

# BIULETYN

Nr 77 (826) • 29 lipca 2011 • © PISM

Redakcja: Marcin Zaborowski (redaktor naczelny), Agnieszka Kopeć (sekretarz redakcji),  
Łukasz Adamski, Beata Górka-Winter, Artur Gradziuk, Leszek Jesień,  
Beata Wojna, Ernest Wyciszkiewicz

---

## Perspektywy kryzysu w strefie euro po przyjęciu drugiego pakietu pomocowego dla Grecji

Patryk Toporowski, Paweł Tokarski

*W odpowiedzi na zaostrzający się kryzys w strefie euro, 21 lipca br. na nadzwyczajnym szczyście szefów państw i rządów w Brukseli, przyjęto drugi pakiet pomocowy dla Grecji w wysokości 109 mld euro. Zgodzono się na częściową restrukturyzację długu tego państwa z udziałem inwestorów prywatnych, jednak szczegóły tego planu pozostają niejasne. Inne rozwiązania, na przykład rozszerzenie zakresu działania Europejskiego Instrumentu Stabilności Finansowej (EFSF), zmierzają w dobrym kierunku, ale są spóźnione i coraz częściej negatywnie weryfikowane przez rynki finansowe.*

**Nowa faza kryzysu.** Ostatnie zaostrzenie kryzysu fiskalnego w strefie euro spowodowały następujące czynniki: niepewność rynków finansowych co do możliwości kompleksowego rozwiązania problemów fiskalnych, dalsze narastanie długu publicznego w Grecji i małe szanse na realizację jej planu oszczędnościowego, a także kolejne obniżenie ratingu Irlandii. W takiej sytuacji wystarczyła błaha z pozoru kwestia, aby dramatycznie zaostrzyć sytuację w strefie euro. Punktem zapalnym okazał się spór z 8 lipca między ministrem gospodarki i finansów Włoch Giulio Tremontim a premierem Silvio Berlusconim na temat przyjęcia pakietu oszczędnościowego w tym państwie. Zachwianie pozycji ministra spowodowało gwałtowną reakcję inwestorów – m.in. spadki na giełdzie w Mediolanie oraz podwyższenie oprocentowania włoskich papierów dłużnych do poziomu zagrażającego stabilności fiskalnej tego państwa. Problemy Włoch, czwartej co do wielkości gospodarki UE i drugiej pod względem stosunku zadłużenia sektora finansów publicznych do PKB (wynoszącego około 120 %), sprawiły, że kryzys zadłużenia w strefie euro wszedł w nową krytyczną fazę.

**Drugi pakiet pomocowy dla Grecji.** Trudna sytuacja fiskalna Grecji wykazała konieczność przyjęcia kolejnego pakietu pomocowego. Początkowo planowano, aby szczegóły nowej pożyczki ustalić dopiero po wakacjach. Jednak po rozszerzeniu się kryzysu na Włochy i pod presją ze strony Międzynarodowego Funduszu Walutowego (MFW) postanowiono przyspieszyć negocjacje i zwołać nadzwyczajny szczyt szefów państw i rządów strefy euro 21 lipca br. Przyjęto nowy pakiet pomocowy dla Grecji w wysokości 109 mld euro składający się ze środków EFSF oraz MFW. Ogłoszono, że dodatkowa partycypacja sektora finansowego w składce do greckiego pakietu (ponad kwotę 109 mld euro) wyniesie 37 mld euro. Sygnały płynące z jednej strony z państw członkowskich, z drugiej z Instytutu Finansów Międzynarodowych reprezentującego interesy sektora prywatnego, są w tej mierze rozbieżne. Może to wskazywać na brak porozumienia co do szczegółów pakietu. Szacuje się, że na skutek przyjętych rozwiązań nastąpi redukcja obecnej wartości netto długu Grecji o około 21%. Pozostaje pytanie o wpływ tego planu na kondycję banków, gdyż wariant „selektywnej niewypłacalności” Grecji nie był brany pod uwagę w toku ostatnich badań odporności sektora bankowego na kryzys (*stress test*). Z tego też względu szefowie państw i rządów strefy euro zdecydowali się przekazać dodatkowe środki na dokapitalizowanie banków (20 mld euro) oraz zwiększenie gwarancji dla Europejskiego Banku Centralnego o 35 mld euro.

Podczas szczytu zapadła decyzja o rozszerzeniu kompetencji EFSF o działania polegające na skupie obligacji na rynku wtórnym i zabezpieczeniu operacji płynnościowych sektora bankowego.

Analogiczne kompetencje ma mieć w przyszłości także Europejski Mechanizm Stabilności (ESM). Ponadto obniżono oprocentowanie pożyczek dla Grecji, Irlandii i Portugalii do 3.5 % i przedłużono okres spłaty pożyczek dla Grecji.

**Wsparcie dla Grecji we wdrażaniu reform.** Komisja Europejska stara się monitorować sytuację w Grecji, przed którą stoi niezwykle trudne zadanie wdrożenia pakietu reform przyjętych pod koniec czerwca br. Na krótko przed szczytem, 20 lipca, Komisja Europejska uruchomiła specjalny zespół operacyjny pod przewodnictwem Horsta Reichenbacha, wiceszefa Europejskiego Banku Odbudowy i Rozwoju. Celem tej inicjatywy ma być działanie na rzecz poprawy wzrostu gospodarczego i zatrudnienia w Grecji. Grupa ta będzie ściśle współpracowała z greckim rządem i innymi państwami członkowskimi jako techniczny koordynator wdrażania programów naprawczych w Grecji. Reichenbach obejmie stanowisko we wrześniu i najprawdopodobniej wówczas zespół rozpocznie prace. Aktywność tej grupy może przyczynić się do skuteczniejszego rozwiązywania problemów, od tego bowiem uzależnione są dalsze transze pomocy dla Grecji. Grupa zadaniowa ma przede wszystkim działać na rzecz zwiększenia efektywności wykorzystania środków w ramach polityki spójności, jednakże niewykluczone jest, że wsparcie będzie miało szerszy charakter. Już samo istnienie tego zespołu pod przywództwem wysokiego przedstawiciela EBOR może mieć pozytywny wpływ na rynki, jednak najistotniejsza z punktu widzenia inwestorów będzie efektywność realizacji programu konsolidacyjnego i prywatyzacyjnego, a ta wydaje się wątpliwa.

**Wnioski.** Perspektywy rozwoju sytuacji w strefie euro wydają się pesymistyczne. Pakiet pomocowy nie rozwiązał podstawowego problemu, jakim jest brak możliwości spłaty swoich zobowiązań w całości przez Grecję. Nawet jeżeli uda się ograniczyć dług do około 110-120% PKB, to perspektywy jego spłaty dalej pozostaną znikome z uwagi na niekonkurencyjność gospodarki pogrążonej w recesji. Negatywna ocena planu znalazła odzwierciedlenie w reakcji rynków finansowych, w szczególności w przypadku kosztów długu Włoch i Hiszpanii, które w wyjątkowo krótkim okresie powróciły do poziomu sprzed szczytu. Pomimo dotychczasowego spokoju wielce prawdopodobne jest – także w kontekście braku porozumienia w kwestiach budżetowych w USA – dalsze zaostrzenie się kryzysu w strefie euro. Sposobem na wyjście z patowej sytuacji jest wypracowanie odważnego, kompleksowego planu, obejmującego głęboką restrukturyzację greckiego długu i ochronę innych gospodarek borykających się z trudną sytuacją fiskalną przed rozszerzaniem się kryzysu.

Polska prezydencja w Radzie UE – mimo swych ambicji – zapewne nie zostanie dopuszczona do dyskusji nad sprawami związanymi z kryzysem zadłużenia, gdyż nie mając wspólnej waluty, nie posiada prawa do zasiadania w gremiach decyzyjnych państw strefy euro. Nie oznacza to jednak, że Polska musi się ograniczać do biernej obserwacji rozwoju wydarzeń. Powinna raczej zabiegać o to, aby jej głos był słyszalny, a w dłuższym okresie, by jej propozycje były rozważane i implementowane na poziomie unijnym. Będzie to jednak wymagało określenia w Warszawie krótko- i długoterminowych celów (zarówno gospodarczych, jak i politycznych) na poziomie europejskim. Jednym z nich powinien stać się aktywny udział polskich ekspertów mających doświadczenie w polskiej transformacji systemowej w grupie zadaniowej w Grecji. Innym działaniem mogłaby być bliższa współpraca z PE (Komisja ds. kryzysu finansowego) i KE w zakresie wypracowania propozycji dotyczących zarządzania kryzysowego w strefie euro. W ten sposób Polska nie tylko zaprezentowałaby profesjonalne podejście do problemów związanych z zadłużeniem greckim, lecz również wykazałaby kompetencje w sferze zarządzania gospodarczego w UE. Tym samym legitymizowałaby swoje prawo zabierania głosu w kwestiach gospodarczych.

Przede wszystkim jednak Polska powinna dać przykład innym państwom, implementując gruntowne reformy krajowych finansów publicznych. Wydają się one niezbędne w obliczu zbliżającego się spowolnienia gospodarczego, a co się z tym wiąże – również pogorszenia sytuacji fiskalnej państwa. Dlatego pozytywnie należy ocenić zapowiedź ministra Jacka Rostowskiego o redukcji deficytu sektora finansów publicznych do 0% do 2015 roku oraz wyraźne zmniejszenie długu w relacji do PKB, o ile zapowiedzi te zostaną poparte odpowiednimi działaniami. Wskazane są też działania na rzecz wzmocnienia nadzoru w zakresie monitoringu i prewencji potencjalnych zagrożeń makroekonomicznych w sektorze finansowym w Polsce. W tym kontekście należy poważnie rozważyć stworzenie nowej instytucji nadzorującej rynek finansowy, działającej na podobnych zasadach jak Europejska Rada Ryzyka Systemowego. Powstanie takiego podmiotu, z wiodącą rolą NBP, postulował ostatnio prezes tej instytucji, prof. Marek Belka.