

MATERIAŁY I STUDIA

Zeszyt nr 292

Europejski Mechanizm Stabilności jako stabilizator w planowanej unii finansowej

Agnieszka Trzcńska

Warszawa, 2013 r.

Agnieszka Trzcińska – Departament Zagraniczny, Narodowy Bank Polski

Opracowanie przedstawia osobiste poglądy Autora, nie stanowi oficjalnego stanowiska NBP.

Podziękowania: Składam serdeczne podziękowania dr. Pawłowi Sameckiemu za wnikliwe komentarze i sugestie, przedstawione podczas seminarium Instytutu Ekonomicznego NBP. Dziękuję również Tomaszowi Cizakowi, bez którego uwag niniejsza praca nie uzyskałaby właściwego kształtu.

Projekt graficzny:
Oliwka s.c.

Skład i druk:
Drukarnia NBP

Wydał:
Narodowy Bank Polski
Departament Edukacji i Wydawnictw
00-919 Warszawa, ul. Świętokrzyska 11/21
tel. 22 653 23 35, fax 22 653 13 21

© Copyright Narodowy Bank Polski, 2013

ISSN 2084-6258

Materiały i Studia są rozprowadzane bezpłatnie

Dostępne są również na stronie internetowej NBP: <http://www.nbp.pl>

Spis treści

Spis rysunków	2
Spis tabel	3
Streszczenie.....	4
Wstęp	5
I. Europejski Mechanizm Stabilności: istota i funkcje.....	9
I.1. Europejski Mechanizm Stabilności jako element reformy zarządzania gospodarczego w UE	9
I.2. Konstrukcja Europejskiego Mechanizmu Stabilności	18
II. Kierunki integracji w Unii Gospodarczej i Walutowej.....	30
III. Europejski Mechanizm Stabilności jako stabilizator w planowanej unii finansowej.....	44
III.1. ESM jako stabilizator w Unii Gospodarczej i Walutowej w obecnym kształcie	45
III.2. ESM jako stabilizator w planowanej unii bankowej	52
III.3. ESM jako stabilizator w planowanej unii fiskalnej i gospodarczej	63
Zakończenie	65
Bibliografia	68

Spis rysunków

Rysunek 1: Instrumenty wsparcia dostępne w ramach ESM	24
Rysunek 2: Procedura przyznania pomocy w ramach ESM	26
Rysunek 3: Etapy działań do podjęcia w kierunku faktycznej Unii Gospodarczej i Walutowej wg sprawozdania H. van Rompuy’a (w ściślejszej współpracy z J.M. Barroso, J-C. Juncker i M. Draghi) z grudnia 2012 r.	39
Rysunek 4: Plan działania na rzecz pogłębienia integracji w Unii Gospodarczej i Walutowej przedstawiony przez Radę Europejską w grudniu 2012 r.....	42
Rysunek 5: Możliwości działania w sytuacji zagrożenia upadłością banku.....	55
Rysunek 6: Koszty fiskalne kryzysów bankowych w zaawansowanych gospodarkach w latach 1970-2011	60
Rysunek 7: ESM jako zabezpieczenie fiskalne dla jednolitego funduszu <i>resolution</i>	62

Spis tabel

Tabela 1: Działania podjęte w latach 2010-2011 na rzecz poprawy dyscypliny fiskalnej i stworzenia nowego modelu zarządzania gospodarczego w Unii Europejskiej	11
Tabela 2: Główne zmiany w koncepcji mechanizmów ratunkowych dla strefy euro (EFSF, ESM)	17
Tabela 3: Wizja rzeczywistej Unii Gospodarczej i Walutowej przedstawiona na posiedzeniu Rady Europejskiej w czerwcu 2012 r....	32
Tabela 4: Harmonogram poszczególnych inicjatyw przewidzianych w planie działania Komisji Europejskiej z listopada 2012 r.	35
Tabela 5: Obligacje zakupione przez EBC w ramach <i>Securities Markets Programme</i>	47
Tabela 6: Dług publiczny (w mld EUR) w krajach strefy euro w 2012 r.	51

Streszczenie

Poniższe opracowanie przedstawia rolę Europejskiego Mechanizmu Stabilności (ESM) w kontekście planowanych reform mających na celu pogłębienie integracji w ramach Unii Gospodarczej i Walutowej. Szczególną uwagę poświęcono adekwatności Mechanizmu jako stabilizatora na każdym z projektowanych etapów zmian prowadzących do powstania unii finansowej, rozumianej jako ostatni etap na drodze ku pełnej (rzeczywistej) Unii Gospodarczej i Walutowej, tj. obejmującej unię bankową, fiskalną i gospodarczą, a także działającej w oparciu o legitymację demokratyczną.

Pomimo szeregu reform podjętych w odpowiedzi na kryzys finansowy, mankamenty wbudowane w pierwotną konstrukcję Unii Gospodarczej i Walutowej, w tym nieprzestrzeganie przez państwa członkowskie zasad polityki fiskalnej i gospodarczej, a także specyficzna struktura sektora bankowego w Europie, doprowadziły do wybuchu kryzysu zadłużenia w strefie euro oraz znacznego wzrostu ryzyka jej rozpadu. Pogarszająca się sytuacja gospodarcza sprawiła, że kształt Europejskiego Mechanizmu Stabilności ulegał przeformułowaniu jeszcze w okresie pomiędzy podpisaniem Traktatu o utworzeniu ESM a jego faktycznym uruchomieniem. Wraz z rozwojem koncepcji pogłębionej Unii Gospodarczej i Walutowej, ewoluuje też mandat Europejskiego Mechanizmu Stabilności.

Choć nie jest obecnie znany ostateczny kształt zmian, już dziś wydaje się, że Europejski Mechanizm Stabilności będzie nie tyle załącznikiem wspólnego budżetu strefy euro, co jego substytutem w początkowej fazie transformacji Unii Gospodarczej i Walutowej, tworząc zdolność fiskalną dla zintegrowanych ram finansowych.

Słowa kluczowe: ESM, kryzys finansowy, pogłębienie integracji, unia finansowa, UGW, zabezpieczenie fiskalne

Sygnatura JEL: F33, G01, G23, H12

Wstęp

Pierwsza fala kryzysu, która nadeszła do Europy w 2008 r., charakteryzowała się zaburzeniami typowymi dla kryzysu finansowego. Załamanie rynku kredytowego (*credit crunch*) wiązało się z koniecznością podjęcia działań ukierunkowanych na dostarczenie płynności. Skala zakłóceń, ożywiająca wspomnienia z początków Wielkiej Depresji, spowodowała, że banki centralne sięgnęły po różnego rodzaju standardowe instrumenty polityki monetarnej, wzmacniając ich efekt tzw. działaniami niekonwencjonalnymi, zaś rządy po mniej lub bardziej – w zależności od przestrzeni fiskalnej – agresywne pakiety stymulacyjne.

Choć działania te doprowadziły do stabilizacji sytuacji w sektorze bankowym, zagrożenia nie zostały w pełni wyeliminowane. Dwa lata po wybuchu kryzysu stało się jasne, że zmieniło się źródło niebezpieczeństwa – główną uwagę skierowano na zadłużenie państw strefy euro. Do bogatej listy historycznych przypadków występowania kryzysu zadłużenia po- lub równoległe do kryzysu finansowego i recesji¹, dodano kryzys współczesny, w dużym stopniu jednak unikalny, bo pierwszy raz w powojennej historii dotyczący krajów wysokorozwiniętych.

Kryzys finansowy uwypuklił mankamenty nie tylko ram prawnych i nadzorczych w Unii Europejskiej, ale także systemu koordynacji polityki gospodarczej – skutki tych ostatnich były szczególnie odczuwalne w ramach Unii Gospodarczej i Walutowej (UGW). Wybuch kryzysu greckiego dał więc początek reformie zarządzania gospodarczego. Wraz z przenoszeniem się problemów na kolejne kraje przedstawiano coraz dalej idące propozycje w zakresie wzmacniania mechanizmów monitorowania i dyscyplinowania państw członkowskich, a tym samym pogłębionej integracji w unii monetarnej. Proces zmian nadal trwa - Unię czekają dalsze etapy przebudowy architektury instytucjonalnej. Ostatnim krokiem na drodze ku pełnej (rzeczywistej) Unii Gospodarczej i Walutowej ma być unia finansowa obejmująca unię bankową, fiskalną i gospodarczą, a także działająca w oparciu o legitymację demokratyczną.

¹ Zob. C.M. Reinhart, K. Rogoff, *This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton University Press, 2011

Do tej pory uniknięto zmian traktatowych, oprócz jednej ograniczonej modyfikacji. Modyfikacji, która stała się podstawą powołania Europejskiego Mechanizmu Stabilności (ESM). Zmieniające się wyzwania gospodarek unijnych powodują, iż rola Mechanizmu ewoluje, stopniowemu przeformułowaniu ulega jego mandat i zakres kompetencji. Powołany pod hasłem solidarności, w celu ochrony stabilności państw należących do strefy euro, jeszcze dwa lata temu przez wielu ekonomistów postrzegany jako załączek wspólnego budżetu, Europejski Mechanizm Stabilności może wkrótce stać się zabezpieczeniem przede wszystkim dla sektorów bankowych, stanowiąc istotny element zintegrowanych ram finansowych.

Czy Europejski Mechanizm Stabilności dysponuje wystarczającym zestawem narzędzi, aby zagwarantować stabilność finansową w Unii Gospodarczej i Walutowej w jej obecnym oraz przyszłym kształcie? Jaka jest rola Mechanizmu na planowanych etapach integracji? Czy jego zasoby są adekwatne do przypisanych mu funkcji? To główne pytania, na jakie poszukiwane są odpowiedzi w tym opracowaniu.

W rozdziale pierwszym omówiono genezę powstania Europejskiego Mechanizmu Stabilności, o którego powołaniu zdecydowano w 2010 r. w kontekście reformy zarządzania gospodarczego w Unii Europejskiej, a także jego kształt instytucjonalny. Do czasu jego uruchomienia w 2012 r., koncepcja Mechanizmu ulegała wielokrotnie przeformułowaniu w świetle pogarszającej się sytuacji makroekonomicznej i coraz powszechniej dostrzeganego ryzyka rozpadu strefy euro. Nowe wyzwania postawiły nowe zadania przed decydentami europejskimi. W odpowiedzi na nie pojawiły się postulaty zdecydowanego zacieśnienia integracji europejskiej, które w długim okresie doprowadziłyby do powstania pełnej Unii Gospodarczej i Walutowej, posiadającej własny budżet, emitującej wspólne obligacje, prowadzącej skoordynowaną politykę gospodarczą i posiadającej mandat demokratyczny od obywateli europejskich. Hasło „więcej Europy” zyskało nowy wymiar.

W rozdziale drugim zarysowano główne propozycje reform na rzecz pogłębiania integracji w ramach Unii Gospodarczej i Walutowej, które zostały przedstawione

między czerwcem a grudniem 2012 r., jak również umiejscowienie Europejskiego Mechanizmu Stabilności w tych planach. Unia bankowa, unia fiskalna, unia gospodarcza, unia finansowa - definicja tych pojęć nie jest jednoznaczna, gdyż konsultacje z państwami członkowskimi, a także interwencja Europejskiego Banku Centralnego w postaci ogłoszenia programu nieograniczonego skupu obligacji państw strefy euro objętych wsparciem mechanizmów ratunkowych, wpłynęły na stopniowe osłabienie wymiaru proponowanych zmian. Niemniej należy oczekiwać, że podjęte już działania na rzecz stworzenia jednolitych ram finansowych, z upływem czasu wiązać się będą z pogłębieniem integracji fiskalnej i gospodarczej.

Podczas gdy perspektywa ustanowienia wspólnej zdolności fiskalnej wydaje się być odległa, na początkowym etapie unii finansowej zastąpić ma ją w ograniczonym stopniu Europejski Mechanizm Stabilności funkcjonujący jako zabezpieczenie dla unii bankowej. To właśnie Europejski Mechanizm Stabilności ma być narzędziem ułatwiającym, w pierwszej fazie wzmocnienia Unii Gospodarczej i Walutowej, zerwanie negatywnego sprzężenia łączącego banki i rządy w strefie euro, które jest niebezpieczne dla integralności i stabilności unii monetarnej.

Pierwotnie Europejski Mechanizm Stabilności miał służyć wyłącznie ratowaniu pojedynczych państw w sytuacji zagrożenia stabilności strefy euro jako całości. Jak dotychczas Mechanizm przejął od swojego tymczasowego poprzednika, Europejskiego Instrumentu Stabilności Finansowej, zadanie dokapitalizowania hiszpańskiego sektora bankowego (za pośrednictwem rządu), a w niedalekiej przyszłości sfinansować ma pomoc dla Cypru.

Pomimo szeregu reform wdrożonych na szczeblu Unii Europejskiej, kryzys zaufania w Europie nie został zażegnany, a jego potencjalne skutki implikować mogą konieczność dalszych działań ze strony Europejskiego Mechanizmu Stabilności. Jednocześnie zauważyć należy, że jego elastyczność w zakresie zwiększania zasobów, jest ograniczona (brak licencji bankowej, uwarunkowania wewnętrzne krajów strefy euro). Trwają też prace nad rozszerzeniem katalogu narzędzi Mechanizmu, których rezultatem ma być przypisanie mu nowej funkcji w postaci udzielania wsparcia bezpośrednio sektorowi bankowemu. Jednak już teraz powstają

wątpliwości co do tego, czy Mechanizm powinien podejmować takie działania. Wreszcie, w kolejnym stadium pogłębiania integracji w ramach Unii Gospodarczej i Walutowej, po powstaniu jednolitego mechanizmu restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji, oczekuje się, że Europejski Mechanizm Stabilności zastąpi budżety krajowe, udostępniając w razie potrzeby środki finansowe, gdyby te zebrane od sektora bankowego okazały się niewystarczające.

Zawarte w rozdziale trzecim podsumowanie mandatu Europejskiego Mechanizmu Stabilności skonfrontowano z jego narzędziami i zasobami w Unii Gospodarczej i Walutowej w jej obecnym kształcie, a także spodziewanym po zmaterializowaniu prognozowanej rekonfiguracji. W szczególności rozważono rolę Mechanizmu na każdym z planowanych etapów integracji prowadzących do utworzenia unii finansowej, tj. w unii bankowej, fiskalnej i gospodarczej w celu określenia, czy jest on wystarczającym stabilizatorem.

Pod pewnymi warunkami – przede wszystkim zaś przyjmując założenie, że kraje korzystające ze wsparcia doświadczają wyłącznie przejściowych problemów o charakterze płynnościowym - można uznać, że Europejski Mechanizm Stabilności jest skutecznym stabilizatorem na obecnym etapie integracji w Unii Gospodarczej i Walutowej. Jednak planowane udostępnienie Mechanizmowi narzędzia bezpośredniego dokapitalizowania instytucji finansowych lub zastosowanie go jako zabezpieczenia dla funduszu *resolution* istotnie wpłynie na jego możliwości w zakresie reagowania na problemy państw członkowskich doświadczających trudności z dostępem do finansowania. W długim okresie, przy założeniu realizacji scenariusza transformacji ku pełnej Unii Gospodarczej i Walutowej, w szczególności powstania wspólnego budżetu, należy oczekiwać marginalizacji ESM jako instrumentu ratowania krajów członkowskich.

O ile nie wskazano inaczej, opracowanie przedstawia stan na 25 marca 2013 r.

I. Europejski Mechanizm Stabilności: istota i funkcje

I.1. Europejski Mechanizm Stabilności jako element reformy zarządzania gospodarczego w UE

Utworzenie Europejskiego Mechanizmu Stabilności (*European Stability Mechanism, ESM*) było elementem szerszej reformy modelu zarządzania gospodarczego w Unii Europejskiej, przeprowadzonej pod wpływem kryzysu.

W maju 2010 r. uzgodniony został pierwszy program pomocy dla Grecji, a niecałe pół roku później o wsparcie finansowe wystąpiła Irlandia. Kryzys w Grecji, oprócz bezpośrednich skutków w postaci konieczności udzielenia pomocy finansowej, uwydatnił słabości systemu zarządzania gospodarczego w UE, intensyfikując debatę na temat koordynacji polityki gospodarczej w ramach strefy euro i Unii Europejskiej jako całości, w tym potrzeby utworzenia mechanizmów pomocy finansowej dla państw strefy euro. Silne powiązania ekonomiczne, w szczególności zaś systemów finansowych, krajów strefy euro oraz brak instrumentów zarządzania kryzysowego sprzyjały występowaniu efektu zarażania (*domina*), stwarzając zagrożenie dla stabilności Unii Europejskiej. Odczuwalne ryzyko rozpadu strefy euro znalazło swe odzwierciedlenie w znacznym wzroście kosztów obsługi długu krajów peryferyjnych, przy jednoczesnym spadku rentowności obligacji krajów rdzenia (*core countries*).

Rozprzestrzenianie się kryzysu zadłużenia na kolejne państwa strefy euro, zestawione z ogromnymi kosztami, natury ekonomicznej, politycznej i społecznej, rozpadu Unii Gospodarczej i Walutowej, doprowadziło do osiągnięcia porozumienia na szczeblu Unii Europejskiej w sprawie wzmocnienia mechanizmów prewencyjnych i korygujących w zakresie dyscypliny budżetowej oraz polityki gospodarczej, aby przeciwdziałać nierównowagom wewnętrznym i zewnętrznym w krajach członkowskich, w szczególności nierównowagom fiskalnym i problemom z konkurencyjnością, zanim przekształcą się w zagrożenie systemowe. Elementem pakietu reform było utworzenie mechanizmu kryzysowego - najpierw

tymczasowego, a docelowo permanentnego - który stanowiłby ostateczny środek zabezpieczający przed nierównowagami w poszczególnych krajach.

Tłem ustanowienia ram zarządzania kryzysowego w strefie euro były rozważania na temat:

- i. szoków zewnętrznych – mogą one wystąpić nawet po wzmocnieniu ram koordynacji polityk gospodarczych w strefie euro, a kryzysy zaufania z nimi związane wpływają na dostęp państw strefy euro do finansowania rynkowego;
- ii. zawodności rynków – rynki finansowe nie są idealnymi narzędziami dyscyplinowania rządów (np. spready obligacji skarbowych krajów strefy euro były bardzo zbliżone przed wystąpieniem zaburzeń na rynkach finansowych w 2008 r., co świadczy o niedoszacowaniu ryzyka krajów²), a zawodność rynków finansowych, w tym samospełniająca się dynamika wyceny ryzyka krajowego, jest kosztowna dla unii monetarnych ze względu na potencjalny efekt zarażania;
- iii. potrzeby wiarygodności i przewidywalności reakcji na kryzys – właściwie zaprojektowane ramy zarządzania kryzysowego powinny kształtować oczekiwania rynkowe dzięki klarownym zasadom, a tym samym działać jako dodatkowy bufor w sytuacji nagłej zmiany nastrojów rynkowych³.

² Czyli ryzyka niewykonania zobowiązania przez państwo – od momentu powstania strefy euro aż do wybuchu kryzysu finansowego obserwowana była znaczna zbieżność krzywej dochodowości krajów posługujących się wspólną walutą, pomimo różnic w ich pozycji fiskalnej; nie przekładając ryzyka krajowego na stopę procentową, po której rządy zaciągają pożyczki, a tym samym obniżając znacznie koszt finansowania w przypadku niektórych krajów, rynek nie mobilizował rządów do zachowania odpowiedniej dyscypliny finansów publicznych. Problem ten dostrzegany był już na wczesnych etapach dyskusji nad stworzeniem Unii Gospodarczej i Walutowej. Zob. F.Gianviti, A.O.Krueger, J.Pisani-Ferry, A.Sapir, J.van Hagen, *A European mechanism for sovereign debt crisis resolution: a proposal*, Breugel Blueprint Series, 2010

³ *The European Stability Mechanism*, ECB Monthly Bulletin, lipiec 2011

Tabela 1: Działania podjęte w latach 2010-2011 na rzecz poprawy dyscypliny fiskalnej i stworzenia nowego modelu zarządzania gospodarczego w Unii Europejskiej

W kierunku nowej architektury zarządzania gospodarczego w UE: działania* podjęte w latach 2010-2011
<ul style="list-style-type: none"> ▪ Wzmocnienie Paktu Stabilności i Wzrostu (6-pak, 2-pak) <ul style="list-style-type: none"> ▫ Wzmocnienie ramienia prewencyjnego Paktu Stabilności i Wzrostu ▫ Większy nacisk na kryterium długu ▫ Zwiększony automatyzm w procesie decyzyjnym dotyczącym nakładania sankcji, ograniczający wpływ czynników politycznych na podejmowane decyzje ▫ Monitorowanie i ocena wstępnych planów budżetowych państw członkowskich, w tym możliwość interwencji KE ▫ Wzmocniony nadzór nad krajami doświadczającymi poważnych trudności finansowych
<ul style="list-style-type: none"> ▪ Pakt Fiskalny <ul style="list-style-type: none"> ▫ Deficyt strukturalny nie wyższy niż 0,5% PKB (1% PKB w przypadku państw zadłużonych poniżej 60% PKB) ▫ Złota reguła budżetowa wprowadzona do prawa krajowego ▫ Wzmocniony nadzór i koordynacja polityk gospodarczych ▫ Monitorowanie przez Europejski Trybunał Sprawiedliwości implementacji (a nie przestrzegania) zasady do przepisów krajowych
<ul style="list-style-type: none"> ▪ Nowa procedura nadmiernych zakłóceń równowagi makroekonomicznej <ul style="list-style-type: none"> ▫ Tablica wskaźników ▫ Identyfikacja nierównowag wewnętrznych, np. wynikających z zadłużenia prywatnego i publicznego ▫ W przypadku nadmiernych zakłóceń równowagi: plan działań korygujących i zalecenie Rady; możliwe sankcje
<ul style="list-style-type: none"> ▪ Semestr Europejski <ul style="list-style-type: none"> ▫ Integracja rozporoszonych wcześniej zaleceń i przejście do koordynacji <i>ex-ante</i> ▫ Wśród priorytetów konsolidacja sprzyjająca wzrostowi ▫ Koncentracja na unikaniu efektów rozlania (<i>spill-overs</i>)
<ul style="list-style-type: none"> ▪ Pakt Euro Plus <ul style="list-style-type: none"> ▫ Krajowe reformy na rzecz konkurencyjności, zatrudnienia, stabilności finansów publicznych oraz stabilności finansowej
<ul style="list-style-type: none"> ▪ Bardziej efektywny proces podejmowania decyzji w strefie euro <ul style="list-style-type: none"> ▫ Praktyczne wzmocnienie Eurogrupy ▫ Instytucjonalizacja szczytów państw strefy euro
<ul style="list-style-type: none"> ▪ Nowe instytucje zarządzania kryzysowego <ul style="list-style-type: none"> ▫ EFSM, EFSF (od 2010 r.) oraz ESM (funkcjonujący od 8 października 2012 r.)
<ul style="list-style-type: none"> ▪ Kompleksowa reforma rynków finansowych <ul style="list-style-type: none"> ▫ Implementacja postanowień porozumienia Bazylea III (projekt pakietu CRD IV/CRR)
<ul style="list-style-type: none"> ▪ Nowe instytucje europejskie odpowiedzialne za nadzór nad rynkami finansowymi <ul style="list-style-type: none"> ▫ Trzy nowe urzędy: EBA, ESMA i EIOPA nadzorujące sektor bankowy, kapitałowy oraz ubezpieczeń ▫ Europejska Rada ds. Ryzyka Systemowego monitorująca ryzyka o charakterze systemowym

* do działań zaliczono środki wdrożone i projekty reform

Źródło: Opracowanie własne na podstawie materiałów dostępnych na www.esm.europa.eu

Wraz z podpisaniem porozumienia z Grecją dotyczącego udzielenia pożyczek bilateralnych⁴, ogłoszono decyzję o utworzeniu tymczasowego europejskiego mechanizmu stabilizacyjnego składającego się z dwóch komponentów:

⇒ Europejskiego Mechanizmu Stabilizacji Finansowej (*European Financial Stabilisation Mechanism, EFSM*) pozyskującego środki na rynkach finansowych poprzez emisję papierów dłużnych gwarantowanych przez budżet UE⁵

oraz

⇒ Europejskiego Instrumentu Stabilności Finansowej (*European Financial Stability Facility, EFSF*) udzielającego wsparcia wyłącznie państwom strefy euro, finansowanego poprzez emisję instrumentów dłużnych gwarantowanych przez kraje strefy euro.

Kilka dni później propozycje środków na rzecz ustanowienia systemu wzmocnionej koordynacji opublikowała Komisja Europejska⁶, sugerując m.in. opracowanie ram zarządzania kryzysowego dla państw strefy euro, w tym jasnych i wiarygodnych procedur przyznawania pomocy finansowej krajom strefy euro dotkniętym poważnymi problemami finansowymi oraz zapowiadając przedstawienie propozycji utworzenia w średnim/długim okresie stałego mechanizmu pomocy finansowej dla państw strefy euro zagrożonych niewypłacalnością. Silne ramy zarządzania kryzysowego miałyby uchronić strefę euro przed rozprzestrzenianiem się kryzysu na inne państwa w sytuacji, gdy kłopotów finansowych doświadcza jeden z jej członków, jak miało to miejsce w przypadku Grecji (wkrótce wśród państw, które potencjalnie mogłyby potrzebować wsparcia finansowego, zaczęto wymieniać także Hiszpanię, Irlandię, Portugalię, Włochy). Równocześnie prace nad instrumentami na

⁴ Pierwszy program pomocy dla Grecji miał formę pożyczek bilateralnych udzielonych przez państwa strefy euro, które koordynowane były przez KE.

⁵ Wysokość pożyczek i linii kredytowych przyznanych w ramach EFSM (dostępnych dla wszystkich państw UE) ograniczona była do marginesu dostępnego w ramach pułapu zasobów własnych Unii Europejskiej dla środków na płatności, przy czym maksymalnie mogła sięgnąć 60 mld EUR.

⁶ Communication from the Commission: Reinforcing economic policy coordination COM (2010) 250 final, 12.05.2010

rzecz wzmocnienia zarządzania gospodarczego w Unii Europejskiej toczyły się w powołanej przez Radę Europejską tzw. grupie zadaniowej (*Task Force*) Hermana van Rompuy'a, przewodniczącego Rady Europejskiej.

Temat stałego mechanizmu pomocy finansowej dla państw strefy euro powrócił na forum UE w październiku 2010 r. Końcowe sprawozdanie z prac grupy zadaniowej poprzedziła wspólna deklaracja Niemiec i Francji (tzw. Deklaracja z Deauville), wzywająca pozostałe państwa członkowskie do utworzenia silnych ram zarządzania kryzysowego⁷ nawet, jeżeli osiągnięcie tego celu wymagałoby wprowadzenia zmian do Traktatu z Lizbony i ratyfikowania ich przed 2013 r. Potrzebę stworzenia w średnim okresie wiarygodnych ram zarządzania kryzysowego, przeciwdziałających zaburzeniom na rynkach finansowych i zapobiegających występowaniu efektu zarażania, potwierdziła grupa zadaniowa. Ramy te miałyby być skonstruowane w taki sposób, aby tworzyć zachęty dla krajów członkowskich do prowadzenia rozważnej polityki fiskalnej i makroekonomicznej, a dla uczestników rynku finansowego do odpowiedzialnego pożyczania. Nowy mechanizm pomocy finansowej zapobiegałby utracie stabilności finansowej w sytuacji, gdy nie ma realistycznych perspektyw na utrzymanie dostępu do finansowania rynkowego przez dany kraj. Październikowa Rada Europejska zleciła więc Przewodniczącemu van Rompuy'owi konsultacje, zmierzające do powołania stałego mechanizmu działającego na rzecz ochrony stabilności finansowej strefy euro, w tym możliwości zmiany Traktatów w ograniczonym zakresie.

W kolejnym miesiącu ogłoszono założenia dotyczące kształtu przyszłego (permanentnego) Europejskiego Mechanizmu Stabilności, zapowiadając zmianę Traktatu niezbędną do jego utworzenia. ESM stał się elementem komplementarnym⁸

⁷ W deklaracji podkreślono, iż sektor prywatny powinien być zaangażowany w finansowanie postępowania w przypadku zagrożenia niewypłacalnością państwa strefy euro; dodatkowo w deklaracji zaproponowano zawieszenie prawa państwa członkowskiego do głosowania w Radzie w przypadku poważnego naruszenia podstawowych zasad obowiązujących w UGW. Deklaracja z Deauville została negatywnie odebrana przez rynki finansowe – przyjmuje się ją za jedną z głównych przyczyn paniki na rynkach, która wybuchła w kolejnych dniach. Zob.: *Banking Disunion*, *The Economist*, April 6th-12th 2013, print edition

⁸ Zob. Oświadczenie Eurogrupy z dn. 28 listopada 2010 r.: „*The ESM will complement the new framework of reinforced economic governance, aiming at an effective and rigorous economic*

nowych ram wzmocnionej koordynacji polityki gospodarczej w Unii Europejskiej⁹, które zapoczątkowały większą koncentrację na długu publicznym i zapobieganiu naruszaniu dyscypliny finansów publicznych przez państwa członkowskie, a także wprowadziły bardziej efektywne środki egzekwowania ich zobowiązań.

Określając główne zasady funkcjonowania przyszłego Mechanizmu, postanowiono, że:

- Europejski Mechanizm Stabilności będzie dostarczał wsparcia finansowego krajom strefy euro w oparciu o surowy program reform gospodarczych i fiskalnych oraz rygorystyczną ocenę stabilności finansów publicznych prowadzoną przez KE, MFW w powiązaniu z EBC¹⁰;
- zasady zostaną odpowiednio dostosowane, aby zapewnić udział kredytodawców sektora prywatnego (na zasadzie *case by case*), zgodnie z polityką MFW, przy czym wierzytelności wobec kredytodawców z sektora prywatnego będą podporządkowane w stosunku do wierzytelności sektora publicznego, a Europejski Mechanizm Stabilności będzie miał status wierzyciela uprzywilejowanego, podporządkowanego jedynie wobec MFW;
- inwestorzy prywatni będą zachęceni do utrzymania swojej ekspozycji (zgodnie z zasadami międzynarodowymi i praktyką MFW) wobec krajów, które na podstawie analizy przeprowadzonej przez KE, MFW i EBC, uzna się za wypłacalne. W przypadku, gdy kraj wnioskujący o pomoc wydawać się będzie niewypłacalny, będzie on negocjował z inwestorami prywatnymi

surveillance, which will focus on prevention and will substantially reduce the probability of a crisis arising in the future”.

⁹ We wrześniu 2010 r. Komisja Europejska przedstawiła pakiet legislacyjny (tzw. 6-pak), którego celem była reforma zarządzania gospodarczego w Unii Europejskiej. Propozycje aktów prawnych były wynikiem prac KE nad nowymi instrumentami pozwalającymi wzmocnić nadzór budżetowy i makroekonomiczny w UE, które mogłyby zostać wprowadzone bez konieczności zmiany Traktatu, stąd wcześniejsze postulaty KE dotyczące ram zarządzania kryzysowego nie zostały w nich odzwierciedlone.

¹⁰ Termin „w powiązaniu z EBC” stosowany we wszystkich oficjalnych dokumentach dotyczących zaangażowania EBC w koordynację polityki fiskalnej ma zapewnić niezależność Europejskiego Banku Centralnego, który może uczestniczyć w działaniach w tym obszarze, ale nie jest do tego zobowiązany. Tym samym EBC funkcjonować ma jako instytucja oferująca swoją wiedzę techniczną, a nie organ decyzyjny, co gwarantuje jego niezależność.

kompleksowy plan restrukturyzacji długu – jeżeli w ten sposób zostanie poprawiona nierównowaga budżetowa, ESM będzie mógł udostępnić wsparcie na rzecz przywrócenia płynności;

- w celu ułatwienia zaangażowania kredytodawców z sektora prywatnego, począwszy od czerwca 2013 r., wszystkie emisje obligacji państw strefy euro będą zawierały wystandardyzowane i identyczne klauzule dotyczące działań zbiorowych (klauzule CAC)¹¹. Jednocześnie kraje członkowskie w średnim okresie powinny starać się wydłużyć terminy zapadalności nowych emisji obligacji, aby uniknąć spiętrzania potrzeb pożyczkowych związanych z koniecznością refinansowania zadłużenia;
- efektywność Mechanizmu będzie przedmiotem oceny KE (w powiązaniu z EBC) w 2016 r.

Powiązanie wsparcia finansowego z rygorystycznymi warunkami w zakresie polityki makroekonomicznej miało zagwarantować, że udzielana pomoc nie będzie miała charakteru transferu fiskalnego, a jedynie dostarczona zostanie płynność, która pozwoli krajom strefy euro, w przypadku trudności, zyskać czas na wdrożenie środków niezbędnych do przywrócenia stabilności finansów publicznych oraz konkurencyjności w średnim okresie. Stąd kluczowym zagadnieniem było właściwe zaprojektowanie i pełne wdrożenie ram zapobiegania nierównowagom i nadzoru nad politykami poszczególnych krajów.

Ostatecznie, w grudniu 2010 r., Rada Europejska podjęła decyzję o utworzeniu stałego mechanizmu pomocy finansowej dla państw strefy euro, który zastąpiłby w przyszłości powołane tymczasowo EFSF oraz EFSM. Ustanowienie ESM wiązało się z koniecznością ograniczonej zmiany Traktatu o funkcjonowaniu Unii Europejskiej (TFUE), która została przeprowadzona w ramach procedury uproszczonej.¹² W marcu 2011 r. do art. 136 TFUE dodano ustęp trzeci

¹¹ Klauzule CAC umożliwiają kredytodawcom zmianę warunków płatności w trybie decyzji podjętej większością kwalifikowaną w przypadku niewykonania zobowiązań przez emitenta.

¹² Na podstawie artykułu 48 ust. 6 Traktatu o Unii Europejskiej (TUE) zezwalającego Radzie Europejskiej, stanowiącej jednomyślnie po konsultacji z Parlamentem Europejskim, Komisją oraz -

umożliwiający państwom strefy euro powołanie mechanizmu stabilności służącego ochronie stabilności strefy euro jako całości. Zgodnie z nowym zapisem, udzielenie wszelkiej niezbędnej pomocy finansowej w ramach tego mechanizmu podlega rygorystycznym warunkom.

11 lipca 2011 r. państwa strefy euro podpisały Traktat o utworzeniu Europejskiego Mechanizmu Stabilności, który został następnie skierowany do ratyfikacji przez odpowiednie organy zgodnie z wewnętrznymi procedurami poszczególnych krajów. Już dziesięć dni po podpisaniu Traktatu powołującego ESM - w kontekście rosnącego ryzyka wystąpienia efektu zarażania, który swym zasięgiem mógłby objąć Hiszpanię i Włochy - podjęto decyzję o jego modyfikacji w celu uelastyczenia zasad funkcjonowania Mechanizmu (zmodyfikowana wersja Traktatu uwzględniająca te i kolejne zmiany na rzecz zwiększenia efektywności Mechanizmu została podpisana w lutym 2012 r.).

- w niektórych przypadkach - Europejskim Bankiem Centralnym, przyjąć decyzję zmieniającą wszystkie lub niektóre postanowienia części trzeciej Traktatu o funkcjonowaniu Unii Europejskiej (TFUE); decyzja nie może zwiększać kompetencji przyznanych Unii w Traktatach, a jej wejście w życie jest uzależnione od późniejszego jej zatwierdzenia przez państwa członkowskie zgodnie z odpowiednimi procedurami wewnętrznymi w nich obowiązującymi.

Tabela 2: Główne zmiany w koncepcji mechanizmów ratunkowych dla strefy euro (EFSF, ESM)

Główne zmiany w koncepcji mechanizmów ratunkowych dla strefy euro (EFSF, ESM) od momentu podpisania umowy powołującej EFSF do inauguracji działalności ESM (maj 2010 – październik 2012)*		
	Pierwotnie	Po zmianach
Zasoby	Zdolność pożyczkowa EFSF na poziomie ok. 250 mld EUR	Zdolność pożyczkowa EFSF zwiększona do 440 mld EUR; zdolność pożyczkowa ESM: 500 mld EUR; pozostawienie finansowania wsparcia dla Grecji, Irlandii i Portugalii w EFSF, aby zagwarantować dostęp do finansowania na łącznym poziomie 700 mld EUR (w ramach EFSF i ESM)
Warunkowość wsparcia	Pomoc w formie pożyczki uzależnionej od przyjęcia programu dostosowań makroekonomicznych	Instrumentarium rozszerzone o działania o charakterze prewencyjnym, pożyczki na dokapitalizowanie instytucji finansowych, interwencje na pierwotnym i wtórnym rynku długu (program dostosowań makroekonomicznych niewymagany)
Beneficjent wsparcia	Wyłącznie państwa strefy euro	W przyszłości bezpośrednie wsparcie instytucji finansowych
Koszt wsparcia	Pomoc na niepreferencyjnych (tzn. dostatecznie nieatrakcyjnych) warunkach finansowych, które zachęcać mają beneficjentów do jak najszybszego powrotu na rynki finansowe	Stopniowe obniżanie oprocentowania i innych kosztów związanych z pożyczkami dla Grecji, Irlandii i Portugalii (oprocentowanie zbliżone do kosztów pozyskiwania środków finansowych przez EFSF; pożyczka udzielona Grecji w ramach drugiego programu pomocowego po koszcie niższym niż koszt finansowania się niektórych krajów strefy euro); wydłużanie terminów zapadalności (z 7,5 do maksymalnie 30 lat); możliwość zastosowania 10-letniego okresu karencji
Udział sektora prywatnego	Dążenie do zaangażowania kredytodawców z sektora prywatnego	Większość odwołań do udziału sektora prywatnego w zmienionym Traktacie o utworzeniu ESM usunięta; pomoc dla Hiszpanii przeniesiona do ESM bez statutu wierzyciela uprzywilejowanego; deklaracja o wyjątkowym i jednorazowym zaangażowaniu kredytodawców sektora prywatnego w pomoc dla Grecji; [ale porozumienie ws. pomocy dla Cypru – zwrot w kierunku udziału sektora prywatnego?]**]
Proces decyzyjny	Jednomyślność wszystkich członków	Uelastycznienie procesów decyzyjnych, wprowadzenie wyjątkowego trybu głosowania w sytuacjach nadzwyczajnych

* Katalog narzędzi ESM jest z założenia analogiczny do instrumentarium EFSF

** Jednym z warunków porozumienia osiągniętego 16 marca 2013 r. ws. pomocy dla Cypru (niezaakceptowanego przez parlament cypryjski) było nałożenie jednorazowego podatku kapitałowego na depozyty złożone w bankach cypryjskich – ze względu na strukturę sektora bankowego na Cyprze (głównym źródłem finansowania banków są depozyty), zaangażowanie inwestorów posiadających uprzywilejowane i niezabezpieczone obligacje oceniono jako rozwiązanie nieefektywne.¹³

Źródło: Opracowanie własne

¹³ Zob. Financial Times, *Levy plan 'bleak day for banking union'*, P.Jenkins, A.Barker, 18 marca 2013

We wrześniu 2012 r. Traktat o utworzeniu ESM wszedł w życie¹⁴, a 8 października 2012 r. nastąpiła inauguracja działalności ESM. Począwszy od 1 marca 2013 r., przyznanie pomocy z ESM jest uzależnione¹⁵ od wcześniejszej ratyfikacji przez państwo wnioskujące o wsparcie Traktatu o stabilności, koordynacji i zarządzaniu w Unii Gospodarczej i Walutowej (*Treaty on Stability, Coordination and Governance in the Economic and Monetary Union, TSCG*)¹⁶, a następnie przeniesienia do porządku krajowego postanowień Paktu Fiskalnego, wchodzącego w skład TSCG. Uzgodnienie TSCG było kolejnym krokiem w procesie reformy zarządzania gospodarczego w UE – państwa będące sygnatariuszami tej umowy zobowiązały się m.in. do przestrzegania dyscypliny budżetowej i wzmocnienia koordynacji w ramach strefy euro. Powiązanie ESM z TSCG wynikało z ich komplementarnej roli względem ram polityki budżetowej, narzucających bardziej rozważną politykę fiskalną oraz większą solidarność w ramach unii monetarnej.

I.2. Konstrukcja Europejskiego Mechanizmu Stabilności

Inauguracja działalności Europejskiego Mechanizmu Stabilności nastąpiła 8 października 2012 r. w Luksemburgu, gdzie znajduje się siedziba organizacji. Już niecały miesiąc później ESM wyemitował obligacje w celu pozyskania finansowania na wsparcie dla hiszpańskiego sektora bankowego.

Pomimo pełnej operacyjności ESM, EFSF nie uległ natychmiastowej likwidacji. EFSF będzie kontynuował finansowanie programów pomocy, które zostały uzgodnione przed podpisaniem Traktatu ustanawiającego ESM, tj. programów dla Grecji, Irlandii i Portugalii. Od lipca 2013 r. EFSF nie będzie natomiast angażować się w nowe programy wsparcia. Zarząd ESM może zdecydować o przeniesieniu zobowiązań EFSF wobec państw-beneficjentów do ESM (jak miało to miejsce

¹⁴ Zgodnie z art. 48 Traktatu o utworzeniu ESM, Traktat wchodzi w życie po zatwierdzeniu go przez państwa członkowskie reprezentujące razem minimum 90% kapitału ESM.

¹⁵ Stosowne porozumienie zostało osiągnięte przez Radę Europejską w dn. 30 stycznia 2012 r.

¹⁶ TSCG został podpisany w marcu 2012 r. przez 25 państw UE, zaś wszedł w życie 1 stycznia 2013 r.

w przypadku pomocy dla Hiszpanii), szczególnie jeżeli zobowiązania te dotyczą niewypłaconych, bądź jeszcze niesfinansowanych części przyznanego przez EFSF wsparcia.

Europejski Mechanizm Stabilności ma status międzynarodowej instytucji finansowej, która została ustanowiona na mocy porozumienia międzyrządowego państw strefy euro, stąd wszystkie kraje posługujące się wspólną walutą, są członkami ESM. Jednocześnie państwa, przystępujące do strefy euro, są zobligowane przystąpić do Mechanizmu.

Zadaniem ESM jest oferowanie wsparcia, obwarowanego rygorystycznymi warunkami dostosowanymi do formy pomocy, państwom strefy euro doświadczającym, bądź zagrożonym poważnymi problemami finansowymi, gdy jest to niezbędne w celu ochrony stabilności finansowej strefy euro jako całości oraz jej członków. Zatem podobnie, jak ma to miejsce w przypadku wsparcia z MFW, ESM oferuje pomoc państwom strefy euro, w których występują zakłócenia w normalnym dostępie do finansowania rynkowego lub ryzyko wystąpienia takich zakłóceń. ESM finansuje swoje działania, pozyskując środki na rynkach kapitałowych.

Instrumentarium ESM

Rygorystyczne warunki towarzyszące pomocy z ESM zależą od instrumentu, za pośrednictwem którego udzielane jest wsparcie. Może mieć ono charakter ostrożnościowy, nieimplikujący znaczącej ingerencji w politykę prowadzoną na poziomie krajowym, ale w sytuacji poważnego zachwiania równowagi makroekonomicznej nie może być odseparowane od programu dostosowań makroekonomicznych określającego kompleksowy plan reform do wdrożenia.

Dostępne w ramach ESM formy wsparcia obejmują:

- ostrożnościową pomoc finansową w postaci ostrożnościowej warunkowej linii kredytowej (PCCL), bądź wspomagającej warunkowej linii kredytowej (ECCL)

Ostrożnościowa pomoc finansowa

Pomoc ostrożnościowa w postaci linii kredytowych służy wsparciu krajów, których sytuacja gospodarcza jest solidna, w utrzymaniu dostępu do finansowania rynkowego poprzez wzmocnienie wiarygodności ich pozycji makroekonomicznej i zapewnienie odpowiedniej siatki bezpieczeństwa.

ESM oferuje dwa rodzaje linii kredytowych:

- ostrożnościową warunkową linię kredytową (PCCL) opartą na kryteriach kwalifikowalności,
- wspomagającą warunkową linię kredytową (ECCL) opartą na połączeniu kryteriów kwalifikowalności i nowych środków polityki (dodatkowych środków z zakresu polityki gospodarczej, które państwo-beneficjent musi podjąć).

Linia kredytowa może zostać wykorzystana poprzez zaciągnięcie pożyczki lub sprzedaż obligacji skarbowych na rynku pierwotnym. Jest ona udostępniana na rok i może być wznowiona dwukrotnie, każdorazowo na okres 6 miesięcy.

Dostęp do PCCL jest ograniczony dla krajów strefy euro, których sytuacja gospodarcza i finansowa jest zasadniczo solidna, spełniających uzgodniony zestaw kryteriów kwalifikowalności (zdolność do obsługi długu, przestrzeganie zobowiązań przyjętych w ramach Paktu Stabilności i Wzrostu oraz procedury nadmiernego zakłócenia równowagi*, udokumentowany dostęp do rynków kapitałowych na racjonalnych warunkach, zrównoważona pozycja zewnętrzna oraz brak problemów z wypłacalnością banków, które mogłyby stanowić zagrożenie systemowe dla stabilności systemu bankowego strefy euro). Państwo-beneficjent jest zobligowane do spełniania kryteriów kwalifikowalności także po przyznaniu dostępu do PCCL.

Państwa, które nie spełniają niektórych kryteriów kwalifikowalności wymaganych do uzyskania dostępu do PCCL, ale których ogólna sytuacja gospodarcza i finansowa jest nadal stabilna, mogą aplikować o udostępnienie ECCL. Udzielenie wsparcia jest związane z koniecznością przyjęcia przez beneficjenta środków naprawczych, które pozwolą na wyeliminowanie zidentyfikowanych słabości i uniknięcie w przyszłości problemów z dostępem do finansowania rynkowego, a jednocześnie zapewnią ciągłe przestrzeganie kryteriów kwalifikowalności, które uznano za spełnione w momencie przyznania linii kredytowej.

W przypadku wykorzystania PCCL lub przyznania ECCL, beneficjent zostaje objęty wzmocnionym nadzorem Komisji Europejskiej przez okres dostępności linii kredytowej. Państwo otrzymujące wsparcie powinno – po konsultacji i we współpracy z Komisją Europejską działającą w powiązaniu z EBC, Europejskimi Urzędami Nadzoru i Europejską Radą ds. Ryzyka Systemowego – przyjąć środki, które pozwolą zlikwidować potencjalne lub rzeczywiste źródła problemów. Wzmocniony nadzór implikuje konieczność przekazywania, na

prośbę Komisji Europejskiej, informacji na temat sytuacji finansowej beneficjenta oraz zmian w jego systemie finansowym, przeprowadzenia testów warunków skrajnych lub analizy podatności niezbędnych do oceny odporności sektora finansowego na różnego rodzaju wstrząsy oraz poddania się okresowym ocenom Europejskiego Urzędu Nadzoru (w formie *peer review*) dotyczącym nadzoru nad sektorem bankowym. Co więcej, beneficjent, w koordynacji z krajowymi najwyższymi organami kontroli, jest zobligowany przeprowadzić i przedstawić sprawozdanie z kompleksowej niezależnej kontroli rachunków sektora instytucji rządowych i samorządowych pod kątem ich rzetelności, kompletności i ścisłości na potrzeby procedury nadmiernego deficytu.

W ramach wzmocnionego nadzoru przeprowadzane są przez Komisję Europejską, w porozumieniu z EBC, a także w miarę potrzeby z Europejskimi Urzędami Nadzoru oraz MFW, okresowe misje kontrolne w celu weryfikacji postępów osiągniętych we wdrażaniu uzgodnionych środków.

*PCCL może zostać przyznana, nawet jeśli dany kraj znajduje się w procedurze nadmiernego deficytu lub procedurze nadmiernego zakłócenia równowagi.

- pożyczkę uzależnioną od przyjęcia programu dostosowań makroekonomicznych przez państwo-beneficjenta

Pożyczki uzależnione od przyjęcia programu dostosowań makroekonomicznych

Celem pożyczek, którym towarzyszy program dostosowań makroekonomicznych, jest wsparcie państw członkowskich mających znaczne potrzeby pożyczkowe, które w istotnym stopniu utraciły dostęp do finansowania rynkowego z powodu braku zainteresowania kredytodawców, bądź z powodu gotowości kredytodawców do dostarczenia finansowania po nadmiernych kosztach, mogących podważyć zdolność danego państwa do obsługi długu sektora instytucji rządowych i samorządowych (dalej: długu publicznego).

- dokapitalizowanie instytucji finansowych za pośrednictwem pożyczek dla krajów należących do ESM

Finansowanie dokapitalizowania instytucji finansowych

Pożyczki na dokapitalizowanie instytucji finansowych mają za zadanie chronić stabilność finansową strefy euro jako całości oraz jej członków w sytuacji, gdy przyczyny kryzysu leżą w sektorze finansowym i nie są bezpośrednio związane z polityką fiskalną lub strukturalną państwa. Stąd - co do zasady - ta forma

1 pomocy nie powinna być uzależniona od przyjęcia programu dostosowań makroekonomicznych (choć kraj objęty programem dostosowań makroekonomicznych może przeznaczyć pozyskane środki na dokapitalizowanie instytucji finansowych) i może być przeznaczona wyłącznie na wsparcie instytucji finansowych, w tym programów wydzielenia i sprzedaży aktywów. Pożyczka ma ograniczyć występowanie efektu domina, zapewniając dostęp do finansowania po kosztach niestanowiących zagrożenia dla stabilności finansów publicznych, w celu przeprowadzenia dokapitalizowania instytucji finansowych oraz ułatwienia naprawy sektora finansowego.

Pomoc na dokapitalizowanie sektora finansowego jest uzależniona od spełnienia przez państwo-beneficjenta następujących kryteriów:

1) Kraj-beneficjent powinien wykazać brak alternatywy dla przeprowadzenia dokapitalizowania sektora finansowego, tj. (i) niemożność uzupełnienia niedoborów kapitału poprzez zastosowanie rozwiązań typu *private sector solutions* (w tym zastosowania narzędzia umorzenia lub konwersji długu w celu ułatwienia dokapitalizowania oraz przywrócenia rentowności podmiotu, jeżeli mieści się to w obowiązujących ramach prawnych); (ii) niemożność samodzielnego przeprowadzenia dokapitalizowania instytucji finansowych bez negatywnych skutków dla stabilności finansowej oraz finansów publicznych;

2) Instytucje finansowe objęte wsparciem powinny mieć znaczenie systemowe lub stwarzać poważne zagrożenie dla stabilności strefy euro jako całości lub jej członków. Ocena wymiaru systemowego instytucji powinna uwzględniać przede wszystkim ich wielkość, wzajemne powiązania z innymi instytucjami, złożoność i substytucyjność;

3) Kraj-beneficjent musi wykazać zdolność do spłaty przyznanej pożyczki, nawet w przypadku, gdy nie będzie mógł odzyskać zastrzyków kapitałowych dla instytucji finansowych w czasie uzgodnionym w decyzjach o pomocy publicznej.

Oceny zgodności wniosku o pomoc z kryteriami jej przyznania dokonuje Komisja Europejska w powiązaniu z EBC oraz – jeżeli to możliwe – odpowiednim Europejskim Urzędem Nadzoru. Komisja Europejska bada również zgodność proponowanych działań z zasadami pomocy publicznej w Unii Europejskiej.

Zgodę na udzielenie pomocy wydaje Zarząd ESM, przy czym obwarowania z nią związane – w przeciwieństwie do programu dostosowań makroekonomicznych, który obejmuje szerokie spektrum reform – dotyczą wyłącznie działań dotyczących sektora finansowego kraju-beneficjenta, w szczególności zobowiązują do wdrożenia odpowiednich środków w obszarze nadzoru finansowego, ładu korporacyjnego oraz prawa krajowego w zakresie restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji.

W czerwcu 2012 r. uzgodniono, iż po ustanowieniu efektywnego jednolitego

mechanizmu nadzoru bankowego, zostanie umożliwione bezpośrednie dokapitalizowanie banków z ESM.

- zakup obligacji skarbowych na rynku pierwotnym lub wtórnym

Zakup obligacji skarbowych na rynku pierwotnym

ESM może kupować obligacje skarbowe i inne papiery dłużne, emitowane przez państwo strefy euro, w celu utrzymania lub przywrócenia jego relacji z dealerami/inwestorami, ograniczając ryzyko nieudanej aukcji. Ta formuła wsparcia zwiększa także efektywność innych form pomocy (pożyczek) z ESM.

Nabycie obligacji skarbowych na rynku pierwotnym może być uzupełnieniem wsparcia w formie pożyczek, którym towarzyszy program dostosowań makroekonomicznych lub wypłaty środków w ramach pomocy ostrożnościowej (linii kredytowych). Narzędzie to wykorzystywane jest głównie pod koniec programu dostosowań makroekonomicznych, aby ułatwić powrót danego państwa na rynek finansowy.

Ze względu na uzupełniający charakter tej formy pomocy, jej warunkowość określona jest w programie dostosowań makroekonomicznych lub porozumieniu dotyczącym wsparcia ostrożnościowego.

Zakup obligacji na rynku wtórnym

Europejski Mechanizm Stabilności może, w nadzwyczajnych okolicznościach, skupować obligacje skarbowe na rynku wtórnym, gdy brak płynności rynkowej stanowi zagrożenie dla stabilności finansowej państwa-beneficjenta, stwarzające ryzyko wzrostu rentowności obligacji do poziomu, który podważyłby jego zdolność do obsługi zadłużenia, jak również prowadziłby do wystąpienia trudności w dostępie do finansowania przez jego sektor bankowy. Interwencja ma charakter działalności w zakresie animacji rynku (*market-making*), zapewniając częściowo płynność na rynku długu oraz zachęcając inwestorów do dalszego udziału w finansowaniu długu publicznego.

Wsparcie na rynku wtórnym może być dostarczone krajom objętym programem dostosowań makroekonomicznych lub krajom, których sytuacja gospodarcza i finansowa jest zasadniczo solidna i spełniają one kryteria kwalifikowalności określone dla PCCL. Stąd warunkowość związana z interwencją ujęta jest w programie dostosowań makroekonomicznych lub odzwierciedlona w porozumieniu MoU (*Memorandum of Understanding*).

Nabyte w kontekście wsparcia papiery wartościowe ESM może następnie odsprzedać inwestorom prywatnym, gdy poprawią się warunki rynkowe, trzymać do terminu zapadalności (*hold to maturity*), odsprzedać ich emitentowi

lub używać w transakcjach typu *repo* z bankami komercyjnymi, prowadzonym w celu zarządzania własną płynnością.

1

Zarząd ESM może modyfikować listę dostępnych instrumentów. W czerwcu 2012 r. potwierdzono, że ze środków z EFSF/ESM można korzystać w sposób elastyczny, by nabywać obligacje państw członkowskich, które respektują skierowane do nich zalecenia i inne zobowiązania, w tym terminy przewidziane w ramach Semestru Europejskiego, Paktu Stabilności i Wzrostu oraz procedury dotyczącej nadmiernego zakłócenia równowagi.

Rysunek 1: Instrumenty wsparcia dostępne w ramach ESM



Źródło: Opracowanie własne

Procedura przyznania pomocy w ramach ESM

Procedura przyznania pomocy przez ESM trwa łącznie od 3 do 4 tygodni i rozpoczyna się w momencie przekazania Przewodniczącemu Zarządu ESM formalnej prośby o wsparcie finansowe. Przewodniczący powierza Komisji Europejskiej, w porozumieniu z EBC, ocenę:

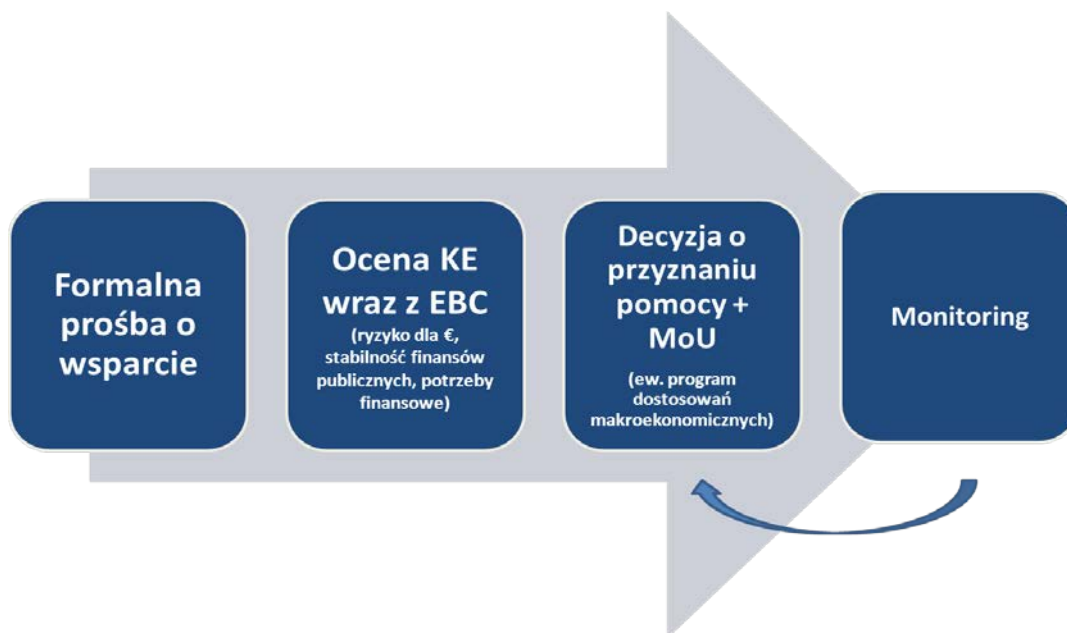
- a. **ryzyka** dla stabilności finansowej strefy euro jako całości i jej członków, chyba że wcześniej stosowną analizę - w kontekście pomocy w formie skupu obligacji skarbowych na rynku wtórnym - przedłożył EBC;
- b. **zdolności obsługi długu publicznego** – w miarę możliwości ocena taka powinna być prowadzona wspólnie z MFW;
- c. aktualnych i potencjalnych **potrzeb w zakresie finansowania** państwa wnioskującego o wsparcie.

Następnie Zarząd ESM decyduje o przyznaniu pomocy, powierzając Komisji Europejskiej, w powiązaniu z EBC, negocjowanie warunków pomocy (koniecznych reform), które ujęte zostają we właściwym porozumieniu¹⁷ (*Memorandum of Understanding, MoU*). Równolegle Dyrektor Zarządzający przygotowuje projekt porozumienia ws. instrumentu wsparcia finansowego określający m.in. dobór instrumentów oraz warunki finansowe wsparcia (co do zasady ESM powinien dążyć do pełnego pokrycia swoich kosztów finansowania, operacyjnych, a dodatkowo obciążyć beneficjenta odpowiednią marżą¹⁸). Zawartość MoU musi być zgodna ze środkami koordynacji polityk gospodarczych przewidzianymi w TFUE, w szczególności z opiniami, ostrzeżeniami, zaleceniami oraz decyzjami skierowanymi do państwa-beneficjenta. Za monitorowanie przestrzegania przez państwo-beneficjenta zobowiązań określonych w MoU odpowiada Komisja Europejska w powiązaniu z EBC oraz - w miarę możliwości – MFW¹⁹. Wsparcie dostarczane jest w jednej lub kilku transzach, zaś każda transza może być przekazana w ramach jednej lub kilku wypłat.

¹⁷ Zwanym też 'protokołem ustaleń'.

¹⁸ Warunki, na których udzielane są pożyczki oparte o program dostosowawczy, powinny uwzględniać koszty finansowania oraz operacyjne ESM, a także być spójne z warunkami, na jakich pozyskały wsparcie Irlandia i Portugalia.

¹⁹ W przypadku pomocy na dokapitalizowanie instytucji finansowych, MoU negocjuje KE, w powiązaniu z EBC oraz odpowiednim Europejskim Urzędem Nadzoru. Te same instytucje zaangażowane są w późniejszy proces monitorowania, do którego mogą zaangażować, w razie potrzeby, ekspertów zewnętrznych. Europejskie Urzędy Nadzoru mają również prawo do przeprowadzenia inspekcji na miejscu. Dodatkowo, w trakcie wdrażania programu pomocy, państwo-beneficjent powinno ubiegać się o dokonanie przez MFW oceny implementacji międzynarodowych standardów i praktyk nadzorczych.

Rysunek 2: Procedura przyznania pomocy w ramach ESM

Źródło: Opracowanie własne

Struktura ESM i proces decyzyjny

Organami ESM są Zarząd (*Board of Governors*), Rada Dyrektorów (*Board of Directors*) oraz Dyrektor Zarządzający (*Managing Director*). Zarząd i Rada Dyrektorów podejmują decyzje jednomyślnie, większością kwalifikowaną lub zwykłą większością głosów.

Wymagane kworum to 2/3 członków reprezentujących co najmniej 2/3 praw głosu. Decyzja o udzieleniu wsparcia finansowego wymaga co do zasady jednomyślności Zarządu ESM, z wyjątkiem sytuacji, gdy Komisja Europejska i Europejski Bank Centralny stwierdzą, że brak szybkiej decyzji o przyznaniu lub wdrożeniu pomocy stwarza zagrożenie dla stabilności finansowej strefy euro – wtedy stosowana jest nadzwyczajna procedura głosowania (*emergency voting procedure*) wymagająca większości 85% głosów. Bezpośrednim skutkiem podjęcia decyzji w nadzwyczajnej

procedurze głosowania jest konieczność przeniesienia środków z funduszu rezerwowego²⁰ i/lub opłaconego kapitału do nadzwyczajnego funduszu rezerwowego, który stanowić ma bufor zabezpieczający ESM przed ryzykiem związanym z takim działaniem.

W skład Zarządu ESM wchodzi ministrowie finansów państw strefy euro, którzy mogą wybrać przewodniczącego i zastępcę przewodniczącego Zarządu ESM, bądź zdecydować o powierzeniu tej funkcji przewodniczącemu Eurogrupy²¹. W spotkaniach Zarządu mogą uczestniczyć także unijny Komisarz ds. gospodarczych i walutowych, prezes EBC oraz przewodniczący Eurogrupy (jeżeli nie jest on członkiem lub przewodniczącym Zarządu ESM), jednak bez prawa głosu.

Jednomyślności wymagają najważniejsze decyzje podejmowane przez Zarząd ESM, m.in. rozstrzygnięcia dotyczące:

- udzielenia pomocy finansowej, w tym doboru narzędzi i określenia warunków finansowych pomocy;
- zmian w instrumentarium ESM;
- zmian w kapitale i dostosowań w zakresie maksymalnej zdolności do udzielania pożyczek;
- uaktualnienia klucza kontrybucji na skutek przyjęcia nowych członków lub ustania 12-letniego okresu przejściowego dla określonych członków ESM;
- wezwania do wpłaty kapitału, z wyjątkiem nadzwyczajnych wezwań do wpłaty kapitału;
- zatwierdzenia nowych członków ESM w związku z przystąpieniem nowych państw do strefy euro, przy czym szczegółowe warunki akcesji do ESM zatwierdzane są większością kwalifikowaną.

²⁰ W funduszu rezerwowym gromadzone są m.in. dochody netto pochodzące z operacji ESM.

²¹ Obecnie przewodniczący Eurogrupy, J.Dijsselbloem, jest również przewodniczącym Zarządu ESM.

Zasoby Europejskiego Mechanizmu Stabilności

Całkowity kapitał subskrybowany ESM wynosi 700 mld EUR, z czego 80 mld EUR stanowi kapitał opłacony (wnoszony na przestrzeni lat 2012-2014 w 5 równych ratach²²), zaś 620 mld EUR kapitał na żądanie. Dochody z sankcji finansowych, nakładanych na państwa strefy euro nieprzestrzegające zasad dyscypliny budżetowej i zasad prowadzenia polityki gospodarczej, przekazywane będą do ESM, powiększając jego kapitał opłacony.

Zobowiązania ESM nie są zaliczane do zobowiązań państw-udziałowców, a w konsekwencji nie mają wpływu na wysokość deficytu i długu państw strefy euro (inaczej niż w przypadku EFSF). Wszystkie państwa należące do ESM są zobligowane do wpłaty kapitału, nawet jeżeli kwalifikują się do- lub otrzymują pomoc z ESM.

Udział poszczególnych państw strefy euro w kapitale ESM obliczany jest na podstawie klucza kontrybucji ESM opartego na kluczu kapitałowym EBC, przy czym najuboższe kraje, tj. kraje, których PKB per capita kształtuje się poniżej 75% średniej unijnej, przez maksymalnie 12 lat od wejścia do strefy euro, korzystają z korekty obliczanej wg wzoru:

Udział w Europejskim Mechanizmie Stabilności = udział według klucza EBC - 0,75(udział według klucza EBC - udział w Dochodzie Narodowym Brutto).*

Efektywna zdolność udzielania pożyczek ESM została ustalona na poziomie 500 mld EUR. Podlega ona, wraz z wysokością kapitału subskrybowanego, regularnej ocenie Zarządu ESM, przeprowadzanej co najmniej raz na 5 lat. W marcu 2012 r. postanowiono, że EFSF będzie kontynuował finansowanie uzgodnionych wcześniej programów pomocy dla Grecji, Irlandii i Portugalii²³ także po uruchomieniu ESM²⁴.

²² Pierwotnie kapitał opłacony miał być wnoszony w latach 2013-2017, jednak ze względu na rozprzestrzenianie się kryzysu zadłużenia w strefie euro, podjęto decyzję o przyspieszeniu wpłat.

²³ Do lipca 2013 r. EFSF może angażować się w nowe programy wsparcia, aby zapewnić pełną dostępność środków na poziomie 500 mld EUR.

²⁴ Pierwotnie zakładano, że EFSF będzie funkcjonował po utworzeniu ESM wyłącznie w celu obsługi i spłaty swoich zobowiązań.

Tym samym łączna zdolność pożyczkowa EFSF i ESM wynosi obecnie 700 mld EUR.

Status wierzytelności ESM i współpraca z innymi instytucjami

ESM posiada status uprzywilejowanego wierzyciela (inaczej niż EFSF), podporządkowanego wyłącznie w stosunku do MFW. Natomiast status ESM pozostaje taki sam, jak wszystkich innych kredytodawców, z wyjątkiem MFW, w sytuacji przeniesienia do niego zobowiązań (uzgodnionych wcześniej programów wsparcia) podjętych przez EFSF. W nadzwyczajnych przypadkach, zgodnie z praktyką MFW, pomocy uwarunkowanej programem dostosowawczym towarzyszyć może odpowiednie i proporcjonalne zaangażowanie sektora prywatnego. W celu zwiększenia jego udziału, począwszy od czerwca 2013 r., do warunków nakładanych na wszystkie nowe emisje obligacji skarbowych w strefie euro wprowadzone zostaną tzw. klauzule CAC.

Państwa członkowskie UE nienależące do strefy euro, mogą partycypować w pomocy na zasadzie *ad hoc*, równoległe do ESM (oferując pożyczki bilateralne), zyskując prawo do udziału w roli obserwatora w spotkaniach Zarządu ESM dotyczących udzielonego wsparcia i jego monitorowania. W takim przypadku państwa strefy euro wspierają uzyskanie przez nie statusu wierzyciela równoważnego ze statusem ESM.

Europejski Mechanizm Stabilności powinien ściśle współpracować z MFW w zakresie udzielania pomocy, zarówno na poziomie technicznym, jak i finansowym. Tam, gdzie to możliwe, państwo aplikujące o pomoc w ramach ESM, powinno zwrócić się z podobną prośbą do MFW.

II. Kierunki integracji w Unii Gospodarczej i Walutowej

Efektywność rozwiązań wdrożonych na szczeblu UE w zakresie wzmocnienia koordynacji polityki gospodarczej i dyscypliny budżetowej, a także regulacji i nadzoru nad rynkiem finansowym będzie mogła zostać oceniona dopiero w średnim/długim okresie. Tymczasem powolny sposób uzgadniania zmian oraz negatywne sprzężenia zwrotne pomiędzy sektorem bankowym i rządowym w krajach Eurolandu, podważyły zaufanie rynków co do trwałości Unii Gospodarczej i Walutowej. Postępująca fragmentacja rynków finansowych w ramach strefy euro i odczuwalne ryzyko redenominacji stały się zagrożeniem dla integralności i przyszłości Unii Gospodarczej i Walutowej, a według niektórych obserwatorów także całej Unii Europejskiej. W reakcji na te negatywne zjawiska przywódcy Unii Europejskiej debatowali w czerwcu 2012 r. nad wizją Unii Gospodarczej i Walutowej w kształcie, który zapewniłby jej stabilność i trwałe dobrobyt. Efektem dyskusji było przyjęcie w grudniu 2012 r. planu działania²⁵ prowadzącego do utworzenia faktycznej (pełnej) Unii Gospodarczej i Walutowej (*genuine EMU*), obejmującego zarówno działania w zakresie integracji ram finansowych, jak i ram budżetowych. Grudniowe uzgodnienia stały się fundamentem dalszych prac na rzecz zacieśniania integracji w unii monetarnej²⁶.

Za jeden z najbardziej poważnych problemów w krótkim okresie uznano negatywne sprzężenie zwrotne między sektorem bankowym oraz rządowym. Bezpośrednie przyczyny wzrostu kosztów obsługi długu do poziomów zagrażających stabilności finansów publicznych w krajach strefy euro były co najmniej dwojakie: z jednej strony problemy z udźwignięciem ciężaru długu wynikały z utraty konkurencyjności, wieloletnich błędów w polityce fiskalnej i zaciągania przez

²⁵ Konkluzje Rady Europejskiej 13-14 grudnia 2012 r., EUCO 205/12

²⁶ Rada Europejska zadeklarowała w grudniu 2012 r., iż na posiedzeniu w czerwcu 2013 r. dokładnie przeanalizuje kwestie dotyczące koordynacji reform krajowych, społecznego wymiaru UGW, wykonalności i warunków wzajemnie uzgodnionych umów na rzecz konkurencyjności i wzrostu gospodarczego oraz mechanizmów solidarności, a także środków służących propagowaniu pogłębienia jednolitego rynku i ochronie jego integralności.

państwo nadmiernych zobowiązań²⁷, jak miało to miejsce w przypadku Grecji, z drugiej strony głównym źródłem problemów w niektórych krajach był sektor bankowy (Irlandia). Głęboka integracja finansowa sprawiła, że problemy łatwo mogły się rozprzestrzeniać pomiędzy krajami.

Zidentyfikowawszy te i inne słabości w konstrukcji Unii Gospodarczej i Walutowej, przywódcy europejscy zdecydowali się podjąć działania zmierzające do wzmocnienia integracji strefy euro i sędowania części kompetencji regulacyjnych i nadzorczych na poziom instytucji unijnych, dając początek unii bankowej, a w przyszłości być może także fiskalnej.

Wizja faktycznej Unii Gospodarczej i Walutowej, omawiana w czerwcu 2012 r., opierała się na czterech filarach:

1. **Zintegrowanych ramach finansowych**, czyli jednolitym europejskim nadzorem bankowym, a także wspólnych ramach w zakresie gwarantowania depozytów (europejskim DGS) oraz restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji banków (europejskim systemie *resolution*), których zabezpieczeniem fiskalnym dla państw strefy euro byłby Europejski Mechanizm Stabilności;
2. **Zintegrowanych ramach budżetowych**: dotychczas uzgodnione reformy zarządzania gospodarczego w UE zostałyby wzmocnione przez ustalone na szczeblu UE pułapy rocznego salda budżetowego i długu publicznego (ich przekroczenie wymagałoby zatwierdzenia); następnym krokiem byłaby możliwość narzucania zmian państwom strefy euro w zakresie rozmiaru ich budżetów (*budgetary envelopes*), w przypadku gdyby naruszały one reguły fiskalne. W perspektywie średnioterminowej unia fiskalna miałaby ewoluować w kierunku wspólnej emisji długu;

²⁷ Zaciąganie nadmiernych zobowiązań było częściowo możliwe dzięki przystąpieniu do strefy euro i związanego z tym spadkowi kosztów finansowania wynikającemu z niedoszacowania ryzyka kraju przez rynek.

3. **Zintegrowanych ramach polityki gospodarczej**, obejmujących m.in. mobilność zawodową oraz koordynację podatkową;
4. **Legitymacji demokratycznej i odpowiedzialności**²⁸ (*accountability*) za decyzje podejmowane w ramach UGW, w szczególności na etapie przejścia w kierunku zintegrowanych ram budżetowych i polityki gospodarczej.

Jednocześnie założono, że proces niezbędnych zmian zostanie przeprowadzony w ciągu dziesięciu najbliższych lat.

Tabela 3: Wizja rzeczywistej Unii Gospodarczej i Walutowej przedstawiona na posiedzeniu Rady Europejskiej w czerwcu 2012 r.



Źródło: Opracowanie własne

Grudniowy plan działania skonkretyzował tę wizję, zawężając jednocześnie zakres inicjatyw do podjęcia. Finalna wersja planu działania była wynikiem prac wielu instytucji zarówno na poziomie krajowym, jak i europejskim. Istotnym wkładem w debatę nad pożądanym kształtem UGW były propozycje Komisji Europejskiej oraz plan działania przygotowany - na prośbę Rady Europejskiej - przez

²⁸ Zwanej także „rozliczalnością”.

przewodniczącego Rady Europejskiej, we współpracy z przewodniczącymi Komisji Europejskiej i Eurogrupy oraz prezesem EBC²⁹.

W listopadzie 2012 r. Komisja Europejska opublikowała dokument zawierający kompleksowy zbiór działań³⁰, które należałoby wdrożyć w ciągu najbliższych 5 lat, wskazując na potrzebę objęcia integracją kolejnych obszarów polityki, a w przyszłości powstania budżetu centralnego ze wspólnymi mechanizmami stabilizacyjnymi.

Koncepcja Komisji opierała się na szeregu wzajemnie powiązanych zmian, które powinny zostać kolejno przeprowadzone, aby UGW stała się w długim okresie unią stabilną, odporną na zawirowania w środowisku zewnętrznym:

- W **perspektywie krótkookresowej**, czyli 6 do 18 miesięcy, Komisja wskazała m.in. na konieczność pełnej implementacji reformy zarządzania gospodarczego oraz utworzenia jednolitego mechanizmu nadzorczego, a następnie jednolitego mechanizmu restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji banków. Ponadto Komisja zasugerowała utworzenie, po osiągnięciu porozumienia w sprawie wieloletnich ram budżetowych, instrumentu konwergencji i konkurencyjności (CCI), w ramach budżetu UE, który wspierałby dostosowania w państwach członkowskich, w których narosły nierównowagi makroekonomiczne;
- W **perspektywie średnioterminowej**, czyli 18 miesięcy do 5 lat, nastąpić miałyby dalsze wzmocnienie integracji budżetowej i gospodarczej (możliwość wpływania na budżety krajowe, koordynacja polityk w dziedzinie opodatkowania i zatrudnienia). Procesowi temu towarzyszyłoby stworzenie odpowiedniej zdolności fiskalnej dla strefy euro na podstawie CCI, co w praktyce oznaczałoby ustanowienie mechanizmu wsparcia finansowego dla państw wdrażających reformy strukturalne

²⁹ *W kierunku faktycznej Unii Gospodarczej i Walutowej*, Herman van Rompuy w ścisłej współpracy z Jose Manuel Barroso, Jean-Claude Juncker i Mario Draghi, 5 grudnia 2012 r.

³⁰ Komunikat Komisji, *Plan działania na rzecz pogłębionej i rzeczywistej unii gospodarczej i walutowej. Otwarcie debaty Europejskiej*, COM(2012)777 final, Bruksela, 28.11.2012

w „niesprzyjających” okolicznościach (mogącego zaciągać pożyczki). Pogłębienie unii fiskalnej nastąpiłoby poprzez utworzenie funduszu amortyzacji zadłużenia oraz emisję europejskich bonów skarbowych;

- W **długim terminie**, czyli w perspektywie co najmniej 5 lat, stopniowe przekazywanie kolejnych kompetencji na poziom ponadnarodowy umożliwiłoby utworzenie własnego budżetu w ramach strefy euro z funkcją stabilizacyjną³¹ oraz wspólną emisję długu publicznego³². Tym samym Unia Gospodarcza i Walutowa obejmowałaby pełną unię bankową, fiskalną i gospodarczą.

Komisja postulowała także, aby postępowi w kierunku utworzenia w pełni zintegrowanej we wszystkich obszarach polityki UGW, towarzyszyło wzmocnienie legitymacji demokratycznej i rozliczności (*accountability*).

³¹ W prowadzonych dyskusjach nie ma na razie mowy o budżecie z funkcją redystrybucyjną.

³² Przenoszenie kompetencji na poziom ponadnarodowy wymagałoby, w większości przypadków, zmiany Traktatów (dotyczy to także działań w zakresie integracji fiskalnej podejmowanych w średnim okresie).

Tabela 4: Harmonogram poszczególnych inicjatyw przewidzianych w planie działania Komisji Europejskiej z listopada 2012 r.

			Plan działania na rzecz pogłębionej i rzeczywistej UGW Początek europejskiej debaty	Prawodawstwo wtórne	Zmiana traktatów
PRZEZ CAŁY CZAS TRWANIA PROCESU	KRÓTKOTERMINOWO	W ciągu najbliższych 18 miesięcy	1. Pełna realizacja europejskiego semestru i pakietu sześciu wniosków ustawodawczych oraz szybkie uzgodnienie i realizacja drugiego pakietu dotyczącego zarządzania gospodarczego	✓	
			2. Unia bankowa : Regulacja finansowa i nadzór finansowy: szybkie uzgodnienie odnośnie do wniosków dotyczących jednolitego zbioru przepisów i jednolitego mechanizmu nadzorczego	✓	
			3. Unia bankowa : jednolity mechanizm restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji banków	✓	
			4. Szybka decyzja w sprawie następnych wieloletnich ram finansowych	✓	
			5. Koordinacja ex-ante głównych reform oraz utworzenie Instrumentu konwergencji i konkurencyjności (CCI)	✓	
			6. Promowanie inwestycji w strefie euro zgodnie z pakietem stabilności i wzrostu	✓	
			7. Reprezentacja zewnętrzna strefy euro	✓	
	ŚREDNIOTERMINOWO	18 miesięcy do 5 lat	1. Dalsze wzmocnienie integracji budżetowej i gospodarczej	✓	✓
			2. Odpowiednia zdolność fiskalna dla strefy euro w oparciu o CCI	✓	✓
			3. Fundusz amortyzacji zadłużenia		✓
			4. Europejskie bony skarbowe		✓
	DŁUGOTERMINOWO	Ponad 5 lat	1. Pełna unia bankowa		✓
			2. Pełna unia fiskalna i gospodarcza		✓
	Unia polityczna: adekwatne postępy w zakresie legitymacji demokratycznej i rozliczalności			✓	✓

Źródło: Sprawozdanie ogólne z działalności Unii Europejskiej - 2012, Komisja Europejska, Urząd Publikacji Unii Europejskiej, Luksemburg, 2013

Propozycje Komisji Europejskiej przewidywały modyfikację mandatu ESM. Już w krótkim okresie, tj. po utworzeniu efektywnego jednolitego mechanizmu nadzorczego (*Single Supervisory Mechanism, SSM*), Europejski Mechanizm Stabilności mógłby – zgodnie z konkluzjami Rady Europejskiej z października 2012 r. – udzielać wsparcia kapitałowego bankom (bezpośrednie dokapitalizowanie), a zatem koszty tego rodzaju operacji nie obciążałyby, jak dotychczas, budżetów krajowych (obecnie ESM może udzielać pożyczek na przeprowadzenie dokapitalizowania instytucji kredytowych wyłącznie rządowi, a zatem wsparcie to zwiększa dług sektora instytucji rządowych i samorządowych). Po ustanowieniu jednolitego systemu *resolution*, ESM pełniłby funkcję pożyczkodawcy ostatecznej instancji dla jednolitego funduszu *resolution* (zabezpieczenia fiskalnego).

W długim okresie, dzięki uprzedniemu wdrożeniu niezbędnych środków, utworzony zostałby budżet centralny z funkcją stabilizacyjną (w ramach budżetu funkcjonowałby mechanizm stabilizacyjny), wspierając państwa strefy euro w dostosowaniach w przypadku wystąpienia wstrząsów asymetrycznych lub kryzysów systemowych obejmujących całą strefę euro. Komunikat Komisji nie przesądzał, czy mechanizm stabilizacyjny opierałby się na funduszu powiązanim z instrumentem CCI; uwzględniając jednak, że ten ostatni ma wspierać państwa prowadzące reformy gospodarcze, szczególnie w sytuacji, gdy pomimo przestrzegania przez nie zaleceń Rady w zakresie polityki budżetowej i gospodarczej występujące w nich zakłócenia równowagi makroekonomicznej nie ustępują³³, należy oczekiwać, że bazowałby on na konstrukcji wcześniej rozwiniętych instrumentów³⁴.

W listopadowym komunikacie Komisja zaproponowała, aby budżet centralny powstał poprzez włączenie Europejskiego Mechanizmu Stabilności do przepisów traktatowych oraz podjęcie kroków w kierunku wspólnej emisji długu publicznego. Stąd ESM mógłby zostać wykorzystany już na wcześniejszych etapach tworzenia unii fiskalnej, szczególnie że objęcie go ramami traktatowymi nie musi koniecznie wiązać się z ich modyfikacją (choć Komisja Europejska wyraźnie preferuje integrację ESM poprzez zmiany traktatowe). Niemniej w opublikowanym dokumencie nie zostało jednoznacznie określone, jak dokładnie ewoluować miałyby rola Europejskiego Mechanizmu Stabilności w obszarze integracji fiskalnej i gospodarczej.

³³ Można domniemywać, że chodzi o sytuacje, w których dane państwo dotknięte jest szokiem asymetrycznym lub kryzysem systemowym (przykładowo w 2012 r. w przypadku Portugalii uznano, że rząd tego kraju stosuje się do zaleceń Rady, ale ze względu na pogorszenie się warunków makroekonomicznych, nie zostały osiągnięte cele budżetowe wyznaczone przez Radę).

³⁴ W dn. 20 marca 2013 r. Komisja przedstawiła dwa komunikaty: w sprawie koordynacji *ex-ante* polityki gospodarczej w kontekście Semestru Europejskiego (COM(2013) 166 final) oraz utworzenia instrumentu CCI (COM(2013) 165 final). Komisja zasugerowała, aby mechanizm wsparcia finansowego dla instrumentu CCI był finansowany poprzez składki wszystkich państw będących jego członkami lub dochody z określonych źródeł finansowych; rozmiar (zasoby) mechanizmu z założenia byłby ograniczony, ale z czasem (jeżeli mechanizm okazałby się narzędziem efektywnym w promowaniu reform) mógłby zostać zwiększony.

Sprawozdanie końcowe trzech przewodniczących i prezesa EBC również zawierało propozycje wzajemnie skorelowanych działań do podjęcia w trzech kolejnych etapach, choć ich horyzont czasowy był krótszy (2012-2014 i po 2014 r.) od przewidzianego przez Komisję Europejską. Zapewnienie odporności UGW miałyby nastąpić, zgodnie z treścią sprawozdania, poprzez:

⇒ **Etap 1 (koniec 2012–2013): Zapewnienie stabilności budżetowej i zerwanie powiązania pomiędzy sytuacją budżetu państwa a kondycją banków**

- Zakończenie prac nad wzmocnionymi ramami zarządzania gospodarczego (tzw. 6-pak, 2-pak, Traktat o Stabilności, Koordynacji i Zarządzaniu) i ich staranne wdrożenie;
- Utworzenie ram systematycznej koordynacji *ex-ante* najważniejszych reform gospodarczych (zgodnie z zapisami TSCG);
- Utworzenie jednolitego mechanizmu nadzorczego dla sektora bankowego oraz wejście w życie rozporządzenia i dyrektywy w sprawie wymogów kapitałowych (pakietu CRDIV/CRR);
- Porozumienie w sprawie harmonizacji krajowych ram restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji banków oraz gwarantowania depozytów;
- Utworzenie ram operacyjnych bezpośredniego dokapitalizowania banków przez ESM.

⇒ **Etap 2 (lata 2013–2014): Zakończenie prac nad zintegrowanymi ramami finansowymi i propagowanie solidnych polityk strukturalnych**

- Utworzenie jednolitego mechanizmu restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji obejmującego wspólny organ ds. restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji, europejskiego (jednolitego) funduszu

resolution oraz stosowny mechanizm zabezpieczający (w postaci ewent. linii kredytowej z ESM³⁵);

- Utworzenie mechanizmu większej koordynacji, konwergencji i skuteczniejszego egzekwowania polityk strukturalnych w oparciu o ustalenia o charakterze umownym między państwami członkowskimi i instytucjami unijnymi. W indywidualnych przypadkach mogłoby im towarzyszyć tymczasowe wsparcie finansowe (na marginesie wieloletnich ram finansowych)³⁶.

⇒ **Etap 3 (po 2014): Poprawa odporności UGW dzięki utworzeniu mechanizmu amortyzacji wstrząsów na szczeblu centralnym**

- Utworzenie mechanizmu amortyzacji wstrząsów (ograniczonego mechanizmu zdolności fiskalnej), który pozwoliłby lepiej absorbować wstrząsy gospodarcze w poszczególnych krajach i stanowiłby uzupełnienie ustaleń umownych opracowanych na etapie 2, a zatem realizowałby dwa cele polegające na amortyzacji szoków asymetrycznych i propagowaniu solidnych polityk gospodarczych
- Częściowo wspólne podejmowanie decyzji w zakresie budżetów krajowych oraz wzmocniona koordynacja polityk gospodarczych, w szczególności w dziedzinie podatków i zatrudnienia.

³⁵ Pożyczki z ESM byłyby spłacane przez fundusz *resolution* za pomocą składek *ex-post* nałożonych na banki.

³⁶ Jest to postulat zbieżny z propozycją instrumentu CCI przedstawioną przez KE.

Rysunek 3: Etapy działań do podjęcia w kierunku faktycznej Unii Gospodarczej i Walutowej wg sprawozdania H. van Rompuy'a (w ścisłej współpracy z J.M. Barroso, J-C. Juncker i M. Draghi) z grudnia 2012 r.



Źródło: Opracowanie własne

W tym kontekście ESM zostałyby wplecione w zintegrowane ramy finansowe jeszcze w tym roku, przejmując w razie potrzeby od rządów krajów strefy euro zadanie dokapitalizowania instytucji finansowych, a w kolejnych latach tworząc zabezpieczenie fiskalne dla jednolitego mechanizmu restrukturyzacji oraz uporządkowanej likwidacji, gdyby środki zgromadzone w europejskim funduszu *resolution* okazały się w danym momencie niewystarczające (ewentualna pożyczka z ESM byłaby docelowo spłacana przez banki poprzez nałożenie na nie opłat *ex-post*). W sprawozdaniu wskazuje się, że instrument tymczasowego wsparcia finansowego na rzecz implementacji reform strukturalnych (na podstawie ustaleń o charakterze umownym) w okresie wstrząsów gospodarczych, a następnie mechanizm amortyzacji wstrząsów, byłyby rozwiązaniem komplementarnym do Europejskiego Mechanizmu Stabilności będącego elementem ram zarządzania kryzysowego. Budowa zdolności fiskalnej w UGW w oparciu o funkcję absorbowania szoków asymetrycznych, miałaby służyć wzmocnieniu odporności

strefy euro, a tym samym zapobiegać sytuacjom kryzysowym, ograniczając w przyszłości potrzebę uruchamiania pomocy w ramach ESM.

Ostatecznie uzgodniony, w grudniu 2012 r. przez przywódców europejskich, plan działania na rzecz osiągnięcia rzeczywistej (pełnej) Unii Gospodarczej i Walutowej, bazuje na ramach instytucjonalnych i prawnych UE, postulując realizację następujących inicjatyw:

- Ukończenie prac nad ramami na rzecz wzmocnionego zarządzania gospodarczego i ich wdrożenie (6-pak, 2-pak, TSCG);
- Stworzenie bardziej zintegrowanych ram finansowych, w tym uruchomienie jednolitego mechanizmu nadzorczego oraz osiągnięcie porozumienia, a następnie szybkie wdrożenie pakietu CRDIV/CRR, dyrektywy ws. naprawy oraz restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji, dyrektywy ws. systemu gwarantowania depozytów (te dwa ostatnie akty prawne miałyby zostać przyjęte do czerwca 2013 r.);
- Uzgodnienie do czerwca 2013 r. ram bezpośredniego dokapitalizowania banków przez ESM, aby narzędzie to było dostępne po powstaniu skutecznego jednolitego mechanizmu nadzorczego;
- Utworzenie jednolitego mechanizmu restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji (po uruchomieniu jednolitego mechanizmu nadzorczego) – - właściwy wniosek ustawodawczy Komisja przedstawić ma w 2013 r., przy czym planuje się osiągnięcie porozumienia w tej sprawie do połowy 2014 r.;
- Szybkie wypracowanie przez KE konkretnych rozwiązań w reakcji na rekomendacje grupy ekspertów wysokiego szczebla (tzw. raport Liikanena) dotyczące struktury unijnego sektora bankowego (m.in. oddzielenie działalności inwestycyjnej od depozytowej w ramach grupy bankowej);

- Dokładniejsze przeanalizowanie przez Radę Europejską, w czerwcu 2013 r., możliwych środków i harmonogramu w zakresie³⁷:
 - koordynacji reform krajowych: zgodnie z TSCG najważniejsze reformy gospodarcze państw należących do SSM będą omawiane *ex-ante*, a w stosownych przypadkach koordynowane
 - społecznego wymiaru UGW, w tym dialogu społecznego
 - wykonalności i warunków umów na rzecz konkurencyjności i wzrostu gospodarczego pomiędzy państwami członkowskimi a instytucjami europejskimi
 - mechanizmów solidarności mogących wzmocnić wysiłki podejmowane przez państwa członkowskie, które zawrą porozumienia o charakterze umownym na rzecz konkurencyjności i wzrostu gospodarczego;
- Dalszą instytucjonalizację szczytów strefy euro: przyjęcie w marcu 2013 r. regulaminu szczytów państw strefy euro;
- Działania na rzecz legitymacji demokratycznej i rozliczalności.

³⁷ Rada Europejska powierzyła analizę tych kwestii swojemu przewodniczącemu, który powinien prowadzić ją w ścisłej współpracy z przewodniczącym Komisji oraz w kontakcie z państwami członkowskimi.

Rysunek 4: Plan działania na rzecz pogłębienia integracji w Unii Gospodarczej i Walutowej przedstawiony przez Radę Europejską w grudniu 2012 r.

Unia bankowa	Stabilność budżetowa i koordynacja polityk gospodarczych	Elementy unii gospodarczej i fiskalnej – do uzgodnienia
<ul style="list-style-type: none"> • Uzgodnienie i wdrożenie pakietu CRDIV/CRR, zharmonizowanych ram <i>resolution</i> i DGS (I poł. 2013 r.) • Jednolity mechanizm nadzorczy (I poł. 2014)* • Ramy bezpośredniego dokapitalizowania banków z ESM (I poł. 2013; uruchomienie: I poł. 2014) • Jednolity mechanizm <i>resolution</i> (I poł. 2014) 	<ul style="list-style-type: none"> • Ukończenie prac nad reformą zarządzania gospodarczego i jej wdrożenie (6-pak, 2-pak, TSCG) 	<ul style="list-style-type: none"> • Ramy koordynacji <i>ex ante</i> polityk gospodarczych • Społeczny wymiar UGW, w tym dialog społeczny <ul style="list-style-type: none"> • Umowy na rzecz konkurencyjności i wzrostu gospodarczego • Mechanizmy solidarności wspierające umowy na rzecz konkurencyjności i wzrostu

* w dniu 13 grudnia 2012 r. Rada ECOFIN osiągnęła porozumienie ws. SSM: formalnie o kształcie rozporządzenia ws. SSM powinna decydować Rada UE samodzielnie, lecz uzgodniono, że rozporządzenie to będzie częścią pakietu wraz z rozporządzeniem dotyczącym EBA, gdzie współlegislatorem jest Parlament Europejski.

Źródło: Opracowanie własne

Rada Europejska skoncentrowała się na działaniach krótkookresowych, w szczególności na procesie tworzenia unii bankowej w kształcie odbiegającym od czerwcowej wizji, gdyż nieobejmującej swym zasięgiem europejskiego systemu gwarantowania depozytów (w planie porzeczano na zharmonizowanych ramach gwarantowania depozytów). Decyzje w sprawie pogłębienia filaru fiskalnego i gospodarczego integracji zostały odsunięte na czerwiec 2013 r.

Europejski Mechanizm Stabilności w tej konstrukcji ma przyjąć na siebie – zgodnie z ustaleniami jeszcze z 2012 r. – zadanie bezpośredniego dokapitalizowania banków, choć nie jest jeszcze jasne, w jakim zakresie (m.in. nadal nie osiągnięto porozumienia ws. definicji aktywów odziedziczonych³⁸), przy czym nawet ta zmiana uzależniona jest od powstania skutecznego jednolitego mechanizmu

³⁸Czyli złych aktywów, które powstały przed ustanowieniem jednolitego mechanizmu nadzorczego.

nadzorczego. Uwzględniając wcześniejsze prace w obszarze identyfikacji działań na rzecz pogłębienia integracji w ramach UGW, w szczególności plan działania KE oraz sprawozdanie przewodniczącego Rady Europejskiej (przygotowane we współpracy z przewodniczącymi Komisji, Eurogrupy oraz prezesem EBC), można przypuszczać, iż po utworzeniu jednolitego mechanizmu *resolution*, ESM pełniłby rolę jego zabezpieczenia fiskalnego (*fiscal backstop*), lecz konkluzje Rady Europejskiej z grudnia 2012 r. tego nie przesądzają.

III. Europejski Mechanizm Stabilności jako stabilizator w planowanej unii finansowej

Drugie półrocze ubiegłego roku było okresem intensywnych prac nad kompleksową wizją integracji w Unii Europejskiej, w szczególności zaś znalezienia modelu rozwoju unii monetarnej dopasowanego do specyfiki europejskiej (niska mobilność siły roboczej, brak wspólnej polityki fiskalnej itp.) oraz odpornego na wstrząsy, zarówno systemowe, jak i asymetryczne. W czerwcu 2012 r. zarysowana została koncepcja unii finansowej obejmującej unię bankową, fiskalną i gospodarczą z demokratycznym mandatem od swoich obywateli, która miałaby umożliwić osiągnięcie pełnej (faktycznej) Unii Gospodarczej i Walutowej (*genuine EMU*). Na etapie dalszych dyskusji i konsultacji z państwami członkowskimi, które musiałyby scedować znaczne kompetencje na poziom europejski, aby wizja ta mogła się urzeczywistnić, powstał plan działania. Projektując konkretne reformy, skoncentrowano się przede wszystkim na integracji ram finansowych, odsuwając w czasie decyzje dotyczące elementów filaru fiskalnego i gospodarczego. Na przestrzeni sześciu miesięcy wizja głębszej integracji w Unii Gospodarczej i Walutowej uległa znacznemu zawężeniu. Przyjmując grudniowy plan działania, ogłoszony przez Radę Europejską, za punkt wyjścia do dalszych prac, można oczekiwać wdrożenia w przyszłości:

- działań prowadzących do utworzenia ograniczonej unii bankowej, opartej na jednolitym mechanizmie nadzorczym (SSM), jednolitym mechanizmie *resolution* (obejmującym organ *resolution*, europejski fundusz *resolution* i mechanizm zabezpieczający) oraz zharmonizowanych ramach gwarantowania depozytów;
- wzmocnionej koordynacji polityk gospodarczych;
- elementów unii gospodarczej w postaci ram koordynacji *ex-ante* reform strukturalnych (zgodnie z art. 11 TSCG), a także umów na rzecz konkurencyjności i wzrostu gospodarczego;

- załączka unii fiskalnej w postaci instrumentu wsparcia finansowego dla państw realizujących reformy objęte porozumieniami umownymi na rzecz konkurencyjności i wzrostu gospodarczego.

W tak rozumianej unii finansowej Europejski Mechanizm Stabilności, oprócz dotychczasowej roli mechanizmu zarządzania kryzysowego udzielającego pomocy państwom strefy euro w sytuacji zagrożenia stabilności finansowej, zostałyby wyposażony w dodatkowe narzędzie bezpośredniego dokapitalizowania instytucji finansowych, a następnie stałyby się zabezpieczeniem dla europejskiego funduszu *resolution*. Wydaje się, że na tym etapie dyskusji na poziomie UE, Europejski Mechanizm Stabilności nie byłby wykorzystywany w procesie tworzenia unii fiskalnej i gospodarczej, przy czym głębsza integracja w tych obszarach zmniejsza prawdopodobieństwo narastania nierównowag makroekonomicznych w ramach UGW, a tym samym konieczności jego użycia. Grudniowe sprawozdanie przewodniczącego Rady Europejskiej zakłada, że ewentualne mechanizmy neutralizowania szoków asymetrycznych, stworzone na poziomie UE (a zatem pełniące w ograniczony sposób funkcję wspólnego budżetu), byłyby komplementarne do ESM.

III.1. ESM jako stabilizator w Unii Gospodarczej i Walutowej w obecnym kształcie

Formuła działania oraz zasoby tymczasowego Europejskiego Instrumentu Stabilności Finansowej, a także jego następcy, Europejskiego Mechanizmu Stabilności, były wielokrotnie adaptowane do zmieniającej się sytuacji makroekonomicznej, w szczególności pogłębiającego się w Europie kryzysu zadłużenia, obejmującego swoim zasięgiem coraz większą liczbę krajów. Uelastycznienie mechanizmów ratunkowych było elementem szerszej reformy w obszarze zarządzania gospodarczego, a także nadzoru finansowego. Miało ono zagwarantować, że mechanizmy te będą skutecznym narzędziem przywracania stabilności finansowej w krajach posługujących się wspólną walutą. Z założenia zarówno EFSF, jak i ESM pełnią wyłącznie funkcję uzupełniającą: przywracanie

równowagi makroekonomicznej wymaga czasu – konsolidacja fiskalna i reformy strukturalne wdrażane dziś przynoszą wymierne efekty dopiero w średnim/długim okresie – stąd mechanizmy zarządzania kryzysowego mają stworzyć krótkookresowy bufor, pozwalający państwom dotkniętym trudnościami zyskać czas konieczny na implementację niezbędnych środków. EFSF oraz ESM pełnią rolę dostarczycieli płynności w okresie przejściowym, zanim beneficjenci wsparcia odzyskają dostęp do rynków finansowych. Ich aktywność jest pożądana nie tylko z punktu widzenia krajów nie będących w stanie samodzielnie zaspokoić swoich potrzeb finansowych, ale także pozostałych krajów UGW ze względu na potencjalne negatywne konsekwencje wynikające dla nich z ogłoszenia niewypłacalności przez jednego z członków unii monetarnej.

Europejski Instrument Stabilności Finansowej i Europejski Mechanizm Stabilności są fundamentem mechanizmów zabezpieczenia finansowego (*financial backstop*) w UGW. Uruchomienie ESM dostarczyło 500 mld EUR świeżego kapitału na wsparcie państw strefy euro, z czego 100 mld EUR przeznaczono na pomoc dla hiszpańskiego sektora bankowego (oczekuje się, że w rzeczywistości potrzebne wsparcie wyniesie maksymalnie 60 mld EUR³⁹). Środki te uzupełniły zobowiązania EFSF w łącznej kwocie 192 mld EUR na pomoc dla Grecji, Irlandii i Portugalii. Jednak mobilizacja zasobów w Europie, w odpowiedzi na kryzys finansowy, miała znacznie większą skalę, wykraczającą poza tylko utworzenie europejskich mechanizmów ratunkowych⁴⁰. Państwa strefy euro udzieliły Międzynarodowemu Funduszowi Walutowemu pożyczek bilateralnych w kwocie 150 mld EUR w celu zwiększenia jego zasobów. Dodatkowo szereg działań niekonwencjonalnych podjął Europejski Bank Centralny, m.in. przeznaczając na zakup obligacji skarbowych Grecji, Irlandii, Hiszpanii, Portugalii i Włoch, między majem 2010 r. a wrześniem 2012 r., w sumie 218 mld EUR w ramach tzw. *Securities Markets Programme* (SMP)⁴¹. Ponadto, we wrześniu 2012 r., Rada Prezesów EBC podjęła decyzję

³⁹ Do marca 2013 r. rząd hiszpański wystąpił o wypłatę środków w wysokości 41,33 mld EUR

⁴⁰ K.Regling, *Europe's Response to the sovereign debt crisis*, przemówienie wygłoszone podczas seminarium Anders Chydenius Free Trade Seminar, Kokkola, 9 czerwca 2012

⁴¹ W pośredni sposób na obniżenie kosztów finansowania się Portugalii, Włoch oraz w ograniczonym zakresie Irlandii wpłynął także program 3-letnich operacji LTRO (*Longer-Term Refinancing*)

o zainicjowaniu programu nieograniczonego skupu krajowych obligacji krótkoterminowych (z terminem zapadalności do 3 lat) na rynku wtórnym w ramach tzw. operacji OMT (operacje bezwarunkowe, *Outright Monetary Transactions*) w miejsce zakończonego programu SMP. W ramach programu OMT Europejski Bank Centralny będzie mógł skupować na rynku wtórnym obligacje państw strefy euro, które wystąpią o pomoc do jednego z unijnych funduszy ratunkowych (EFSF lub ESM) i zobowiążą się wdrożyć program naprawczy (niekoniecznie w postaci programu dostosowań makroekonomicznych)⁴², bądź obecnie objętych programami pomocowymi po odzyskaniu przez nie dostępu do finansowania rynkowego.

Tabela 5: Obligacje zakupione przez EBC w ramach *Securities Markets Programme*

Kraj – Emitent	Wartość obligacji		Średni okres pozostały do terminu zapadalności (w latach)
	Wartość nominalna (w mld EUR)	Wartość księgową* (w mld EUR)	
Irlandia	14,2	13,6	4,6
Grecja	33,9	30,8	3,6
Hiszpania	44,3	43,7	4,1
Włochy	102,8	99,0	4,5
Portugalia	22,8	21,6	3,9
Łącznie	218,0	208,7	4,3

* papiery wykazuje się jako utrzymywane do terminu zapadalności, stąd wyceniane są wg zamortyzowanego kosztu

Źródło: Europejski Bank Centralny

Operations). Zob.: Parlament Europejski, *3-Year LTROs – A First Assessment of a Non-Standard Policy Measure*, Draft Note, IP/A/ECON/NT, kwiecień 2012

⁴² Pod warunkiem, że programy pomocy w ramach EFSF/ESM przewidują możliwość wykorzystania narzędzia zakupu obligacji na rynku pierwotnym.

Łącznie w Europie zmobilizowano środki w wysokości ponad biliona euro. To przede wszystkim jednak interwencja Europejskiego Banku Centralnego, której deklarowanym celem jest zapewnienie odpowiedniego funkcjonowania mechanizmu transmisji polityki pieniężnej oraz poprawienie jednolitości polityki pieniężnej poprzez eliminację ryzyka denominacji, przyczyniły się do obniżenia spreadów rentowności obligacji państw peryferyjnych.

W świetle aktywnej roli EBC w przeciwdziałaniu kryzysowi zaufania, powstaje wątpliwość, czy można uznać EFSF/ESM za skuteczny stabilizator w Unii Gospodarczej i Walutowej w jej obecnym kształcie instytucjonalnym. Wydaje się, że odpowiedź zależy od przyjętego podejścia: przepływowego (*flow*) lub zasobowego (*stock*).

Logika koncentrująca się na przepływach zakłada, że kluczowe jest zapewnienie, by w sytuacji kryzysowej zabezpieczone zostały potrzeby finansowe danego państwa na przestrzeni kolejnego roku lub dwóch lat, a zatem wypełniona została tzw. luka w finansowaniu (*financing gap*)⁴³. Istnienie mechanizmów zarządzania kryzysowego, takich jak ESM i jego poprzednicy, jest zatem kluczowe dla zapewnienia płynności w sytuacji utraty dostępu do rynków finansowych aż do momentu, gdy zostanie on odzyskany. Jest to cel identyczny z motywem przezorności (*precautionary motive*), który powoduje, że rozwijające się gospodarki utrzymują rezerwy walutowe na wypadek nagłej utraty dostępu do finansowania zewnętrznego, tj. w przypadku realizacji tzw. scenariusza gwałtownego zatrzymania (*sudden stop*). ESM jest więc formą ubezpieczenia się przez kraje UGW od zjawiska gwałtownego zatrzymania⁴⁴.

Formuła finansowania ESM, której elementem jest kapitał opłacony przetrzymywany na rachunkach w EBC i oprocentowany poniżej kosztu jego pozyskania, powoduje, że możliwe jest przeprowadzenie analizy kosztów i korzyści

⁴³ Ch. Wyplosz, *ECB's Outright Monetary Transactions – Note (Draft)*, dokument przygotowany na prośbę Komitetu ECON, PE 492.450, październik 2012

⁴⁴ D.Kapp, *The optimal size of the European Stability Mechanism*, DNB Working Paper No. 349, sierpień 2012

oraz określenie optymalnego rozmiaru ESM. Kapp⁴⁵ stworzył model, bazując na modelu analizującym wielkość rezerw walutowych, w którym dwie grupy krajów (kraje rdzenia i peryferyjne) mogą stworzyć mechanizm ubezpieczający na wypadek gwałtownego zatrzymania w regionie peryferyjnym. Optymalny rozmiar ESM w tym modelu zależy – między innymi - od:

- prawdopodobieństwa gwałtownego zatrzymania w krajach peryferyjnych;
- kosztów alternatywnych kapitału opłaconego;
- tzw. efektu rozlania (*spillover effect*), czyli negatywnego wpływu na kraje rdzenia ogłoszenia niewypłacalności przez kraj(e) peryferyjny(e);
- awersji do ryzyka konsumentów.

W modelu Kapp'a wysokie koszty alternatywne kapitału opłaconego oraz niskie straty dochodu narodowego w krajach peryferyjnych z tytułu niewypłacalności, skutkują brakiem chęci utworzenia ESM. Kraje peryferyjne są zainteresowane stworzeniem systemu zabezpieczającego, jeżeli (i) koszty związane ze spadkiem ich dochodu w wyniku ogłoszenia niewypłacalności są wysokie lub (ii) nie są one w stanie rolować wystarczającej części krótkoterminowego długu lub (iii) prawdopodobieństwo gwałtownego zatrzymania jest wysokie. Jeśli efekt rozlania jest dostatecznie duży, również kraje rdzenia dążą do powołania ESM.

Przyjmując za kraje peryferyjne Irlandię, Hiszpanię, Grecję, Portugalię i Włochy, a za kraje rdzenia pozostałych członków strefy euro, Kapp szacuje⁴⁶, iż optymalny rozmiar ESM wynosi 680 mld EUR⁴⁷, pod warunkiem, że obydwie grupy krajów są zainteresowane istnieniem Mechanizmu. W przypadku gry niekooperatywnej, gdyby kraje rdzenia nie partycypowały w Mechanizmie, państwa peryferyjne i tak zdecydowałyby się na ubezpieczenie, jednak skutkowałoby to redukcją rozmiaru

⁴⁵ Op.cit.

⁴⁶ Przy prawdopodobieństwie gwałtownego zatrzymania na poziomie 7%. Wzrost prawdopodobieństwa zatrzymania do 10% zwiększa optymalny rozmiar ESM do 1 120 mld EUR.

⁴⁷ Kapp nie uwzględnił możliwości udzielania bezpośrednich pożyczek instytucjom finansowym, która skutkowałaby wzrostem optymalnego rozmiaru ESM.

ESM do 610 mld EUR⁴⁸. Zatem w swoim obecnym kształcie – zgodnie z podejściem przepływowym - ESM jest mechanizmem wystarczającym, ale tylko jeśli jego zdolności pożyczkowe w wysokości 500 mld EUR zostaną połączone ze zobowiązaniami EFSF w zakresie finansowania programów pomocy dla Grecji, Irlandii i Portugalii, co powoduje, że łącznie obydwie mechanizmy dysponują środkami w wysokości 700 mld EUR.

Punktem wyjścia w podejściu zasobowym jest całość zobowiązań państw członkowskich w postaci nagromadzonego długu sektora instytucji rządowych i samorządowych. Wartość długu w posiadaniu inwestorów powinna być taka, aby byli oni skłonni w całości finansować zadłużenie. Jeżeli rynki przestają wierzyć, że dług zostanie spłacony w całości, spada popyt, a w konsekwencji musi zostać zredukowana cena, aby dostosować do niego wartość długu. Co więcej, spadek ceny obligacji poniżej wartości nominalnej prowadzi do wzrostu oprocentowania, aby zrekompensować inwestorom oczekiwaną redukcję wartości długu. Stąd wzrosty spreadów rentowności obligacji odzwierciedlają malejącą wartość długu oszacowaną przez rynki⁴⁹.

Z perspektywy koncentrującej się na wielkości długu, pomoc finansowa w postaci środków na pokrycie luki w finansowaniu skuteczna jest tylko wtedy, gdy rynki wierzą, że jej beneficjent jest w stanie spłacić całość swoich zobowiązań⁵⁰. Tym samym musi panować przekonanie, że tempo wzrostu gospodarczego w przyszłości będzie wyższe niż relacja deficytu do PKB (następuje wtedy spadek relacji długu do PKB) lub dane państwo będzie generować nadwyżki budżetowe. Pożyczki z EFSF/ESM zwiększają dług publiczny, stąd dostarczanie środków na pokrycie potrzeb w zakresie refinansowania jest nieefektywną strategią w sytuacji braku wiary rynku, że dane państwo zdoła w krótkim okresie wyjść z recesji. Podejście to sugeruje, że przedłużająca się recesja w krajach strefy euro objętych programami

⁴⁸ D.Kapp, *The optimal size...*

⁴⁹ Ch. Wyplosz, *ECB's Outright Monetary...*

⁵⁰ To samo założenie przyjmuje się implícite w podejściu przepływowym, więc niejako podejście przepływowe i zasobowe się uzupełniają – z tej perspektywy różnica w optymalnej wielkości Mechanizmu zależy od oceny sytuacji makroekonomicznej danego kraju, w tym jego zdolności do spłaty swoich zobowiązań.

pomocowymi powoduje, że skuteczność mechanizmów ratunkowych powinna być oceniana w kontekście ich zasobów i wielkości zadłużenia państw, które utraciły lub są zagrożone utratą stabilności finansowej. Tymczasem skumulowany dług państw, które otrzymały już wsparcie uwarunkowane programem dostosowań makroekonomicznych (lub są w trakcie jego negocjacji) przekracza łączne zasoby dostępne w ramach EFSF i ESM⁵¹.

Tabela 6: Dług publiczny (w mld EUR) w krajach strefy euro w 2012 r.

	Dług publiczny	Skumulowany dług w krajach objętych (lub negocjujących) programem dostosowań makroekonomicznych	Skumulowany dług w krajach potencjalnie objętych kryzysem
Estonia	2		
Malta	5		
Luksemburg	9		
Cypr	15	15	15
Słowenia	19		34
Słowacja	38		
Finlandia	104		
Irlandia	191	206	225
Portugalia	200	406	425
Austria	230		
Grecja	313	719	738
Belgia	379		
Holandia	426		
Hiszpania	927		1664
Francja	1834		
Włochy	1988		3653
Niemcy	2158		
Strefa euro (UE-17)	8837		

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych KE (AMECO on line) oraz Ch. Wyplosz, *ECB's Outright Monetary Transactions – Note (Draft)*, dokument przygotowany na prośbę Komitetu ECON, PE 492.450, październik 2012

⁵¹ Kalkulacja nie uwzględnia wsparcia na rzecz hiszpańskiego sektora bankowego (zobowiązanie w kwocie 100 mld EUR przeniesiono z EFSF do ESM), które nie podlega programowi dostosowań makroekonomicznych.

Jedynym rozwiązaniem na rzecz przeciwdziałania wzrostowi spreadów rentowności, w sytuacji, gdy dostarczona płynność nie pozwala na odzyskanie stabilności finansowej, jest wyeliminowanie zagrożenia ogłoszenia niewypłacalności lub (co najmniej) ustanowienie wiarygodnego pułapu ograniczającego skalę restrukturyzacji zadłużenia poprzez dostarczenie gwarancji dla (całkowitego lub części) długu publicznego. Gwarancji takich, ze względu na łączną wysokość zadłużenia państw strefy euro, nie może dostarczyć ESM w obecnej postaci (nawet przy wsparciu MFW, którego zdolność pożyczkowa wynosi ok. 225 mld SDR), dlatego też nie może on być traktowany jako wystarczający stabilizator w Unii Gospodarczej i Walutowej. Takie gwarancje mogą natomiast być udzielone przez Europejski Bank Centralny⁵².

III.2. ESM jako stabilizator w planowanej unii bankowej

W ramach planowanej unii bankowej zakłada się rozszerzenie mandatu Europejskiego Mechanizmu Stabilności o możliwość bezpośredniego dokapitalizowania banków, a w dłuższym horyzoncie czasowym, tj. po utworzeniu jednolitego mechanizmu *resolution*, wykorzystanie go jako zabezpieczenia fiskalnego dla europejskiego funduszu *resolution*⁵³. Takie zabezpieczenie fiskalne jest niezbędne w przypadku, gdy środki zgromadzone w funduszu restrukturyzacji

⁵² Ch. Wyplosz, *ECB's Outright Monetary...* Pogląd taki podziela m.in. Paul de Grauwe, w opinii którego EFSF oraz jego sukcesor nie są w stanie zapobiec występowaniu efektu zarażania, gdyż utracie zaufania na masową skalę może zapobiec wyłącznie pożyczkodawca ostatniej szansy, czyli EBC. EFSF oraz ESM nie mają prawa do emisji pieniądza, a zatem są instytucjami opartymi na ograniczonych zasobach krajów członkowskich. W opinii de Grauwe tylko bank centralny z nieograniczonym prawem emisji pieniądza mógłby powstrzymać rozprzestrzenianie się kryzysu zadłużenia. Zob.: P. de Grauwe, *Only the ECB can halt eurozone contagion*, Financial Times, 3 sierpnia 2011

⁵³ Przedłożony w czerwcu 2012 r. przez KE projekt dyrektywy *resolution* (COM(2012)280/3) przewiduje, że jej zapisy będą stosowane w państwach członkowskich od 1 stycznia 2015 r., przy czym narzędzie konwersji długu (*bail-in tool*) ma być stosowane od 1 stycznia 2018 r. Dopiero transpozycja dyrektywy *resolution* pozwoli stworzyć zharmonizowane ramy restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji. Jednolity mechanizm nadzorczy (właściwy wniosek ustawodawczy został przedłożony przez KE we wrześniu 2012 r.) ma rozpocząć działalność 1 marca 2014 r. lub 12 miesięcy po wejściu w życie właściwego rozporządzenia (w zależności, która data będzie późniejsza). Stąd należy oczekiwać, że nawet przy spełnieniu założeń Komisji odnośnie daty przedstawienia wniosku ustawodawczego ws. jednolitego mechanizmu *resolution* (2013 r.) oraz terminu zakończenia procedury przyjmowania go (I poł. 2014 r.), rozpocznie on działalność po 1 stycznia 2015 r.

i uporządkowanej likwidacji okazały się niewystarczające (fundusz nie osiągnął jeszcze poziomu docelowego, bądź koszty *resolution* przekraczają poziom docelowy).

Kryzysy bankowe następują zazwyczaj po załamaniu rynku aktywów i okresach spowolnienia gospodarczego (recesji). W przypadku wyczerpania środków zgromadzonych w krajowych funduszach ubezpieczających depozyty bankowe (systemach gwarantowania depozytów) oraz finansujących restrukturyzację i uporządkowaną likwidację (funduszach *resolution*), utrzymanie stabilności finansowej poprzez ograniczenie efektu domina, wymaga interwencji państwa. Jednak wsparcie ze strony sektora rządowego może prowadzić do naruszenia stabilności finansów publicznych (Irlandia, Hiszpania). Stąd siatka bezpieczeństwa finansowego (*safety net*) powinna obejmować mechanizm zabezpieczający dla rządu lub inną formę zabezpieczenia powołaną w celu utrzymania stabilności sektora bankowego. Dla krajów strefy euro takim zabezpieczeniem ma być Europejski Mechanizm Stabilności, udzielający pomocy państwom lub instytucjom finansowym (dotychczas wyłącznie za pośrednictwem rządów), gdy zagrożona jest ich stabilność lub stabilność strefy euro jako całości.

W przypadku, gdy bank jest bliski upadłości, możliwe jest zastosowanie trzech rozwiązań: dopuszczenie do bankructwa banku (w wyniku postępowania upadłościowego następuje reorganizacja i likwidacja instytucji finansowej oraz wypłata środków gwarantowanych dla depozytów objętych ochroną), dokapitalizowanie banku lub przeprowadzenie procesu restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji poprzez zastosowanie dostępnych narzędzi (zbycie wyodrębnionej części przedsiębiorstwa, utworzenie instytucji pomostowej, wydzielenie aktywów, umorzenie lub konwersja długu itp.), przy czym niektóre z narzędzi *resolution* (np. instytucja pomostowa) wiążą się z koniecznością dokonania zastrzyków kapitałowych, czyli dokapitalizowania w ograniczonym zakresie.

Stworzenie ram restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji wyeliminować ma potrzebę udzielania bankom gwarancji państwa oraz ich dokapitalizowania⁵⁴, czyli *de facto* nacjonalizacji, a tym samym angażowania znacznych środków publicznych w ratowanie tych instytucji. Jako że powiązania między bankami mogą stwarzać ryzyko systemowe i zagrażać stabilności krajowych systemów finansowych, banki korzystają w wielu przypadkach z domniemanej pewności udzielenia przez państwo wsparcia. Brak ram *resolution* zmusza państwo, w określonych sytuacjach, do interwencji, której celem jest niedopuszczenie do bankructwa banku.

Koszty systemowych kryzysów bankowych mogą być ogromne. Gwarancje implicite i explicite dla sektora bankowego stanowią główne źródło zobowiązań warunkowych państw, których realizacja może grozić niewypłacalnością (ryzyko fiskalne). Dodatkowo państwo ponosi bezpośrednie i pośrednie koszty fiskalne. Koszty bezpośrednie wynikają z zastrzyków kapitałowych na dokapitalizowanie banków oraz gwarancji zobowiązań, zaś pośrednie są konsekwencją utraty potencjalnych dochodów podatkowych i konieczności poniesienia dodatkowych wydatków ze względu na negatywny wpływ kryzysu bankowego na gospodarkę realną.

Pomiędzy 2008 a 2011 rokiem Komisja zatwierdziła pomoc publiczną dla instytucji finansowych o wartości ok. 4 650 mld EUR, tj. 38 % PKB UE, z czego zostało wykorzystane ok. 1 600 mld EUR (13 % PKB UE)⁵⁵. Gwarancje i środki zwiększające płynność wyniosły blisko 1 200 mld EUR (ok. 9,8 % PKB UE). Pozostałe środki, o wartości 439 mld EUR (3,6 % PKB UE), przeznaczono na dokapitalizowanie i pomoc związaną z aktywami o obniżonej jakości⁵⁶. Dodatkowo, ostatni kryzys finansowy wywołał głęboką recesję w wielu krajach Unii Europejskiej – tylko w 2009 r. PKB UE spadł o 4,2 %, tj. o 700 mld EUR⁵⁷.

⁵⁴ Z wyjątkiem dokapitalizowania na potrzeby *resolution*.

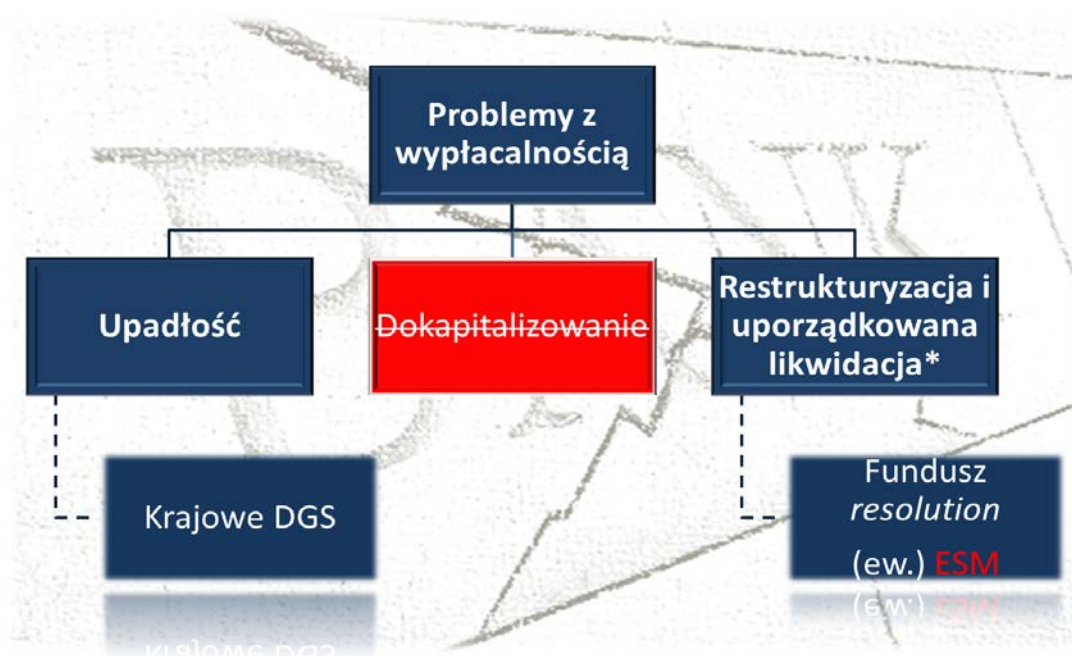
⁵⁵ Przyjęto PKB UE z 2010 r. (12 280 mld EUR).

⁵⁶ European Commission, Scoreboard - Data on State aid expenditure (state of play: 31 December 2011): http://ec.europa.eu/competition/state_aid/studies_reports/expenditure.html#II

⁵⁷ Commission Staff Working Document, Impact Assessment accompanying the document Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council establishing a framework for the recovery and resolution of credit institutions and investment firms (SWD(2012) 166 final)

Pomoc dla banków implikuje istotny wzrost zadłużenia publicznego, a w pewnych okolicznościach, może prowadzić do naruszenia stabilności finansów publicznych. Z tych i innych powodów, ratowanie banków (dokapitalizowanie i gwarancje publiczne) stało się opcją nieakceptowalną⁵⁸, której użycie wykluczyć ma m.in. proces restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji, w tym etap prewencji i wczesnej interwencji. Jego oczekiwanym rezultatem jest zniesienie lub ograniczenie domyślnych gwarancji państwa dla dużych i systemowo ważnych banków.

Rysunek 5: Możliwości działania w sytuacji zagrożenia upadłością banku



*Może wiązać się z koniecznością przeprowadzenia dokapitalizowania w ograniczonym zakresie

Źródło: Opracowanie własne

⁵⁸ Na poziomie UE wielokrotnie podkreślano, że celem projektowanych reform w zakresie regulacji i nadzoru finansowego jest udostępnienie nadzorcom narzędzi, które pozwolą radzić sobie z upadłością banków bez angażowania środków podatnika na ich ratowanie (choć samo dokapitalizowanie wiąże się z restrukturyzacją banku, więc w sensie ekonomicznym nie jest rozwiązaniem do wykluczenia, o ile nie jest stosowane w odniesieniu do instytucji już niewypłacalnych). Zob.: A.Franklin, E.Carletti, A.Gimba, *The financial implications of banking union* w: (pod red.) Th.Beck, *Banking union for Europe. Risk and challenges*, Centre for Economic Policy Research, 2012

Z punktu widzenia celu, jakim jest zerwanie negatywnego sprzężenia zwrotnego pomiędzy instytucjami finansowymi a bankami, umożliwienie ESM przeprowadzania bezpośredniego dokapitalizowania instytucji finansowych, a następnie przypisanie roli mechanizmu zabezpieczającego jednolity mechanizm restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji, jest pozytywnym rozwiązaniem. Niemniej ESM nie może udzielać gwarancji *ex-ante* generujących znaczne obciążenie dla budżetów krajowych, które - jak pokazuje doświadczenie ostatniego kryzysu - mogą być niezbędne, aby zapobiec panice na rynku⁵⁹.

Kwestią niepewną pozostaje również wielkość zasobów ESM. Obecnie zdolność pożyczkowa ESM wynosi 500 mld EUR, zaś łącznie z EFSF – 700 mld EUR. We wrześniu 2012 r. niemiecki Trybunał Konstytucyjny obradujący w Karlsruhe wydał wyrok oddalający skargi przeciwko udziałowi Niemiec w Traktacie, ustanawiającym Europejski Mechanizm Stabilności, orzekając jednocześnie, iż wszystkie zobowiązania finansowe RFN wynikające z Traktatu o ESM muszą być ograniczone do wysokości ok. 190 mld euro, czyli do kwoty obecnych zobowiązań, co oznacza, iż bez zgody parlamentu niemieckiego nie będzie możliwe powiększenie funduszu ratunkowego. ESM nie ma też dostępu do operacji kredytowych Eurosystemu, gdyż zgodnie z opinią EBC stałoby to w sprzeczności z ustanowionym w art. 123 TFUE zakazem finansowania monetarnego zobowiązań podmiotów publicznych wobec osób trzecich ze środków banku centralnego⁶⁰.

Bezpośrednie dokapitalizowanie instytucji finansowych przez ESM, uwzględniając koszty z tytułu dokapitalizowania poniesione przez państwa UE po wybuchu kryzysu finansowego, może skutkować wyczerpaniem dostępnych zasobów. Stąd już dziś - na etapie uzgadniania ram bezpośredniego dokapitalizowania instytucji finansowych - zakłada się, że środki przeznaczone na ten cel będą podlegały górnemu limitowi. Tym samym, nawet w przypadku włączenia tego narzędzia do instrumentarium ESM, nie zostanie całkowicie wykluczona konieczność dalszego udziału państw strefy euro w ratowaniu banków.

⁵⁹ J. Pisani-Ferry, G.B. Wolff, *The Fiscal Implications of a banking union*, Breugel Policy Brief, nr 2012/02, wrzesień 2012

⁶⁰ http://www.ecb.int/ecb/legal/pdf/c_14020110511en00080011.pdf

W okresie przejściowym, tj. do momentu kompletnego wdrożenia ram *resolution*, dokapitalizowanie banków oraz zapewnienie odpowiednich mechanizmów zabezpieczających będzie niezbędne dla przeciwdziałania skutkom obecnego kryzysu. Jego skala i wpływ na sytuację finansową banków powodują, że próba obciążenia kosztami procesu *resolution* pozostałych instytucji kredytowych lub kredytodawców upadającego banku może mieć negatywne konsekwencje w postaci wzrostu kosztów i zdolności pozyskiwania finansowania dla całego sektora bankowego. Zatem w krótkim okresie może nie być alternatywy dla dokapitalizowania finansowanego ze środków podatnika lub poniesienia przez państwo kosztów restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji upadającego banku, bądź wręcz systemu bankowego⁶¹. Dodatkowo w początkowej fazie funkcjonowania funduszu *resolution*, dopóki nie zgromadzi on adekwatnych środków - jeżeli proces restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji nie będzie mógł być finansowany z ESM lub poprzez podział kosztów pomiędzy kraje, w których działa bank (*burden sharing*) – bardziej prawdopodobne jest skorzystanie przez jednolitego nadzorcę z opcji bezpośredniego dokapitalizowania przez ESM niż przeprowadzania trudnego do sfinansowania procesu *resolution*⁶².

Efektywne ramy *resolution* pomagają zminimalizować koszty ponoszone przez sektor finansów publicznych, w szczególności, gdy przewidują one udział sektora prywatnego⁶³. Jednak nawet właściwy nadzór mikro- i makroostrożnościowy oraz odpowiednie ramy *resolution*, nie eliminują całkowicie ryzyka fiskalnego - w określonych przypadkach środki publiczne mogą być najbardziej efektywnym instrumentem ograniczenia skutków kryzysu bankowego. Dostęp do środków budżetowych, które potencjalnie wystarczyłyby na pokrycie kosztów

⁶¹ Ch.Goodhart, *Funding arrangements and burden sharing in banking resolution* w: (pod red.) Th.Beck, *Banking union for Europe...*

⁶² O.Szczepańska, *Unia bankowa – potrzebna rekonfiguracja*, Miesięcznik Finansowy Bank, marzec 2013; J.Zetelmeyer, E.Berglof, R.de Haas, *Banking union: The view from emerging Europe*, w: (pod red.) Th.Beck, *Banking union for Europe...*

⁶³ KE szacuje, że wprowadzenie narzędzi typu *bail-in* obniży koszty wsparcia sektora bankowego z funduszy DGS i *resolution* o 62%, przy czym instrumenty te mają być stosowane najpóźniej od 2018 r. Zob.: Commission Staff Working Document Impact Assessment accompanying the document Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council establishing a framework for the recovery and resolution of credit institutions and investment firms, SWD(2012) 166 final, Bruksela, 6.6.2012

dokapitalizowania instytucji finansowych, udzielenia gwarancji i ratowania banków (*bail-out*), jest elementem ram zarządzania kryzysowego oraz reżimu *resolution* pomagającym zapobiegać zjawisku „runu na banki”⁶⁴.

3

Wspólny, europejski *fiscal backstop* wymaga działań zabezpieczających przed pokusą nadużycia. Bez scentralizowanych ram prawnych *resolution*, nawet przy pełnej harmonizacji systemów *resolution*, istnieje ryzyko, że władze krajowe będą dążyły do przesunięcia kosztów uporządkowanej likwidacji na podatnika europejskiego. Konieczne są zatem propozycje idące dalej niż te, przedstawione w czerwcu 2012 r. przez Komisję Europejską (tzw. dyrektywa *resolution*⁶⁵), bowiem nawet zharmonizowane zasady mogą prowadzić do różnych interpretacji i różnej dystrybucji kosztów. Jak wspomniano wcześniej, negocjowana obecnie dyrektywa *resolution* nie jest ostateczną regulacją unijną w tym obszarze - w grudniu zeszłego roku Rada Europejska wezwała Komisję do przedstawienia w 2013 r. wniosku ustawodawczego w sprawie utworzenia jednolitego mechanizmu *resolution* dla państw członkowskich uczestniczących w jednolitym mechanizmie nadzorczym.

Rozważając rolę ESM jako zabezpieczenia fiskalnego dla europejskiego funduszu *resolution*, wydaje się, że w krótkim/średnim okresie fundusz ten nie byłby w stanie zgromadzić wystarczających środków pozwalających na przeprowadzenie restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji, a więc dla zagwarantowania wiarygodności ram *resolution* konieczne byłoby udostępnienie innego rodzaju zasobów finansowych, np. w postaci środków z ESM. W dłuższej perspektywie efektywność zabezpieczeń w postaci dostępności środków z ESM zależy od kosztu przywracania zaufania do sektora finansowego w sytuacji kryzysu systemowego. Co do zasady fundusz *resolution* ma za zadanie pokryć koszty związane z uporządkowaną likwidacją pojedynczych banków (typowo 2-5 banków średniej

⁶⁴ J. Pisani-Ferry, G.B. Wolff, *The Fiscal Implications...*

⁶⁵ Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council establishing a framework for the recovery and resolution of credit institutions and investment firms (COM(2012) 280 final)

wielkości w dużych systemach finansowych lub 4-6 małych banków w mniejszych systemach⁶⁶), nie zaś powstałe na skutek kryzysu systemowego⁶⁷.

Komisja Europejska szacuje⁶⁸, iż zagregowane koszty wsparcia sektora bankowego w UE (pokrycie strat przekraczających kapitał banków oraz dokapitalizowanie) – - przyjmując minimalne wymogi kapitałowe z porozumienia Bazylea III (10,5% aktywów ważonych ryzykiem) - w przypadku poważnego kryzysu wynoszą łącznie ok. 296 mld EUR, w przypadku bardzo poważnego kryzysu ok. 467 mld EUR, zaś ekstremalnie poważny kryzys zwiększa je do ok. 668 mld EUR. Zatem koszty te wahają się w przedziale od 2,4% do 5,4% PKB UE⁶⁹ (pod warunkiem istnienia ram pozwalających na przeprowadzenie uporządkowanej likwidacji). Dla porównania środki przeznaczone na wsparcie sektora bankowego w UE w latach 2008-2011 wyniosły 439 mld EUR (3,6% PKB UE), przy czym dane te nie uwzględniają kosztów pomocy publicznej w formie gwarancji, które zostały aktywowane.

Określone przez Komisję koszty kryzysów bankowych są zbieżne z szacunkami Instytutu Breugel'a⁷⁰, który na podstawie badań MFW ocenia, że mediana bezpośrednich kosztów fiskalnych kryzysów bankowych w zaawansowanych gospodarkach w latach 1970-2011 wyniosła ok. 4% PKB. Według MFW przeciętna długość okresu, w którym następuje odchylenie PKB od trendu w krajach wysokorozwiniętych, wynosi 3 lata, strata z tego tytułu 33% PKB (skumulowana strata PKB), zaś bezpośrednie koszty fiskalne 3,8% PKB. Dane MFW, według stanu na koniec 2011 r., wskazują, że skumulowana strata PKB w strefie euro, spowodowana obecnym kryzysem, wyniosła 23% PKB, natomiast koszty fiskalne

⁶⁶ Należy jednak pamiętać o specyficznej (w porównaniu do pozostałych krajów wysokorozwiniętych) strukturze sektora bankowego w Unii Europejskiej, gdzie relacja aktywów bankowych do PKB jest relatywnie wysoka (ok. 350% PKB w 2010 r.), a dominujący udział w sektorze mają duże międzynarodowe grupy bankowe. Zob. *EU Banking Sector: The world's largest banking system in the world's largest economic space. Facts and Figures 2011/2012*, European Banking Federation, grudzień 2011

⁶⁷ IMF, *A Banking Union for the Euro Area*, IMF Staff Discussion Note, SDN/13/01, 13 lutego 2013

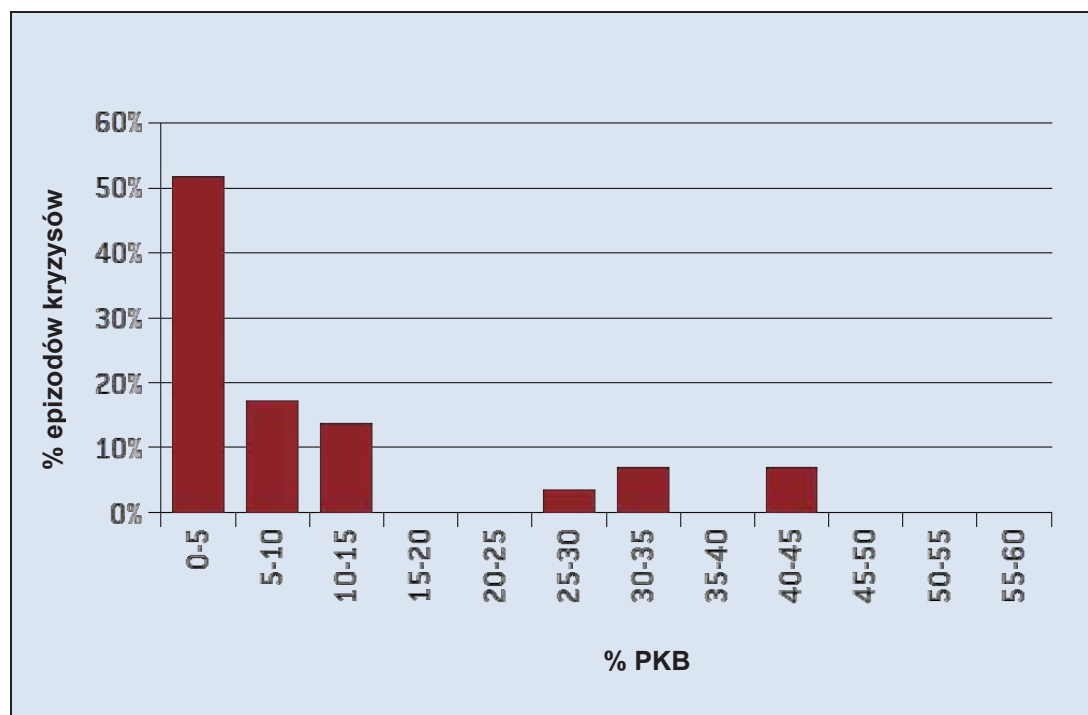
⁶⁸ Commission Staff Working Document Impact Assessment accompanying the document Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council establishing a framework for the recovery and resolution of credit institutions and investment firms, SWD(2012) 166 final, Bruksela, 6.6.2012

⁶⁹ wg PKB UE z 2010 r.

⁷⁰ J. Pisani-Ferry, G.B. Wolff, *The Fiscal Implications...* za: IMF, *A Banking Union for...*

3,9% PKB, przy czym koszty brutto różniły się znacznie pomiędzy krajami, osiągając od ok. 4% PKB w Hiszpanii do 40% PKB w Irlandii.

Rysunek 6: Koszty fiskalne kryzysów bankowych w zaawansowanych gospodarkach w latach 1970-2011



Źródło: *The Fiscal Implications of a banking union, Breugel Policy Brief, nr 2012/02, wrzesień 2012*

Odnosząc powyższe dane dotyczące przeciętnych bezpośrednich kosztów fiskalnych w sytuacji kryzysu bankowego do PKB państw należących do strefy euro (UE-17), Europejski Mechanizm Stabilności musiałby dysponować środkami na poziomie ponad 350 mld EUR, aby stać się efektywnym zabezpieczeniem fiskalnym dla krajów operujących wspólną walutą. Zatem nawet w przypadku braku środków zgromadzonych w europejskim funduszu *resolution*, Europejski Mechanizm Stabilności - ze zdolnością pożyczkową w wysokości 500 mld EUR - mógłby dostarczyć wystarczające wsparcie na rzecz ratowania sektora bankowego, pod warunkiem, że jego koszty nie przewyższałyby przeciętnych bezpośrednich kosztów fiskalnych.

Środki zgromadzone w europejskim funduszu *resolution*, zwiększałyby skuteczność ESM jako zabezpieczenia fiskalnego. Na tym etapie nie są znane plany Komisji w zakresie rozmiaru przyszłego europejskiego funduszu *resolution*, jednak przyjmując za punkt wyjścia propozycje przedstawione w projekcie dyrektywy ustanawiającej zharmonizowane ramy restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji, w którym za optymalny poziom funduszy *resolution* – gromadzony w okresie 10 lat – uznano 1% gwarantowanych depozytów⁷¹, można założyć, iż dysponowałby on docelowo środkami w wysokości ok. 53 mld EUR⁷². Uwzględniając horyzont czasowy akumulowania składek, wdrożenia pakietu CRDIV/CRR, a także przyjmując założenie, że w średnim okresie funkcjonować będzie jednolity nadzorca (SSM) oraz co najmniej zharmonizowane ramy restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji (w optymistycznym scenariuszu jednolity mechanizm *resolution*), które doprowadzą do obniżenia kosztów kryzysów bankowych w przyszłości, zdolność pożyczkowa ESM powinna być największa w krótkim okresie.

Przybliżone koszty fiskalne kryzysów bankowych (350 mld EUR) w zestawieniu ze zdolnością pożyczkową ESM (500 mld EUR), pozwalają wnioskować, iż Mechanizm byłby skuteczny jako zabezpieczenie fiskalne w unii bankowej. Jednak są to koszty przeciętne, które w zależności od przebiegu kryzysu mogą znacznie wzrosnąć (dane historyczne wskazują, że jedna czwarta kryzysów bankowych generowała koszty fiskalne przekraczające 16% PKB)⁷³, a elastyczność ESM w zakresie zwiększania swoich zdolności pożyczkowych na obecnym etapie wydaje się być ograniczona (brak licencji bankowej, ograniczenia wewnętrzne m.in. w przypadku Niemiec). Jednocześnie, nawet przy materializacji scenariusza kryzysu bankowego generującego przeciętne koszty, kwota pozostająca do dyspozycji ESM na pomoc dla państw, w których trudności z zapewnieniem stabilności finansowej wynikają (głównie) z problemów natury fiskalnej (jak miało to miejsce w Grecji, na

⁷¹ Z projektu dyrektywy nie wynika jednoznacznie, czy poziom ten miałby odnosić się wyłącznie do funduszu *resolution*, czy byłby to łączny pułap dla funduszu *resolution* i DGS. Finansowanie mechanizmu *resolution* obejmowało – oprócz składek *ex-ante* – składki *ex-post*, a w razie konieczności, pożyczki zaciągane w instytucjach finansowych lub w banku centralnym.

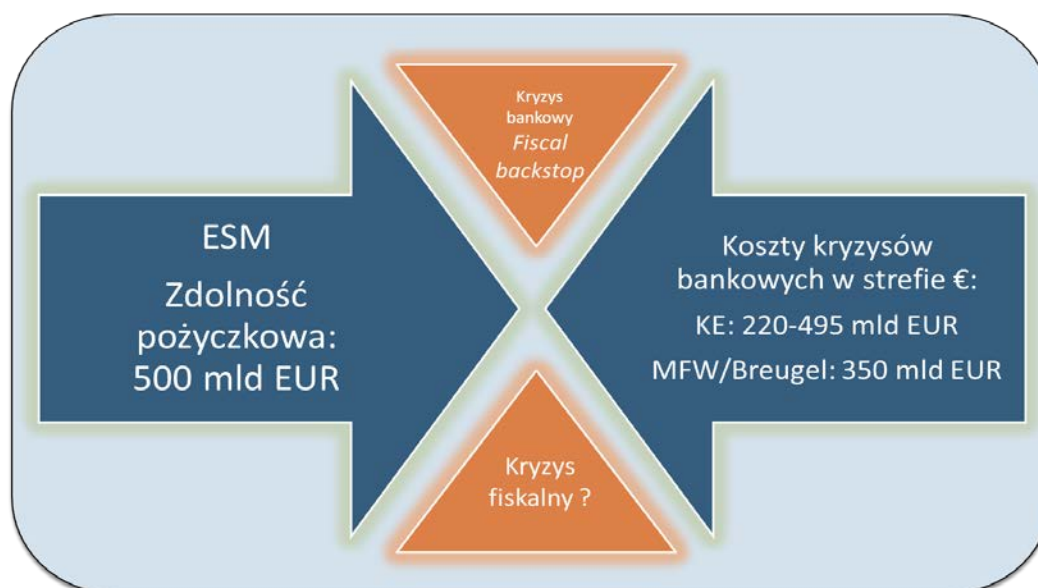
⁷² Wartość szacunkowa depozytów gwarantowanych (do kwoty 100 000 EUR) dla strefy euro wynosi 5 280 mld EUR. Zob.: IMF, *A Banking Union for the euro area. Technical Background Notes*, 13 lutego 2013

⁷³ IMF, *A Banking Union for the euro area. Technical ...*

której wsparcie przeznaczono dotychczas łącznie 240 mld EUR), wyniosłaby ok. 150 mld EUR⁷⁴. Przypisanie Europejskiemu Mechanizmowi Stabilności funkcji zabezpieczenia fiskalnego ogranicza zatem w istotny sposób jego pierwotną funkcję dostarczania płynności państwom zagrożonym niewypłacalnością. Tymczasem obecne, nakładające się na siebie kryzysy pokazują, że funkcje te niekiedy muszą zadziałać równolegle, a zatem występuje ryzyko zbyt małej skali zaangażowanych środków.

3

Rysunek 7: ESM jako zabezpieczenie fiskalne dla jednolitego funduszu resolution



Źródło: Opracowanie własne

W kontekście roli Europejskiego Mechanizmu Stabilności w planowanej unii bankowej, kwestią nierozstrzygniętą pozostaje jego mandat. W 2012 r. przywódcy europejscy zadeklarowali, iż po ustanowieniu skutecznego jednolitego nadzoru ESM będzie miał możliwość dokonywania bezpośrednich zastrzyków kapitałowych na rzecz instytucji finansowych (bezpośrednie dokapitalizowanie). Decyzja

⁷⁴ Lub mniej, uwzględniając wyższe niż w przypadku pożyczek dla państw rezerwy kapitałowe z tytułu pożyczek dla banków.

o modyfikacji instrumentarium ESM, w szczególności umożliwienia bezpośredniego dokapitalizowania banków, wymaga jednomyślnej decyzji Zarządu ESM. Jednak uzgodnienie ram dokapitalizowania banków uwypukliło podziały pomiędzy państwami strefy euro. Zakłada się, że porozumienie w tej sprawie zostanie osiągnięte do czerwca 2013 r., choć termin może nie zostać dotrzymany⁷⁵. Dodatkową komplikacją jest fakt, że ze względu na większe ryzyko związane z udzielaniem pożyczek bankom niż państwom, ESM byłby zmuszony tworzyć wyższe rezerwy kapitału na ich pokrycie, co przełożyłoby się na zmniejszoną zdolność pożyczkową Mechanizmu. W lutym 2013 r. przywódcy strefy euro uzgodnili, iż tylko część⁷⁶ z dostępnych w ramach ESM środków mogłaby zostać przeznaczona na bezpośrednie dokapitalizowanie banków.

III.3. ESM jako stabilizator w planowanej unii fiskalnej i gospodarczej

Głównym źródłem niestabilności strefy euro po wybuchu kryzysu finansowego była wadliwa konstrukcja Unii Gospodarczej i Walutowej – głębokiej integracji finansowej i gospodarczej nie towarzyszyła odpowiednia koordynacja w obszarze polityki fiskalnej. Wskutek wspólnej polityki monetarnej odpowiedzialność za stabilność finansów rozlała się na całą strefę euro, co spowodowało, że niezbędne stało się powołanie Europejskiego Mechanizmu Stabilności.

Wraz z pogłębianiem integracji w ramach strefy euro, obejmującej kolejne dziedziny polityki oraz skutkującej rozwojem budżetu centralnego, będzie malała potrzeba użycia Europejskiego Mechanizmu Stabilności, choć pozostanie on jednym z kilku niezbędnych elementów unii fiskalnej, o ile owe inne powstaną. Już wdrożenie nowych zasad zarządzania gospodarczego powinno ograniczyć ryzyko narastania

⁷⁵ Z doniesień prasowych wynika wręcz, że porozumienie może być niemożliwe, przed czym ostrzegał w marcu 2013 r. Klaus Regling, szef ESM. Jednocześnie niemiecki Minister Finansów postulował, aby ostateczną odpowiedzialność za ewentualne straty ESM z tego tytułu, ponosiły państwa strefy euro, których sektor bankowy uzyskał wsparcie. Zob.: *The Wall Street Journal*, *Euro-Zone Bank-Rescue Deal Faces Hurdles*, 3 marca 2013

⁷⁶ Dotychczas nie określono, jaka miałyby być to kwota.

nierównowag makroekonomicznych w strefie euro w przyszłości, natomiast ustanowienie kompleksowych ram wspólnego nadzoru (obejmujących jednolity mechanizm restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji) ma stanowić odpowiedź na głęboką integrację rynków finansowych w UGW i powiązania między sektorem bankowym i rządowym, w tym ryzyko występowania efektu domina. Tocząca się debata na poziomie UE sugeruje, że ESM nie będzie wykorzystywany w procesie tworzenia instrumentów solidarności fiskalnej, lecz w przypadku zniesienia jego charakteru instytucji międzyrządowej i włączenia go do przepisów traktatowych, nie można wykluczyć takiej ewentualności.

Na obecnym etapie nie jest w pełni jasne, jaki kształt instytucjonalny miałyby przybrać integracja w dziedzinie polityki fiskalnej i gospodarczej, jednak zakładając ewolucję w kierunku powstania budżetu transferowego (jest to odległa perspektywa, biorąc pod uwagę, że w tej chwili dyskusja na temat centralnego budżetu strefy euro dotyczy wyłącznie jego funkcji stabilizacyjnej) oraz uwspólnotowienia długu, należy spodziewać się stopniowej marginalizacji ESM jako mechanizmu ratowania państw członkowskich doświadczających trudności w finansowaniu swoich zobowiązań. Nie wyklucza to jednak roli ESM jako zabezpieczenia fiskalnego europejskiego funduszu *resolution*.

Zakończenie

Koncepcja stworzenia Europejskiego Mechanizmu Stabilności zrodziła się przy okazji reformy zarządzania gospodarczego w Unii Europejskiej rozpoczętej w 2010 r. Pierwotnie Mechanizm miał udzielać pożyczek obwarowanych rygorystycznymi warunkami krajom strefy euro doświadczającym trudności w finansowaniu swoich zobowiązań zagrażających ich stabilności, a także stabilności strefy euro jako całości. Zmieniające się warunki w otoczeniu makroekonomicznym, w tym rozprzestrzeniający się kryzys zadłużenia, sprawiły, że zdecydowano się na uelastycznienie ESM, m.in. rozszerzając katalog jego narzędzi – w tym włączając do niego prewencyjne formy wsparcia niezależne od przyjęcia surowego programu reform - a także łagodząc tryb podejmowania decyzji oraz obniżając koszty związane z pomocą. Stopniowo dystansowano się także od potrzeby angażowania w pomoc sektora prywatnego, podkreślając, że restrukturyzacja długu w Grecji miała charakter jednorazowy i wyjątkowy. Ogłoszone 16 marca 2013 r. porozumienie ws. pomocy dla Cypru (zmodyfikowane 25 marca 2013 r.) może być sygnałem zmiany podejścia do wsparcia finansowego i powrotu do idei udziału sektora prywatnego, jednak jest zbyt wcześnie na ocenę.

Zdolność pożyczkowa Europejskiego Mechanizmu Stabilności wynosi 500 mld EUR, ale w reakcji na kryzys zaufania rozprzestrzeniający się w unii monetarnej została ona uzupełniona przez zdolność pożyczkową Europejskiego Instrumentu Stabilności Finansowej, który utrzyma swoje zobowiązania w zakresie uzgodnionych wcześniej programów (dla Grecji, Irlandii i Portugalii). Łącznie zatem oba mechanizmy dysponują kwotą blisko 700 mld EUR.

Europejski Mechanizm Stabilności rozpoczął swoje działanie w październiku 2012 r. Jego aktywność ograniczona jest obecnie do programu pomocy dla hiszpańskiego sektora bankowego (za pośrednictwem rządu hiszpańskiego), na

który przeznaczono 100 mld EUR⁷⁷, jak również przygotowywanego wsparcia dla Cypru (10 mld EUR).

Europejski Mechanizm Stabilności stanowi rozwiązanie relatywnie nowe, stąd analiza jego zdolności do zapewnienia stabilności w Unii Gospodarczej i Walutowej jest utrudniona. Co więcej, nie można zapominać o pozytywnym wpływie na rynki finansowe niekonwencjonalnych działań Europejskiego Banku Centralnego, w szczególności ogłoszenia programu nieograniczonego skupu obligacji krótkoterminowych (program OMT). Niemniej, wydaje się, że ocena jego skuteczności zależy od percepcji sytuacji krajów objętych pomocą Europejskiego Mechanizmu Stabilności lub wskazywanych jako jej potencjalnych kandydatów. Przyjmując, że kraje te doświadczają wyłącznie krótkotrwałych problemów płynnościowych, optymalny rozmiar funduszu ratunkowego wynosi ok. 680 mld EUR (podejście przepływowe), a zatem jest zbliżony z łączną zdolnością Europejskiego Mechanizmu Stabilności oraz Europejskiego Instrumentu Stabilności Finansowej.

Przeświadczenie, że przedłużająca się recesja i słabe perspektywy wzrostu w przyszłości podważają zdolność beneficjentów do spłaty swojego długu, zwiększonego dodatkowo na skutek otrzymanej pomocy (podejście zasobowe), implikuje wniosek, iż zasoby Europejskiego Mechanizmu Stabilności są zdecydowanie za małe, aby był on skutecznym stabilizatorem, a jedyną instytucją mogącą efektywnie reagować na kryzys zadłużenia w Europie jest Europejski Bank Centralny.

Wizja pogłębionej Unii Gospodarczej i Walutowej nie została ostatecznie zdefiniowana, nie jest więc możliwa rzetelna i kompleksowa analiza skuteczności Europejskiego Mechanizmu Stabilności jako stabilizatora w przyszłości. Z dostępnych informacji wynika, że najistotniejszą rolę będzie on pełnił na etapie tworzenia unii bankowej: początkowo jako instrument wykorzystywany do bezpośredniego dokapitalizowania instytucji finansowych w państwach strefy euro,

⁷⁷ Szacuje się, że efektywnie potrzebne będzie maksymalnie 60% z tej kwoty.

a następnie jako zabezpieczenie fiskalne dla przyszłego funduszu restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji. Bezpośrednie dokapitalizowanie banków wydaje się w obecnych uwarunkowaniach kwestią problematyczną, gdyż potencjalnie może prowadzić do szybkiego wyczerpania zasobów ESM, stąd należy oczekiwać, że ustalony zostanie górny pułap środków w ramach Mechanizmu, które mogą być przeznaczone na ten cel. Natomiast jako zabezpieczenie funduszu *resolution* byłby on narzędziem skutecznym, pod warunkiem wystąpienia kryzysu generującego przeciętne koszty. W tej drugiej sytuacji Mechanizm dysponowałby jednak ograniczonymi środkami na pomoc dla państw członkowskich doświadczających trudności z finansowaniem swoich zobowiązań.

Postęp w kierunku planowanej unii finansowej prawdopodobnie ograniczy konieczność użycia Europejskiego Mechanizmu Stabilności. Tocząca się debata na poziomie Unii Europejskiej na temat przyszłości Unii Gospodarczej i Walutowej wskazuje, że Mechanizm nie będzie wykorzystywany w procesie tworzenia centralnego budżetu strefy euro. Gdyby jednak zdecydowany progres w zakresie integracji fiskalnej miał nie nastąpić, Europejski Mechanizm Stabilności zyska na znaczeniu. Wahania cyklu gospodarczego są bowiem inherentną cechą gospodarek kapitalistycznych. Choć kryzysy systemowe mogą być łagodniejsze w skutkach niż ostatni kryzys finansowy, szczególnie jeżeli kraje najbardziej nim dotknięte wyciągną z niego właściwe wnioski i podejmą odpowiednie działania, nawet najbardziej prawidłowa regulacja i nadzór nie sprawią, że już nigdy się nie powtórzą.

Bibliografia

(pod red.) Beck Th. (2012), Banking union for Europe. Risk and challenges, Centre for Economic Policy Research

Constancio V. (2013), Towards the Banking Union, speech at the 2nd FIN-FSA Conference on EU Regulation and Supervision “Banking and Supervision under Transformation” organized by the Financial Supervisory Authority, Helsinki, 12 lutego 2013

Centrum Analiz Społeczno-Ekonomicznych (2012), Unia bankowa – skutki dla UE, strefy euro I dla Polski, Zeszyty BRE Bank – CASE, nr 123/2012

Draghi M. (2013), Introductory statement at the hearing of the Committee on Economic and Monetary Affairs of the European Parliament, Bruksela, 18 lutego 2013

European Banking Federation (2011), EU Banking Sector: The world’s largest banking system in the world’s largest economic space. Facts and Figures 2011/2012

Europejski Bank Centralny (2011), The European Stability Mechanism, ECB Monthly Bulletin, lipiec 2011

Europejski Mechanizm Stabilności (2013), Frequently Asked Questions on the European Stability Mechanism, 21 stycznia 2013

Kapp D. (2012), The optimal size of the European Stability Mechanism, DNB Working Paper No. 349

Komisja Europejska (2013), Communication from the Commission: Towards a Deep and Genuine Economic and Monetary Union. The introduction of a Convergence and Competitiveness Instrument, COM(2013) 165 final

Komisja Europejska (2013), Communication from the Commission: Towards a Deep and Genuine Economic and Monetary Union. Ex ante coordination of plans for major economic policy reform, COM(2013) 166 final

Komisja Europejska (2013), Sprawozdanie ogólne z działalności Unii Europejskiej – 2012

Komisja Europejska (2012), Scoreboard - Data on State aid expenditure (state of play: 31 December 2011)

Komisja Europejska (2012), Komunikat Komisji: Plan działania na rzecz pogłębionej i rzeczywistej Unii Gospodarczej i Walutowej. Otwarcie debaty Europejskiej, COM(2012)777 final

Komisja Europejska (2012), Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council establishing a framework for the recovery and resolution of credit institutions and investment firms, COM(2012) 280 final

Komisja Europejska (2012), Commission Staff Working Document, Impact Assessment accompanying the document Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council establishing a framework for the recovery and resolution of credit institutions and investment firms, SWD(2012) 166 final

Komisja Europejska, Commission Staff Working Document, Impact Assessment accompanying the document Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on Deposit Guarantee Schemes [recast], SEC(2010) 834/2

Komisja Europejska (2010), Communication from the Commission: Reinforcing economic policy coordination, COM (2010) 250 final

Gianviti F., Krueger A.O., Pisani-Ferry J., Sapir A., van Hagen J. (2010), A European mechanism for sovereign debt crisis resolution: a proposal, Breugel Blueprint Series

de Grauwe P. (2011), Only the ECB can halt eurozone contagion, Financial Times, 3 sierpnia 2011

Mayer T., Gros D. (2010), Towards a Euro(pean) Monetary Fund, CEPS Policy Brief, No. 202

Międzynarodowy Fundusz Walutowy (2013), A Banking Union for the Euro Area, IMF Staff Discussion Note, SDN/13/01

Parlament Europejski (2012), 3-Year LTROs – A First Assessment of a Non-Standard Policy Measure, Draft Note, IP/A/ECON/NT

Pisani-Ferry J., Wolff G.B. (2012), The Fiscal Implications of a banking union, Breugel Policy Brief, nr 2012/02

Rada Europejska, Konkluzje Rady Europejskiej 13-14 grudnia 2012 r., EUCO 205/12

Rada Europejska, Konkluzje Rady Europejskiej 16-17 grudnia 2010 r., EUCO 30/1/10

Regling K. (2012), Europe's Response to the sovereign debt crisis, speech delivered during the Anders Chydenius Free Trade Seminar, Kokkola, 9 czerwca 2012

Reinhart C.M., Rogoff K. (2011), This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly, Princeton University Press

van Rompuy H. (2012), W kierunku faktycznej Unii Gospodarczej i Walutowej, 5 grudnia 2012 r.

Schoenmaker D., Gros D. (2012), A European Deposit Insurance and Resolution Fund. An update, DSF Policy Paper, No. 26

Schoenmaker D., Siegmann A. (2013), Efficiency Gains of a European Banking Union, DSF Policy Papers, TI 13-026/IV/DSF51

Szczepańska O. (2013), *Unia bankowa – potrzebna rekonfiguracja*, Miesięcznik Finansowy Bank, marzec 2013

Veron N., Wolff G.B. (2013), From supervision to resolution: next steps on the road to European banking union, Breugel Policy Contribution, Issue 2013/04

Whyte Ph. (2012), What a banking union means for Europe, Centre for European Reform

Whyte Ph. (2011), The Eurozone and the US: A tale of two currency unions, Centre for European Reform, 21 listopada 2011

Wyplosz Ch. (2012), Europe's Quest for Fiscal Discipline, unpublished paper

Wyplosz Ch. (2012), ECB's Outright Monetary Transactions – Note (Draft), dokument przygotowany na prośbę Komitetu ECON, PE 492.450