwestycyjnych (ang. *Co-investment Fund*, CIF), powiązanego/powiązanych z EFSF, którego/których zadaniem będzie dokonywanie interwencji na rynkach pierwotnym i wtórnym długu państw strefy euro, zagrożonych niestabilnością⁸⁸. CIF ma z reguły trzymać zakupione obligacje do czasu ich zapadalności, ale pod określonymi warunkami może sprzedawać te walory wcześniej po cenie rynkowej. Każdy tego typu fundusz ma mieć strukturę transzową, składającą się z trzech poziomów, choć dopuszcza się też konstrukcje dwupoziomowe. Transza najbardziej podporządkowana (ang. *first loss tranche*) ma być finansowana przez EFSF i służyć absorpcji tzw. pierwszej straty⁸⁹. Transza ta stanie się dostępna dla CIF w momencie, gdy dane państwo zawrze FFA oraz podpisze MoU. Transza partycypacyjna (ang. *participating tranche*) będzie składała się z jednostek uczestnictwa pozyskiwanych przez inwestorów, które będą przedmiotem obrotu. Opcjonalnie możliwe jest też stworzenie transzy długu senioralnego (ang. *senior debt tranche*), która będzie miała pierwszeństwo nad pozostałymi transzami.

Skuteczność obu opcji zależeć będzie od poziomu wiarygodności w oczach inwestorów, zwłaszcza z państw trzecich. Decyzja o ewentualnym zaangażowaniu kapitału w CIF z takich państw, jak np. Chiny czy Rosja, będzie miała prawdopodobnie nie tylko podłoże ekonomiczne, ale również polityczne, stanowiąc element strategii zwiększania wpływów obu państw w UE. Biorąc pod uwagę dotychczasowe szacunki, z dużym stopniem prawdopodobieństwa można stwierdzić, że nie uda się osiągnąć zakładanego poziomu maksymalizacji zdolności EFSF – realnie może ona wynieść między 500 a 750 mld euro⁹⁰. Jest to więc wciąż zbyt mała wielkość, aby mogła stanowić skuteczną „ścianę ogniową” (ang. *firewall*) przed pogłębianiem się kryzysu. EFSF, po przeprowadzonych zmianach, stał się jednak wielofunkcyjnym narzędziem pomocowym. Może być użyteczny np. w stabilizowaniu sytuacji na rynkach długu państwowego oraz dostarczaniu wsparcia zapobiegawczego, choć wciąż potencjalnie

⁸⁷ Definicja ISDA zawiera okoliczności, które mogą stanowić przesłanki do ogłoszenia zdarzenia kredytowego. Należą do nich m.in.: brak pełnych i czasowych płatności zgodnie z przyjętym harmonogramem odnośnie zapadalności obligacji, moratorium/repudiacja, restrukturyzacja.

⁸⁸ EFSF, *Maximising the capacity of the EFSF...*, s. 4.

⁸⁹ J. Zombirt, *Jak ratować europejskie finanse?*, artykuł opublikowany na stronie przedstawicielstwa Komisji Europejskiej w Polsce, 8 grudnia 2011 r., http://ec.europa.eu/polska/news/opinie/111208_efs_f_pl.htm (data dostępu: 23 II 2012 r.).

⁹⁰ B. Horváth, H. Huizinga, *The EFSF: unfinished business*, VoxEU, 30 XI 2011, www.voxeu.org/index.php?q=node/7364 (data dostępu: 23 II 2012 r.).

głównie dla małych i średnich gospodarek strefy. Nie jest też w stanie skutecznie i trwale ograniczyć negatywnych zależności między sytuacją na rynkach długu a sektorem finansowym w odniesieniu do części państw strefy euro. Niewątpliwie dużym wyzwaniem jest zapewnienie spójnego i skutecznego zarządzania między EFSF a instrumentami, które wzmacniają jego zdolności działania (CIF oraz ESBPF).

Fakt potencjalnej nieadekwatności zasobów EFSF, w kontekście skali zaburzeń w strefie euro, stanowił zapewne jedną z istotnych przesłanek dla podjęcia przez szefów państw/rządów strefy euro uzgodnienia w zakresie przyspieszenia wejścia w życie o rok EMS⁹¹. Równocześnie państwa strefy i pozostali członkowie UE zgodzili się też na zwiększenie zasobów MFW poprzez przekazanie Funduszowi dwustronnych pożyczek w wysokości do 200 mld euro⁹². Dorozumianym celem takich działań było oczywiście zwiększenie zdolności Funduszu w kontekście dalszego zaangażowania MFW w stabilizowanie sytuacji w strefie euro. Trzyście państw strefy euro (bez Grecji, Irlandii, Portugalii i Estonii) zobowiązało się, proporcjonalnie do swojej kwoty udziałowej w MFW, pożyczyć Funduszowi 150 mld euro⁹³. Spośród państw UE spoza strefy euro Republika Czeska, Dania, Polska, Szwecja oraz Wielka Brytania zobowiązały się do udzielenia pożyczek na rzecz MFW⁹⁴.

V. Działania Eurosystemu

Eurosystem (czyli EBC i krajowe banki centralne państw strefy euro) od początku intensyfikacji kryzysu finansowego i gospodarczego w UE podejmował liczne działania na rzecz łagodzenia i stabilizowania sytuacji w sektorze finansowym oraz, w ramach dostępnych możliwości, w sferze realnej. Do najważniejszych z nich należały obniżenie stóp procentowych oraz szereg niestandardowych środków polityki pieniężnej (ang. *non-standard monetary policy measures*), służących przywróceniu lepszej transmisji środków standardowych w okresach niestabilności na rynkach finansowych⁹⁵.

Od października 2008 do maja 2009 r. Rada Prezesów dokonała kilku obniżek stóp procentowych, w wyniku czego stopa podstawowych operacji refinansujących została obniżona z 4,25% do 1%, stopa kredytu z 5,25% do 1,75%, a stopa depozytu

⁹¹ Zob. *Oświadczenie szefów państw lub rządów strefy euro*, Bruksela, 9 grudnia 2011 r., www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/PL/ec/126674.pdf (data dostępu: 27 II 2012 r.).

⁹² Zob. *ibidem*.

⁹³ Zob. *EU Finance Ministers statement on IMF resources*, 19 December 2011, www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_Data/docs/pressdata/en/ecofin/127062.pdf (data dostępu: 27 II 2012 r.).

⁹⁴ Decyzję o udzieleniu przez Polskę pożyczki bilateralnej MFW podejmuje zarząd Narodowego Banku Polskiego. Kwota pożyczki ma wynieść ok. 6,27 mld euro. Zobowiązania do udzielenia pożyczek na rzecz MFW podjęło także szereg państw pozaeuropejskich (m.in. Australia, Chiny, Indie, Japonia, Korea Południowa, Singapur, Tajlandia), dzięki czemu zasoby pożyczkowe MFW mogą wzrosnąć o 430 mld dolarów.

⁹⁵ *Remarks at the firewall event*, Przemówienie Jean-Claude'a Tricheta, Frankfurt nad Menem, 19 października 2011 r., www.ecb.int/press/key/date/2011/html/sp111019.pl.html (data dostępu: 22 II 2012 r.).

z 3,25% do 0,25%⁹⁶. Decyzja o obniżce z października 2008 r. została skoordynowana z analogicznymi działaniami podjętymi przez Fed, Bank Anglii oraz banki centralne Kanady, Szwajcarii i Szwecji⁹⁷. Równocześnie Rada Prezesów dokonała zawężenia tzw. korytarza, tzn. przestrzeni między stopą depozytu a stopą kredytu⁹⁸. Do jesieni 2008 r. ten korytarz zasadniczo utrzymywał szerokość 200 pkt bazowych, co oznaczało, że stopa podstawowych operacji refinansujących była odległa o 100 pkt bazowych zarówno w stosunku do stopy depozytu, jak i kredytu. Zawężenie korytarza prowadzić miało do zmniejszenia rentowności depozytów przy równoczesnym obniżeniu kosztu kredytu, co miało na celu poprawę sytuacji, jeżeli chodzi o płynność na rynku międzybankowym.

Do zastosowanych niestandardowych środków polityki pieniężnej zaliczyć można m.in. dodatkowe operacje płynnościowe, poszerzenie liczby uznawanych zabezpieczeń (ang. *collateral*), pozwalających na uczestnictwo w operacjach kredytowych Eurosystemu, zakup listów zastawnych oraz program interwencji na rynku wtórnym instrumentów dłużnych emitowanych przez państwa strefy euro. Rada Prezesów poszerzyła w październiku 2008 r. listę kwalifikujących się zabezpieczeń m.in. o niektóre kredyty konsorcjalne, certyfikaty depozytowe niebędące przedmiotem obrotu na rynkach regulowanych oraz dług podporządkowany⁹⁹. Równocześnie obniżony został pułap jakości akceptowanych zabezpieczeń z A- do BBB- (z ówczesnym wyjątkiem papierów wartościowych zabezpieczonych aktywami – ang. *Assets-Backed Securities*, ABS) z „(...) dodatkowym marginesem korekty wartości 5% dla niższej jakości aktywów (...)”¹⁰⁰. Eurosystem od początku pojawienia się turbulencji na rynku finansowym w sierpniu 2007 r. zainicjował dodatkowe operacje otwartego rynku, mające na celu dostarczenie płynności dla instytucji finansowych. Przeprowadził m.in. długoterminowe operacje refinansujące (ang. *Longer-Term Refinancing Operations*, LTRO) z pełnym przydziałem i z terminami zapadalności 6 i 12 miesięcy¹⁰¹. W maju 2009 r. Rada Prezesów podjęła decyzję o przeprowadzeniu trzech LTRO o terminie zapadalności 12 miesięcy z pełnym przydziałem. W grudniu 2011 r. z kolei zdecydowała o zainicjowaniu dwóch

⁹⁶ W kwietniu 2011 r. Rada Prezesów zdecydowała o podwyżce stóp o 25 punktów bazowych, analogiczna podwyżka miała jeszcze miejsce w lipcu 2011 r. W listopadzie 2011 r., grudniu 2011 r. i lipcu 2012 r. Rada Prezesów zdecydowała z kolei o obniżeniu wysokości stóp, w każdym przypadku o 25 punktów bazowych.

⁹⁷ Europejski Bank Centralny, *Decyzje w sprawie polityki pieniężnej*, informacja prasowa, 8 października 2008 r., www.ecb.int/press/pr/date/2008/html/pr081008.pl.html (data dostępu: 22 II 2012 r.).

⁹⁸ J. Zombirt, *Działania instytucji UE w czasie kryzysu – próba oceny*, artykuł do pracy zbiorowej przygotowywanej pod redakcją K. Żukrowskiej.

⁹⁹ J. Zombirt, *Mechanizmy rynku wewnętrznego Unii Europejskiej*, wydanie trzecie, Warszawa 2011, s. 593.

¹⁰⁰ *Ibidem*.

¹⁰¹ *Non-standard monetary policy: Five questions about the exit*, Speech by José Manuel González-Páramo, Member of the Executive Board of the ECB, Seminar at the European Economics and Financial Centre, London, 6 XI 2009, www.ecb.int/press/key/date/2009/html/sp091106.en.html (data dostępu: 22 II 2012 r.).

LTRO o okresie zapadalności 36 miesięcy z pełnym przydziałem¹⁰². Pierwsza z nich została przeprowadzona 21 grudnia 2011 r. i w jej wyniku alokowano 489,19 mld euro. Warunki operacji (oprocentowanie na poziomie 1%) były bardzo korzystne, stąd też cieszyła się ona dużym zainteresowaniem (w przetargu uczestniczyły 523 banki). Operacja ta zastąpiła LTRO o terminie zapadalności 12 miesięcy, której przeprowadzenie zapowiedziano 6 października 2011 r. Drugą 3-letnią LTRO przeprowadzono 29 lutego 2012 r., a w jej wyniku alokowano 529,53 mld euro dla 800 banków w strefie euro¹⁰³. Operacje te miały pozytywny wpływ na funkcjonowanie rynku międzybankowego, umożliwiając poprawę sytuacji, jeżeli chodzi o dostęp do płynności (np. dla banków hiszpańskich i włoskich, które złożyły oferty na znaczącą część kwoty alokacji w ramach pierwszej LTRO z 21 grudnia¹⁰⁴) i tym samym zapobiegając pogłębieniu się zaburzeń na rynku kredytowym.

Rada Prezesów zdecydowała się również podjąć decyzję o dostarczaniu środków płynnościowych w dolarach oraz we frankach szwajcarskich na podstawie specjalnych umów swapowych. W maju 2009 r. zgodziła się z kolei na uruchomienie programu zakupu listów zastawnych (ang. *Covered Bonds Purchase Programme*, CBPP) o wielkości nominalnej 60 mld euro zarówno na rynku pierwotnym, jak i wtórnym. W listopadzie 2011 r. zdecydowała się ponowić tę operację – tym razem wielkość programu miała wynieść 40 mld euro.

W związku z reperkusjami kryzysu fiskalnego w Grecji Eurosystem był pod dużą presją do podjęcia działań, które mogłyby złagodzić sytuację na rynkach długu państwowego niektórych państw strefy euro i w sektorze bankowym, narażonemu – ze względu na znaczące ekspozycje, jeżeli chodzi o obligacje państwowe – na potencjalne ryzyka. Początkowo, EBC – z ówczesnym prezesem Jean-Claude Trichetem – dość stanowczo opierał się podjęciu nadzwyczajnych działań, argumentując to m.in. ograniczeniami traktatowymi (wspomniany art. 123 TFUE), jak również chęcią uniknięcia tzw. pokusy nadużycia. Jednakże w obliczu szybko pogarszającej się sytuacji Rada Prezesów 10 maja 2010 r. zdecydowała się przyjąć zupełnie nowy instrument, tj. program dotyczący rynków papierów wartościowych (ang. *Securities Market Programme*, SMP)¹⁰⁵. W jego ramach EBC i krajowe banki centralne (KBC) państw strefy euro zaczęły (proporcjonalnie do ich udziałów w kluczu subskrypcji kapitału EBC) dokonywać zakupu na rynku wtórnym kwalifikowanych instrumentów dłużnych emitowanych przez

¹⁰² Równolegle do tej decyzji Rada Prezesów postanowiła obniżyć z 2% do 1% stopę rezerw obowiązkowych utrzymywanych przez instytucje kredytowe z państw strefy.

¹⁰³ Dane EBC dostępne pod adresem: www.ecb.int/mopo/implement/omo/html/index.en.html (data dostępu: 29 II 2012 r.).

¹⁰⁴ Bank for International Settlements, *BIS Quarterly Review: International banking and financial market developments*, III 2012, s. 3, www.bis.org/publ/qrtrpdf/r_qt1203.pdf (data dostępu: 12 III 2012 r.).

¹⁰⁵ Oprócz tej decyzji Rada Prezesów zdecydowała o uruchomieniu 6-miesięcznej LTRO z pełnym przydziałem, a także o czasowym wznowieniu linii swap z Fed i dostarczaniu środków płynnościowych w dolarach. Zob. Europejski Bank Centralny, *ECB decides on measures to address severe tensions in financial markets*, Press release, 10 V 2010, www.ecb.int/press/pr/date/2010/html/pr100510.en.html (data dostępu: 23 II 2012 r.).

państwa strefy euro lub podmioty publiczne tych państw oraz na rynku pierwotnym i wtórnym instrumentów dłużnych emitowanych przez podmioty prywatne z siedzibą w państwach strefy euro. Za cel programu uznano „(...) przeciwdziałanie nieprawidłowemu działaniu rynków papierów wartościowych oraz przywrócenie prawidłowego funkcjonowania mechanizmu transmisji polityki pieniężnej (...)”¹⁰⁶.

Zakres interwencji określała Rada Prezesów, a sam program miał mieć charakter tymczasowy. Należy podkreślić, że decyzja o przyjęciu SMP nie naruszyła art. 123 TFUE, dlatego że interwencja w odniesieniu do państwowych instrumentów dłużnych dokonywana była na rynku wtórnym, a nie pierwotnym (co jest, jak wiadomo, zakazane).

Decyzja o uruchomieniu SMP uzupełniła – podjęte w tym samym czasie – ustalenia na Radzie ECOFIN w zakresie utworzenia ram stabilizacyjnych. Bez wątpienia do podjęcia takiej decyzji doprowadziła duża dynamika negatywnych zdarzeń na rynkach, gdyż jeszcze 6 maja 2010 r. na konferencji prasowej po wyjazdowym posiedzeniu Rady Prezesów w Lizbonie Jean-Claude Trichet podkreślił, że opcja interwencji na rynku wtórnym długu państwowego nie była przedmiotem dyskusji¹⁰⁷. Rada Prezesów zdała sobie sprawę, że niepodjęcie dodatkowych, niestandardowych działań może nie tylko utrudnić prawidłowe funkcjonowanie mechanizmu transmisji polityki pieniężnej, ale przede wszystkim jeszcze bardziej pogorszyć sytuację niektórych państw strefy euro w odniesieniu do ich rynków długu, a w następstwie tego negatywnie wpłynąć na stabilność sektora finansowego w strefie. Wydaje się, że presja ze strony części państw strefy euro, wbrew wielu medialnym opiniom, nie była kluczowym powodem podjęcia decyzji o uruchomieniu SMP, tym bardziej że EBC – zwłaszcza pod przewodnictwem prezesa Tricheta – wykazywał zwykle wysoką odporność na naciski ze strony rządów niektórych państw (np. Francji). Między samymi państwami strefy były zresztą znaczące różnice zdań co do skali zaangażowania Eurosystemu w działania ratunkowe – tradycyjnie wstrzemięźliwą postawę wobec tego postulatu miały Niemcy, obawiający się, że takie działania mogą naruszyć niezależność EBC i KBC państw strefy euro. Stanowisko to, co oczywiste, kontrastowało z podejściem Francji.

W początkowej fazie działalności programu EBC i KBC ze strefy euro dokonały zakupu m.in. greckich instrumentów dłużnych. Po długim okresie ograniczenia zakupów program został zintensyfikowany na początku sierpnia 2011 r., gdy z dużym wzrostem rentowności obligacji zmagaly się Hiszpania i Włochy. Rada Prezesów wyraźnie podkreśliła, że konieczne jest podjęcie przez oba te państwa niezbędnych reform fiskalnych i strukturalnych. Dodatkowo – jak donosiły media – Jean-Claude Trichet wraz z przyszłym prezesem EBC, a ówczesnym szefem Banku Włoch Mario Draghim, wysłali list do ówczesnego premiera Silvio Berlusconi, w którym zawarli wykaz działań, jakie rząd włoski powinien podjąć w celu poprawy sytuacji fiskalnej

¹⁰⁶ Decyzja Europejskiego Banku Centralnego z dnia 14 maja 2010 r. (EBC/2010/5) w sprawie ustanowienia programu dotyczącego rynków papierów wartościowych (Dz. Urz. UE z 2010 r. Nr L 124, s. 8).

¹⁰⁷ *Introductory statement with Q&A*, Jean-Claude Trichet, President of the ECB, Lucas Papademos, Vice President of the ECB, Lisbon, 6 V 2010.

oraz konkurencyjności gospodarki¹⁰⁸. Takie stanowisko było więc ewidentną próbą wywarcia presji na Włochy oraz daniem do zrozumienia władzom tego państwa, że podjęcie działań konsolidacyjnych i reform strukturalnych może być przez Eurosystem traktowane jako warunek podejmowania decyzji o skali dalszej interwencji na rynku wtórnym włoskiego długu. W pierwszym tygodniu po intensyfikacji SMP (okres od 5 do 12 sierpnia 2011 r.) wielkość zakupów Eurosystemu w ramach tego programu wzrosła aż o 22 mld euro (do 96 mld euro), a w okresie od 5 sierpnia do 2 września 2011 r. wzrost wyniósł 55 mld euro (do 129 mld euro)¹⁰⁹. W kolejnych miesiącach skala interwencji została ponownie zmniejszona w porównaniu do sierpnia 2011 r., a w pierwszej połowie 2012 r. SMP miał już bardzo ograniczone zastosowanie (wedle stanu na 27 lipca 2012 r. wielkość interwencji wynosiła 211,5 mld euro¹¹⁰). Nowy prezes EBC Mario Draghi, wbrew oczekiwaniom części uczestników rynków, od początku wstrzemięźliwie podchodził do SMP, podkreślając tymczasowy charakter programu oraz ograniczenia w wielkości interwencji. Należy dodać, że Eurosystem, dokonując zakupów instrumentów dłużnych w ramach SMP, musiał równocześnie przeprowadzać działania sterylizujące, mające na celu absorpcję płynności w wielkości również zakupom w ramach tego programu, tak aby zapobiegać nadmiernym wahaniom płynności w sektorze¹¹¹.

Rada Prezesów podjęła również decyzje o czasowym zawieszeniu minimalnych wymogów dotyczących jakości kredytowej w odniesieniu do instrumentów dłużnych emitowanych lub gwarantowanych przez rząd Grecji (decyzja z maja 2010 r.) oraz Portugalii (decyzja z lipca 2011 r.), stosowanych jako zabezpieczenia w operacjach kredytowych Eurosystemu¹¹². Miało to ułatwić instytucjom finansowym posiadającym te walory możliwość uczestnictwa w operacjach Eurosystemu oraz pomóc w stabilizowaniu sytuacji w ich sektorze finansowym.

¹⁰⁸ Podobny list został też wysłany do ówczesnego premiera Hiszpanii José Luisa Zapatero. Zob. *Trichet's letter to Rome published, urged cuts*, Reuters, 29 VIII 2011, www.reuters.com/article/2011/09/29/us-italy-ecb-idUSTRE78S4MK20110929 (data dostępu: 24 II 2012 r.).

¹⁰⁹ Dane agencji Bloomberg dostępne pod adresem: www.bloomberg.com/quote/ECBCSMP:IND (data dostępu: 28 II 2012 r.).

¹¹⁰ Dane EBC dostępne pod adresem: www.ecb.int/mopo/implement/omo/html/index.en.html (data dostępu: 30 VII 2012 r.).

¹¹¹ Działania te przeprowadzane są w formie 7-dniowych operacji dostrajających (ang. *fine-tuning operations*), w ramach których Eurosystem ogłasza przetargi na przyjmowanie depozytów terminowych o stałym oprocentowaniu.

¹¹² Po decyzji agencji S&P z 27 lutego 2012 r. obniżającej ocenę wiarygodności kredytowej Grecji do poziomu SD (ang. *selective default*), oznaczającego częściową niewypłacalność, Rada Prezesów była zmuszona czasowo zawiesić kwalifikowalność instrumentów dłużnych emitowanych lub gwarantowanych przez rząd Grecji jako zabezpieczeń w operacjach Eurosystemu. Instrumenty te zaczęły się ponownie kwalifikować jako zabezpieczenia po aktywowaniu operacji *buy-back for Eurosystem*. Zob. European Central Bank, *Eligibility of Greek bonds used as collateral in Eurosystem monetary policy operations*, Press release, 28 II 2012, www.ecb.int/press/pr/date/2012/html/pr120228.en.html (data dostępu: 28 II 2012 r.); European Central Bank, *Eligibility of bonds issued or guaranteed by the Greek government in Eurosystem credit operations*, Press release, 8 III 2012, www.ecb.int/press/pr/date/2012/html/pr120308_1.en.html (data dostępu: 8 III 2012 r.).

Pozyskiwanie instrumentów dłużnych w ramach SMP mogło stanowić potencjalne ryzyko dla bilansów EBC i KBC państw strefy euro. Niebezpieczeństwo to dotyczyło przede wszystkim greckich obligacji państwowych. Nic więc dziwnego, że niektórzy eksperci kwestionowali racjonalność zakupu instrumentów dłużnych tego państwa w ramach SMP¹¹³. Równocześnie jednak zwracano uwagę na fakt, że zakup włoskich państwowych instrumentów dłużnych w ramach SMP, podjęty w sierpniu 2011 r., był uzasadniony nie tylko ze względu na ówczesne okoliczności rynkowe, ale też konieczność zapewnienia prawidłowej transmisji polityki pieniężnej i ochronę stabilności włoskiego systemu bankowego¹¹⁴. Krytyczne argumenty dotyczące pozyskania greckich państwowych instrumentów dłużnych (wydano na nie w ramach SMP ok. 40 mld euro) stały się jeszcze bardziej uzasadnione, w momencie gdy pojawiły się oczekiwania (wyrażane m.in. przez prywatne instytucje finansowe), aby Eurosystem zaangażował się w proces zmniejszania wskaźnika greckiego zadłużenia, czyli *de facto* uczestniczył w jakiejś formie restrukturyzacji długu. EBC od początku dyskusji nad PSI dawał jednak jasno do zrozumienia, iż w jego wypadku uczestnictwo w procesie restrukturyzacji jest niemożliwe. Aby wyeliminować ryzyko poniesienia przymusowych strat z tytułu posiadania greckich instrumentów dłużnych, EBC dokonał w lutym 2012 r. zamiany posiadanych greckich obligacji państwowych na nowe walory o tych samych parametrach i wartości, ale mających nowe numery serii¹¹⁵. Dzięki temu zabiegowi do obligacji posiadanych przez EBC nie miały zastosowania tzw. klauzule wspólnego działania, wprowadzone na mocy specjalnego prawa przyjętego w Grecji w związku z procesem restrukturyzacji długu. EBC przychylił się również do zastosowania rozwiązania, w myśl którego zyski z tytułu posiadania greckich obligacji zostałyby, zgodnie z art. 33 statutu ESBC i EBC¹¹⁶, przekazane do KBC państw strefy euro, proporcjonalnie do ich udziału w kapitale EBC, a następnie mogłyby być – zgodnie ze statutami tychże banków centralnych – dystrybuowane do budżetów ich państw. Finalnie środki te, jak uzgodniła Eurogrupa 21 lutego 2012 r., mają służyć wsparciu działań na rzecz poprawy sytuacji w odniesieniu do zadłużenia Grecji. Dodatkowo państwa strefy, których KBC nabyły greckie obligacje dla celów inwestycyjnych (a więc nie w ramach SMP), zobowiązały się przekazywać Grecji do 2020 r. kwoty w wysokości równej przyszłym zyskom z tych walorów dla KBC (które zasiląby wcześniej budżety tychże państw). Taki ruch ma pozwolić na zmniejszenie potrzeb pożyczkowych i wysokości wskaźnika greckiego długu o odpowiednio 1,8 mld euro i o 1,8 p.p. do 2020 r.

Trudno w sposób w pełni precyzyjny zbadać efektywność SMP. Wynika to z wielości czynników, które wpływają na kształtowanie się sytuacji na rynkach długu

¹¹³ Zob. G. Wolff, *Changing of the guard – huge challenges ahead for the new ECB president*, Bruegel Policy Contribution, iss. 10, 2011, IX 2011, s. 7.

¹¹⁴ *Ibidem*, s. 8.

¹¹⁵ *ECB concludes Greek debt exchange*, The Wall Street Journal (Online), 17 lutego 2012, <http://online.wsj.com/article/SB10001424052970204059804577229341521642580.html> (data dostępu: 25 II 2012 r.).

¹¹⁶ Protokół nr 4 w sprawie statutu Europejskiego Systemu Banków Centralnych i Europejskiego Banku Centralnego (Dz. Urz. UE z 2008 r. Nr C 115, s. 230).

państwowego w strefie euro. Tuż po uruchomieniu tego programu sytuacja na tych rynkach nieco się uspokoiła (czego wyrazem był m.in. spadek spreadów obligacji Grecji, Hiszpanii, Portugalii w stosunku do niemieckich papierów dłużnych, który przejściowo nastąpił po 10 maja 2010 r.), choć nie da się dokładnie określić, w jakim stopniu był to rezultat przyjęcia SMP, a w jakim np. efekt utworzenia ram stabilizacyjnych. Wydaje się też, że przyjęcie tego programu umożliwiło ograniczenie ryzyka przelania się niestabilności z państw pogrążonych w kryzysie na resztę członków strefy euro¹¹⁷. Bez wątpienia jednak intensyfikacja SMP w sierpniu 2011 r. pomogła wydatnie złagodzić sytuację na rynkach długu Hiszpanii i Włoch. Z dużym prawdopodobieństwem można więc uznać, że brak interwencji w tej skali przyczyniłby się do dalszego wzrostu rentowności obligacji obu tych państw. SMP od początku powstania budził kontrowersje (nawet w samej Radzie Prezesów¹¹⁸), gdyż jego przyjęcie i stosowanie zbliżyło Eurosystem do granicy działań dopuszczalnych przez Traktaty. Decyzja o zainicjowaniu tego programu *de facto* rozszerzyła rolę Eurosystemu w sferze działań mających na celu łagodzenie napięć rynkowych i niestabilności w strefie euro. Wzmocniła równocześnie postulaty domagające się przyjęcia przez EBC roli „pożyczkodawcy ostatniej instancji” (ang. *lender of the last resort*) w stosunku do rynków długu państw strefy euro¹¹⁹. Realizacja tego pomysłu nie jest możliwa w związku z obecnymi uwarunkowaniami traktatowymi. Wśród państw członkowskich UE nie ma natomiast zgody co do tak znaczącego rozszerzenia mandatu EBC (sprzeciwiają się temu przede wszystkim Niemcy). Rada Prezesów, podejmując decyzję o stworzeniu SMP, ryzykowała, iż realizacja tego programu może naruszyć wiarygodność i publiczne zaufanie do Eurosystemu. Taka reakcja nastąpiła częściowo w Niemczech, gdzie np. w czerwcu 2010 r. znacząco spadł poziom publicznego zaufania do EBC¹²⁰, a sam program był wielokrotnie kwestionowany pod względem legalności, m.in. przez Christiana Wulffa (w czasie gdy pełnił funkcję prezydenta RFN¹²¹). Wszystkie powyższe aspekty sprawiają, że trudno jednoznacznie ocenić SMP. Bez wątpienia jednak jego ustanowienie było jedną z najodważniejszych decyzji podjętych przez Radę Prezesów w jej historii.

¹¹⁷ European Central Bank, *The ECB's non-standard measures – impact and phasing-outs*, ECB Monthly Bulletin, VII 2011, s. 67, www.ecb.int/pub/pdf/mobu/mb201107en.pdf (data dostępu: 25 II 2012 r.).

¹¹⁸ We wrześniu 2011 r. członek zarządu EBC Jürgen Stark ogłosił rezygnację ze stanowiska. Wedle wielu informacji medialnych jego decyzja była podyktowana m.in. sceptycznym stosunkiem do wdrażania SMP.

¹¹⁹ Takie propozycje zgłaszali np. prof. Charles Wyplosz oraz prof. Paul De Grauwe, którzy proponowali m.in., aby EBC zaczął pełnić rolę gwaranta w odniesieniu do rynków długu publicznego państw strefy euro. Zob. Ch. Wyplosz, *A failsafe way to end the Eurozone crisis*, VoxEu, 26 IX 2011, www.voxeu.org/index.php?q=node/7031 (data dostępu: 25 II 2012 r.); P. De Grauwe, *Only a more active ECB can solve the euro crisis*, CEPS Policy Brief, no. 250, VIII 2011.

¹²⁰ Dane Eurobarometru przedstawione w: G. Wolff, *op. cit.*, s. 10.

¹²¹ Zob. Opening speech at the 4th Lindau Nobel Laureate Meeting in Economic Sciences, Lindau, 24 VIII 2011, www.bundespraesident.de/SharedDocs/Reden/EN/ChristianWulff/Reden/2011/110824-Wirtschaftsnobelpreistraeger-englisch.html (data dostępu: 26 II 2012 r.).

VI. Podsumowanie

Zakres działań, które zostały podjęte w reakcji na kryzys fiskalny w Grecji i jego następstwa dla strefy euro, nie ma precedensu, co jest zrozumiałe, biorąc pod uwagę skalę turbulencji i zaburzeń występujących w obszarze wspólnej waluty od 2010 r.

Wydaje się, że w pełni wykorzystano możliwości prawne, jakie przewidują obecne Traktaty, na podjęcie działań łagodzących kryzys – taka ocena odnosi się zarówno do rozwiązań przyjętych przez państwa strefy euro, jak i Eurosystem. Biorąc pod uwagę opisane w artykule ograniczenia prawno-instytucjonalne, przyjęcie i uruchomienie GLF, EFSM i EFSF stanowi dowód wysokiego poziomu woli politycznej i determinacji państw strefy i instytucji UE, aby przeciwdziałać negatywnym scenariuszom rozwoju sytuacji. Faktem jest jednak, że wyżej wymienione działania były podejmowane pod dużą presją ze strony uczestników rynków, a także podmiotów zewnętrznych (jak np. USA oraz MFW) i zazwyczaj miały reaktywny charakter. W przypadku pierwszego pakietu pomocowego dla Grecji zbyt długo odwlekano podjęcie wiążących decyzji. Decydenci polityczni w strefie euro byli zwykle kilka kroków za rynkami, co było jednak w pewnym sensie naturalne i wynikało z różnych specyfik i logik działania obu tych sfer.

Niewątpliwie dynamika negatywnych zdarzeń w sferze finansowo-gospodarczej w strefie euro od 2010 r. zmusiła niektóre państwa tej strefy do odejścia od prezentowanego w pewnych sytuacjach nieco dogmatycznego podejścia (które np. na początku 2010 r. było prezentowane przez Niemcy w odniesieniu do kwestii pomocy dla Grecji) na rzecz większego pragmatyzmu i elastyczności. Okres zarządzania kryzysowego w strefie euro od 2010 r. nauczył jego uczestników, że przyjmowane rozwiązania (np. dotyczące charakteru i zakresu działania narzędzi pomocowych) należy dostosowywać do zmieniających się okoliczności. Dobrym przykładem na potwierdzenie tej tezy jest proces wzmacniania zakresu i możliwości działania EFSF. Inny wniosek głosi, że w związku z poziomem skomplikowania problemów w strefie nie ma łatwych i cudownych rozwiązań, które można wdrożyć w szybkim czasie, aby służyły poprawie sytuacji. Z tego też względu nieuzasadnione wydają się opinie, że np. zgoda na wprowadzenie solidarnie gwarantowanych obligacji w strefie euro byłaby panaceum na problemy i zastopowałaby kryzys w strefie euro. Takiego rozwiązania nie da się bowiem wprowadzić w szybkim czasie, gdyż wymaga to modyfikacji Traktatów (przede wszystkim art. 125 TFUE)¹²². Ponadto istnieje wątpliwość, czy system nadzoru nad dyscypliną

¹²² Komisja przedstawiła 23 listopada 2011 r. zieloną księgę w sprawie możliwości wprowadzenia obligacji stabilnościowych. Dokument ten analizował trzy potencjalne opcje. Pierwsza z nich (najbardziej ambitna) przewidywała całkowite zastąpienie emisji obligacji krajowych przez emisję obligacji stabilnościowych objętych wspólnymi (solidarnymi) gwarancjami państw strefy euro. Druga zakładała częściowe zastąpienie emisji obligacji krajowych przez, objęte solidarnymi gwarancjami, obligacje stabilnościowe. Trzecia z nich przewidywała częściowe zastąpienie emisji krajowych obligacji przez obligacje stabilnościowe, ale nieobjęte solidarnymi, lecz indywidualnymi gwarancjami. Zob. Komisja Europejska, *Zielona księga w sprawie możliwości wprowadzenia obligacji stabilnościowych*, Bruksela, 23 listopada 2011 r., KOM(2011) 818, wersja ostateczna, http://ec.europa.eu/europe2020/pdf/green_paper_pl.pdf (data dostępu: 28 II 2012 r.).

fiskalną na poziomie unijnym byłby na tyle restrykcyjny i skuteczny, aby zneutralizować ryzyko tzw. pokusy nadużycia wynikające z ewentualnego wprowadzenia wspólnych obligacji w strefie euro.

W związku z nadzwyczajnością sytuacji zdecydowana większość kluczowych ustaleń dotyczących analizowanych w niniejszym artykule działań odbywała się w wąskim gronie uczestników. W analizowanym przypadku to grono obejmowało zasadniczo niemiecką kanclerz Angelę Merkel i ówczesnego prezydenta Francji Nicolasa Sarkozy'ego, którzy odbywali częste spotkania bilateralne, służące wypracowaniu wspólnych stanowisk w reakcji na rozwój sytuacji w strefie. W uzgodnienia z przywódcami Niemiec i Francji zaangażowani zwykle byli przewodniczący Rady Europejskiej, Herman Van Rompuy (który przewodniczył wszystkim nieformalnym posiedzeniom szefów państw/rządów strefy euro, jakie odbyły się od 2010 r.)¹²³, prezes EBC (Jean-Claude Trichet/Mario Draghi), przewodniczący Komisji, José Manuel Barroso, przewodniczący Eurogrupy Jean-Claude Juncker oraz często dyrektor wykonawczy MFW (Dominique Strauss-Kahn/Christine Lagarde)¹²⁴. Format uzgodnień, w którym dominującą rolę grały dwa największe państwa strefy euro, z jednej strony pozwalał nieco przyspieszyć proces wypracowywania ustaleń. Z drugiej jednak strony ograniczał pozostałym państwom strefy euro możliwość realnego wpływu na przyjmowane rozwiązania, choć należy pamiętać, że kluczowe postanowienia (dotyczące np. przyjęcia pakietów pomocowych dla Grecji, utworzenia i reformy EFSF) musiały być podjęte jednomyślnie przez państwa strefy euro. Ten fakt powodował, że pozostałe państwa strefy miały teoretycznie możliwość wpływu na kształt przyjmowanych rozwiązań, mogąc formułować w tym względzie swoje opinie i postulaty – asertywna postawa w tym zakresie była prezentowana przede wszystkim przez Finlandię oraz Holandię.

Opisany wyżej nieformalny format ustaleń uszczuplił rolę KE i Rady Europejskiej w procesie wypracowywania rozwiązań ratunkowych/stabilizacyjnych, a także mocno osłabił znaczenie rotacyjnego przewodnictwa w Radzie UE w tym zakresie. Rola

¹²³ W latach 2010 i 2011 odbyło się łącznie sześć specjalnych posiedzeń szefów państw/rządów strefy euro (wszystkie miały miejsce w Brukseli, w budynku Sekretariatu Generalnego Rady UE – „Justus Lipsius”, w którym zwykle odbywają się również posiedzenia Rady Europejskiej): 25 marca 2010 r., 7 maja 2010 r., 11 marca 2011 r., 21 lipca 2011 r., 23 października 2011 r., 26 października 2011 r. Zgodnie z ustaleniami podjętymi na ostatnim z wymienionych szczytów, dotyczącymi poprawy zarządzania w strefie euro, posiedzenia szefów państw/rządów strefy będą odbywać się co najmniej dwa razy w roku i będą miały stałego przewodniczącego, wybieranego w tym samym czasie i na tę samą długość kadencji (2,5 roku) co przewodniczący Rady Europejskiej. W szczytach tych ma uczestniczyć także przewodniczący KE i – jako osoba zapraszana – prezes EBC. Mają się z zasady odbywać po posiedzeniach Rady Europejskiej. Powyższe postanowienie zostało wprowadzone do tekstu Traktatu o stabilności, koordynacji i zarządzaniu w UGW, podpisanego 2 marca 2012 r. 1 marca 2012 r. Herman Van Rompuy został wybrany na stałego przewodniczącego tych szczytów (oraz na drugą kadencję przewodniczącego Rady Europejskiej).

¹²⁴ Grupie tej nadano nawet odpowiednią nazwę, tj. „grupa frankfurcka” od miejsca, w którym spotkała się w pełnej konfiguracji (19 października 2011 r. we Frankfurcie nad Menem przy okazji uroczystości pożegnalnej Jean-Claude’a Tricheta).

ta była bardzo ograniczona, zwłaszcza – co rozumiałe – w przypadku prezydencji sprawowanych przez państwa nieuczestniczące w trzecim etapie UGW (jak przewodnictwa Węgier, Polski i Danii)¹²⁵. Podkreślić przy tym należy, że dość harmonijnie i skutecznie przebiegała koordynacja decyzyjna między Eurogrupą a Radą ECOFIN np. w zakresie przyjmowania poszczególnych części pakietów pomocowych dla Irlandii i Portugalii.

Uczestnicy rynków od początku oczekiwali szybkich i kompleksowych decyzji od przywódców państw strefy euro i instytucji UE, stąd też z ich punktu widzenia mogło się wydawać, iż podejmowane przez te podmioty działania były spóźnione i fragmentaryczne. Z dużym stopniem prawdopodobieństwa można przyjąć, że jednym z powodów takiej percepcji był fakt nieskutecznego procesu komunikacji działań przez państwa strefy euro i instytucje UE. Ze strony różnych aktorów procesu decyzyjnego wysyłane były często niespójne sygnały i informacje co do kierunków działań oraz kształtu przygotowywanych rozwiązań (dobrze było to widać np. podczas dyskusji nad zaangażowaniem sektora prywatnego we wsparcie dla Grecji i innych ustaleń dotyczących kształtu drugiego pakietu). Brak wystarczającej dyscypliny komunikacyjnej potęgował wątpliwości i niepewność u zewnętrznych obserwatorów, a w konsekwencji nie służył budowie wiarygodności strefy euro w oczach partnerów zewnętrznych oraz uczestników rynków.

Ustanowienie tymczasowych instrumentów ratunkowych/stabilizacyjnych oraz przeprowadzenie najgłębszej w historii UGW reformy systemu zarządzania gospodarczego stanowią kompleksową odpowiedź UE na niestabilną sytuację finansowo-gospodarczą rozwijającą się w strefie euro od 2010 r. Nie ma wątpliwości, że od skuteczności realizacji działań w tych dwóch wymiarach zależy w ogromnej mierze nie tylko przyszłość strefy euro, ale również gospodarcze i polityczne kierunki rozwoju sytuacji w całej UE.

¹²⁵ Fakt, że dane państwo, sprawujące rotacyjne przewodnictwo w Radzie UE, nie uczestniczy np. w trzecim etapie UGW, oznacza, że prezydencja ta ma charakter niejednolity. Taka sytuacja – jak trafnie pisze Leszek Jesień – „(...) powoduje zasadniczą trudność dla prezydencji oraz dla spójności całego procesu zarządzania procesem politycznym i administracyjnym w UE (...)”. Zob. L. Jesień, *Prezydencja Unii Europejskiej: Zinstytucjonalizowana procedura przywództwa politycznego*, Warszawa 2011, s. 229–230.