

Michał Cichocki

Europejski Mechanizm Stabilności - główne zasady działania i próba oceny

International Journal of Management and Economics 37, 87-113

2013

Artykuł został opracowany do udostępnienia w internecie przez Muzeum Historii Polski w ramach prac podejmowanych na rzecz zapewnienia otwartego, powszechnego i trwałego dostępu do polskiego dorobku naukowego i kulturalnego. Artykuł jest umieszczony w kolekcji cyfrowej bazhum.muzhp.pl, gromadzącej zawartość polskich czasopism humanistycznych i społecznych.

Tekst jest udostępniony do wykorzystania w ramach
dozwolonego użytku.

Michał Cichocki
Studia doktoranckie SGH

Europejski Mechanizm Stabilności – główne zasady działania i próba oceny

Abstract

The article begins with a presentation of the new European Stability Mechanism implemented in September 2012. It describes the operating principles, procedures for granting financial assistance for EMU members, and organizational structure of the institution. The major objective of the article is to assess the effectiveness of ESM from the economic perspective; therefore, the research question is whether the ESM can prove useful in combating the current European sovereign debt crisis (and possible future crises). In order to answer this question, EU treaties and legal acts as well as the economic literature were analyzed. The author concludes that the ESM has very limited power in fighting the sovereign debt crisis, since its capability to support the largest EMU countries (should the need arise) is highly insufficient. Furthermore, being a simple loan mechanism, it cannot prevent any future crises.

Keywords: European Stability Mechanism, euro area, European sovereign debt crisis

Wstęp

Kryzys finansowy, który rozpoczął się w połowie 2007 r. i przybrał globalne rozmiary, jest często porównywany do wielkiego kryzysu z lat 30. XX wieku. Zapoczątkowany w Stanach Zjednoczonych na rynku kredytów hipotecznych *subprime*, na początku wydawał się „jedynie” problemem z zachowaniem płynności niektórych instytucji finansowych. Bardzo istotnym wydarzeniem, które odmieniło taki sposób patrzenia na narastające zaburzenia, był upadek amerykańskiego banku Lehman Brothers w sierpniu 2008 roku – od tego momentu nastąpił gwałtowny spadek zaufania na rynkach finansowych, na których niekiedy pojawiała się wręcz panika. Konsekwencją tego było szybkie przeniesienie kryzysu do sfery realnej gospodarki oraz rozprzestrzenienie się go w skali globalnej [European Commission,

2009, s. 1, 8–9]. Warto jednak podkreślić, że pierwsze lokalne oznaki kłopotów na rynku *subprime* pojawiły się już w 2006 r. [Financial Services Authority, 2009, s. 27].

Jesienią 2008 r., w celu podjęcia skoordynowanej walki z kryzysem na forum unijnym, zwołano nadzwyczajne posiedzenia Rady Europejskiej oraz Eurogrupy [European Commission, 2009, s. 5]¹. Podjęto pierwsze działania antykryzysowe na szczeblu wspólnoty. Kryzys w Europie, poza spowolnieniem gospodarczym, przejawiał się także w problemie zadłużeniowym, który dotknął przede wszystkim Grecję, a potem również Irlandię i Portugalię. Aby ratować Grecję przed bankructwem, 2 maja 2010 r. postanowiono udzielić jej pomocy finansowej w ramach pierwszego programu pomocowego (Greek Loan Facility)².

Na mocy decyzji podjętych 9 maja 2010 r. Rada UE (ECOFIN) przyjęła postanowienie o utworzeniu dwóch tymczasowych rozwiązań, mających wspomóc kraje przeżywające kłopoty finansowe:

- 1) Europejskiego Mechanizmu Stabilizacji Finansowej (European Financial Stabilisation Mechanism, EFSM) – ustanowionego rozporządzeniem Rady UE nr 407/2010 z 11 maja 2010 r.,
- 2) Europejskiego Instrumentu Stabilności Finansowej (European Financial Stability Facility, EFSF).

Dołączyły one do pierwszego unijnego mechanizmu stabilizacyjnego – instrumentu średnioterminowej pomocy finansowej dla bilansów płatniczych państw członkowskich nienależących do strefy euro, powołanego rozporządzeniem Rady UE nr 332/2002 z dnia 18 lutego 2002 r. Po raz pierwszy EFSM oraz EFSF zostały wykorzystane do udzielenia pomocy Irlandii i Portugalii (odpowiednio listopad 2010 r. i maj 2011 r.)³.

Uznano jednak (Rada Europejska 16–17 grudnia 2010 r.), że dla zapewnienia finansowej stabilizacji w strefie euro, potrzebne jest przyjęcie mechanizmu, który miałby charakter stały i posiadał umocowanie w prawie pierwotnym Unii. Jest nim Europejski Mechanizm Stabilności (European Stability Mechanism, ESM)⁴.

Niniejszy artykuł stawia sobie za cel omówienie podstawowych założeń, filozofii i sposobu funkcjonowania ESM. Ponadto autor przedstawia jego słabe i mocne strony oraz formułuje własną ocenę tego mechanizmu z punktu widzenia jego przydatności w walce z obecnym i możliwymi przyszłymi kryzysami. Jako podstawę do takiej analizy przyjęto przede wszystkim materiały źródłowe (akty prawne UE), a także specjalistyczną literaturę ekonomiczną.

Ustanowienie Europejskiego Mechanizmu Stabilności (ESM)

Do momentu wdrożenia ESM, antykryzysowe działania UE miały charakter *ad hoc* (plany pomocowe dla Grecji) lub przejściowy (wsparcie dla Irlandii i Portugalii w ramach tymczasowych EFSM i EFSF). Aby ESM mógł mieć oparcie w prawie pierwotnym

wspólnoty, przeprowadzono modyfikację Traktatu o Funkcjonowaniu Unii Europejskiej⁵ (TFUE), polegającą na dodaniu do artykułu 136 dodatkowego, trzeciego ustępu. Zmiana ta składa się z zaledwie dwóch zdań: „Państwa Członkowskie, których walutą jest euro, mogą ustanowić mechanizm stabilizacyjny uruchamiany, jeśli będzie to niezbędne do ochrony stabilności strefy euro jako całości. Udzielenie wszelkiej niezbędnej pomocy finansowej w ramach takiego mechanizmu będzie podlegało rygorystycznym warunkom”. Ustalono, że modyfikacja ta wejdzie w życie (po pomyślnym zakończeniu procedury ratyfikacji we wszystkich krajach) 1 stycznia 2013 r. Jednoznacznie stwierdzono, że ESM ma zastąpić powołane wcześniej EFSM i EFSF, które będą działać do czerwca 2013 r.⁶ Powyższe założenia wprowadziła decyzja Rady Europejskiej nr 2011/199/EU, podjęta 25 marca 2011 r.⁷

Wcześniej, czyli przed zmianą traktatu, wsparcia zadłużonym krajom udzielano na podstawie artykułu 122 ust. 2 TFUE, mówiącego o możliwości udzielenia przez Unię warunkowej pomocy finansowej krajowi członkowskiemu (na mocy decyzji Rady UE i na wniosek Komisji Europejskiej) w przypadku „trudności” lub „zagrożenia poważnymi trudnościami” wynikającymi z „nadzwyczajnych okoliczności pozostających poza jego kontrolą”⁸. Takie umocowanie prawne miał właśnie pierwszy pakiet pomocowy dla Grecji i na podstawie tego artykułu powołano także EFSM⁹. Po przyjęciu zmiany w artykule 136 TFUE zrezygnowano z dalszego powoływania się na art. 122.

Warto zauważyć, że w kontekście kryzysu zadłużeniowego w strefie euro mamy do czynienia z pewnym paradoksem. Jedną z najważniejszych korzyści z przyjęcia euro miał być bowiem wzrost stabilności makroekonomicznej gospodarek narodowych. Ponadto integracja walutowa miała zapewnić także większe „bezpieczeństwo finansowe” – duża unia walutowa miała skutecznie opierać się zawirowaniom na międzynarodowych rynkach finansowych. Teraz, bogatsi o doświadczenia obecnego kryzysu, wiemy, że nadzieje te nie spełniły się w pełni, a w strefie euro dał się zauważyć mechanizm rozlewania się kryzysu na inne kraje.

Pierwotna wersja traktatu ustanawiającego ESM została podpisana przez ministrów finansów 17 krajów strefy euro 11 lipca 2011 r. Ratyfikacja miała zostać przeprowadzona do końca grudnia 2012 r., a po jej pomyślnym zakończeniu ESM miał podjąć swoje obowiązki z początkiem lipca 2013 r. (sam traktat miał wejść w życie po miesiącu od momentu zakończenia procesu ratyfikacji przez kraje reprezentujące minimum 95% łącznego zasobu kapitału ESM)¹⁰. Ogłoszeniu pierwotnego tekstu traktatu towarzyszyło także oświadczenie państw Eurogrupy, dotyczące intensyfikacji wysiłków mających na celu walkę z kryzysem greckim oraz wzmocnienie zarządzania gospodarczego w ramach UE¹¹.

Dnia 2 lutego 2012 r. podpisano jednak nową, zmienioną wersję traktatu, która odzwierciedla decyzje podjęte 21 lipca 2011 r. (szczyt strefy euro) oraz 9 grudnia 2011 r. (Rada Europejska), mające czynić ESM „bardziej efektywnym” (w ocenie jego autorów)¹². Jednocześnie przyspieszono powołanie ESM o rok, z lipca 2013 r. na lipiec 2012 r. Traktat ten wszedł w życie 27 września 2012 r., przy czym w nowej wersji traktatu próg 95% udziałów zmniejszono do 90%.

Istota ESM¹³

Z formalnego punktu widzenia ESM jest międzynarodową instytucją finansową z siedzibą w Luksemburgu, z pełną osobowością prawną i zdolnością do czynności prawnych. Zainaugurował swoją działalność 8 października 2012 r., kiedy to odbyło się pierwsze posiedzenie Rady Zarządzającej ESM. Prezesem Rady Zarządzającej został prezes Eurogrupy, Jean-Claude Juncker, natomiast Dyrektorem Zarządzającym ESM – Klaus Regling, pełniący równocześnie funkcję Dyrektora Naczelnego EFSF. ESM miał rozpocząć działanie już od lipca 2012 r., ale traktat nie został na czas ratyfikowany przez wymaganą liczbę państw. Pierwotnie ESM miał na celu zastąpienie od lipca 2013 r. EFSF oraz EFSM, ale ostatecznie w marcu 2012 r. postanowiono, że funkcjonowanie EFSF zostanie przedłużone. Od połowy 2013 r. EFSF nie będzie jednak udzielał nowych pożyczek, a jedynie zarządzał programami pomocowymi będącymi w toku (tj. nadzorował spłaty pomocy).

Rolą ESM będzie zbieranie środków oraz udzielanie, o ile zajdzie taka konieczność, pomocy finansowej krajom strefy euro, mającym poważne trudności z samodzielnym finansowaniem swoich wydatków. Pomoc będzie mogła być przyznana zarówno po pojawieniu się zaburzeń, jak i po pojawieniu się samego zagrożenia ich wystąpienia i ma być proporcjonalna do ich siły. Jednocześnie stwierdzono, że pierwszą linią obrony przeciwko kryzysom ma być ściśle przestrzeganie zasad unijnego zarządzania gospodarczego i prawodawstwa, a zwłaszcza Paktu Stabilności i Wzrostu (pkt (1), (2) i (4) preambuły, art. 1, 3 i 12).

Członkami ESM są wszystkie kraje strefy euro; nowe państwa (spoza Eurolandu) zostaną członkami ESM po przyjęciu wspólnej waluty i złożeniu wniosku do ESM. Kraje spoza strefy będą jednak mogły uczestniczyć w programach pomocowych dla krajów Eurolandu jeszcze przed akcesją do strefy euro – wówczas otrzymają one status obserwatora na posiedzeniach ESM dotyczących tej pomocy oraz dostęp do niezbędnych informacji (pkt (7) i (9) preambuły, art. 1, 2 i 44).

Swój cel ESM będzie realizował przez gromadzenie środków finansowych na drodze:

- emisji instrumentów finansowych oraz
- zawierania porozumień finansowych i innych z państwami członkowskimi, instytucjami finansowymi i innymi podmiotami (art. 3).

ESM będzie mógł pozyskiwać środki z rynku od instytucji finansowych, banków oraz innych osób prawnych i instytucji. Będzie mógł także współpracować z MFW, krajami UE spoza strefy euro (jeśli te ostatnie włączą się do pomocy krajom strefy) oraz innymi organizacjami międzynarodowymi, które działają w sferze przedmiotu jego funkcjonowania. Dokładne regulacje oraz rozwiązania mające mieć zastosowanie przy zapożyczaniu się ESM są określane przez Dyrektora Zarządzającego ESM na podstawie precyzyjnych wskazówek Rady Dyrektorów ESM (art. 21 i 38)¹⁴.

Zarządzanie ESM

Traktat o ESM wymienia trzy organa, które ma ESM (art. 4–7). Są to:

- 1) Rada Zarządzająca (Board of Governors),
- 2) Rada Dyrektorów (Board of Directors),
- 3) Dyrektor Zarządzający (Managing Director).

W zależności od rodzaju decyzji, Rada Zarządzająca i Rada Dyrektorów będą podejmować decyzje na zasadzie jednomyślności (wstrzymanie się od głosu nie będzie stało na przeszkodzie do podjęcia decyzji), większości kwalifikowanej (która jest zdefiniowana jako 80% oddanych głosów) lub większości zwykłej. W każdym przypadku wymagane jest kworum wynoszące $\frac{2}{3}$ członków reprezentujących co najmniej $\frac{2}{3}$ łącznej liczby głosów.

Nowa wersja traktatu z lutego 2012 r. wprowadziła ponadto procedurę „głosowania awaryjnego” (*emergency procedure*), mającą zastosowanie w przypadku jednoczesnego stwierdzenia przez Komisję Europejską i EBC konieczności podjęcia szybkiej decyzji co do pomocy finansowej w związku z zagrożeniem stabilności strefy euro. Procedura ta polega na zastąpieniu wymogu jednomyślności głosowaniem większością kwalifikowaną przy progu wynoszącym 85% głosów. W tym trybie przez Radę Zarządzającą (lub Radę Dyrektorów, jeśli zostały jej oddelegowane uprawnienia w tej kwestii) mogą zostać podjęte decyzje dotyczące przyznania pomocy finansowej oraz upoważnienia Komisji Europejskiej do podjęcia negocjacji (z krajem – beneficjentem) programu naprawczego we współpracy z EBC.

Każdy członek dysponuje liczbą głosów równą liczbie akcji objętych przez niego w ESM. Kraj może zostać pozbawiony prawa głosu, jeśli nie wywiąże się z obowiązku opłacenia kapitału zakładowego ESM lub nie zwróci otrzymanej pomocy finansowej (art. 4).

Rada Zarządzająca (Board of Governors)

Rada Zarządzająca (RZ) składa się z odpowiedzialnych za finanse ministrów krajów członkowskich. Przewodniczącym RZ może zostać któryś z ministrów wchodzących w jej skład albo prezes Eurogrupy – wyboru dokonuje RZ. Oprócz przewodniczącego jest wybierany wiceprzewodniczący – obaj na okres dwóch lat, przy czym będą mogli być wybierani na kolejne kadencje. Przewodniczący jest odpowiedzialny za organizację i prowadzenie obrad RZ.

Jako obserwatorzy w obradach RZ mogą uczestniczyć: prezes Europejskiego Banku Centralnego, prezes Eurogrupy (o ile nie wszedł w skład Rady jako minister lub wybrany przewodniczący) oraz unijny komisarz odpowiedzialny za sprawy gospodarcze i walutowe. Ponadto status obserwatora może zostać nadany przedstawicielom tych krajów spoza strefy euro, które będą zaangażowane w pomoc finansową dla któregoś z krajów Eurolandu. Wówczas będą oni mogli uczestniczyć w spotkaniach, które dotyczą tego

przypadku. Oprócz tego RZ ma prawo do doraźnego przyznawania statusu obserwatora innym osobom, np. reprezentantom instytucji takich, jak MFW. RZ samodzielnie określa zasady swojego funkcjonowania oraz wewnętrzne regulacje całego ESM (art. 5)¹⁵. RZ jest też organem rozstrzygającym spory pomiędzy ESM a państwami członkowskimi lub między samymi państwami członkowskimi (art. 37).

Traktat precyzyjnie określa, jakiego rodzaju decyzje są podejmowane na zasadzie jednomyślności oraz większości kwalifikowanej. Jednomyślności w RZ wymagają:

- wezwanie do opłacenia akcji ESM (wniesienia kapitału),
- zmiana wysokości kapitału zakładowego ESM,
- emisja nowych akcji ESM po cenie innej niż nominalna,
- określenie maksymalnej łącznej wielkości pożyczek udzielanych przez ESM,
- uwzględnienie w ESM zmian w rozdziale akcji między akcjonariuszami EBC oraz wprowadzenie zmian w załączniku I do traktatu o ESM (modyfikacja klucza subskrypcji kapitału zakładowego),
- upoważnienie Komisji Europejskiej do podjęcia negocjacji programu naprawczego we współpracy z EBC,
- przyznanie pomocy finansowej państwu członkowskiemu wraz z ustaleniem programu naprawczego oraz określeniem zasad i warunków tej pomocy, a także mających mieć zastosowanie instrumentów,
- skasowanie awaryjnego funduszu rezerwowego i zwrot jego środków do funduszu rezerwowego i/lub kapitału opłaconego,
- modyfikacja zbioru instrumentów, jakie ESM może wykorzystywać w programach pomocowych,
- dokonanie zmian w wysokości i sposobie naliczania stopy procentowej od pożyczek udzielanych w ramach pomocy,
- ustanowienie środków transferu wsparcia finansowego z EFSF do ESM (przejęcie zobowiązań pomocowych EFSF przez ESM),
- przyjęcie nowych krajów do ESM,
- wprowadzenie zmian w traktacie o ESM w konsekwencji przyjęcia nowych członków, w szczególności zmiany rozłożenia udziałów państw,
- przekazanie RD wykonania powyższych zadań.

Z kolei większość kwalifikowana będzie konieczna do podjęcia następujących decyzji:

- określenie wewnętrznych regulacji ESM¹⁶ oraz zasad funkcjonowania RZ i RD, łącznie z prawem do tworzenia komisji i ciał podległych,
- wybór prezesa Eurogrupy na przewodniczącego RZ lub podjęcie decyzji o wyborze przewodniczącego i wiceprzewodniczącego z grona ministrów wchodzących w skład RZ (w tym drugim przypadku wybór także będzie dokonywany drogą większości kwalifikowanej),
- mianowanie i odwołanie Dyrektora Zarządzającego,

- określenie funkcji i działań, jakich nie mogą podejmować członkowie RD i ich zastępcy ze względu na pełnione w ESM obowiązki (*incompatible activities*),
- określenie szczegółowych technicznych warunków przyjęcia nowych członków,
- ustanowienie innych funduszy w ramach ESM,
- podjęcie działań mających na celu wyegzekwowanie zobowiązań państwa członkowskiego wobec ESM (tj. kapitału nieopłaconego mimo wezwań),
- przyjęcie rocznego sprawozdania finansowego ESM,
- mianowanie członków Komisji Obrachunkowej,
- akceptacja audytorów zewnętrznych,
- określenie zasad wewnętrznego podatku mającego zastosowanie w odniesieniu do pracowników ESM,
- rozstrzyganie sporów między ESM a krajami członkowskimi lub między samymi krajami członkowskimi,
- inne konieczne decyzje, które nie są bezpośrednio przewidziane przez traktat o ESM. Ponadto ESM przyjął w oddzielnym akcie precyzyjne ustalenia dotyczące RZ¹⁷.

Rada Dyrektorów (Board of Directors)

Celem Rady Dyrektorów (RD) jest zapewnienie administrowania ESM zgodnie z przepisami traktatu oraz jego wewnętrznymi regulacjami przyjętymi przez RZ. RD podejmuje decyzje w sprawach określonych w traktacie oraz sprawach oddelegowanych jej przez RZ.

Członkowie RD i ich zastępcy są mianowani oraz odwoływani przez członków RZ – każdy z nich mianuje jednego członka RD oraz jego zastępcę. Dodatkowo, komisarz UE ds. gospodarczych i walutowych oraz prezes EBC mogą oddelegować do RD po jednym obserwatorem.

Jako obserwatorzy mogą uczestniczyć w obradach również przedstawiciele tych krajów spoza UGW, które zdecydują się włączyć w akcję pomocową dla członka strefy euro. Dotyczy to jednak wyłącznie spotkań, które będą poruszać sprawę tej właśnie pomocy. Oznacza to, że kraje te będą pozbawione prawa głosu nawet pomimo podjęcia przez nie zobowiązań finansowych. Z całą pewnością nie będzie to zachęcało pozostałych członków UE do podejmowania takich prób. Dodatkowych obserwatorów do RD będzie mogła ponadto zaprosić RZ.

RD podejmuje wszystkie decyzje drogą większości kwalifikowanej (z wyjątkiem określonych przez traktat dwóch przypadków, kiedy zastosowanie będzie miała większość zwykła – wezwania do wniesienia kapitału w celu pokrycia straty oraz wypłaty dywidendy z zainwestowanego przez ESM kapitału). Jeżeli przedmiotem decyzji będzie sprawa oddelegowana do rozpatrzenia RD przez RZ, wówczas będą stosowane identyczne reguły głosowania, jak w przypadku RZ (czyli niektóre decyzje będą wymagały jednomyślności).

RD ustanawia także reguły zatrudniania Dyrektora Zarządzającego oraz reszty personelu ESM. RD będzie także organem władnym do interpretacji traktatu (art. 33 i 37). Bardziej szczegółowe regulacje dotyczące funkcjonowania RD zawiera oddzielny dokument¹⁸.

Dyrektor Zarządzający (Managing Director)

Dyrektor Zarządzający (DZ) jest powoływany przez RZ z grona osób mających obywatelstwo któregoś z krajów członkowskich ESM, kompetencje z zakresu ekonomii i finansów oraz doświadczenie w pracy na szczeblu międzynarodowym. Funkcji DZ nie można łączyć z funkcjami członka RZ i RD ani ich zastępców. Kadencja wynosi pięć lat, ale DZ może zostać wcześniej odwołany na mocy decyzji RZ. Kandydat może być wybrany powtórnie tylko raz.

DZ przewodniczy pracom RD oraz bierze udział w obradach RZ. Jest prawnym przedstawicielem ESM i pod kierunkiem RD odpowiada za jego bieżące funkcjonowanie.

Kapitał zakładowy i jego finansowanie

Kapitał zakładowy ESM wynosi 700 mld euro i składa się z 7 mln akcji o wartości nominalnej 100 tys. euro każda. Udziały wnoszone przez kraje członkowskie zostały ustalone na podstawie artykułu 29 czwartego protokołu w sprawie Statutu Europejskiego Systemu Banków Centralnych i Europejskiego Banku Centralnego, będącego załącznikiem do TUE i TFUE¹⁹. Krótko mówiąc, zasada określająca sposób tworzenia klucza subskrypcji kapitału ESM jest identyczna, jak w przypadku EBC (art. 11). Obliczone udziały państw członkowskich znajdują się w załącznikach I i II do traktatu o ESM i są przedstawione w tabeli 1 i na rysunku 1.

Widzimy, że cztery największe kraje dysponują ponad 77% udziałów. Udziały innych krajów są niewielkie lub wręcz symboliczne – dwanaście najmniejszych państw, a więc zdecydowana większość członków ESM, łącznie dysponuje niespełna 17% głosów. Biorąc pod uwagę próg 80% głosów przy głosowaniu metodą większości kwalifikowanej (oraz 85% przy procedurze „awaryjnej”), oznacza to, że żadna decyzja nie będzie mogła zapaść bez zgody Niemiec i Francji. W praktyce decyzje podejmowane większością kwalifikowaną będą się sprowadzały do rozwiązań uzgodnionych przez te cztery kraje i jednego bądź kilku z pozostałych państw.

Wpływ mniejszych krajów na decyzje podejmowane przez ESM będzie minimalny. Ich zdanie będzie miało jakąś wartość wyłącznie w sprawach wymagających jednomyślności (o ile tylko KE i EBC nie będą postulowały wdrożenia procedury awaryjnej w danym przypadku).

Zasób kapitału oraz udziały poszczególnych państw będą mogły ulec zmianie w trzech przypadkach (art. 11):

- 1) przystąpienia nowego państwa do ESM, kiedy zasób jest automatycznie zwiększany, a wagi udziałów ulegają zmianie,
- 2) zakończenia 12-letniego okresu przejściowego powołanego na mocy art. 37 traktatu,
- 3) na podstawie decyzji RZ.

W przypadku zmiany wag udziałów poszczególnych państw kraje członkowskie będą zobowiązane do wzajemnej wymiany kapitału, tak aby jego alokacja była zgodna z kluczem zawartym w traktacie. Na RZ ciąży obowiązek systematycznego określania

maksymalnego poziomu udzielanych przez ESM pożyczek oraz weryfikacji, czy kapitał zakładowy ESM jest wystarczający do tego celu.

Gdy RZ uzna za stosowne zmianę zasobu kapitału zakładowego, zmianie będzie podlegał art. 8 traktatu oraz załącznik II. W związku z koniecznością zmiany traktatu niezbędna będzie jednak jej ratyfikacja przez kraje członkowskie. Dopiero po zakończeniu procesu ratyfikacji decyzja ta wejdzie w życie, co oznacza, że może to być proces bardzo czasochłonny i dość ryzykowny (w sensie niepewności, czy we wszystkich krajach uda się ratyfikować taką zmianę).

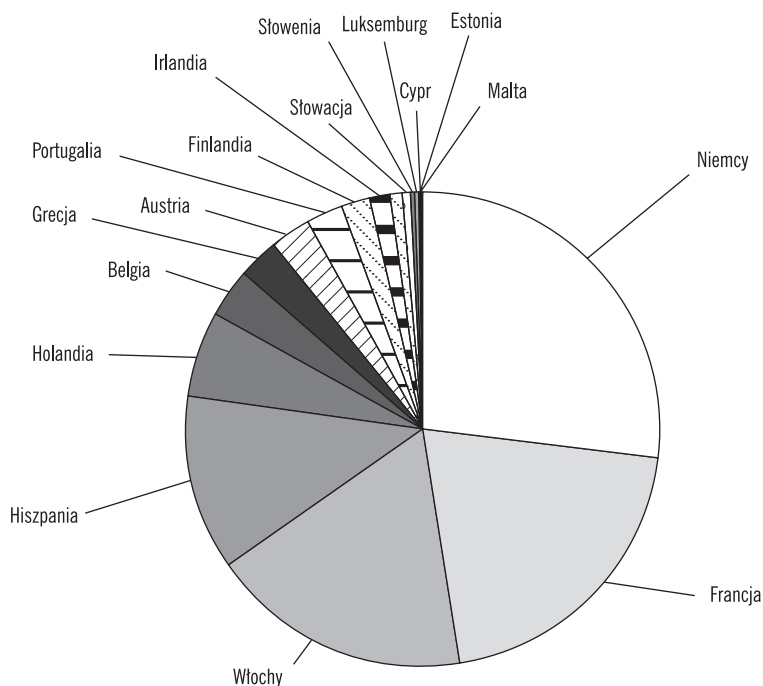
Nowe akcje będą obejmowane według klucza z załącznika I, natomiast szczegółowe zasady operacji zmiany kapitału ma ustalić RD (art. 10). Każda zmiana w kapitale ESM pociągnie za sobą zmianę załącznika I, dokonaną na mocy decyzji RZ. Inne działania niezbędne do zapewnienia zgodnej z traktatem struktury kapitałowej ESM będą mieścić się w kompetencjach RD.

TABELA 1. Udziały krajów członkowskich w ESM

Kraj	Udział (proc.)	Liczba akcji (szt.)	Wartość akcji (tys. EUR)
Niemcy	27,1464	1 900 248	190 024 800
Francja	20,3859	1 427 013	142 701 300
Włochy	17,9137	1 253 959	125 395 900
Hiszpania	11,9037	833 259	83 325 900
Holandia	5,7170	400 190	40 019 000
Belgia	3,4771	243 397	24 339 700
Grecja	2,8167	197 169	19 716 900
Austria	2,7834	194 838	19 483 800
Portugalia	2,5092	175 644	17 564 400
Finlandia	1,7974	125 818	12 581 800
Irlandia	1,5922	111 454	11 145 400
Słowacja	0,8240	57 680	5 768 000
Słowenia	0,4276	29 932	2 993 200
Luksemburg	0,2504	17 528	1 752 800
Cypr	0,1962	13 734	1 373 400
Estonia	0,1860	13 020	1 302 000
Malta	0,0731	5 117	511 700
Suma	100,0000	7 000 000	700 000 000

Źródło: Treaty Establishing The European Stability Mechanism (wersja z 2 lutego 2012 r.).

RYSUNEK 1. Udziały krajów członkowskich w ESM



Źródło: Treaty Establishing The European Stability Mechanism (wersja z 2 lutego 2012 r.).

Na kapitał zakładowy składają się dwa rodzaje akcji: opłacone (*paid-in shares*) oraz opłacane na żądanie (*callable shares*). Te pierwsze mają łączną wartość nominalną wynoszącą 80 mld euro. Wszystkie akcje, w tym te pierwszej emisji, mają być wyemitowane po cenie nominalnej. Wyjątkiem jest sytuacja, w której RZ zdecyduje o wyemitowaniu akcji na ustalonych, specjalnych warunkach. Akcje nie będą zbywalne (poza sytuacją dostosowania udziałów do klucza traktatowego), nie mogą być także obciążane czy zastawione w jakikolwiek sposób. Traktat wskazuje także, że odpowiedzialność krajów członkowskich jest ograniczona wyłącznie do wartości nominalnej ich wkładów kapitałowych. Kraje nie będą więc odpowiadać za zobowiązania ESM (jest to typowa własność spółki akcyjnej). Kraje członkowskie nie będą zwolnione z obowiązku wniesienia kapitału do ESM również wtedy, kiedy spełniają kryteria otrzymania pomocy lub już ją otrzymują (art. 8).

Pierwsza wpłata kapitału (80 mld euro – akcje opłacone) ma zostać wniesiona przez kraje członkowskie w pięciu równych ratach wpłacanych corocznie, z możliwością przyspieszenia wpłat (wprowadzone w drugiej wersji traktatu – art. 41, ust. 3). Podczas tego okresu kraje członkowskie są zobowiązane do zapewnienia takich instrumentów, które

umożliwią zachowanie minimum 15-procentowej relacji kapitału opłaconego do sumy kwot pozostałych do spłaty w związku z emisjami instrumentów finansowych przez ESM (art. 41).

Traktat przewiduje także „korektę” klucza subskrypcji, obowiązującą w okresie 12 lat od momentu przystąpienia kraju do strefy euro. Biorąc pod uwagę kalendarium rozwoju strefy euro, możemy powiedzieć, że jest to okres przejściowy skierowany do jej najnowszych i przyszłych członków. Polega on na tym, że kraj, którego PKB *per capita* (liczony w cenach rynkowych) w roku poprzedzającym przystąpienie do ESM jest niższy niż 75% średniej unijnej, ma mieć skorygowany klucz udziału w ESM. Nowy, skorygowany klucz ma składać się w 25% z udziału procentowego danego kraju w kapitale EBC oraz w 75% z udziału danego kraju w unijnym dochodzie narodowym brutto (liczonym w cenach rynkowych) z roku poprzedzającego przystąpienie do ESM (art. 42).

Wezwanie do opłacenia udziałów jest wystosowywane przez RZ, która decyduje o momencie jego wystawienia i terminie wnoszenia wpłat (art. 9). W przypadku, gdyby ESM poniósł stratę i z tego powodu poziom opłaconego kapitału spadłby poniżej 80 mld euro, decyzję o wezwaniu do opłacenia kapitału podejmuje RD zwykłą większością głosów. RD przyjmuje także szczegółowe warunki dotyczące wezwań do opłacenia udziałów. Natomiast, jeśli wystąpiłaby groźba nieuregulowania przez ESM jego zobowiązań wobec wierzycieli, to wezwanie do opłacenia będzie wystosowywał Dyrektor Zarządzający (na dokonanie wpłaty państwa członkowskie mają wówczas 7 dni), informując o tym fakcie RZ i RD. Dyrektor Zarządzający jest odpowiedzialny za zapewnienie środków niezbędnych do pokrycia zobowiązań przez ESM.

Kontrolę nad finansową działalnością ESM sprawuje Komisja Obrachunkowa (Board of Auditors). Składa się ona z pięciu członków powołanych przez RZ, w tym dwóch pochodzących z instytucji nadzoru państw członkowskich (będą pełnić swoje obowiązki rotacyjnie) oraz jednego z unijnego Trybunału Obrachunkowego. W założeniu ma to być ciało całkowicie niezależne, mające dostęp do wszystkich dokumentów ESM, jakie mogą być potrzebne do wypełnienia jego funkcji. KO ma za zadanie badanie poprawności bilansu i kont ESM oraz przygotowywanie corocznych raportów przedstawianych RZ. Oprócz audytu wewnętrznego, ESM ma podlegać kontroli zewnętrznej, przeprowadzanej przez zewnętrzne firmy audytorskie, zaakceptowane przez RZ. Audytorzy zewnętrzni będą mieli pełny dostęp do dokumentów ESM oraz będą poświadczać roczne sprawozdania finansowe (art. 28–30).

Polityka zarządzania finansowego ESM

Priorytetami prowadzonej przez ESM polityki inwestycyjnej ma być ostrożność oraz zapewnienie jak największej wiarygodności kredytowej. ESM w swoim działaniu ma kierować się „zdrowymi” zasadami zarządzania finansowego i zarządzania ryzykiem

(art. 22). Za implementację polityki inwestycyjnej oraz dywidendowej jest odpowiedzialny Dyrektor Zarządzający, natomiast jej wytyczne ustala RD²⁰. RD jest także odpowiedzialna za regularny przegląd stosowanego w ESM systemu zarządzania ryzykiem (art. 21).

RD ma regularnie rewidować założenia polityki inwestycyjnej. Z części zwrotu z poczynionych inwestycji ESM będzie finansować koszty swojego funkcjonowania (art. 22), natomiast generalnie zyski z inwestycji mają być przekazywane państwom członkowskim (proporcjonalnie do ich udziałów), o ile tylko:

- ESM nie udzielił jeszcze pomocy żadnemu z krajów członkowskich,
- założony pułap wielkości dostępnych pożyczek będzie osiągnięty,
- poziom opłaconego kapitału oraz wielkość funduszu rezerwowego będzie przekraczać poziom niezbędny do zapewnienia wyznaczonego poziomu dostępnych pożyczek (czyli zyski z inwestycji nie będą potrzebne do zapewnienia płynności finansowej ESM).

Decyzję o wypłacie dywidendy podejmuje RD zwykłą większością głosów (art. 23)²¹.

RZ ma możliwość tworzenia funduszy, w tym zwłaszcza funduszu rezerwowego.

Fundusz ten będą zasilać środki pochodzące z:

- dochodu netto z operacji przeprowadzanych przez ESM,
- sankcji nałożonych na kraje członkowskie na mocy procedury wielostronnego nadzoru (przewidzianej artykułem 121 ust. 6 TFUE),
- sankcji nałożonych w ramach procedury nadmiernego deficytu,
- procedury nierównowagi makroekonomicznej (przewidzianej TFUE).

Zasady polityki inwestycyjnej funduszu zapasowego ustala RD, podobnie jak zasady i reguły tworzenia i funkcjonowania innych funduszy, które mogą powstać na podstawie art. 24 ust. 1 traktatu o ESM.

W przypadku wystąpienia strat podczas działania ESM, są one pokrywane w pierwszej kolejności z funduszu rezerwowego, następnie – wpłaconego przez państwa członkowskie kapitału, a w ostateczności – z kapitału jeszcze nieopłaconego, co wiąże się z koniecznością wezwania do opłacenia akcji (art. 25).

Warunki przyznawania pomocy finansowej krajom członkowskim

Pomoc w ramach ESM może zostać udzielona tylko wtedy, gdy jednocześnie spełnione są następujące przesłanki (określa to przede wszystkim artykuł 12 traktatu, a także punkt 6 preambuły):

- zachodzi konieczność zapewnienia stabilności strefy euro jako całości i jej państw członkowskich,

- kraj zobowiąże się do przeprowadzenia odpowiednich działań naprawczych (*economic policy conditionality*), których zakres zależy od wybranego instrumentu wsparcia – może to być zarówno pełny program naprawczy, jak i zobowiązanie do przestrzegania wcześniej wyznaczonych warunków,
- od 1 marca 2013 r. dodatkowym warunkiem jest ratyfikacja przez beneficjenta tzw. paktu fiskalnego (*fiscal compact*), oficjalnie nazywanego Treaty on Stability, Coordination and Governance in the Economic and Monetary Union (pkt 5 preambuły).

Traktat ustanawiający ESM określił początkowo, że w okresie przejściowym (od lipca 2012 r. do momentu całkowitej likwidacji EFSF) łączna zdolność pożyczkowa ESM oraz EFSF nie może przekroczyć sumy 500 mld euro, jednak w marcu 2012 r. ustalono, że EFSF i ESM będą jakiś czas działać równolegle, co efektywnie pozwala na podniesienie puli środków na pożyczki do 700 mld euro. ESM będzie mógł przejąć od EFSF (na mocy decyzji RZ) jego prawa i obowiązki, a w szczególności będzie mógł kontynuować przyznany państwu członkowskiemu w ramach EFSF program pomocowy. Szczegółowe zasady, na jakich miałyby się to odbywać, ustala RZ (art. 40).

Bardzo istotną cechą ESM jest to, że pomoc ma być udzielana przy ścisłej współpracy z Międzynarodowym Funduszem Walutowym (MFW) – zarówno w kwestiach technicznych, jak i finansowych. Jest to widoczne choćby w wymogu złożenia wniosku o pomoc jednocześnie do ESM i MFW. W wyjątkowych wypadkach, kiedy przyznanie pomocy będzie wiązało się z przeprowadzeniem przez beneficjenta programu naprawczego, powinien być uwzględniony „odpowiedni i proporcjonalny” udział sektora prywatnego (w zgodzie z zasadami MFW) (pkt. (8) i (12) preambuły).

Oczywiście traktat mówi jedynie o *rozważeniu* udziału sektora prywatnego w wyjątkowych wypadkach (pkt (12) preambuły), ponieważ nie może niczego narzucić prywatnym inwestorom (wierzycielom). Należy to interpretować jako sugestię podjęcia negocjacji z wierzycielami.

Teoretycznie, w przypadku fiaska takich negocjacji, istnieje możliwość braku tego udziału (traktat nie mówi wyraźnie o *uzyskaniu* uczestnictwa sektora prywatnego, a jedynie jego *rozważeniu*). Z drugiej jednak strony, instytucje finansowe doskonale zdają sobie sprawę, że niekontrolowane bankructwo może przynieść im znacznie większe szkody, stąd trudno sobie wyobrazić całkowite odrzucenie przez nie uczestnictwa w programach ratunkowych.

Należy także wziąć pod uwagę fakt, że w zasadzie ostatecznym beneficjentem pomocy dla krajów zagrożonych bankructwem są właśnie wierzyciele – instytucje finansowe. To dzięki otrzymywanym pożyczkom zadłużone państwa mogą uregulować swoje zobowiązania wobec nich. Z całą pewnością jest to jeden z podstawowych argumentów politycznych przemawiających za udzielaniem pomocy krajom zadłużonym przez ich partnerów. Przykładowo, w greckie obligacje są silnie zaangażowane banki francuskie – trudno oczekiwać, aby francuskie władze nie podjęły działań mających na celu ich ochronę.

Procedura przyznawania pomocy finansowej krajom członkowskim (art. 13)

Kraj, który chce otrzymać wsparcie z ESM, musi złożyć do przewodniczącego RZ wnioski, w którym ma być zawarta informacja, o które instrumenty pomocowe kraj chce się ubiegać. Przewodniczący RZ zleca wówczas Komisji Europejskiej (przy współpracy z EBC) wykonanie:

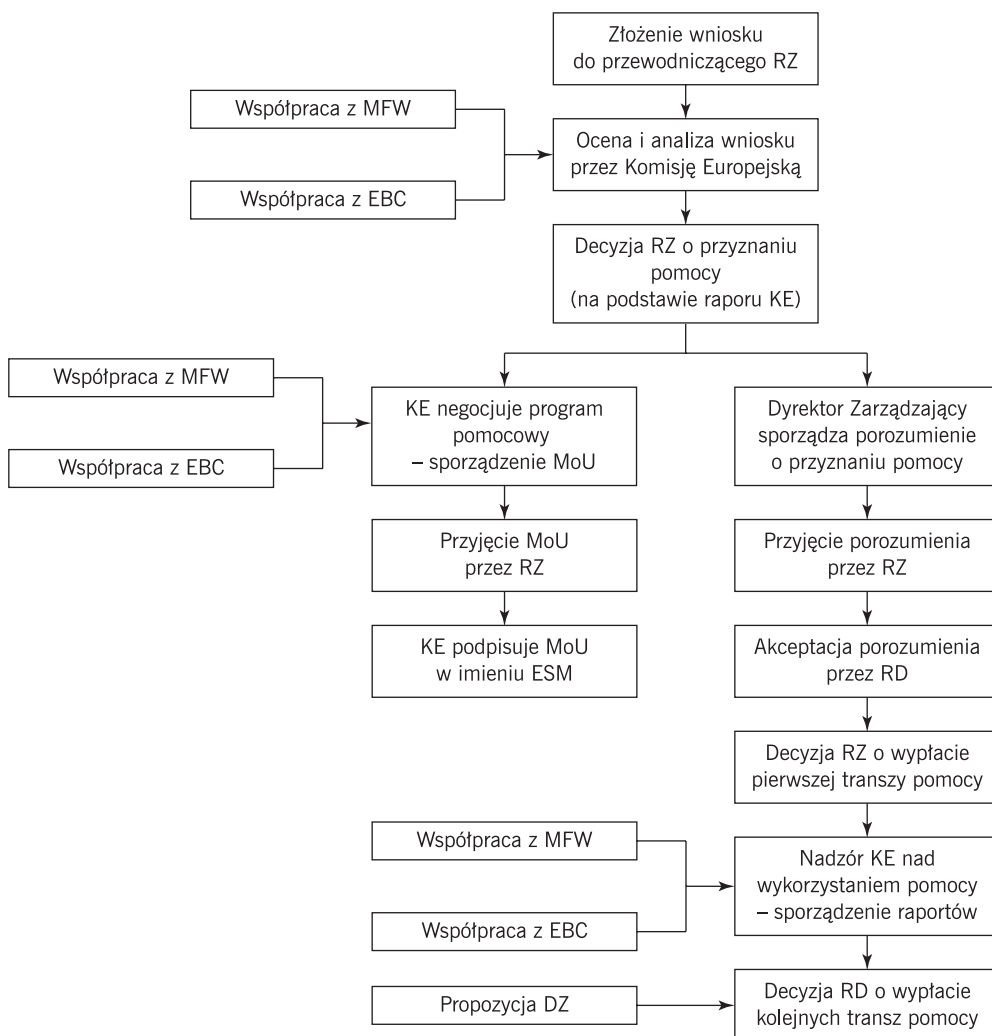
- 1) oceny ryzyka zagrożenia stabilności finansowej strefy euro jako całości lub jej krajów członkowskich (o ile EBC nie przedstawił takiej ekspertyzy wcześniej, na podstawie artykułu 18 traktatu),
- 2) sprawdzenia, czy jest możliwa samodzielna obsługa długu (*debt sustainability*) przez dany kraj (o ile to możliwe – wspólnie z MFW),
- 3) oceny faktycznego zapotrzebowania na środki finansowe danego kraju.

Na podstawie przedstawionego raportu RZ podejmie decyzję o przyznaniu państwu pomocy finansowej. Jeżeli decyzja ta będzie pozytywna, wówczas RZ zleci Komisji Europejskiej (we współpracy z EBC i, jeśli to możliwe, z MFW) przeprowadzenie negocjacji z państwem wnioskodawcą. Efektem tych negocjacji będzie protokół uzgodnień (*memorandum of understanding* – MoU), zawierający wymogi co do działań beneficjenta w zakresie jego polityki makroekonomicznej (np. program naprawczy). Przyjęte ustalenia będą musiały korespondować z siłą zagrożenia oraz rodzajem wybranego instrumentu pomocowego.

Jednocześnie Dyrektor Generalny będzie przygotowywał projekt porozumienia przynajmniej pomoc finansową (*financial assistance facility agreement*), które będzie zawierać rodzaj instrumentów, jakie mają być użyte w jej ramach oraz finansowe warunki jej wykorzystania. Porozumienie to musi być przyjęte przez RZ. Traktat podkreśla, że zawartość MoU musi być w pełni zgodna z zasadami koordynacji polityki gospodarczej zawartymi w TFUE oraz wszelkimi innymi prawnymi regulacjami UE, a także rekomendacjami, opiniami, ostrzeżeniami czy decyzjami dotyczącymi państwa wnioskodawcy. Jeśli MoU będzie zgodny z wyżej wspomnianymi warunkami i zostanie przyjęty przez RZ, to będzie mógł zostać podpisany przez Komisję Europejską, działającą w imieniu ESM. Decyzję o wypłacie pierwszej transzy pomocy podejmie RD po akceptacji porozumienia przynajmniej pomoc.

Traktat przewiduje monitorowanie wykorzystania pomocy przez kraj członkowski. ESM ma mianowicie opracować „system ostrzegawczy”, który będzie miał za zadanie zapewnić terminowość zwrotu udzielonej beneficjentowi pożyczki. Z kolei bieżącą kontrolę wykorzystania pomocy (pod kątem zgodności z umową jej wykorzystania oraz przestrzegania reguł programu naprawczego i przyjętych przez państwo zobowiązań co do przeprowadzenia określonych działań polityki makroekonomicznej) ma prowadzić Komisja Europejska we współpracy z EBC i MFW (art. 13). Na podstawie przygotowywanych przez KE raportów RD będzie podejmować decyzje o przyznaniu kolejnych transzy pomocy (jednomyślnie). Proces przyznawania pomocy krajom członkowskim został przedstawiony na rysunku 2.

RYSUNEK 2. Procedura przyznania pomocy krajowi członkowskiemu ESM



Źródło: Opracowanie własne na podstawie: Treaty Establishing The European Stability Mechanism (wersja z 2 lutego 2012 r.).

Rodzaje wsparcia udzielanego krajom członkowskim przez ESM

Jak już było powiedziane, ESM udziela wsparcia finansowego (*financial assistance*) krajom zagrożonym bankrutem pod warunkiem przyjęcia przez nie zobowiązań co do prowadzonej polityki makroekonomicznej (artykuły traktatu: 12 – Principles oraz 13 – Procedures for granting stability support). Pierwotna wersja traktatu (z lipca 2011 r.)

przewidywała jedynie dwie postacie pomocy: tzw. wsparcie stabilności, określone przez artykuł 14 (ESM stability support) oraz tzw. instrument wsparcia rynku pierwotnego (Primary market support facility), opisany w artykule 15.

Wsparcie stabilności miało polegać na udzieleniu krótko- lub średnioterminowych pożyczek, mających na celu wsparcie stabilności finansowej państwa członkowskiego. Pomoc tego rodzaju musiała spełniać kryteria artykułu 12, a o jej przyznaniu miała decydować RZ. Wszystkie szczegóły techniczne pożyczki miały być zawarte w porozumieniu o przyznaniu pomocy finansowej, podpisywanym przez Dyrektora Zarządzającego. Zawarta w traktacie polityka cenowa dla tych pożyczek (artykuł 14 oraz załącznik III) przewidywała oprocentowanie składające się z dwóch elementów:

- 1) koszty finansowania ESM,
- 2) marża równa 200 punktów bazowych – naliczana od całości pożyczki.

W przypadku więcej niż 3-letniego opóźnienia w spłaceniu pożyczki miano naliczać dodatkową marżę, równą 100 punktów, ale tylko od pozostałego, niespłaconego kapitału.

Dla pożyczek o stałym oprocentowaniu i okresie spłaty dłuższym niż 3 lata marża miała być średnią ważoną z następujących dwóch elementów:

- 1) 200 punktów bazowych dla pierwszych trzech lat,
- 2) 300 punktów bazowych dla kolejnych lat.

RZ miała mieć obowiązek dokonywania regularnego przeglądu tej polityki, mogła ją także zmienić przez nowelizację załącznika III (art. 14 pierwszej wersji traktatu oraz załącznik III). W nowej wersji traktatu polityka cenowa została zupełnie zmieniona (uleastyczniona), natomiast załącznik III – w ogóle usunięty.

Drugim narzędziem oryginalnego ESM miał być instrument wsparcia rynku pierwotnego, polegający na zakupie papierów dłużnych krajów członkowskich na rynku pierwotnym (czyli zakup papierów nowych emisji). Traktat zastrzegał, że operacja ta mogła mieć tylko charakter „wyjątkowy”; musiała być zgodna z artykułem 12 oraz mieć na celu optymalizację kosztów finansowania pomocy. Podobnie jak w przypadku wsparcia stabilności, również w tym wypadku wszystkie szczegóły i warunki miało zawierać porozumienie o przyznaniu pomocy finansowej, które miał podpisywać Dyrektor Zarządzający ESM. Za opracowanie szczegółowych zasad funkcjonowania tej formy pomocy miała być odpowiedzialna RD. Nowy traktat utrzymał to narzędzie, ale zniósł „wyjątkowy” charakter tej operacji, a ponadto przewiduje również interwencje na rynku wtórnym.

Wersja traktatu z 2012 r. przewiduje znacznie szersze spektrum instrumentów pomocowych. Teraz będzie to 5 różnych narzędzi.

Pomoc przezornościowa (art. 14)

Polega na przyznaniu państwu członkowskiemu obwarowanej warunkami linii kredytowej. Warunki, jakie będzie musiała spełnić polityka makroekonomiczna państwa wnioskodawcy, ma zawierać MoU. Decyzja o przyznaniu pomocy wydawana będzie

przez RZ, natomiast warunki finansowe tego instrumentu mają być zawarte w porozumieniu dotyczącym jej przyznania (*financial assistance facility agreement*), podpisanym przez Dyrektora Zarządzającego. RD będzie natomiast odpowiedzialna za opracowanie szczegółowych wytycznych dotyczących wprowadzenia tego instrumentu w życie. Od jej jednorodnej decyzji zależy także to, jak długo linia ma być podtrzymywana – decyzja ta będzie podejmowana na podstawie propozycji DZ, który z kolei ma się opierać na raporcie dotyczącym wykorzystywania tej pomocy, sporządzonym przez KE. Dodatkowo, po pierwszym wykorzystaniu środków z tego instrumentu, RD na podstawie propozycji DZ (opartej z kolei na ocenie opracowanej przez KE we współpracy z EBC) będzie jednorodnie podejmować decyzję dotyczącą tego, czy instrument ten spełnia swoje zadanie i czy ewentualnie powinna być rozważona inna forma pomocy²².

Pomoc finansowa na dokapitalizowanie instytucji finansowych (art. 15)

Ten instrument ma formę pożyczek celowych, służących dokapitalizowaniu instytucji finansowych kraju członkowskiego. Podobnie jak w poprzednim wypadku, warunki pomocy mają być określone w MoU (wymogi co do polityki makroekonomicznej) oraz w porozumieniu przyznania pomocy (warunki finansowe). Za wprowadzenie tego instrumentu w życie także jest odpowiedzialna RD. Kolejne transze pomocy będą przyznawane na mocy jednorodnych decyzji RD, opartych na raportach wykorzystania pomocy, sporządzanych przez KE²³.

Pomoc w formie pożyczek (art. 16)

Jest to odpowiednik *ESM stability support* z pierwszej wersji traktatu – polega na przyznaniu wsparcia finansowego państwu członkowskiemu pod warunkiem przeprowadzenia przez niego makroekonomicznego programu naprawczego, zawartego w MoU. Warunki finansowe pomocy, tak jak poprzednio, zawierać będzie porozumienie o przyznaniu pomocy. Podobnie za wprowadzenie tego instrumentu w życie będzie odpowiedzialna RD. Kolejne transze pomocy są przyznawane na mocy jednorodnych decyzji RD, opartych na raportach wykorzystania pomocy, sporządzanych przez KE²⁴.

Instrument wsparcia rynku pierwotnego (art. 17)

Ten mechanizm przewiduje zakup papierów dłużnych beneficjenta na rynku pierwotnym (nowe emisje), co ma mieć na celu optymalizację kosztów udzielania wsparcia finansowego. Ponownie warunki dotyczące polityki makroekonomicznej ma zawierać MoU, natomiast warunki finansowe i zasady zakupu papierów – porozumienie o przyznaniu pomocy. Pozostałe ustalenia są identyczne jak w przypadku poprzednich instrumentów²⁵. Zauważmy także, że nowa wersja traktatu nie precyzuje okresów płatności, a zwłaszcza nie określa tych pożyczek jako krótko- czy średnioterminowe. Jest to duże uelastycznienie w stosunku do pierwotnej wersji traktatu.

Instrument wsparcia rynku wtórnego (art. 18)

Ten instrument pozwala na przeprowadzenie interwencji na rynku wtórnym papierów skarbowych, co ma na celu zapobieżenie rozlewaniu się kryzysu finansowego. Decyzję o jej przeprowadzeniu ma podejmować RZ, na podstawie raportu przygotowanego przez EBC. Raport ten będzie musiał stwierdzać istnienie wyjątkowych zagrożeń dla stabilności finansowej i okoliczności do zastosowania tej formy pomocy, aby mogła być ona zastosowana. Uruchomienie interwencji nastąpi po jednomyślnej decyzji RD (na propozycję DZ)²⁶. Pozostałe regulacje są analogiczne jak w poprzednich przypadkach.

Pozostałe ustalenia traktatowe oraz polityka cenowa pomocy

RZ może dokonać zmian w przewidzianych w powyższych artykułach instrumentach finansowych (art. 19). Dodajmy również, że traktat narzuca wymóg wyposażenia papierów dłużnych (o okresie wykupu większym od roku) emitowanych przez kraje członkowskie od stycznia 2013 r. w tzw. klauzule wspólnego działania (*collective action clauses* – CAC), które umożliwiają większości kwalifikowanej ich posiadaczy podjęcie decyzji (wiążącej dla wszystkich wierzycieli) o restrukturyzacji długu (art. 12).

Nowy traktat opiera politykę cenową przyznawanej przez ESM pomocy (jej oprocentowania) na następujących zasadach (art. 20):

- ma pokryć koszty funkcjonowania i finansowania ESM,
- ma zawierać „odpowiednią marżę”.

Jej szczegóły są zawarte w dokumencie przyjętym przez RZ (*ESM Pricing Guidelines*)²⁷. RZ ma też prawo do zmian w tej polityce. Jak widać, zrezygnowano z precyzyjnego definiowania oprocentowania już na poziomie traktatu (jak w wersji z 2011 roku). Pozwoli to na elastyczne ustalanie ceny pomocy w zależności od warunków na rynku. Preambuła wspomina, że warunki cenowe powinny być spójne z tymi, które miały zastosowanie w przypadku pożyczek z EFSF dla Irlandii i Portugalii (pkt 15 preambuły).

Możliwości ESM w walce z kryzysem zadłużeniowym

Zanim można będzie przejść do oceny samego ESM, warto przypomnieć kilka faktów dotyczących aktualnej sytuacji w Europie i tła tych wydarzeń. Obecny kryzys w sposób bezwzględny potwierdził, że polityka monetarna i fiskalna nie mogą być traktowane jako zupełnie oddzielne obszary polityki gospodarczej. Tymczasem kraje strefy euro mają jedną politykę monetarną i siedemnaście różnych polityk fiskalnych. Polityki fiskalne nie podlegają zarządzaniu na szczeblu unijnym, są jedynie koordynowane i kontrolowane. Nie ma także żadnych automatycznych działań represyjnych, które mogłyby w sposób zdecydowany wymuszać pożądane zachowanie państw członkowskich w zakresie polityki fiskalnej [Oręziak, 2004, s. 88–90].

Kraje członkowskie mogą swobodnie kształtować swoją politykę budżetową; jedynym odstępstwem od tej reguły jest wymóg zapobiegania nadmiernemu deficytowi (przewidziany paktem stabilności i wzrostu). Krótko mówiąc, polityka budżetowa w UGiW ma charakter zdecentralizowany, w przeciwieństwie do polityki monetarnej. Takie rozwiązanie jest konsekwencją decyzji politycznych, mimo iż od samego początku było wiadomo, że wiele polityk fiskalnych może być trudne do synchronizacji z jednolitą polityką monetarną EBC [Oręziak, 2009, s. 119–120].

Kryzys jasno pokazał, że zaburzenia w sferze fiskalnej mogą zagrozić stabilności całej unii monetarnej. Nadmierne zadłużenie krajów takich, jak Grecja, Irlandia czy Portugalia momentalnie stało się problemem ogólnoeuropejskim – nastąpiła swoista transmisja kryzysu między krajami członkowskimi, a zagrożone zaburzeniami (tj. negatywnymi skutkami kryzysu) są nawet kraje o dobrej sytuacji fiskalno-gospodarczej lub w ogóle nienależące do strefy euro. Przywołując teorię optymalnych obszarów walutowych, R. Mundella, która dostarcza wskazówek co do zasadności tworzenia unii walutowych [Bilski, 2006, s. 141–150], można to sformułować także inaczej – odporność UGiW na wstrząsy asymetryczne jest niewielka, ponieważ nie spełnia ona kryteriów optymalnego obszaru walutowego [Oręziak, 2004, s. 49].

W tym miejscu, kiedy weźmie się pod uwagę już sam fakt wystąpienia kryzysu o charakterze zadłużeniowym, można uświadomić sobie, że mechanizmy, które miały stać na straży stabilności strefy euro, zawiodły. W szczególności chodzi tu o kryteria konwergencji i procedurę nadmiernego deficytu.

Kryteria konwergencji z Maastricht miały zagwarantować zbieżność gospodarczą unii walutowej²⁸. Ich precyzyjne wartości miały na celu zapewnienie spójności strefy euro co do czterech ważnych wskaźników makroekonomicznych: stopy inflacji, stopy procentowej oraz poziomu deficytu i długu publicznego [Wójcik, 2008, s. 32–33]. Można więc od razu wyciągnąć wniosek, że obecny kryzys zadłużeniowy jest efektem nieprzestrzegania tych uregulowań (kryteria zbieżności) lub ich nieskuteczności (procedura nadmiernego deficytu). Co więcej, dotyczy to nie tylko okresu bieżącego, ale już samych początków funkcjonowania strefy (patrz grecki *casus* przystąpienia do strefy euro przy niespełnieniu kryteriów konwergencji, a także kontrowersje wokół kwalifikowania krajów do uczestnictwa w strefie pod koniec lat 90.) [Oręziak, 2004, s. 40–44].

Powodem fiaska procedury nadmiernego deficytu jest niewykonywanie regulacji zawartych w traktatach oraz upolitycznienie decyzji podejmowanych w unijnych instytucjach²⁹. Procedura ta okazała się więc całkowicie nieskuteczna, ponieważ kluczowe decyzje podejmowane są nie na podstawie przesłanek ekonomicznych, ale przez głosowanie w Radzie UE³⁰. Najbardziej jaskrawym przejawem tej sytuacji jest bezprawne umorzenie w 2003 r. postępowań przeciwko Niemcom i Francji [Mucha-Leszko, 2007, s. 193–210, Oręziak, 2005, s. 16]. Dodatkowo, w 2005 r. dokonano reformy Paktu Stabilności i Wzrostu, która oznaczała jego złagodzenie [Oręziak, 2005, s. 22–23]. Nic więc dziwnego, że nie zapobiegło to ani kryzysowi greckiemu, ani pojawieniu się ana-

logicznych problemów w innych krajach. Warto przy okazji zauważyć, że procedura ta charakteryzuje się pewną logiczną sprzecznością: przewiduje bowiem nakładanie kar finansowych za przekroczenie poziomu deficytu. Trudno oczekiwać, że kraje, które mają problemy z deficytem budżetowym, będą je płacić. W tej sytuacji zdecydowanie lepszym rozwiązaniem wydawałyby się sankcje dotyczące np. możliwości głosowania w Radzie UE (byłaby to sankcja dotkliwa i realna, o ile tylko byłaby nakładana automatycznie). Trzeba jednakże podkreślić, że wymóg spełnienia kryteriów konwergencji spowodował konieczność wdrożenia reform w krajach aspirujących do pełnego uczestnictwa w unii walutowej, co ograniczyło negatywne procesy zachodzące w ich finansach, zwłaszcza jeśli chodzi o poziom deficytu i długu publicznego. Bez tego wysiłku (spowodowanego wprowadzeniem euro), sytuacja budżetowa wielu krajów Unii byłaby znacznie gorsza [Oręziak, 2009, s. 121].

W takiej właśnie sytuacji został wprowadzony Europejski Mechanizm Stabilności, który ma zapewnić Unii Gospodarczej i Walutowej finansowe „bezpieczeństwo”. Z całą pewnością ESM, dzięki wprowadzeniu mechanizmu wzajemnych pożyczek oraz możliwości wykupywania nowych emisji papierów dłużnych zagrożonych krajów, przyczynia się do wzrostu bezpieczeństwa strefy, gdyż czyni bankructwo kraju należącego do Euro-landu mniej prawdopodobnym (ale w żadnym wypadku nie wykluczonym).

Dużą zaletą ESM jest wprowadzenie oficjalnego wymogu opracowania programów naprawczych, bez których pomoc nie może być udzielona. Będzie to działać dyscyplinująco i mobilizująco na kraje członkowskie, gdyż, jak pokazały to wydarzenia ostatnich lat i miesięcy, programy te są niejednokrotnie drastyczne (przynajmniej dla społeczeństw zadłużonych krajów) i pociągają za sobą poważne skutki społeczne, co najlepiej obrazuje sytuacja w Grecji.

W tym sensie można powiedzieć, że sama groźba „przymusowego” przeprowadzenia takich reform jest bardziej dyscyplinująca niż łagodna procedura nadmiernego deficytu. Rządy państw będą musiały się poważnie zastanowić, czy mogą sobie pozwolić na działania, które mogą się skończyć wystąpieniem o wspólnotową pomoc (i negocjacją planów pomocowych). Z drugiej strony, w tym kontekście można postawić również inną tezę – dotychczasowe doświadczenia mogą działać odstrasżająco i zniechęcać do występowania o pomoc ESM. Taka sytuacja wystąpiła w przypadku Portugalii, która długo zwlekała z podjęciem decyzji o wystąpieniu o pomoc unijną. Dodajmy też, że w środowisku niektórych ekonomistów i publicystów obecne plany pomocowe UE i MFW cieszą się wyjątkowo złą sławą.

Kolejną silną stroną ESM jest umiędzynarodowienie problemu zadłużenia i wymóg współpracy z MFW i EBC. W ocenie autora opracowania, pozwoli to na jak największą (na miarę tej sytuacji, oczywiście) transparentność procesu pomocowego, a także zapewni wsparcie ekspertów tych dwóch instytucji.

Wreszcie, można się posłużyć argumentem na pozór trywialnym – największa zaletą ESM jest to, że w ogóle został wprowadzony. ESM nada ramy instytucjonalne i prawne

walce z kryzysem zadłużeniowym, która obecnie ma miejsce w Europie. W tym sensie ESM przyczyni się do większej przewidywalności i transparentności rynku, czego nie można powiedzieć o planach negocjowanych indywidualnie w każdym przypadku przez różnych polityków. Ten problem dobrze ilustruje przebieg negocjacji i realizacji planów pomocowych dla Grecji (np. groźba poddania planu oszczędnościowego pod referendum w 2011 r.). Obecność ESM powinna choć trochę uporządkować chaotyczną sytuację i zwiększyć bezpieczeństwo działających na rynku finansowym podmiotów (przez redukcję ryzyka).

Słabe strony ESM

Mimo niewątpliwych zalet, według autora niniejszego opracowania, największa słabość ESM tkwi już w samej jego istocie. Chodzi mianowicie o to, że mechanizm ten nie ma charakteru zapobiegawczego, lecz interwencyjny. Jego istnienie w żaden sposób nie może zapobiec ewentualnym nawrotom kryzysu zadłużeniowego. W takim rozumieniu jego wkład w zachowanie stabilności Eurolandu, rozumianej jako zapobieżenie kryzysom o takich samych przyczynach, jak obecny, jest żadna. Mechanizm ten może być uruchomiony dopiero wówczas, gdy problem z zadłużeniem już się objawi (ze wszystkimi tego konsekwencjami, jak wystąpienie zawirowań na rynkach finansowych), a nie wcześniej (nic nie zmienia tu traktatowy zapis o groźbie pojawienia się zaburzeń – samo zwrócenie się do ESM ma już bowiem charakter awaryjny). W tym sensie można powiedzieć, że jego rola ogranicza się do poprawy poczucia bezpieczeństwa uczestników rynku – w ich świadomości istnienie mechanizmu może zapobiec najbardziej niszczącym wydarzeniom, jak niekontrolowane bankructwo krajów członkowskich. I rzeczywiście, w przypadku pojawienia się kryzysu, mechanizm ten może być kołem ratunkowym, o czym mówiliśmy wcześniej.

Pewną ironią jest fakt, iż pomimo tego, że w oficjalnym raporcie Komisji Europejskiej działania zapobiegawcze znajdują się na pierwszym miejscu koniecznych działań antykryzysowych³¹, to gigantyczne środki kierowane są obecnie na walkę ze skutkami kryzysu, a nie na zapobieganie wystąpieniu podobnych zaburzeń w przyszłości. Być może zmieni się to po uspokojeniu sytuacji na rynkach, kiedy czas będzie bardziej sprzyjający głębszej refleksji. W tej chwili działania polityków koncentrują się bowiem na bieżącym reagowaniu na kryzys³², a nie na poważnych reformach strukturalnych.

Równie podstawowa jest druga słabość ESM. W swej istocie opiera się on na prostym mechanizmie pożyczkowym: pozostałe państwa pożyczają środki krajowi, który popadł w finansowe tarapaty. Pojawia się jednak podstawowy problem dotyczący tego, które państwa mają finansować zagrożonych partnerów (i których). Gdy pomocy wymagają mniejsze kraje strefy, mechanizm powinien działać bez zarzutu – gospodarki większe i silniejsze będą w stanie wyłożyć środki na pomoc dla krajów mniejszych (o mniejszych

potrzebach finansowych). Pytaniem jest, co zdarzy się, gdy pomocy będą wymagały nie kraje małe gospodarczo (Grecja, Irlandia), ale duże (Hiszpania, Włochy) lub bardzo duże (Francja, Niemcy). W takim wypadku potrzebne środki będą niewspółmiernie większe, a miałyby być nimi obciążone właśnie znacznie mniejsze gospodarki. Trudno sobie wyobrazić sytuację, w której małe kraje, jak: Belgia, Słowacja czy Estonia, będą w stanie wyasygnować środki niezbędne do wsparcia takich gigantów.

Oczywiście, jeszcze niedawno można było powiedzieć, że nic nie wskazuje na pojawienie się kryzysu we Francji czy Niemczech, ale warto wspomnieć choćby o zamieszaniu, jakie wywołała na początku sierpnia 2011 r. plotka o zmniejszeniu ratingu Francji przez Standard & Poor's. Spowodowała ona gwałtowne spadki na giełdach, choć nie znalazła potwierdzenia w rzeczywistości, a S&P dodatkowo zakomunikowało, że rating Francji nie jest zagrożony. Spekulacje co do obniżenia ratingu dotyczyły także Włoch.

Na spekulacjach jednak się nie skończyło – w styczniu 2012 r. nastąpił prawdziwy „kryzys ratingowy”, kiedy Standard & Poor's obniżył rating 9 krajów strefy euro (Francji, Austrii, Hiszpanii, Portugalii, Włoch, Cypru, Malty, Słowacji, Słowenii). Pod koniec 2012 r. już jedynie 4 kraje strefy euro mogły się cieszyć najwyższym ratingiem (AAA) – Niemcy, Holandia, Luksemburg i Finlandia. Jeszcze do niedawna taka sytuacja (a zwłaszcza obniżenie ratingu Francji, jednego z najważniejszych państw UE) była nie do pomyślenia, co dobrze ilustruje dynamikę i nieprzewidywalność obecnego kryzysu. Dodajmy, że w przypadku Hiszpanii, Portugalii, Włoch i Cypru obniżenie nastąpiło od razu o dwa poziomy, a aktualny rating Włoch jest najniższy w historii (BBB+) i ma negatywną perspektywę. Widać więc wyraźnie, że kryzysowi nie opierają się nawet największe gospodarki oraz te, które do niedawna uchodziły za oazy stabilności. Sytuacja, która kilka miesięcy temu zostałaby uznana za kompletnie nieprawdopodobną, stała się faktem. Dowodem na taki obrót sprawy jest kolejna decyzja S&P ze stycznia 2012 r. o obniżeniu ratingu EFSF z AAA do AA+. W ten sposób pierwszy raz oficjalnie stwierdzono, że mechanizmy stabilizacyjne strefy euro mogą nie być tak wiarygodne, jak chciałyby tego kraje wspólnoty.

Pamiętajmy także o bardzo prostym mechanizmie rozlewania się kryzysu: kraje UGiW kupują wzajemnie swoje instrumenty dłużne, co powoduje, że niewypłacalność jednego państwa może bezpośrednio zachwiać gospodarką drugiego. Tak jest w przypadku kryzysu greckiego: krajami, które mają największej greckich papierów, są Francja i Niemcy. Ponadto kraje te były bardzo mocno zaangażowane w papiery Portugalii, Hiszpanii czy Irlandii. Jak więc widzimy, losy krajów strefy euro są ze sobą bardzo mocno powiązane [Oręziak, 2011, s. 13–14]. Wobec tego nie można całkowicie wykluczyć, że kryzys uderzy mocniej również w największe kraje UGiW (już wcześniej spekulowano – na razie bezzasadnie – na temat możliwości obniżenia ratingu Niemiec). W ocenie autora niniejszego artykułu, „pożyczkowy mechanizm stabilizacyjny” może w takiej sytuacji zawieść: po prostu nie będzie państw zdolnych do udzielenia tak dużej pomocy

finansowej. Trudno oczekiwać, że grono dłużników będzie mogło sobie pomóc przez wzajemne udzielanie sobie pożyczek – każdy kraj będzie chciał ratować swoją sytuację, a nie dodatkowo pożyczać pieniądze innym. Kontynuując ten tok rozumowania, można by nawet powiedzieć, że ESM stałby się środkiem przenoszenia kryzysu, osłabiając koniecznością wyasygnowania pożyczek kraje, które do tej pory lepiej zniosły zawirowania na rynku.

ESM można zarzucić jeszcze kilka mniejszych niedociągnięć. Po pierwsze, nie wnosi on (poza formalnoprawnym uporządkowaniem) nowej jakości na europejski rynek finansowy. Jest tylko formalizacją tego, co już dzieje się w Europie (*casus* Grecji, Irlandii, Portugalii). ESM powoduje także poważne umocnienie roli największych państw, gdyż stają się one niejako gwarantami wiarygodności państw mniejszych. System będzie więc funkcjonalny o tyle, o ile kryzysy będą dotyczyć kraje mniejsze, a te większe będą im udzielać pomocy (jeśli tylko będą chciały i będą w stanie). Działanie mechanizmu odwrotnego, tym bardziej w warunkach rozlewania się kryzysu na większą grupę krajów (zwłaszcza tych większych) jest trudne do wyobrażenia.

Co więcej, wielu ekonomistów stwierdza, że bankructwo Grecji jest pewne i jedyną szansą rozwiązania problemu jest restrukturyzacja długu [Oręziak, 2011, 7–26]. W takim rozumieniu obecne plany pomocowe (a także sam ESM) można jedynie uznać za środki odwlekania nieuniknionego. Należy jednak cały czas pamiętać, że decyzje dotyczące strefy euro są decyzjami politycznymi i to od kalkulacji kosztów i strat politycznych będzie zależała przyszłość strefy euro.

Nie oznacza to jednak, że należy popadać w panikę. Podjęto także wysiłki mające na celu wzmocnienie dyscypliny fiskalnej w strefie euro, przede wszystkim w formie nowego paktu fiskalnego (*fiscal compact*). W ocenie autora niniejszego artykułu, to w tych rozwiązaniach tkwi większy potencjał zapobiegania kolejnym kryzysowym zadłużeniowym. Mechanizmy o takim charakterze, jak ESM, powinno się traktować jedynie jako opcje ostatniej szansy.

Pojawiają się też głosy, że kryzys może być dla Europy wielką szansą. Chodzi o to, że w warunkach nadzwyczajnych łatwiej jest podjąć decyzje, które do tej pory były trudne z punktu widzenia sytuacji politycznej. Również doświadczenia historyczne integracji europejskiej wskazują, że z każdego kryzysu wspólnota wychodziła obronną ręką, silniejsza i bogatsza o nowe rozwiązania instytucjonalne czy formalne. Na zasadzie analogii można oczekiwać podobnej sytuacji w odniesieniu do obecnego kryzysu. Jedną z szans wydaje się zwłaszcza możliwość dokończenia projektu unii gospodarczej i walutowej, czyli uzupełnienie UGiW o mechanizmy wspólnego zarządzania gospodarczego i elementy unii fiskalnej, co stanowiłoby długookresowe rozwiązanie problemu stabilności strefy euro [Bergsten, Kirkegaard, 2012].

Podsumowanie

Powołanie Europejskiego Mechanizmu Stabilności jest krokiem naprzód w celu zwiększenia stabilności strefy euro, ale jednocześnie nie będzie on instrumentem zapewniającym całkowite bezpieczeństwo. Zabrakło rozwiązań bardziej ogólnych, odnoszących się do przyczyn kryzysu. Rozwiązania zawarte w mechanizmie są, w gruncie rzeczy, jedynie reakcją na kryzys, a nie próbą zapobiegania mu w przyszłości. Przydatność ESM i jego możliwości w zakresie zapobiegania kolejnym kryzysom są bardzo ograniczone.

Przypisy

¹ Szerzej na temat działań antykryzysowych UE do 2009 r. – zob. European Commission – Directorate-General for Economic and Financial Affairs, „European Economy” 7/2009, *Economic Crisis in Europe: Causes, Consequences and Responses*, Luksemburg, s. 2–4.

² Zob. Programy pomocowe dla Grecji, Irlandii i Portugalii – stan na sierpień 2011 r., Departament Zagraniczny Narodowego Banku Polskiego, Warszawa, s. 1.

³ Ibidem, s. 1–3.

⁴ Zob. Informacja na temat nowych zasad funkcjonowania Europejskiego Instrumentu Stabilności Finansowej (EFSF) oraz przyszłego kształtu Europejskiego Mechanizmu Stabilności (ESM), Departament Zagraniczny Narodowego Banku Polskiego, Rada Europejska 16–17 grudnia 2010 r. – konkluzje.

⁵ Jest to obecna nazwa (wprowadzona traktatem lizbońskim) Traktatu Ustanawiającego Wspólnotę Europejską (TUWE).

⁶ Zob. Rada Europejska 16–17 grudnia 2010 r. – konkluzje, s. 1, 6.

⁷ Zob. Treaty Establishing The European Stability Mechanism (ESM), punkt 2 preambuły. Zob. także Decyzja Rady Europejskiej z dnia 25 marca 2011 r. w sprawie zmiany art. 136 Traktatu o funkcjonowaniu Unii Europejskiej w odniesieniu do mechanizmu stabilności dla państw członkowskich, których walutą jest euro.

⁸ Art. 122 ust. 2 Traktatu o funkcjonowaniu Unii Europejskiej.

⁹ Zob. Rozporządzenie Rady UE nr 407/2010 z 11 maja 2010 r. ustanawiające Europejski Mechanizm Stabilizacji Finansowej.

¹⁰ Treaty Establishing The European Stability Mechanism (ESM), art. 42–43.

¹¹ Statement by the Eurogroup – 11 July 2011.

¹² Zob. Punkt 3 preambuły Traktatu o ESM z 2 lutego 2012 r.

¹³ Wszystkie informacje dotyczące działania ESM zostały opracowane na podstawie tekstu oryginalnych traktatów. Podawane w tekście numery artykułów dotyczą, o ile nie zostało to powiedziane inaczej, jego nowej, aktualnej wersji z 2 lutego 2012 r.

¹⁴ Zob. ESM Guideline on borrowing operations.

¹⁵ Zob. Rules of Procedure of the ESM Board of Governors.

¹⁶ Zob. ESM By-Laws.

¹⁷ Zob. Rules of Procedure of the ESM Board of Governors.

¹⁸ Zob. Rules of Procedure of the ESM Board of Directors.

¹⁹ Zob. Wersje skonsolidowane Traktatu o Unii Europejskiej i Traktatu o funkcjonowaniu Unii Europejskiej, Dziennik Urzędowy Unii Europejskiej, Seria C, nr 83 (30 marca 2010 r.), art. 29 czwartego protokołu w sprawie Statutu Europejskiego Systemu Banków Centralnych i Europejskiego Banku Centralnego.

²⁰ Zob. ESM Guideline on investment policy.

²¹ Szerzej na temat polityki dywidendowej ESM – zob. ESM Guideline on dividend policy.

²² Szczegółowe regulacje dotyczące tego instrumentu zawiera ESM Guideline on precautionary financial assistance.

²³ Szczegółowe ustalenia dotyczące tego instrumentu – zob. ESM Guideline on recapitalisation of financial institutions.

²⁴ Szerzej – zob. ESM Guideline on loans.

²⁵ Również w tym przypadku opracowano szczegółowe wytyczne: zob. ESM Guideline on primary market support facility.

²⁶ Zob. ESM Guideline on secondary market support facility.

²⁷ Zob. ESM Pricing Guidelines.

²⁸ Szerzej na temat kryteriów konwergencji i przesłanek ich wprowadzenia – [Oręziak, 2009, s. 121–127].

²⁹ Zob. Narodowy Bank Polski – Departament Integracji ze Strefą Euro, Grudzień 2010, Raport na temat zjawisk zachodzących w Międzynarodowym Systemie Walutowym.

³⁰ Szczegółowy opis procedury stosowania Paktu Stabilności i Wzrostu – zob. [Oręziak, 2009, s. 132–138].

³¹ Zob. European Commission – Directorate-General for Economic and Financial Affairs, „European Economy” 7/2009, Economic Crisis in Europe: Causes, Consequences and Responses, Luksemburg, s. 1–2.

³² Takie podejście bardzo dobrze ilustruje konieczność dwóch (w ciągu roku od jego utworzenia) nowelizacji EFSF (kolejna „ocena adekwatności” zasobów EFSF, a także ESM, planowana jest na Radę Europejską 1 marca 2012 r.) oraz podejmowane na bieżąco decyzje dotyczące kryzysu greckiego. Co ciekawe, sam raport KE przyznaje się do tego i bardzo podobnie opisuje walkę z kryzysem do 2009 r. Pamiętajmy jednak, że został on opublikowany w 2009 roku, a mimo to wciąż niewiele się zmieniło. Zob. ibidem, a także Informacja na temat nowych zasad funkcjonowania Europejskiego Instrumentu Stabilności Finansowej (EFSF) oraz przyszłego kształtu Europejskiego Mechanizmu Stabilności (ESM), sierpień 2011, Departament Zagraniczny Narodowego Banku Polskiego, Warszawa.

Bibliografia

Bergsten C.F., Kirkegaard J.F., 2012, The Coming Resolution of the European Crisis, Paterson Institute for International Economics, <http://piie.com/publications/pb/pb12-1.pdf>, data pobrania: 08.02.2012

Bilski J., 2006, Międzynarodowy system walutowy, PWE, Warszawa

Decyzja Rady Europejskiej z dnia 25 marca 2011 r. w sprawie zmiany art. 136 Traktatu o funkcjonowaniu Unii Europejskiej w odniesieniu do mechanizmu stabilności dla państw członkowskich, których walutą jest euro, 2011, <http://eurlex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2011:091:0001:0002:PL:PDF>, data pobrania: 11.09.2011

- EFSF Framework Agreement (consolidated version), http://www.efsf.europa.eu/attachments/20111019_efsf_framework_agreement_en.pdf, data pobrania: 04.02.2012
- ESM By-Laws, <http://www.esm.europa.eu/pdf/ESM%20By-Laws.pdf>
- ESM Guideline on borrowing operations, <http://www.esm.europa.eu/pdf/ESM%20borrowing%20guidelines.pdf>
- ESM Guideline on dividend policy, <http://www.esm.europa.eu/pdf/Guideline%20on%20dividend%20policy.pdf>
- ESM Guideline on investment policy, <http://www.esm.europa.eu/pdf/Investment%20policy.pdf>
- ESM Guideline on loans, <http://www.esm.europa.eu/pdf/ESM%20Guideline%20on%20loans.pdf>
- ESM Guideline on precautionary financial assistance, <http://www.esm.europa.eu/pdf/ESM%20Guideline%20on%20precautionary%20financial%20assistance.pdf>
- ESM Guideline on recapitalisation of financial institutions, <http://www.esm.europa.eu/pdf/ESM%20Guideline%20on%20recapitalisation%20of%20financial%20institutions.pdf>
- ESM Guideline on secondary market support facility, <http://www.esm.europa.eu/pdf/ESM%20Guideline%20on%20the%20secondary%20market%20support%20facility.pdf>
- ESM Guideline on primary market support facility, <http://www.esm.europa.eu/pdf/ESM%20Guideline%20on%20the%20primary%20market%20support%20facility.pdf>
- ESM Pricing Guidelines, <http://www.esm.europa.eu/pdf/Pricing%20guideline.pdf>
- European Commission – Directorate-General for Economic and Financial Affairs, „European Economy” 7/2009, Economic Crisis in Europe: Causes, Consequences and Responses, Luksemburg, http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/publication15887_en.pdf, data pobrania: 11.09.2011
- Financial Services Authority, marzec 2009, The Turner Review. A Regulatory Response to the Global Banking Crisis, http://www.fsa.gov.uk/pubs/other/turner_review.pdf, data pobrania: 11.09.2011
- Informacja na temat nowych zasad funkcjonowania Europejskiego Instrumentu Stabilności Finansowej (EFSF) oraz przyszłego kształtu Europejskiego Mechanizmu Stabilności (ESM), sierpień 2011, Departament Zagraniczny Narodowego Banku Polskiego, Warszawa, http://www.nbp.gov.pl/publikacje/integracja_europejska/info_EFSF_ESM.pdf, data łączenia: 11.09.2011
- Mucha-Leszko B., 2007, Strefa Euro. Wprowadzenie, funkcjonowanie, międzynarodowa rola euro, Wydawnictwo Uniwersytetu Marii Curie-Skłodowskiej, Lublin
- Narodowy Bank Polski – Departament Integracji ze Strefą Euro, Grudzień 2010, Raport na temat zjawisk zachodzących w Międzynarodowym Systemie Walutowym, <http://nbp.pl/publikacje/msw/mswraport.pdf>, data pobrania: 11.09.2011
- Oręziak L., 2004, Euro. Nowy pieniądz, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa
- Oręziak L., 2005, Reforma Paktu Stabilności i Wzrostu i jej potencjalne konsekwencje, „Bank i Kredyt”, nr 7, s. 14–27
- Oręziak L., 2009, Polityka budżetowa, w: Europejska Integracja Monetarna od A do Z, red. W. Pachy, Narodowy Bank Polski, Warszawa http://www.nbp.pl/publikacje/integracja_monetarna/raporty.pdf, data pobrania: 11.09.2011
- Oręziak L., 2011, Restrukturyzacja długu jako potencjalny skutek kryzysu zadłużenia niektórych krajów strefy euro, „Sprawy Międzynarodowe”, nr 2, s. 7–26
- Programy pomocowe dla Grecji, Irlandii i Portugalii – stan na sierpień 2011 r., Departament Zagraniczny Narodowego Banku Polskiego, Warszawa, http://www.nbp.pl/publikacje/integracja_europejska/programy_pomocowe.pdf, data pobrania: 07.02.2012
- Rada Europejska 16–17 grudnia 2010 r. – konkluzje, http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/PL/ec/118607.pdf, data pobrania: 11.09.2011 r.

Rozporządzenie Rady UE nr 407/2010 z 11 maja 2010 roku ustanawiające Europejski Mechanizm Stabilizacji Finansowej, <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2010:118:0001:0001:EN:PDF>, data pobrania: 07.02.2012.

Rules of Procedure of the ESM Board of Directors, <http://www.esm.europa.eu/pdf/Rules%20of%20Procedu-re%20for%20the%20Board%20of%20Directors.pdf>

Rules of Procedure of the ESM Board of Governors, <http://www.esm.europa.eu/pdf/Rules%20of%20Procedu-re%20for%20the%20Board%20of%20Governors.pdf>

Statement by the Eurogroup – 11 July 2011, http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressda-ta/en/ecofin/123601.pdf, data pobrania: 11.09.2011 r.

Statut EFSE, <http://www.etat.lu/memorial/memorial/2010/C/Pdf/c1189086.pdf>, data pobrania: 04.02.2012.

Treaty Establishing The European Stability Mechanism (wersja z 11 lipca 2011 r.), <http://consilium.europa.eu/media/1216793/esm%20treaty%20en.pdf>, data pobrania: 11.09.2011 r.

Treaty Establishing The European Stability Mechanism (wersja z 2 lutego 2012 r.), <http://www.european-coun-cil.europa.eu/media/582311/05-tesm2.en12.pdf>, data pobrania: 10.02.2012 r.

Wersje skonsolidowane Traktatu o Unii Europejskiej i Traktatu o funkcjonowaniu Unii Europejskiej, Dziennik Urzędowy Unii Europejskiej, Seria C, nr 83 (30 marca 2010 r.), <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUri-Serv.do?uri=OJ:C:2010:083:FULL:PL:PDF>, data pobrania: 11.09.2011

Wójcik C., 2008, Integracja ze strefą euro. Teoretyczne i praktyczne aspekty konwergencji, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa