

4. ROLA MFW W STABILIZOWANIU GOSPODARKI GRECJI PODCZAS KRYZYSU

Krzysztof Biegun

Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu

Wstęp

Podstawowym celem opracowania jest analiza roli, jaką odegrał Międzynarodowy Fundusz Walutowy (MFW) w przygotowaniu i wdrożeniu programów mających stabilizować gospodarkę grecką w czasie kryzysu finansowego. Analiza dotyczy pierwszego programu, realizowanego w latach 2010 -2012 *Stand-By Arrangement* (SBA). Po tym okresie były kontynuowane działania MFW i instytucji UE na rzecz stabilizowania gospodarki Grecji (ramka 1), jednak właśnie w latach 2010-2012 doszło do istotnych rozstrzygnięć systemowych i instytucjonalnych, które później wykorzystano m.in. realizując wsparcie dla Irlandii i Portugalii. Specyfika poddanych badaniu problemów wymaga skrótowego omówienia procesów mających miejsce przed formalnym wnioskiem Grecji o pomoc MFW (czyli w czasie przygotowań Grecji do wprowadzenia euro oraz okresu po przyjęciu wspólnej waluty). Przedstawiony zostanie także system zarządzania gospodarczego w strefie euro (ze szczególnym uwzględnieniem instrumentów „anty kryzysowych”). Tylko w takim, szerszym, kontekście możliwa będzie ocena „wartości dodanej” wynikającej z włączenia MFW w działania pomocowe.

Ramka 1

Dotychczasowe programy pomocy dla Grecji

1. 2 maja 2010 r. Eurogrupa zgodziła się udzielić pożyczek dwustronnych zorganizowanych przez Komisję Europejską (Greek Loan Facility - GLF – był więc porozumieniem międzyrządowym państw strefy euro), kwota 80 mld EUR została udostępniona w okresie od maja 2010 r. do czerwca 2013 r. Następnie kwota ta została zmniejszona o 2,7 mld EUR, ponieważ Słowacja postanowiła nie uczestniczyć w dalszym finansowaniu greckich reform, podczas gdy Irlandia i Portugalia wycofały się z tego instrumentu, ponieważ same były zmuszone wnioskować o pomoc finansową. Pomoc finansowa uzgodniona przez kraje UE należące do strefy euro była częścią wspólnego pakietu, a MFW zobowiązał się do dodatkowych 30 miliardów euro w ramach umowy o gotówce (SBA).
2. 14 marca 2012 r. Ministrowie finansów strefy euro zatwierdzili finansowanie drugiego programu dostosowań gospodarczych dla Grecji. Kraje strefy euro i MFW zobowiązały się do udostępnienia niewykorzystanej części pierwszego programu oraz dodatkowych 130 miliardów euro na lata 2012-2014.
W przeciwieństwie do pierwszego programu, który opierał się na pożyczkach dwustronnych, kraje strefy euro uzgodniły, że drugi program będzie finansowany z Europejskiego Instrumentu Stabilności Finansowej (EFSF), w pełni funkcjonującego od sierpnia 2010 r.
Drugi program przewidywał całkowitą pomoc finansową w wysokości 164,5 mld EUR

do końca 2014 r. Okres ten został później przedłużony do 30 czerwca 2015 r. Z tej kwoty strefa euro zobowiązała się do wniesienia 144,7 mld euro z EFSF. MFW zobowiązał się do wniesienia wkładu w wysokości 19,8 mld euro. Była to część 4-letniego porozumienia o wartości 28 mld EUR w ramach rozszerzonego instrumentu finansowego dla Grecji, zatwierdzonego przez MFW w marcu 2012 r.

Ponadto po uruchomieniu drugiego programu uzgodniono, że niezbędne będzie przeniesienie części kosztów ratowania Grecji na sektor prywatny poprzez restrukturyzację zadłużenia.

3. Po wygaśnięciu poprzedniego programu, 8 lipca 2015 r. rząd grecki złożył formalny wniosek o wsparcie stabilności z EMS. Komisja Europejska i EBC dokonały pozytywnej oceny wniosku ze względu na ryzyko dla stabilności finansowej strefy euro. Przeprowadzono ocenę stabilności długu publicznego Grecji i potrzeb finansowych.

Grecja podpisała następnie protokół ustaleń (MoU) z Komisją Europejską, działającą w imieniu EMS, w dniu 19 sierpnia 2015 r. Równocześnie Rada Unii Europejskiej zatwierdziła program wsparcia stabilności i zaktualizowaną ścieżkę fiskalną dla Grecji. To pozwoliło na uruchomienia do 86 miliardów euro pomocy finansowej w ciągu trzech lat (2015-18). W tym programie nie uczestniczy już MFW.

Opracowano na podstawie: *Financial assistance to Greece. Information on the stability support programme, its implementation and reviews in Greece. Overview of previous programmes.*

https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/economic-and-fiscal-policy-coordination/eu-financial-assistance/which-eu-countries-have-received-assistance/financial-assistance-greece_pl

Pogłębiona analiza efektywności programów pomocowych dla Grecji może być wykorzystana przy pracach związanych z projektowaniem nowego systemu zarządzania kryzysowego dla strefy euro, w szczególności zaś w pracach przy planowaniu i wdrażaniu projektu Europejskiego Funduszu Walutowego⁸⁹, czy – pośrednio – zasadności tworzenia „zdolności finansowej”⁹⁰ czyli budżetu strefy euro.

Na potrzeby badania przyjęto następującą hipotezę: MFW odegrał istotną rolę przy przygotowaniu, wdrożeniu i ewaluacji efektywności reform mających doprowadzić do przywrócenia równowagi w gospodarce Grecji, zwiększając efektywność procesu dostosowawczego.

4.1 Ogólne ramy zarządzania gospodarczego w strefie euro

Państwa członkowskie, uznając swoją politykę gospodarczą za przedmiot wspólnego zainteresowania, koordynują je w ramach Rady. Rada, na zalecenie Komisji, opracowuje projekt ogólnych wytycznych polityki gospodarczej państw członkowskich i Unii oraz składa sprawozdanie Radzie Europejskiej, która debatuje nad konkluzją w sprawie tych ogólnych wytycznych. Na podstawie tej konkluzji Rada

⁸⁹ Ustanowienie EFW jest jedną z inicjatyw ogłoszonych w Komunikacie Komisji pt. *Dalsze działania na rzecz dokończenia budowy unii Gospodarczej i walutowej: plan działania*; COM(2017) 821 final.

⁹⁰ Projektowi budżetu strefy euro poświęcona jest m.in. Rezolucja Parlamentu Europejskiego z dnia 16 lutego 2017 r. w sprawie mechanizmu zdolności fiskalnej dla strefy euro.

przyjmuje zalecenie określające ogólne wytyczne polityki gospodarczej (art. 121 Traktatu o Funkcjonowaniu Unii Europejskiej - TFUE).

W celu zapewnienia skutecznej koordynacji polityki gospodarczej i trwałej konwergencji dokonań gospodarczych państw członkowskich, Rada, na podstawie sprawozdań przedstawionych przez Komisję, nadzoruje rozwój sytuacji gospodarczej w każdym z państw członkowskich i w Unii, a także zgodność polityki gospodarczej z jej ogólnymi wytycznymi. Podstawę koordynacji polityki budżetowej stanowiły pierwotnie przepisy Traktatu z Maasticht zawarte w rozdziale VII zatytułowanym *Polityka gospodarcza i pieniężna* oraz postanowienia przyjętego w 1997 roku paktu stabilności i wzrostu

W celu zapewnienia skutecznej koordynacji polityki gospodarczej i trwałej konwergencji dokonań gospodarczych państw członkowskich, Rada, na podstawie sprawozdań przedstawionych przez Komisję, nadzoruje rozwój sytuacji gospodarczej w każdym z państw członkowskich i w Unii, a także zgodność polityki gospodarczej z jej ogólnymi wytycznymi.



Rys. 1. Proces koordynacji polityki gospodarczej w ramach Unii Europejskiej

Źródło: Opracowanie własne

Nadzór fiskalny jest prowadzony w oparciu o pakt na rzecz stabilności i wzrostu, natomiast nadzór makroekonomiczny i tematyczny, prowadzony w celu lepszej koordynacji i poprawy skuteczności instrumentów polityki gospodarczej, opiera się na strategii Europa 2020, która od 2010 r. zastąpiła strategię lizbońską.

Zgodnie z art. 148 TFUE wytyczne zatrudnienia są przygotowywane przez Radę, która na wniosek Komisji i po konsultacji z Parlamentem Europejskim, Komitetem Ekonomiczno-Społecznym, Komitetem Regionów i Komitetem ds. Zatrudnienia opracowuje co roku wytyczne, które państwa członkowskie uwzględniają w swojej polityce zatrudnienia. Wytyczne te muszą być zgodne z ogólnymi wytycznymi polityki gospodarczej przyjmowanymi w wykonaniu artykułu 121 ustęp 2 TFUE.

Kolejnym elementem koordynacji polityk gospodarczych są krajowe programy reform, które stanowią podstawowy instrument realizacji zobowiązań przyjętych na poziomie państw członkowskich w ramach strategii „Europa 2020”.

W celu dalszego polepszenia koordynacji polityki gospodarczej państw członkowskich wprowadzono tzw. semestr europejski, czyli roczny cykl koordynacji,

w ramach którego Rada prowadzi wielostronny nadzór nad wdrażaniem ogólnych wytycznych polityki gospodarczej państw członkowskich. Semestr europejski obejmuje:⁹¹

- opracowanie ogólnych wytycznych polityk gospodarczych państw członkowskich i nadzór nad ich wprowadzaniem w życie,
- opracowanie i analizę wdrażania wytycznych dla zatrudnienia,
- przygotowanie i ocenę programu stabilności lub programu konwergencji,
- przygotowanie i ocenę krajowego programu reform państw członkowskich,
- nadzór mający na celu zapobieganie naruszeniom równowagi makroekonomicznej państw członkowskich.

W trakcie każdego semestru Rada ocenia programy przygotowane przez państwa członkowskie w poszczególnych obszarach, a następnie przygotowuje wytyczne dla polityki gospodarczej.

Narzucając ograniczenia co do dopuszczalnego poziomu zadłużenia pakt stabilności i wzrostu miał ograniczać ryzyko niewypłacalności krajów członkowskich. W warunkach autonomicznej polityki pieniężnej, państwo ma dwie możliwości osiągnięcia stanu niewypłacalności. Pierwszy to całkowita niewypłacalność (np. ogłoszenie zaprzestania spłaty odsetek od zadłużenia), druga to sztuczne wywołanie wysokiej inflacji i dewaluacja, które mogą pomóc w redukcji rzeczywistej wielkości długu. Ten drugi typ De Grauwe nazywa „niewypłacalnością ukrytą”.⁹² Tymczasem w unii walutowej kraj nie ma możliwości wpływania na poziom zadłużenia poprzez korektę poziomu inflacji i kursu walutowego. Może więc wzrastać ryzyko ogłoszenia całkowitej niewypłacalności. Jest to niebezpieczne także dla pozostałych członków unii – integracja rynków finansowych może sprawić, iż w wyniku niewypłacalności jednego z krajów ucierpi znaczna liczba podmiotów na terenie pozostałych państw członkowskich. Takie ryzyko wzmacnia presję wsparcia niewypłacalnego państwa przez pozostałe kraje członkowskie. Przedstawiciele instytucji UE wielokrotnie zapewniali, iż bezwzględnie zostanie zachowana zasada „no bail out” mówiąca, iż w razie niewypłacalności jednego z państw członkowskich inne w żadnej formie nie będą spłacać jego zadłużenia. Jednak wśród podmiotów rynków finansowych istniało przekonanie, iż w takiej sytuacji, w imię tzw. większego dobra (czyli choćby w celu ochrony własnych inwestorów czy sektora bankowego przed negatywnymi konsekwencjami), instytucje UE i państwa członkowskie będą zmuszone podjąć jakąś formę wsparcia (jak np. wykup obligacji).

Koordinacja polityki gospodarczej strefie euro (i szerzej – w całej UE) koncentrowała się na promowaniu długoterminowej równowagi finansów publicznych, która miała zapewnić możliwość prowadzenia antycyklicznej polityki fiskalnej i ograniczać niepożądane zachowania typu „pasażer na gapę”. Rozwiązania te miały ograniczać ryzyko wystąpienia kryzysu fiskalnego. Nie wypracowano jednak

⁹¹ Zgodnie a artykułem 2a rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 1175/2011 z dnia 16 listopada 2011 r.

⁹² P. de Grauwe, *Unia walutowa*, PWE, Warszawa 2013, s. 231-233.

scenariuszy działań, które trzeba będzie podjąć, jeżeli – mimo działań prewencyjnych – taki kryzys jednak się pojawi.

Już w sprawozdaniu Wenera z 1970 r. zwrócono uwagę na fakt, że efektywność działania unii walutowej wymaga, aby wszystkie istotne elementy krajowych budżetów publicznych były ustalane na poziomie wspólnotowym. W przedstawionym w 1977 r. tzw. raporcie MacDougalla zasugerowano konieczność utworzenia wspólnego budżetu dla państw przyszłej unii walutowej, dysponującego środkami w wysokości od 5 do 7% PKB. W konkluzjach do raportu zawarto stwierdzenie, że docelowo wysokość zgromadzonych we wspólnym budżecie środków powinna osiągnąć nawet 25% wysokości budżetów krajów członkowskich.⁹³ Taki budżet mógłby spełniać funkcje typowego budżetu federalnego, w tym umożliwiać stabilizację cyklu koniunkturalnego pomiędzy regionami oraz zapewniać pomoc finansową państwom pogrążonym w kryzysie.

W 1971 r. Nicholas Kaldor przewidywał, że pewnego dnia narody Europy stwierdzą, że chcą zbudować system federalny na kształt Stanów Zjednoczonych Europy. Wtedy dopełnieniem integracji będzie wspólny budżet i wspólna waluta. Jeżeli jednak unia walutowa powstanie wcześniej (jako „przyczółek” do późniejszej budowy unii politycznej i fiskalnej), to napięcia, jakie nieuchronnie pojawią się między społeczeństwami w czasie kryzysu „rozsadzą system”. W ten sposób unia walutowa może przyczynić się do upadku procesu integracji – zamiast go wspierać.⁹⁴ Mimo tych ostrzeżeń, rozwiązanie zakładające pozostawienie najważniejszych decyzji z zakresu polityki budżetowej w rękach państw członkowskich okazało się dużo łatwiejsze do wprowadzenia z powodów politycznych. Traktat z Maastricht oraz pakt stabilności i wzrostu wprowadziły więc system oparty na dyscyplinie budżetowej państw członkowskich, która miała służyć zwiększeniu skuteczności krajowych polityk fiskalnych w stabilizowaniu gospodarki w razie ewentualnych kryzysów.

4.2. Współpraca MFW i Grecji przed kryzysem finansowym

Grecja jest członkiem MFW od powstania tej organizacji w 1945 r. (była wśród sygnatariuszy statutu). Historia współpracy tego kraju z MFW jest więc znacznie dłuższa niż historia jego udziału w procesie integracji gospodarczej w Europie. Na międzynarodowym rynku finansowym MFW wyznaczono następujące zadania:⁹⁵

- formułowanie zasad międzynarodowej współpracy finansowej, czyli funkcję regulacyjną,
- zapewnianie państwom członkowskim dodatkowych środków finansowych w postaci kredytów, czyli funkcję kredytową,
- oferowanie wsparcia merytorycznego z zakresu nauk ekonomicznych, czyli funkcję konsultacyjną,

⁹³ Commission of the European Communities, *The MacDougall Report — Volume I. Study group on the role of public finance in European integration*, Brussels: April 1977.

⁹⁴ N. Kaldor, *In The Dynamic Effects Of The Common Market*, New Statesman, 12 March 1971.

⁹⁵ Opracowano na podstawie Statutu MFW, <https://www.imf.org/external/pubs/ft/aa/index.htm>

- nadzorowanie programów pomocowych i realizacji założeń programów stabilizacyjnych ustalonych przy przekazaniu środków kredytowych, czyli funkcję kontrolną.

Na potrzeby oceny roli MFW w działaniach antykryzysowych w Grecji, szczególną uwagę należy zwrócić m.in. na artykuł IV statutu, który dotyczy współpracy w kwestiach dotyczących polityki kursów walutowych i polityki pieniężnej. W myśl wspomnianego artykułu, MFW ma obowiązek nadzorowania stabilności rozwiązań dotyczących mechanizmu kursowego i stabilności finansowej państw członkowskich. Z drugiej strony, państwa mają obowiązek regularnego udostępniania wszelkich informacji niezbędnych do przeprowadzenia rzetelnej oceny i przygotowania zaleceń. Organem, który podejmuje decyzje w imieniu Funduszu jest Rada Gubernatorów, zaś realizacją podjętych założeń zajmuje się Rada Wykonawcza.

4.2.1. MFW a grecka droga do strefy euro

Międzynarodowy Fundusz Walutowy dostrzegał zagrożenia wynikające z niedostosowania strukturalnego gospodarki greckiej do funkcjonowania w ramach Europejskiej Unii Walutowej. Zwracał uwagę na potrzebę reform fiskalnych i ryzyko niewypełnienia kryteriów konwergencji nominalnej oraz wymogów wynikających z paktu stabilności i wzrostu, zwłaszcza w średnim i długim okresie. Będąc świadomymi zagrożeń, przedstawiciele MFW podkreślali szanse wynikające z wprowadzenia euro w Grecji i objęcia tego kraju regułami paktu. Wskazywali na spodziewane korzyści z intensyfikacji handlu i obniżenia kosztów transakcyjnych. Utworzenie bardziej jednolitego obszaru gospodarczego miało ograniczyć wrażliwość na szoki zewnętrzne. MFW pozytywnie oceniał koncepcję pozostawienia polityki fiskalnej w rękach państw członkowskich oraz przekazanie kompetencji w dziedzinie polityki monetarnej europejskiemu bankowi centralnemu. W ocenie szefa MFW pakt stabilności i wzrostu pozostawiał wystarczająco dużo miejsca na dyskrecjonalną politykę fiskalną w przypadku pojawienia się szoku ograniczonego do jednego bądź kilku państw unii walutowej.⁹⁶ Wśród potencjalnych zagrożeń dla krajów takich jak Grecja, raport wskazywano na niewystarczającą elastyczność rynku pracy.⁹⁷ Jeszcze bardziej ostrożni w ocenie sprawności mechanizmów stabilizujących strefy euro byli autorzy Raportu dotyczącego sytuacji na międzynarodowym rynku finansowym. We wnioskach dotyczących architektury strefy euro wskazywali na niebezpieczeństwa związane z brakiem jednoznacznych rozwiązań w zakresie możliwości realizacji funkcji pożyczkodawcy ostatejnej instancji przez Europejski Bank Centralny, brakiem jednolitego nadzoru nad instytucjami finansowymi w strefie euro oraz ryzyko związane z potencjalnie nieefektywnym systemem przepływu informacji pomiędzy instytucjami szczebla krajowego a instytucjami UE.⁹⁸ Analizując potencjalne scenariusze zakładające konieczność udzielenia pomocy finansowej któremuś z państw

⁹⁶ M. Camdessus, *EMU and the Euro: Ensuring a Successful Launch*, address at the IMF Conference on EMU and the International Monetary System, (Washington), 1997.

⁹⁷ IMF, *EMU and the World Economy*, World Economic Outlook, 1997.

⁹⁸ IMF, *International Capital Markets report*, November 1997.

członkowskich strefy euro jeszcze w 1998 roku MFW wskazywał na znaczenie integracji rynków finansowych. Nawet w warunkach eliminacji ryzyka kursowego, podmioty rynku finansowego mogą powstrzymać się od finansowania jednego (bądź kilku) państw członkowskich unii walutowej ze względu na specyficzne dla nich ryzyko, np. polityczne. Tym samym podmioty krajowe mogą zostać pozbawione dostępu do kapitału po cenie umożliwiającej utrzymanie płynności finansowej. W takiej sytuacji państwo członkowskie strefy euro musiałyby zwrócić się do MFW lub EBC o pomoc finansową niezbędną dla utrzymania bieżącej płynności.⁹⁹ Te zastrzeżenia nie zakłócały jednak ogólnego optymizmu MFW co do utworzenia strefy euro, a w szczególności co do greckiego członkostwa w tej strefie. Taki optymizm wydaje się zaskakujący nie tylko w kontekście kryzysu, w którym Grecja pogrążyła się 10 lat później, ale również z perspektywy możliwej już wówczas do przeprowadzenia oceny dotychczasowych postępów greckiej gospodarki w procesie integracji europejskiej. Przez pierwszych kilkanaście lat członkostwa w Unii Europejskiej grecka gospodarka doświadczyła bowiem wyjątkowego w swoim charakterze procesu dywergencji gospodarczej.

Grecja była jedynym państwem, który po przystąpieniu do Wspólnot doświadczył długiego okresu spadku poziomu PKB per capita względem średniej wyliczonej dla UE 15. M. Rozkrut i R. Woreta wyjaśniają ten proces dalece niewystarczającym poziomem konkurencyjności greckiej gospodarki. Ich zdaniem, podstawową przyczyną niekorzystnego układu polityki makroekonomicznej w Grecji w latach 80. było jej podporządkowanie krótkookresowym korzyściom politycznym.¹⁰⁰ W wyniku ekspansji fiskalnej, nasilającej się w czasie wyborów, znacząco pogarszała się nierównowaga sektora finansów publicznych.

⁹⁹ IMF, *EMU and the Fund—Use of Fund Resources and Use of Euros in the Fund's Operational Budget—Preliminary Considerations*, EBS/98/132.

¹⁰⁰ M. Rozkrut, R. Woreta, *Sukcesy i porażki Grecji na drodze do strefy euro. Wnioski dla nowych krajów członkowskich UE*. „Materiały i Studia NBP” 2005, nr 188, s. 8.

Tabela 1. Dane makroekonomiczne dla gospodarki greckiej (1996-2016)

| Wyszczególnienie | Jednostka | 1996 | 1997 | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|--|-----------|-------|-------|-------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Nominalne długoterminowe stopy procentowe | % | 14,4 | 9,9 | 8,5 | 6,3 | 6,1 | 5,3 | 5,1 | 4,3 | 4,3 | 3,6 | 4,1 | 4,5 | 4,8 | 5,2 | 9,1 | 15,8 | 22,5 | 10,1 | 6,9 | 9,7 | 8,4 |
| Realne długoterminowe stopy procentowe, deflator PKB | % | 6,3 | 3,2 | 3,2 | 2,6 | 4,4 | 1,8 | 1,7 | 0,8 | 1,2 | 1,3 | 0,6 | 1,0 | 0,4 | 2,5 | 8,4 | 14,8 | 23,0 | 12,7 | 8,9 | 10,8 | 9,4 |
| Nominalne krótkoterminowe stopy procentowe | % | 13,8 | 12,8 | 14,0 | 10,1 | 7,7 | 4,3 | 3,3 | 2,3 | 2,1 | 2,2 | 3,1 | 4,3 | 4,6 | 1,2 | 0,8 | 1,4 | 0,6 | 0,2 | 0,2 | 0,0 | -0,3 |
| Realne krótkoterminowe stopy procentowe, deflator PKB | % | 5,7 | 5,9 | 8,4 | 6,2 | 6,0 | 0,8 | 0,0 | -1,1 | -0,9 | 0,0 | -0,4 | 0,8 | 0,3 | -1,3 | 0,1 | 0,6 | 0,9 | 2,6 | 2,1 | 1,0 | 0,7 |
| Krzywa rentowności obligacji | % | 0,6 | -2,9 | -5,5 | -3,8 | -1,6 | 1,0 | 1,8 | 1,9 | 2,2 | 1,4 | 1,0 | 0,2 | 0,2 | 4,0 | 8,3 | 14,4 | 21,9 | 9,8 | 6,7 | 9,7 | 8,6 |
| Rzeczywiste jednostkowe koszty pracy: przemysł wytwórczy | 2010=100 | 97,2 | 102,2 | 100,8 | 88,0 | 83,5 | 75,0 | 81,0 | 83,4 | 82,7 | 87,0 | 88,0 | 87,9 | 83,4 | 92,5 | 100,0 | 92,7 | 78,3 | 68,8 | 66,0 | 67,1 | 64,3 |
| Saldo bieżących transakcjach z zagranicą (rachunki narodowe) | % PKB | -5,2 | -3,5 | -6,7 | -6,5 | -9,0 | -9,3 | -8,8 | -11,0 | -8,7 | -9,5 | -12,3 | -15,6 | -15,8 | -12,5 | -11,3 | -10,3 | -4,2 | -2,3 | -2,4 | 0,0 | -0,6 |
| Saldo rachunku obrotów bieżących, statystyki bilansu płatniczego | % PKB | | | | | | | -6,8 | -8,5 | -7,7 | -8,9 | -11,5 | -15,2 | -15,1 | -12,3 | -11,4 | -10,0 | -3,8 | -2,0 | -1,6 | -0,2 | -1,1 |
| Wierzytelności netto (+) lub zadłużenie netto (-): całość gospodarki | % PKB | -3,2 | -2,0 | -4,9 | -4,8 | -6,6 | -8,2 | -8,2 | -9,9 | -7,3 | -8,0 | -10,2 | -13,4 | -14,2 | -11,5 | -9,6 | -8,3 | -2,4 | 0,1 | -0,4 | 3,0 | 1,5 |
| Wierzytelności netto (+) lub zadłużenie netto (-): sektor instytucji rządowych i samorządowych | % PKB | -8,2 | -6,1 | -6,3 | -5,8 | -4,1 | -5,5 | -6,0 | -7,8 | -8,8 | -6,2 | -5,9 | -6,7 | -10,2 | -15,1 | -11,2 | -10,3 | -8,9 | -13,2 | -3,6 | -5,7 | 0,5 |
| Skonsolidowany dług brutto sektora instytucji rządowych i samorządowych | % PKB | 101,3 | 99,5 | 97,4 | 98,9 | 104,9 | 107,1 | 104,9 | 101,5 | 102,9 | 107,4 | 103,6 | 103,1 | 109,4 | 126,7 | 146,2 | 172,1 | 159,6 | 177,4 | 179,0 | 176,8 | 180,8 |
| Oszczędności brutto: sektor instytucji rządowych i samorządowych | mld EUR | -6,0 | -2,7 | -1,8 | -1,1 | 1,0 | -0,3 | 0,6 | -2,2 | -4,7 | -5,4 | -7,0 | -8,0 | -12,4 | -23,6 | -18,6 | -17,6 | -8,4 | -0,5 | -2,2 | -0,5 | 4,7 |

| | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
|--|----------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|-------|-------|-------|-------|------|------|------|------|------|
| Całkowite wydatki bieżące: sektor instytucji rządowych i samorządowych | mld EUR | 46,5 | 48,2 | 49,2 | 54,3 | 55,4 | 59,5 | 63,1 | 69,1 | 76,8 | 80,1 | 87,0 | 96,2 | 105,5 | 112,8 | 107,2 | 103,6 | 92,5 | 81,7 | 81,3 | 80,1 | 79,6 |
| Wydatki ogółem: sektor instytucji rządowych i samorządowych | % PKB | 45,1 | 43,7 | 45,1 | 46,2 | 46,4 | 46,0 | 45,8 | 46,6 | 47,6 | 45,6 | 45,1 | 47,1 | 50,8 | 54,1 | 52,5 | 54,1 | 55,4 | 62,2 | 50,2 | 53,8 | 49,7 |
| Odsetki: sektor instytucji rządowych i samorządowych | % PKB | 10,3 | 8,3 | 7,7 | 7,6 | 6,9 | 6,3 | 5,6 | 4,9 | 4,8 | 4,7 | 4,4 | 4,5 | 4,8 | 5,0 | 5,9 | 7,3 | 5,1 | 4,0 | 4,0 | 3,6 | 3,2 |
| Rzeczywiste efektywne kursy wymiany, oparte na jednostkowych kosztach pracy | 2010=100 | 76,6 | 81,1 | 80,5 | 82,6 | 79,2 | 78,5 | 84,0 | 85,8 | 86,3 | 93,1 | 91,5 | 92,4 | 95,7 | 99,1 | 100,0 | 97,9 | 93,0 | 85,8 | 83,3 | 80,8 | 81,0 |

Skutkowało to pogłębieniem deficytu tego sektora do poziomu dwucyfrowego pod koniec lat 80. (średnio 9% w latach 80. i 16% w 1990 r.) oraz wzrostem długu publicznego Grecji z 25% PKB w momencie przystąpienia do UE do ponad 110% w połowie lat 90. Jak przypominają Autorzy, jedną z przyczyn tak gwałtownego wzrostu długu publicznego, było przejęcie przez sektor publiczny zobowiązań przedsiębiorstw państwowych wobec sektora bankowego. Dodatkowym obciążeniem był nieefektywny i wymagający ogromnych nakładów system ubezpieczeń społecznych, gwarantujący relatywnie wysokie świadczenia emerytalne (w stosunku do wysokości składek) oraz umożliwiający szerokim grupom społecznym wcześniejsze przechodzenie na emeryturę. Europejski Instytut Walutowy (prekursor EBC i ESBC) i Komisja w raportach dotyczących konwergencji z 1998 roku, zwracały uwagę na najwyższy ze wszystkich krajów członkowskich poziom inflacji, wzrost jednostkowych kosztów pracy oraz wzrost obciążeń podatkowych.¹⁰¹ Grecja była daleka od spełnienia kryteriów konwergencji nominalnej. Sami Grecy w programach konwergencji podkreślali konieczność konsolidacji fiskalnej i wspierania konkurencyjności gospodarki.

Ograniczenie deficytu finansów publicznych zostało osiągnięte przede wszystkim poprzez zwiększenie dochodów budżetowych (m.in. w wyniku reformy systemu podatkowego, rozszerzenia bazy podatkowej i poprawy ściągalności podatków), a także dzięki ograniczeniu płatności odsetkowych z tytułu obsługi długu publicznego, czemu sprzyjało obniżenie stóp procentowych. Rządowi sprzyjał także wyższy od prognozowanego wzrost gospodarczy oraz znaczące wpływy z prywatyzacji. Działania na rzecz konsolidacji finansów publicznych miały także obejmować ograniczenie wydatków pierwotnych, w tym: obniżenie transferów socjalnych, redukcję zatrudnienia w administracji państwowej oraz zmniejszenie wydatków w instytucjach publicznych. W rzeczywistości działania te były jedynie symulowane. W rezultacie, przy braku redukcji pozostałych wydatków, zdecydowano się na ograniczenia wzrostu nakładów na inwestycje publiczne. Napływ netto transferów unijnych w latach 1991-2000 oraz ich wykorzystanie do współfinansowania inwestycji publicznych w Grecji, nie znalazł odzwierciedlenia w odpowiednim wzroście wydatków inwestycyjnych ogółem sektora publicznego.¹⁰² Można więc stwierdzić, że doszło do złamania zasady dodatkowości – inwestycje finansowane ze środków unijnych nie tyle uzupełniały, co po prostu zastąpiły inwestycje realizowane dotąd na szczeblu krajowym.

Brzemienne w konsekwencje okazały się także problemy z wypełnieniem kryterium inflacyjnego i – w efekcie – utrzymaniem stabilności kursu drachmy podczas uczestnictwa w systemie kursowym ERM II. Tempo wzrostu cen było relatywnie wysokie jeszcze w momencie wprowadzania drachmy do mechanizmu ERM II, co implikowało konieczność utrzymywania stóp procentowych na poziomie znacząco wyższym od stóp EBC. Sprzyjało to tendencji do nominalnej i realnej

¹⁰¹ European Commission, *Convergence report*, "European Economy" 1998, no. 68, s. 68; European Monetary Institute, *Convergence report*, Frankfurt am Main 1998, s. 16.

¹⁰² M. Rozkrut, R. Woreta, wyd. cyt.

aprecjacji kursu drachmy. Od 1995 r. bank centralny oficjalnie potwierdził znaczenie kontroli ceny waluty krajowej i stabilny kurs został uznany za cel operacyjny polityki pieniężnej.

Realne umocnienie kursu drachmy podczas uczestnictwa w mechanizmie stabilizującym ERM II, stwarzało realne obciążenie dla konkurencyjności greckiej gospodarki. Dlatego państwa członkowskie zgodziły się na znaczne obniżenie parytetu centralnego (kursu, po którym dokonano ostatecznej wymiany drachmy na euro o ok. 12% w stosunku do aktualnej wartości rynkowej).¹⁰³

Już w programie konwergencji z 1997 roku dopuszczono możliwość, że wprowadzenie euro w Grecji będzie możliwe dopiero w 2001 roku. Tak się też stało - w momencie utworzenia strefy euro, Grecja pozostała przy drachmie, uzyskując (obok Szwecji) status państwa członkowskiego objętego derogacją. Dopiero w 2000 r. przedstawiono dane statystyczne, które pozwoliły Komisji na stwierdzenie, że mimo przekroczenia dopuszczalnego poziomu długu publicznego grecka gospodarka jest gotowa na wprowadzenie euro od 1.01.2001 r.¹⁰⁴

4.2.2. Euro w Grecji - pierwsze doświadczenia

Wprowadzenie euro przyczyniło się do obniżenia nominalnych i realnych stóp procentowych, a tym samym do znaczącej redukcji kosztów obsługi zadłużenia. Po raz pierwszy od wielu lat pojawiła się nadwyżka pierwotna sektora finansów publicznych (saldo przed uwzględnieniem kosztów obsługi zadłużenia), a deficyt budżetowy uległ znaczącemu ograniczeniu. Spadek realnych stóp procentowych przyczynił się także do gwałtownego wzrostu zadłużenia sektora prywatnego. W wielu przypadkach zadłużanie się prywatnych firm na niespotykaną wcześniej skalę było możliwe dzięki gwarancjom państwowym. Krajowy rynek pieniężny nie mógł zaspokoić tak dużego popytu na pieniądź, w efekcie doszło do gwałtownego pogorszenia bilansu obrotów bieżących. Grecka gospodarka coraz bardziej uzależniała się zatem od napływu kapitału zagranicznego. Mimo tego Grecja była w tamtym okresie wskazywana przez ekonomistów jako jeden z największych beneficjentów wprowadzenia wspólnej waluty.

Pomimo początkowych sukcesów w dziedzinie konsolidacji finansów publicznych, grecki rząd szybko napotkał problemy z wypełnieniem wymogów paktu stabilności i wzrostu. W maju 2004 r. Komisja Europejska po raz pierwszy od wprowadzenia euro w Grecji podjęła decyzję otwarciu wobec tego kraju procedury nadmiernego deficytu. Co więcej, okazało się, że popełniono poważne błędy w kalkulacji poziomu deficytu budżetowego w latach poprzedzających wprowadzenie euro. W efekcie pojawiły się uzasadnione wątpliwości, czy Grecja kiedykolwiek wypełniła wymogi w zakresie poziomu deficytu. Kolejne greckie rządy dokonywały

¹⁰³ Parytet centralny wyznaczono na poziomie 1 ECU = 357 GRD.

¹⁰⁴ European Commission, *Proposal for a Council decision in accordance with article 122(2) of the Treaty for the adoption by Greece of the single currency on 1.1.2001*, COM(2000) 274 final.

korekty danych historycznych, co podważało i tak już ograniczone zaufanie podmiotów rynków finansowych do tego kraju.

W ramach corocznych ocen MFW prawidłowo identyfikował te zagrożenia. We wnioskach i zaleceniach regularnie pojawiały się ostrzeżenia o pogarszającym się deficycie obrotów bieżących i pogorszeniu *terms of trade* w wyniku nadmiernej aprecjacji realnego kursu walutowego. Wskazywano na konieczność przeprowadzenia reformy finansów publicznych poprzez ograniczenie wydatków pierwotnych oraz usprawnienie systemu ubezpieczeń społecznych (którego rosące wydatki wynikały nie tylko z bardzo szczodrego systemu emerytalnego, ale były też pochodną niekorzystnej sytuacji demograficznej). Podkreślano również konieczność przeprowadzenia reform strukturalnych niezbędnych do utrzymania wzrostu gospodarczego w średnim i długim okresie oraz wsparcia konkurencyjności greckiej gospodarki na rynku europejskim. Fundusz zalecał ograniczenie deficytu do 2010 r. oraz działania zmierzające do uzyskania nadwyżki budżetowej w kolejnych latach¹⁰⁵. Zalecenia te nie przekładały się jednak na faktyczne działania greckich władz. Głosy krytyczne względem zaleceń MFW pojawiały się nie tylko ze strony polityków, ale także ze strony środowiska akademickiego. Narastający poziom zadłużenia sektora prywatnego i pogarszający się bilans obrotów bieżących często tłumaczono koniecznością finansowania wzrostu gospodarczego i realnej konwergencji względem rozwiniętych krajów strefy euro. Z perspektywy czasu można stwierdzić, że ani greccy decydenci, ani pracownicy MFW, ani przedstawiciele żadnej z unijnych instytucji, nie doceniali skali niezbędnych procesów dostosowawczych po wystąpieniu negatywnego szoku asymetrycznego dotyczącego jednego z państw członkowskich unii walutowej (czyli negatywnego zdarzenia wywołującego w jednej z gospodarek inne efekty niż w pozostałych). Żadna z kompetentnych w tym zakresie instytucji nie przykładła też uwagi do narastającej ryzyka ekspozycji instytucji finansowych strefy euro na ryzyko niewypłacalności któregoś z państw członkowskich.

4.3. Kryzys finansowy – program pomocy dla Grecji

Wrażliwość gospodarki greckiej na kryzys wynikała nie tylko z nadmiernego zadłużenia (sektora prywatnego i publicznego) ale też z powodu problemów strukturalnych – niskiej konkurencyjności gospodarki (na którą składały się nie tylko problemy w ramach tzw. gospodarki realnej – jak np. przestarzały park technologiczny i względnie mało innowacyjny sektor usług, powszechne zjawisko unikania podatków, ale także – a może przede wszystkim – realna aprecjacja kursu walutowego).

4.3.1. Gospodarka grecka u progu kryzysu

Gwałtowny wzrost kosztów obsługi zadłużenia niósł ryzyko nie tylko dla greckiego sektora publicznego, ale także dla banków – zarówno greckich, jak i prowadzących działalność w innych krajach strefy euro. W swoich portfelach aktywów wiele z nich posiadało znaczące ilości greckich obligacji. Ewentualne

¹⁰⁵ IMF, *Greece : Staff Report for the 2001 Article IV Consultation*; oraz kolejne z 2003, 2005 i 2006 r.

bankructwo Grecji (czy to częściowe, czy całkowite) stwarzało konieczność utworzenia rezerw na rzecz pokrycia strat wynikających ze spadku wartości osiadanych aktywów. Ta perspektywa stanowiła realne zagrożenie dla płynności poszczególnych banków i stabilności całego sektora finansowego strefy euro.

Znaczna ekspozycja europejskich banków na obligacje krajów członkowskich wynikała z charakteru europejskiego systemu finansowego, w którym dominującą rolę odgrywają właśnie banki, powszechnego niedoszacowania ryzyka wzrostu kosztów obsługi zadłużenia w jednym z krajów strefy euro w wyniku wzrostu awersji do ryzyka wśród inwestorów, wymogów wynikających z regulacji w zakresie struktury i jakości kapitałów banku (obligacje państw członkowskich strefy euro były formalnie zaliczane do aktywów o relatywnie najniższym poziomie ryzyka) oraz kwestii związanych z technicznymi aspektami funkcjonowania rynku pieniężnego strefy euro – obligacje można było zastawić w banku centralnym w dowolnej chwili zwiększając krótkoterminową płynność banku. Mimo wyższej rentowności i wyższego ryzyka w ocenie wielu inwestorów, nadzór zaliczał obligacje greckie do tego samego koszyka aktywów co obligacje innych krajów strefy euro.

Wzajemna zależność sektora publicznego (skarż państwa będący emitentem obligacji) i prywatnego (banki komercyjne będące w posiadaniu tych obligacji) miała w przyszłości znacząco utrudnić działania antykrzysowe. Stopniowa utrata zdolności do bieżącej obsługi zadłużenia przez sektor publiczny obciążała bilanse banków komercyjnych, co z kolei mogło powodować obciążenie zwrotne dla finansów publicznych – w przypadku konieczności przyznania gwarancji i/lub dotacji niezbędnych do ratowania płynności poszczególnych banków. Zagrożenie nie ograniczało się do Grecji – integracja rynków finansowych strefy euro i dążenie do dywersyfikacji inwestycji zaowocowało poważnym zaangażowaniem w greckie obligacje ze strony banków niemieckich, francuskich, belgijskich, cypryjskich i portugalskich. W wielu przypadkach zagrożenie dotyczyło instytucji finansowych systemowo istotnych, tzn. takich, których upadłość zagrażałaby stabilności całego sektora bankowego w kraju macierzystym i poza nim (np. w przypadku instytucji finansowych zarejestrowanych na Cyprze, faktycznie zaangażowany kapitał często pochodzi z krajów trzecich).

4.3.2. Wsparcie MFW dla państw UE

Od czasu utworzenia strefy euro MFW kilkakrotnie pomagał państwom członkowskim Unii Europejskiej. Były to jednak państwa pozostające poza strefą wspólnej waluty - w 2008 r. o wsparcie zwróciły się Węgry i Łotwa. Zgodnie z obowiązującymi regulacjami (artykuł 119 TFUE) były one zobowiązane do konsultacji z Komisją Europejską oraz Komitetem Ekonomiczno-Finansowym. W przypadku obu tych krajów wsparcie MFW było realizowane we współpracy z KE (konieczność współpracy wynikała ze zobowiązań krajów członkowskich związanych z realizacją wymogów paktu stabilności i wzrostu - między innymi przygotowania programów konwergencji; współpraca ta nie miała jednak charakteru formalnego). W obu przypadkach w realizacji programów pomocowych uczestniczył też Europejski

Bank Centralny. EBC współfinansował pomoc dla Węgier wykorzystując warunkowe operacje *repo* przeprowadzane z węgierskim bankiem centralnym (na kwotę ok. 5 mld euro). W przypadku Łotwy obserwator EBC uczestniczył w pracach zespołu złożonego z przedstawicieli KE i MFW (którego powołanie było konieczne ze względu na uczestnictwo Łotwy mechanizmie kursowym ERM II). Współpracy wymagała także pomoc dla Rumunii, o którą kraj ten zwrócił się w 2009 r. W tym samym roku o udostępnienie elastycznej linii kredytowej w MFW zwróciła się Polska. W tym przypadku nie było konieczne współfinansowanie ze strony instytucji Unii, a Traktat nie przewidywał jednoznacznie konieczności konsultacji przy wykorzystaniu tak specyficznego instrumentu.

Już podczas realizacji programu pomocowego dla Węgier przedstawiciele MFW podkreślali specyfikę programu wsparcia kraju będącego członkiem unii gospodarczej i walutowej (w tym przypadku członkiem objętym derogacją). sformułowano więc priorytety przyszłej współpracy z instytucjami UE:

1. Wczesne konsultacje i ciągła wymiana informacji podczas procesu negocjacji z państwem występującym o wsparcie.
2. Współfinansowanie pomocy przez obie strony.
3. Wspólne konferencje dla podkreślenia obustronnego wsparcia.
4. Spójność zaleceń dla polityki gospodarczej państwo objętego pomocą.
5. Konsultacje podczas fazy realizacji programu pomocowego.

Podczas realizacji wspomnianych powyżej programów pomocowych, pomimo ogólnie pozytywnej oceny efektów współpracy, pojawiły się pewne rozbieżności. Wynikały one przede wszystkim z niepełnego uwzględnienia przez pracowników Funduszu uwarunkowań wynikających z paktu stabilności i wzrostu oraz procedury nadmiernego deficytu obowiązujących w UE. Najpoważniejsze rozbieżności pojawiły się w przypadku Łotwy. Przedstawiciele MFW wskazywali na konieczność dewaluacji krajowej waluty względem euro. Oznaczałoby to konieczność usunięcia planowanej daty wprowadzenia euro na Łotwie. Z kolei przedstawiciele Komisji mocno popierali stanowisko rządu Łotwy zakładające konieczność pozostania w ERM II i unikania dewaluacji w celu jak najszybszego wypełnienia kursowego kryterium konwergencji.

4.3.3. Kryzys w Grecji

Pogarszająca się sytuacja finansowa Grecji była obiektem debat już w 2009 r.¹⁰⁶ W październiku 2009 r. grecki rząd ujawnił istnienie ogromnego deficytu budżetowego. W 2008 r. wyniósł on 7,75% PKB w miejsce pierwotnie podawanych 2,75%. Prognoza na 2009 rok mówiła o 12,5% deficycie (wcześniejsze estymacje wskazywały na poziom 3,75% PKB).

We współpracy z KE przygotowano program stabilności zakładający ograniczenie deficytu budżetowego do 3% PKB w 2012 r. Nie został on jednak uznany za wiarygodny przez podmioty rynku finansowego. Zaniepokojeni inwestorzy

¹⁰⁶ P. Blustein, *Laid Low: The IMF, the Euro Zone, and the First Rescue of Greece*, Centre for International Governance Innovation, CIGI Papers 2015, no. 61.

ograniczyli popyt na greckie obligacje. Rząd nie był w stanie zaoferować rentowności, które przywróciłyby popyt do poziomu zabezpieczającego bieżące potrzeby sektora publicznego. Grecji groziła utrata płynności finansowej i dostępu do zewnętrznego finansowania. Będąc państwem członkowskim strefy euro nie mogła liczyć na programy wsparcia bilansu płatniczego, z których korzystały wspomniane wcześniej Węgry, Łotwa i Rumunia.

Trzyletni pakiet pomocowy został uzgodniony 2 maja 2010 r. Kwota wsparcia wyniosła 80 mld EUR w ramach pożyczek unijnych i kolejne 30 mld EUR kredytu od MFW, i miała zostać wypłacona w transzach do 2012 r., pod warunkiem wprowadzenia podatku reform. Tydzień później liderzy strefy euro uzgodnili dalsze środki ratunkowe, w szczególności utworzenie Europejskiego Instrumentu Stabilności Finansowej (EFSF) o zdolności kredytowej wynoszącej 440 miliardów euro, oraz program skupu obligacji na rynku wtórnym przez EBC w celu stabilizacji rentowności obligacji skarbowych państw strefy euro (w tym Grecji).

Ramka 2

Trojka jest strukturą odpowiedzialną za prowadzenie negocjacji między kredytodawcami a rządami zadłużonych państw. W jej skład wchodzi: Komisja Europejska, Europejski Bank Centralny oraz Międzynarodowy Fundusz Walutowy.

Trojka kontroluje wdrażanie programów dostosowania gospodarczego (w krajach bailout)

Ze strony Europy, ostateczne decyzje co do pomocy finansowej i jej zasad podejmowane są przez Eurogrupę.

Pieniądze pochodzą z pożyczek krajów strefy euro poprzez specjalne organy takie jak EFSF (Europejski Instrument Stabilności Finansowej) i ESM (Europejski Mechanizm Stabilizacji) oraz z Międzynarodowego Funduszu Walutowego.

Źródło: Parlament Europejski,

<http://www.europarl.europa.eu/news/pl/headlines/priorities/20140110TST32314/20140110STO32308/podsumowanie-dzialan-trojki-wysluchania-i-wizyty-w-krajach-bailoutu>

Podstawowym celem programu pomocowego opracowanego przez Trojkę i grecki rząd było przywrócenie zdolności do obsługi zadłużenia oraz wsparcie konkurencyjności greckiej gospodarki. Podstawowe założenia programu były następujące:

- gospodarka wróci na ścieżkę wzrostu gospodarczego w 2012 r.,
- bezrobocie osiągnie szczyt w 2012 r. i w kolejnych latach będzie spadać,
- nie będzie potrzebna restrukturyzacja zadłużenia (zasada no bail-out miała być utrzymana),
- relacja długu publicznego do PKB osiągnie najwyższą wartość w 2013 r. (i nie przekroczy 150%),
- rząd odzyska tzw. *full market access* – czyli zdolność do obsługi zadłużenia na warunkach rynkowych w 2013 r.

Pomimo znacznego sceptycyzmu na rynku, grecki program dostosowawczy był realizowany na bez większych problemów do początku 2011 r. Konsolidacja fiskalna

pozwoili na ograniczenie deficytu o około 5% PKB w 2010 r. W związku z pogłębajacą się recesją i rosnącym społecznym sprzeciwem wobec programu, dalsze cięcia wydatków okazały się coraz trudniejsze. Reformy strukturalne, które miały przywrócić potencjał rozwojowy zostały opóznione bądź zaniechane. Przegląd przeprowadzony przez MFW opublikowany w połowie lipca 2011 r. zakończył się stwierdzeniem, że stan obecny i perspektywy Grecji nie pozwalają personelowi na uznanie dłuęu za „stabilny z wysokim prawdopodobieństwem”. Nie było też szans na przywrócenie finansowania rynkowego w 2013 roku.

W tych okolicznościach pewna forma "zaangażowania sektora prywatnego" (private sector involvement - PSI) była nieunikniona.

Ramka 3

Władze greckie przeprowadziły operację restrukturyzacji zadłuęzenia zgodnie ze strategią PSI uzgodnioną na poziomie Eurogrupy. Kluczowe warunki ekonomiczne oferty wymiany obligacji można podsumować w następujący sposób:

- oferta objęła obligacje greckie o wartości 177,8 miliardów euro (GGB), oraz obligacje przedsiębiorstw państwowych gwarantowane przez grecki rząd o wartości 9,5 miliarda euro;
- obligacje posiadane przez Eurosystem (w ramach portfela inwestycyjnego SMP EBC i krajowych banków centralnych) zostały wyłączone z oferty. Obligatariusze zostali zaproszeni do wymiany obligacji na:

- nowe obligacje o wartości nominalnej równej 31,5% kwoty nominalnej wymienianych obligacji dłuęu
- bony pieniężne EFSF o 24 miesięcznym terminie zapadalności – o wartości 15% wartości nominalnej wymienionych obligacji.

Nowe obligacje zostały wyemitowane w 20 oddzielnych transzach z rozłożonymi terminami wypłat (odpowiednik syntetycznej obligacji z 30-letnim terminem zapadalności i 10-letnim okresem karencji). Obligacje będą płać roczny kupon o stałym oprocentowaniu w wysokości 2% do 2015 r., 3% do 2020 r., 3,65% w 2021 r. i 4,3% po tej dacie.

Restrukturyzacja pociągnęła za sobą głębokie straty dla posiadaczy obligacji. W ujęciu nominalnym redukcja wartości wyniosła 53,5%; w kategoriach NPV straty mieściły się w przedziale od 70 do 75%. Był to największy zanotowany spadek wartości portfeli obligatariuszy w przypadku restrukturyzacji zadłuęzenia przed niewykonaniem zobowiązań (większość przypadków powoduje obniżenie NPV o co najwyżej 10% przy 9-procentowej stopie dyskonta, np. w Urugwaju, na Ukrainie, w Pakistanie i na Dominikanie). Wysokość odpisu aktualizującego wartość NPV była porównywalna do strat po „nieuporządkowanym” bankructwie Argentyny (2005 r.).

Każdy posiadacz greckich obligacji, nawet członkowie komitetu sterującego, który negocjował warunki oferty wymiany z Grecją, mógł przyjąć lub odrzucić grecką ofertę wymiany. Prowadzi to do pytania, co ostatecznie wywołało wysoki udział wierzycieli w prawie 97 procentach, pomimo ogromnej redukcji wartości posiadanych portfeli obligacji. Dla dużych wierzycieli - w szczególności dużych banków europejskich - prawdopodobną odpowiedzią jest to, że bez ich udziału restrukturyzacja by się nie powiodła, co doprowadziłoby niemal nieuchronnie do nieuporządkowanego bankructwa. Co więcej, każda próba uchylecia się byłaby krytykowana przez władze ich macierzystego kraju, które również

były oficjalnymi wierzycielami Grecji, i jako takie zainteresowane były maksymalizacją udziału sektora prywatnego.

Opracowano na podstawie: (1) IMF, *Greece: Request for Extended Arrangement Under the Extended Fund Facility*, Staff Report; 2012; (2) J. Zettelmeyer, Ch. Trebesch, M. Gulati, *The Greek Debt Exchange: An Autopsy*, Economic Policy Panel Meeting in Dublin, 19-20 April 2012.

Zakończenie

Jak zauważa Rada¹⁰⁷, silniejsza unia gospodarcza i walutowa wymaga lepszego zarządzania i bardziej wydajnego wykorzystania dostępnych zasobów. Obecnie obowiązujący system odzwierciedla mozaikę różnych decyzji podjętych w obliczu bezprecedensowego kryzysu, co może prowadzić do zwielokrotnienia instrumentów i szkodliwego skomplikowania przepisów i procedur. Niezbędne jest uproszczenie procedur oraz włączenie międzynarodowych ustaleń do unijnych ram prawnych.

Współpraca unijnych instytucji, stałego mechanizmu międzyrządowego, takiego jak EMS (być może wkrótce przekształcony w EFW), oraz MFW i bezpośredniego zainteresowanego (czyli państwa objętego wsparciem) tworzy niezwykle złożoną sytuację, w której występuje fragmentaryczność i nierównomierność stosowania ochrony sądowej, poszanowania praw podstawowych oraz rozliczalności demokratycznej. Ponadto proces podejmowania decyzji w ramach metody międzyrządowej wymaga zwykle uciążliwych procedur krajowych i w związku z tym często trudno jest zapewnić szybkość działania niezbędną do zagwarantowania skutecznego zarządzania kryzysowego.

Niezbędnym elementem procesu udoskonalania każdego systemu – w tym systemu zarządzania kryzysowego i roli poszczególnych instytucji w tym procesie – jest ocena sposobu działania w przeszłości i wyciągnięcie wniosków na przyszłość. Jak więc należy ocenić rolę MFW we wspieraniu gospodarki greckiej?

Objęcie Grecji pomocą MFW było wyzwaniem dla każdego z podmiotów uczestniczących w działaniach kryzysowych. Sam Fundusz nie był przygotowany do wdrażania programów pomocowych w krajach o rozwiniętej gospodarce ani finansowo, ani organizacyjnie. Nigdy przedtem nie pomagał państwu członkowskiemu strefy euro. W efekcie, pierwszy program dla Grecji przygotowany przez Komisję Europejską, Europejski Bank Centralny i MFW nie odbiegał zasadniczo od programów przeprowadzanych wcześniej przez MFW w krajach rozwijających się i w niewystarczającym stopniu uwzględniał specyfikę greckiej gospodarki. Jego podstawowe założenia zakładały więc cięcia budżetowe, wzrost konkurencyjności i - w wielu punktach - pokrywały się z szeroko krytykowaną dziś koncepcją „austerity”. W opinii podmiotów społecznych i przedstawicieli europejskich związków zawodowych, zalecenia reformy Trojki były zbyt daleko idące, w wielu przypadkach naruszały obowiązujące trójstronne porozumienia w sprawie dialogu społecznego. Fakt ten, w połączeniu z brakiem przejrzystości i odpowiedzialności oraz skupieniem się na

¹⁰⁷ Rozporządzenie Rady w sprawie utworzenia Europejskiego Funduszu Walutowego, COM(2017) 827 final.

wewnętrznej dewaluacji poprzez obniżenie kosztów pracy, oznaczał, że Trojka nie tylko nie osiągnęła zakładanych rezultatów, ale też osłabiła perspektywy rozwojowe gospodarki greckiej.¹⁰⁸ Z kolei pracodawcy, przyznając, że najsłabsze grupy społeczne zostały zmuszone do stawienia czoła nieproporcjonalnie dużej części kosztów przeprowadzonych reform, wskazywali, że reformy Trojki były jedyną realnie dostępną możliwością w kluczowym momencie kryzysu.¹⁰⁹

Mimo kontrowersji w ocenie założeń programu pomocowego dla Grecji i demokratycznej legitymizacji działań Trojki, każda z zaangażowanych instytucji osiągnęła konkretne korzyści. MFW wypracował nowy scenariusz pomocy dla państwa rozwiniętego, uczestniczącego w procesie integracji gospodarczej, którego sytuacja gospodarcza pozostaje w ścisłej zależności od sytuacji i decyzji w zakresie polityki gospodarczej w skali całego ugrupowania. Opracowano ramy współpracy z regionalnymi i ponadregionalnymi instytucjami politycznymi i finansowymi. Doświadczenia ze współpracy z Komisją Europejską i EBC zostały wykorzystane przy tworzeniu programów pomocowych dla innych państw strefy euro. Warunki zawarte w programie dostosowawczym dla Grecji musiały być ograniczone do polityk pod skuteczną kontrolą państwa. W związku z tym kryteria wydajności i tzw. benchmarking strukturalny koncentrowały się na kwestiach podatkowych, strukturalnych i finansowych (pamiętać należy, że w momencie uruchamiania programu dla Grecji nadzór nad instytucjami finansowymi był realizowany przede wszystkim na szczeblu krajowym, jednak już w czasie jego realizacji był częściowo przekazywany do EBC i europejskich urzędów nadzoru).

MFW dążył do formalnego zobowiązania Eurogrupy do współpracy i współfinansowania programu dostosowawczego oraz wzmocniał inicjatywy prowadzące do wzmocnienia instytucji i architektury unii gospodarczej i walutowej, na przykład poprzez ustanowienie unii bankowej. W tym samym czasie Fundusz naciskał na EBC aby ten zdecydował się na poluzowanie polityki pieniężnej czy rozluźnienie wymogów dotyczących zabezpieczeń w odniesieniu do instrumentów wsparcia płynności. Pomogło to w stworzeniu systemu monitoringu i zarządzania kryzysowego w UE i samej strefie euro. Wprowadzono istotne zmiany w odniesieniu do polityki pieniężnej (w tym instrumentów luzowania ilościowego), instrumentów regulowania płynności banków, wsparcia bilansu płatniczego, ram zarządzania budżetem i unii bankowej. Zmiany te miały kluczowe dla procesu gospodarczej i walutowej.

Instytucje Unii Europejskiej zyskały doświadczenie wynikające z konieczności wdrażania programu pomocowego powiązanego z wymogami przeprowadzenia przez jedno z państw członkowskich kontrowersyjnych i trudnych społecznie reform. Wnioski płynące z oceny efektywności przeprowadzonych działań, ale również z krytyki, jakiej zostały poddane programy reform, stały się przyczynkiem do poważnej dyskusji dotyczącej potrzeby uwzględnienia postulatów społecznych, zwiększenia przejrzystości oraz demokratyzacji procesu podejmowania decyzji. Nie

¹⁰⁸ European Parliament, Committee: Economic and Monetary Affairs, *Trojka inquiry: workers and business differ on verdict, call for more dialogue*. REF.: 20140127IPR33801.

¹⁰⁹ Tamże.

ulega wątpliwości, że w przyszłości programy ratunkowe przygotowane na potrzeby państw strefy euro czy całej UE będą musiały w szerokim zakresie uwzględniać opinie społeczeństw i angażować instytucje społeczeństwa obywatelskiego oraz instytucje reprezentujące głos obywateli na szczeblu krajowym i na szczeblu unijnym.

Literatura

- Blustein P., *Laid Low: The IMF, the Euro Zone, and the First Rescue of Greece*, Centre for International Governance Innovation, CIGI Papers 2015, no. 61.
- Camdessus M., *EMU and the Euro: Ensuring a Successful Launch*, address at the IMF Conference on EMU and the International Monetary System, (Washington) 1997.
- Commission of the European Communities, *The MacDougall Report — Volume I. Study group on the role of public finance in European integration*. Brussels, April 1977.
- De Grauwe P., *Unia walutowa*, PWE, Warszawa 2013.
- European Commission, *Convergence report*, “European Economy” 1998, no. 65.
- European Commission, *Proposal for a Council decision in accordance with article 122(2) of the Treaty for the adoption by Greece of the single currency on 1.1.2001*, COM(2000) 274 final.
- European Monetary Institute, *Convergence report*, Frankfurt am Main 1998.
- European Parliament, Committee: Economic and Monetary Affairs, Troika inquiry: workers and business differ on verdict, call for more dialogue. REF.: 20140127IPR33801.
- IMF, *EMU and the Fund—Use of Fund Resources and Use of Euros in the Fund’s Operational Budget—Preliminary Considerations*, EBS/98/132.
- IMF, *EMU and the World Economy*, World Economic Outlook 1997.
- IMF, *Greece : Staff Report for the 2001 Article IV Consultation*.
- IMF, *Greece : Staff Report for the 2003 Article IV Consultation*.
- IMF, *Greece : Staff Report for the 2005 Article IV Consultation..*
- IMF, *Greece : Staff Report for the 2006 Article IV Consultation*
- IMF, *Greece: Request for Extended Arrangement Under the Extended Fund Facility*, Staff Report; 2012.
- IMF, *International Capital Markets report*, November 1997.
- Kaldor N., *In The Dynamic Effects Of The Common Market*, New Statesman, 12 March 1971.
- MFW, *Statut MFW*, <https://www.imf.org/external/pubs/ft/aa/index.htm>
- Rozkrut M., Woreta R., *Sukcesy i porażki Grecji na drodze do strefy euro. Wnioski dla nowych krajów członkowskich UE*, „Materiały i Studia NBP” 2005, nr 188.
- Rozporządzenie Rady w sprawie utworzenia Europejskiego Funduszu Walutowego*, COM(2017) 827 final.
- Zettelmeyer J., Trebesch Ch., Gulati M., *The Greek Debt Exchange: An Autopsy*, Economic Policy Panel Meeting in Dublin, 19-20 April 2012.