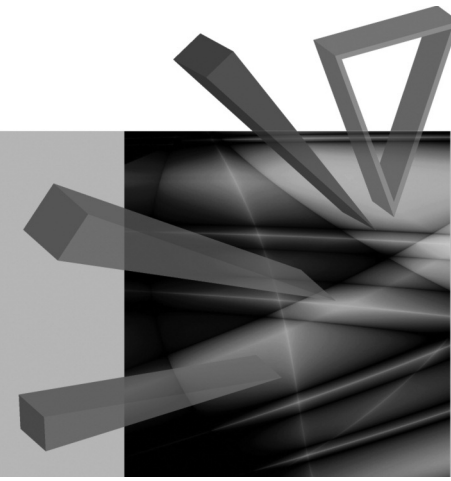
PRACE NAUKOWE
Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu
RESEARCH PAPERS
of Wrocław University of Economics

233

Funkcjonowanie unii gospodarczej i walutowej w teorii i w praktyce



pod redakcją
Jana Borowca
Krzysztofa Bieguna

Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu
Wrocław 2011

Recenzent: Henryk Ćwikliński

Redaktor Wydawnictwa: Barbara Majewska

Redaktor techniczny: Barbara Łopusiewicz

Korektor: Barbara Cibis

Łamanie: Beata Mazur

Projekt okładki: Beata Dębska

Publikacja jest dostępna na stronie www.ibuk.pl

Streszczenia opublikowanych artykułów są dostępne w międzynarodowej bazie danych
The Central European Journal of Social Sciences and Humanities http://cejsh.icm.edu.pl
oraz w The Central and Eastern European Online Library www.ceeol.com
a także w adnotowanej bibliografii zagadnień ekonomicznych BazEkon
http://kangur.uek.krakow.pl/bazy_ae/bazekon/nowy/index.php

Informacje o naborze artykułów i zasadach recenzowania znajdują się
na stronie internetowej Wydawnictwa
www.wydawnictwo.ue.wroc.pl

Kopiowanie i powielanie w jakiejkolwiek formie
wymaga pisemnej zgody Wydawcy

© Copyright by Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu
Wrocław 2011

ISSN 1899-3192
ISBN 978-83-7695-204-8

Wersja pierwotna: publikacja drukowana

Druk: Drukarnia TOTEM

Spis treści

Wstęp 7

Iwo Augustyński, Zmiana ryzyka systematycznego na polskim rynku jako skutek globalnego kryzysu finansowego. Analiza największych krajowych spółek 9
Bernadeta Baran, Europejski Mechanizm Stabilizacyjny – geneza i przesłanki pomocy finansowej dla krajów strefy euro 20
Krzysztof Biegun, Synchronizacja cykli koniunkturalnych Polski i strefy euro – warunek czy skutek procesu integracji monetarnej? 35
Jan Borowiec, Synchronizacja cykli koniunkturalnych w strefie euro 48
Ewa Pancer-Cybulska, Agata Surówka, Wewnętrzne zróżnicowanie wydatków socjalnych w Unii Europejskiej i strefie euro 59
Jarosław Czaja, Zmiany udziału polskiego złotego w obrotach na rynkach walutowych 77
Magdalena Pronobis, Michał Pronobis, Wpływ transferów unijnych na kurs walutowy i politykę pieniężną w Polsce po 2004 roku 89
Michał Pronobis, Bańki spekulacyjne a reakcja banków centralnych: zmiany percepcji roli polityki pieniężnej w następstwie kryzysu 2007-2009 103
Marta Wajda-Lichy, Wyzwania w zakresie reform rynków pracy w krajach strefy euro jako konsekwencje kryzysu finansowego 2007-2009 118

Summaries

Iwo Augustyński, Change in systematic risk on the Polish market as a result of the global financial crisis. Analysis of the biggest Polish companies 19
Bernadeta Baran, European Stability Mechanism − economic reasons of financial support 34
Krzysztof Biegun, The synchronization of business cycles between Poland and the euro area − a condition or result of the process of monetary integration? 47
Jan Borowiec, Synchronization of business cycles in the euro area 58
Ewa Pancer-Cybulska, Agata Surówka, Internal diversity of social expenditures in the European Union and euro zone 76
Jarosław Czaja, The changes of Polish zloty turnovers share on currency markets 88

Magdalena Pronobis, Michał Pronobis, EU transfers and their impact on monetary policy and exchange rate in Poland after 2004 102
Michał Pronobis, Asset price bubbles and monetary policy response – changes in thinking about the role of central banks after the financial crisis 2007-2009 117
Marta Wajda-Lichy, Challenges for labour market reforms in the euro zone countries as consequences of financial crisis 2007-2009 133

PRACE NAUKOWE UNIWERSYTETU EKONOMICZNEGO WE WROCŁAWIU nr 233
RESEARCH PAPERS OF WROCŁAW UNIVERSITY OF ECONOMICS
Funkcjonowanie unii gospodarczej i walutowej w teorii i w praktyce ISSN 1899-3192

Bernadeta Baran
Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu

EUROPEJSKI MECHANIZM STABILIZACYJNY – GENEZA I PRZESŁANKI POMOCY FINANSOWEJ DLA KRAJÓW STREFY EURO

Streszczenie: Europejski Mechanizm Stabilizacyjny jest stałym programem pomocy finansowej, który ma zastąpić Europejski Instrument Stabilności Finansowej i Europejski Mechanizm Stabilizacji Finansowej. Finansowa pomoc dla krajów strefy euro stała się niezbędna z powodu pojawienia się poważnych problemów związanych ze spłatą długu publicznego. W Grecji i Portugalii były one wynikiem nadmiernie ekspansywnej polityki budżetowej, braku reform strukturalnych i niskiej konkurencyjności gospodarki. W przypadku Irlandii źródłem wewnętrznych problemów był z kolei boom na rynku nieruchomości, a przede wszystkim załamanie się systemu bankowego, które skłoniło rząd tego kraju do aktywnego finansowego zaangażowania w jego stabilizację.

Słowa kluczowe: mechanizm stabilizacyjny, polityka budżetowa, dług publiczny.

1. Wstęp

Globalny kryzys gospodarczy i finansowy znacząco pogorszył wyniki budżetowe państw UE, a trzy z nich: Grecja, Irlandia i Portugalia zwróciły się o pomoc w obliczu poważnych trudności z finansowaniem swojego zadłużenia. Sytuacja zagroziła stabilności finansowej strefy euro i wymusiła reakcję pozostałych członków ugrupowania. Ustanowienie reguł budżetowych przed wprowadzeniem wspólnej waluty i zobowiązanie państw do ich późniejszego respektowania miało zapobiec takiej sytuacji. W przypadku Grecji i Portugalii rozwiązania te okazały się jednak mało skuteczne zarówno pod względem determinacji państw do ich spełniania, jak i egzekwowania przyjętych zasad. Dodatkowo na problemy budżetowe tych krajów złożyły się również działające od dłuższego czasu czynniki krajowe, które doprowadziły do trwałych zaburzeń stabilności gospodarczej i znacznej utraty konkurencyjności. W przypadku Irlandii głównym źródłem wewnętrznych zaburzeń był kryzys systemu bankowego, który pociągnął za sobą bardzo duże finansowe zaangażowanie w ratowanie tego systemu.

Celem opracowania jest zarysowanie genezy uruchomienia mechanizmu pomocowego, z którego skorzystało już kilka krajów strefy euro. Wskazane zostaną przesłanki ustanowienia koordynacji polityki budżetowej, które w zamierzeniu autorów

miały zapobiec problemom budżetowym krajów UE. Omówione zostaną również przyczyny trudności w sektorze finansów publicznych Grecji, Irlandii i Portugalii, które skłoniły te kraje do poszukiwania pomocy oraz przesłanki jej udzielenia przez pozostałe państwa strefy euro.

2. Przesłanki ustanowienia koordynacji polityki budżetowej w UE

Można wskazać kilka przyczyn ustanowienia budżetowych kryteriów konwergencji w UE. Dwa z nich znajdują podstawę we wzajemnym oddziaływaniu polityki budżetowej i monetarnej i odnoszą się do skuteczności narzędzi polityki pieniężnej w warunkach niezdyscyplinowanej polityki budżetowej.

Pierwszą jest chęć przeciwdziałania bodźcom do zwiększania inflacji. Wysoki dług publiczny, oparty w dużym stopniu na obligacjach o stałym oprocentowaniu, może bowiem zachęcić rząd do gry na wyższą inflację, niż spodziewa się rynek (w krótkim okresie wysoka inflacja obniża realną wartość długu). Chociaż w długim okresie nie będzie możliwe powtarzanie tego manewru (inwestorzy będą żądać wyższej premii za ryzyko zawsze, gdy inflacja rzeczywista będzie wyższa od oczekiwanej i im większa będzie różnica pomiędzy nimi), to charakteryzująca rządy krótkowzroczność może zachęcać do korzystania z krótkoterminowego zysku w postaci inflacji kosztem straty w dłuższym okresie. W warunkach unii monetarnej proinflacyjne zachowania władz kraju z wysokim poziomem długu publicznego mogą więc wywołać negatywne skutki dla pozostałych członków ugrupowania (często też już w samej percepcji podmiotów permanentny deficyt budżetowy, powodujący narastanie zadłużenia publicznego, może być inflacjogenny). Dlatego też w interesie krajów dbających o finanse publiczne leży zapewnienie dyscypliny budżetowej wśród wszystkich państw unii walutowej [Grauwe 2003, s. 133].

Drugą przesłanką jest chęć przeciwdziałania wzrostowi stopy procentowej i aprecjacji waluty. W krajach o wysokim zadłużeniu obligacje skarbowe zajmują centralną pozycję na rynku kapitałowym, wyznaczając także poziom odniesienia dla oprocentowania papierów dłużnych emitowanych przez inne podmioty. W opinii inwestorów kraje o wysokim poziomie zadłużenia i trwałej nierównowadze sektora finansów publicznych są obciążone wyższym ryzykiem niewywiązania się ze swoich zobowiązań, dlatego żądają oni wyższego wynagrodzenia (w skrajnych przypadkach mogą nawet odmówić objęcia nowych emisji obligacji). Natomiast wysokie długoterminowe stopy procentowe mogą pociągać za sobą zwiększony napływ kapitału zagranicznego i zagrozić stabilności wspólnej waluty, wywołując presję w kierunku jej aprecjacji [Buiter i in. 1993]. Ponadto w warunkach równego dostępu rządów do rynku kapitałowego w UE[1], gdzie rynki finansowe mogą prawidłowo

[1] W szczególności traktat zabrania bezpośredniego finansowania podmiotów publicznych przez Europejski System Banków Centralnych (art. 101) oraz uprzywilejowanego dostępu tych podmiotów do instytucji finansowych (art. 102). Dzięki tym przepisom finansowanie rządów na rynkach kapitałowych podlega pod wieloma względami takim samym ograniczeniom i nadzorowi jak pozyskiwanie środków przez podmioty niepubliczne.

wyceniać obligacje skarbowe, polityka budżetowa państw ugrupowania może nie tylko wpływać na wielkość premii za ryzyko, ale także prowadzić do wzrostu rozpiętości stóp procentowych (tj. różnic między premią odsetkową odzwierciedlającą wiarygodność kredytową danego państwa w porównaniu z innymi krajami) oraz zwiększać ryzyko rozprzestrzenienia się tych zmian na innych członków UE. Istnienia takiej zależności dowodzą na przykład Bernoth i in. [2004]. Z kolei Faini [2006] wskazuje, że polityka budżetowa poszczególnych państw ma większy wpływ na poziom stóp procentowych w UE jako całości (tzw. *spillover effect*) niż w poszczególnych krajach (głównie ze względu na duży stopień integracji finansowej pomiędzy członkami ugrupowania i mały z resztą świata). Udowadnia, że stopień wpływu zmian w finansach publicznych na poziom stóp procentowych w krajach UE jest trudny do określenia (dostrzega zarówno okresy dodatniej, jak i ujemnej korelacji pomiędzy wielkością długu publicznego i deficytu budżetowego a poziomem stóp procentowych). Ponadto dowodzi, że rynki reagują przede wszystkim na prognozy dotyczące kształtowania się poziomu deficytu budżetowego i długu publicznego, dostosowując do nich poziom swoich oczekiwań inflacyjnych (zależność ta jest określana w literaturze mianem „nowej wersji" hipotezy wpływu deficytu budżetowego na długoterminowe stopy procentowe). Tezę tę potwierdzają Brook [2003] i Laubach [2003]. Cohen i Garnier [1991] wyliczyli na przykład, że wzrost prognozowanego deficytu budżetowego o 1 pkt proc. powoduje wzrost oczekiwanej stopy procentowej od 19 do 45 punktów bazowych, a wzrost planowanego długu publicznego o 1 pkt proc. podnosi poziom oczekiwanej stopy procentowej od 3 do 5 punktów bazowych. Mimo zróżnicowania wyników badań i braku jednoznacznej odpowiedzi na pytanie o stopień wpływu deficytu budżetowego i długu publicznego na poziom stóp procentowych czy inflacji należy przyjąć istnienie wymienionych zależności[2]. Jak dowodzi bowiem Rzońca [2002], zdrowe finanse publiczne nie są warunkiem wystarczającym do utrzymania niskiego wskaźnika inflacji, ale tworzą dogodne ku temu otoczenie. Trend dezinflacyjny może się utrzymywać przez dłuższy czas nawet w warunkach wysokiego deficytu budżetowego, o ile prowadzona będzie odpowiednio restrykcyjna polityka pieniężna.

Oprócz przesłanek nawiązujących do zależności pomiędzy polityką budżetową a pieniężną, można wymienić jeszcze inne powody ustanowienia w UE budżetowych kryteriów konwergencji. Z pewnością traktowano je jako czynnik mobilizujący władze do prowadzenia lepszej polityki gospodarczej (tzw. *Maastricht effect*),

[2] Zróżnicowane wyniki są efektem zastosowania różnych metodologii, danych o różnej częstotliwości oraz zmiennych fiskalnych. W rzeczywistości gospodarczej omawiane zależności i ich siła są uzależnione od:
- stopnia dalekowzroczności podmiotów w ocenie swoich przyszłych obciążeń podatkowych,
- dostępu do zewnętrznych źródeł finansowania,
- substytucyjności pomiędzy dostarczanymi dobrami publicznymi a prywatnymi,
- stopnia udziału obligacji skarbowych w krajowym rynku finansowym,
- wielkości i stopnia otwarcia gospodarki (w małej, otwartej gospodarce stopy procentowe są determinowane m.in. przez warunki międzynarodowe).

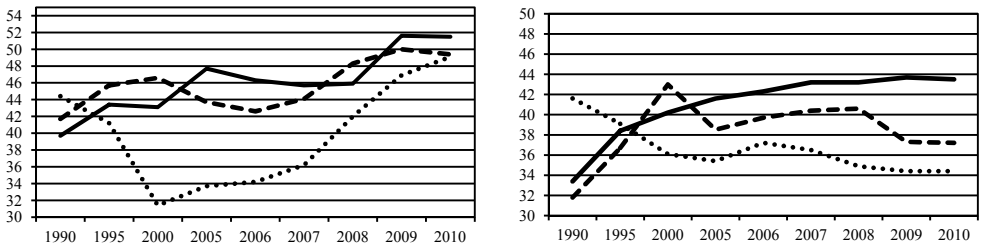
tj. do obniżenia wysokich wskaźników długu publicznego i deficytu budżetowego oraz zmiany charakteru polityki budżetowej, tzn. ograniczenia jej ekspansywności i ukształtowania właściwej struktury budżetu, co miało sprzyjać podniesieniu konkurencyjności europejskich gospodarek. Wprowadzenie reguł miało też ograniczyć wpływ czynników instytucjonalnych, co ułatwiałoby osiągnięcie stabilności finansów publicznych w średnim i długim okresie[3]. Ponadto ustanowienie kryteriów budżetowych można potraktować jako próbę eliminacji słabszych kandydatów, aczkolwiek w tym znaczeniu był to raczej wybieg natury politycznej (ustalenie kryteriów konwergencji oznacza, iż teoretycznie każdy kraj UE może starać się o członkostwo w UGW, jeśli tylko zdoła je spełnić. W taki sposób wspólną walutę przyjęły m.in. Grecja i Portugalia). Za jedną z ważniejszych przesłanek koordynacji polityki budżetowej należy tymczasem uznać stworzenie możliwości sprawnego wykorzystania narzędzi polityki budżetowej podczas asymetrycznych szoków. W warunkach scentralizowanej polityki pieniężnej reguły stabilności finansów publicznych mogą wzmocnić lub wręcz warunkować pozytywne efekty instrumentów budżetowych, gdyż w średnim okresie rodzą szansę stworzenia marginesu bezpieczeństwa możliwego do wykorzystania podczas asymetrycznego szoku. Potwierdzili to w swoich badaniach m.in. Buti i in. [1997, 2002], dowodząc, że państwa z niskim wskaźnikiem deficytu budżetowego i długu publicznego odpowiedziały polityką budżetową na zaistniałe szoki skuteczniej niż kraje o niestabilnych finansach publicznych (uzupełniły aktywną polityką budżetową działanie automatycznych stabilizatorów i w efekcie udało im się szybciej powrócić na ścieżkę wzrostu).

Należy uznać, że cele, które przyświecały autorom reguł budżetowych, były w pełni uzasadnione. Niemniej jednak w praktyce gospodarczej państw członkowskich okazały się mało skuteczne. Chociaż kraje wykazały się dużą determinacją w zakresie obniżenia wskaźników deficytu budżetowego w drugiej połowie lat 90., to jednak w większości przypadków dostosowania te nie były trwałe i były skutkiem wystąpienia korzystnych uwarunkowań gospodarczych (co pociągało za sobą zwiększone wpływy do budżetu). Po ostatecznym ogłoszeniu przez Komisję składu unii walutowej, państwa poczuły się bezpieczne w strefie euro i dyscyplina fiskalna pogorszyła się. Dowodzą tego badania przeprowadzone m.in. przez Halletta i Lewisa [2005]. Poszukując przyczyn, które mogły wpłynąć na taki stan rzeczy, autorzy twierdzą, że wysoki poziom dyscypliny fiskalnej przed wprowadzeniem euro był wynikiem istnienia skutecznej sankcji w postaci nieprzyjęcia do strefy euro w sytuacji niespełnienia kryterium deficytu budżetowego. Po 1998 r. dyscyplina została wyraźnie ograniczona, co mogło być związane z brakiem takiego rygoru. Także istniejący system sankcji za nieprzestrzeganie dyscypliny budżetowej mógł wpływać na przekonanie państw o rzeczywistej trudności wyegzekwowania od nich zobowiązań w tym zakresie.

[3] Jak wskazują Mink i de Haan [2006], po wejściu w życie przepisów Paktu Stabilności i Wzrostu skłonności decydentów politycznych do zwiększania deficytów budżetowych przed wyborami w krajach dawnej „15" są w dalszym ciągu widoczne, ale zmniejszyły się znacząco. Zob. także: von Hagen i in. [2001].

3. Źródła problemów budżetowych Grecji, Irlandii i Portugalii

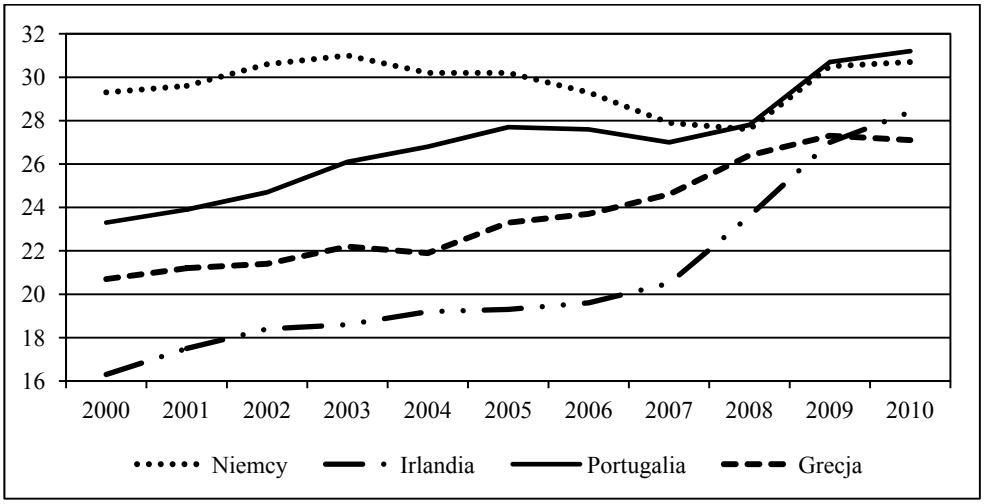
Analizując przyczyny kryzysu finansów publicznych w trzech krajach korzystających z pomocy MFW i UE, można zauważyć podobieństwo przypadku greckiego i portugalskiego. Wkomponowały się one w opisywany w literaturze problem braku realnej konwergencji, który pogłębiały zaniechane reformy strukturalne i rosnące wydatki budżetowe. Otóż Portugalia jeszcze na początku lat 90. nie spełniała żadnego z kryteriów konwergencji. Dążenia do ich realizacji stały się jednak priorytetem rządu i cele te ostatecznie urzeczywistniono w 1998 r. Obniżenie deficytu budżetowego umożliwiły wzrastające wpływy budżetowe − z 33,4% PKB w 1990 r. do 40,2% PKB w 2000 r. (rys. 2), które były efektem zwiększonej aktywności gospodarczej, poprawy ściągalności podatków, zniesienia licznych ulg podatkowych, wprowadzania nowych obciążeń podatkowych oraz podniesienia stawek podatkowych [Banco de Portugal 1996, 1997, 1998]. Niestety, trend wzrostowy objął również wydatki budżetowe, które zwiększyły się z 39,7% PKB w 1990 r. do 43,1% PKB w 2000 r. (rys. 1). Przyczyniły się do tego rosnące transfery socjalne (w naturze o 3,1 pkt proc. i pieniężne o 3 pkt proc., por. rys. 3), jak również wydatki na cele ogólnospołeczne (o 1,3 pkt proc.).



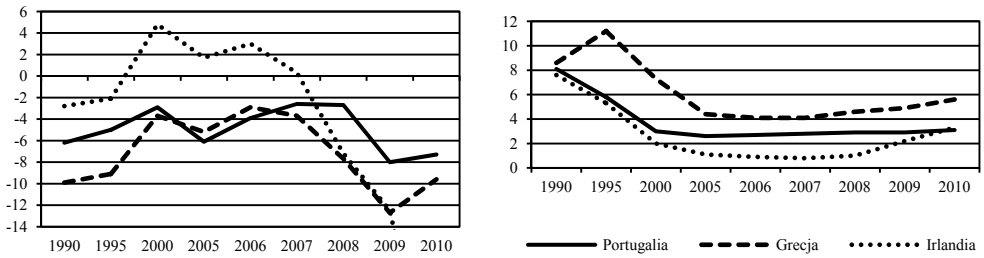
Rys. 1-2. Wydatki (po lewej) i dochody budżetowe w Grecji, Irlandii i Portugalii (% PKB)

Jedyną kategorią wydatków, która obniżyła się znacząco i zrekompensowała wzrost pozostałych wielkości, były płatności odsetkowe (spadek z 8,1% PKB do 3% PKB). Koszty obsługi zadłużenia (rys. 5) zmniejszyły się ze względu na spadek długu publicznego, co było efektem zwiększonych przychodów do budżetu (m.in. z prywatyzacji), wysokiego tempa wzrostu gospodarczego oraz spadku długookresowej stopy procentowej (z 11% w 1993 r. do ok. 4% w 1998 r., por. rys. 6).

Podobna sytuacja miała miejsce w Grecji. Proces ograniczania nierównowagi budżetowej, który rozpoczął się w drugiej połowie lat 90., był także skoncentrowany na stronie dochodowej. Efektem upraszczania i uszczelniania systemu podatkowego oraz wprowadzania nowych podatków (np. podatku od oprocentowania skarbowych papierów dłużnych, od transakcji instrumentami pochodnymi) był wzrost wpływów do budżetu − z 37,3% PKB w 1995 r. do 43% PKB w 2000 r. (rys. 2). Rosnącym



Rys. 3. Wydatki socjalne w Grecji, Irlandii, Portugalii i Niemczech (% PKB) w okresie 2000-2010

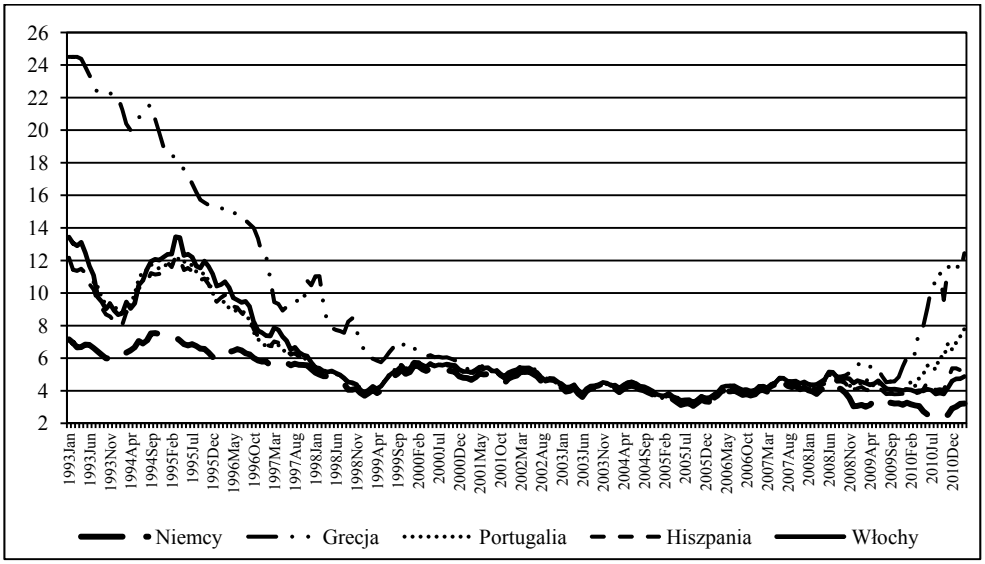


Rys. 4-5. Deficyt budżetowy (lewy wykres) i płatności odsetkowe (% PKB) w Grecji, Irlandii i Portugalii

Źródło (rys. 1-5): opracowanie na podstawie General Government Data, General Government Revenue, Expenditure, Balances And Gross Debt, European Commission, Autumn 2010.

dochodom towarzyszył jednak stały wzrost wydatków: z 45,7% PKB w 1995 r. do 46,6% PKB w 2000 r. (rys. 1). O 1,2 pkt proc. zwiększyły się wydatki na spożycie ogólnospołeczne, m.in. w efekcie wzrostu płacy realnej pracowników sektora publicznego i aż o 3 pkt proc. transfery socjalne, głównie z powodu wysokiej dynamiki rent i emerytur oraz wzrostu liczby osób pobierających świadczenia rentowo-emerytalne[4]. Podobnie jak w Portugalii spadały natomiast koszty obsługi długu (z 11,2% PKB w 1995 r. do 7,3% PKB w 2000 r.).

[4] Podejmowane w latach 90. próby reform rynku i systemu emerytalnego w Grecji nie powiodły się. Z jednej strony nie były one kompleksowe, z drugiej natomiast zabrakło rządowej determinacji na skutek protestów różnych grup społecznych, sprzeciwu związków zawodowych i tarć wewnątrz partii rządzącej [Papadimitriou 2005].

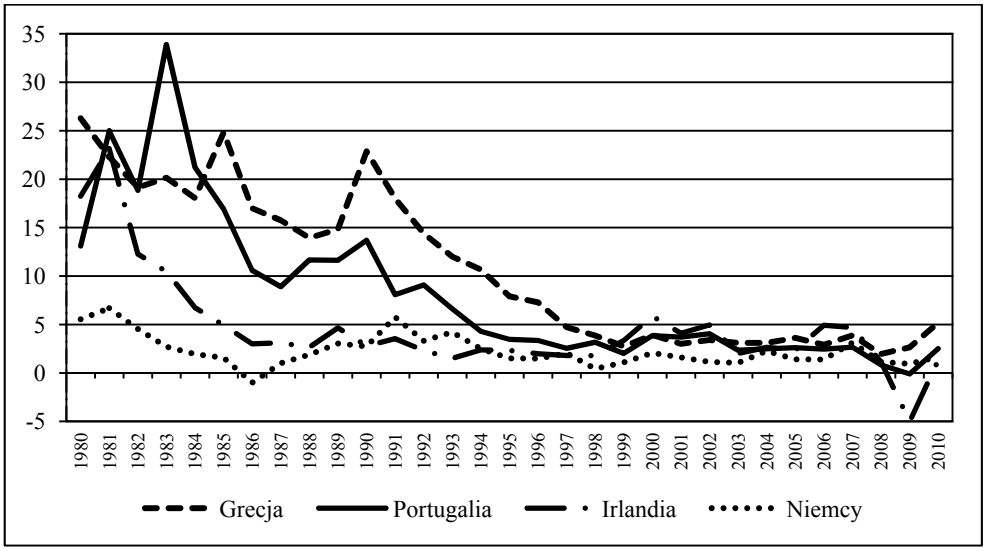


Rys. 6. Oprocentowanie 2-letnich obligacji w Grecji, Irlandii, Portugalii i Niemczech

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych EBC www.sdw.ecb.europa.eu.

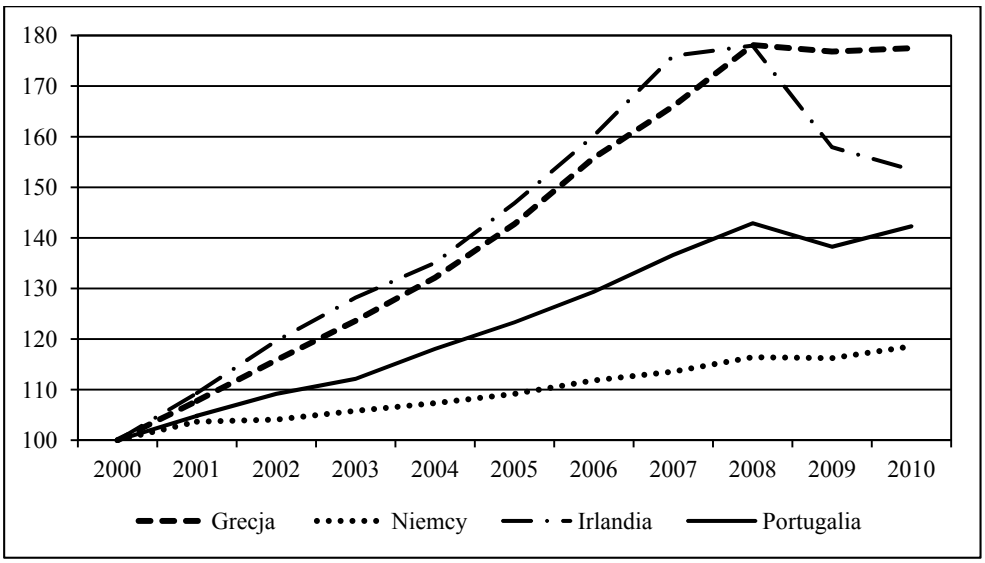
Przekonanie o konieczności wejścia do strefy euro było powszechnie podzielane zarówno w Portugalii, jak i w Grecji. Pozostanie poza unią walutową pozbawiałoby bowiem te peryferyjne kraje Europy bezpośrednich inwestycji zagranicznych, wiarygodności finansowej oraz utrudniło zwalczenie wysokiej inflacji. Tymczasem członkostwo w „elitarnym klubie", do którego drogą było spełnienie m.in. budżetowych kryteriów konwergencji, umożliwiło im wykorzystanie pozytywnych efektów integracji walutowej i sytuowało je w grupie „stabilnych gospodarczo" państw, na równi z największą i najbardziej stabilną gospodarką niemiecką (por. rys. 7).

Spadek inflacji i stóp procentowych oraz wzrost wiarygodności gospodarek w efekcie przyjęcia wspólnej waluty zwiększyły wewnętrzny popyt i wydatki, które w coraz większym stopniu zaczęły być finansowane długiem zagranicznym. Przyśpieszony popyt (rys. 8) napędzał z kolei wzrost cen i płac w sektorze usług i dóbr niehandlowych (w okresie 1997-2007 ceny usług wzrosły o 1,5 pkt proc. więcej niż ceny dóbr, podczas gdy w Austrii, Niemczech, Belgii, Holandii i Francji – średnio o 0,5 pkt proc.). Gospodarki zmieniały więc swoją strukturę z sektora przemysłowego w kierunku sektora usług, szczególnie obszaru finansowego i mieszkalnictwa. Jednocześnie koszty pracy w Grecji i Portugalii wzrastały szybciej niż w innych krajach UE (w 2007 r. w porównaniu z 2000 r. nominalne jednostkowe koszty pracy wzrosły w Grecji o 20,6%, w Portugalii o 19,3%, w Irlandii o 26%). Wydajność pracy rosła natomiast znacznie wolniej [Labour Market Statistics 2009]. Konkurencyjność gospodarek pogarszały ponadto: wysoki poziom regulacji rynku pracy, roz-



Rys. 7. Inflacja w Grecji, Irlandii, Portugalii i Niemczech w okresie 1980-2010

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z bazy dostępnej na: www.inflation.eu.



Rys. 8. Prywatne wydatki konsumpcyjne (2000=100, ceny stałe) w Grecji, Irlandii, Portugalii i Niemczech 2000-2010

Źródło: Eurostat, www.ec.europa.eu/eurostat/.

budowane i kosztowne systemy emerytalne oraz wzrastające zatrudnienie w sektorze publicznym[5]. Bardzo szybko stały się więc widoczne negatywne efekty zaniechanych reform strukturalnych oraz dochodowych dostosowań budżetowych[6] (por. [Blavoukos, Pagoulatos 2008]). Pogłębiającym się problemom strukturalnym, widocznym przed przyjęciem wspólnej waluty przez Grecję i Portugalię, towarzyszył dalszy wzrost wydatków budżetowych i wysoki deficyt budżetowy także po wstąpieniu do unii walutowej. W Grecji ciągle zwiększały się transfery socjalne (łącznie o 7 pkt proc.), na co złożył się przede wszystkim wzrost świadczeń społecznych wypłacanych w formie pieniężnej. Jednocześnie, z powodu „wyczerpania się" możliwości dalszego wzrostu wpływów podatkowych, dochody budżetowe oscylowały w granicach 40% PKB. Sytuację dodatkowo komplikowały „manipulacje przy statystykach", które opóźniły rozpoznanie faktycznej sytuacji budżetowej. W Portugalii widoczny był zarówno dalszy wzrost wpływów budżetowych (z 40,2% PKB w 2000 r. do 43,2% PKB w 2007 r.), jak i wydatków (z 43,1% PKB w 2000 r. do 47,7% PKB w 2005 r.).

W przeciwieństwie do Grecji i Portugalii, Irlandia przed przyjęciem wspólnej waluty miała już za sobą pierwsze reformy budżetowe. Co prawda wydatki budżetowe od 2000 r. wykazywały tendencję wzrostową (z 31,4 % PKB w 2000 r. do 36,2% PKB w 2007 r.), głównie w efekcie wzrostu transferów socjalnych, to jednak ich poziom był średnio o 10 pkt proc. niższy od poziomu wydatków w Grecji i Portugalii, a do 2007 r. budżet wykazywał nadwyżkę. Irlandię charakteryzował również niższy poziom etatyzacji gospodarki. Kraj ten zajmował czołowe miejsca w rankingach Indeksu Wolności Gospodarczej, miał najniższą stopę podatku CIT wśród krajów OECD (12%), jeden z najniższych w Europie wskaźników korupcji (w rankingu Transparency International wyprzedzają ją tylko kraje skandynawskie oraz Szwajcaria, Luksemburg i Holandia) oraz młodą, przedsiębiorczą i dobrze wykształconą siłę roboczą. Średnie tempo wzrostu gospodarczego w okresie 2000-2007 wyniosło 6,1%, dzięki czemu Irlandia zyskała miano Celtyckiego Tygrysa. Tymczasem kryzys gospodarczy i finansowy dotknął ten kraj bardziej dotkliwie niż Grecję i Portugalię: deficyt budżetowy osiągnął rekordowy poziom 32,4% PKB w 2010 r., dług publiczny przyrósł blisko czterokrotnie (z 25% PKB w 2007 r. do 97% PKB w 2010 r.), a wskaźnik bezrobocia był piąty w całej UE (13,7% w 2010 r.). Źródłem tak dużego załamania gospodarczego był trwający od lat 90. boom na rynku nieruchomości. Udział sektora budownictwa mieszkalnego w tworzeniu PKB wyniósł w 2002 r.

[5] Tymczasem, jak wskazują liczne analizy, o powodzeniu reform decydują dostosowania po stronie wydatkowej. Zmiany powinny objąć w szczególności zatrudnienie i wynagrodzenia w sektorze państwowym. Spadek dynamiki wzrostu realnych płac wpływa bowiem na złagodzenie presji płacowej w całej gospodarce, przyczyniając się do wzrostu jej konkurencyjności i wielkości produkcji [Giavazzi i in. 2000].

[6] Portugalia była pierwszym krajem, który przekroczył dopuszczalną granicę deficytu budżetowego (2001 r.). Grecja złamała zasady Paktu Stabilności i Wzrostu jeszcze wcześniej, ale oficjalne dane przekazywane do Komisji Europejskiej na to nie wskazywały. Kilka lat później potwierdzono, że Grecja przystąpiła do unii walutowej z deficytem na poziomie 3,7% PKB.

6,9%, a pięć lat później już 9%. Zatrudnienie w tym sektorze wzrastało: o 2,2% w 2002 r., o 9,2% w 2003 r., o 14,6% w 2004 r., o 36,4% w 2005 r. i o 22,8% w 2006 r. Natomiast udział zatrudnionych w sektorze budownictwa w relacji do zatrudnionych ogółem wzrósł z 10% w 2002 r. do 13,5% w 2007 r. i był najwyższy w całej UE (najniższy w Holandii – 5,9%, w Polsce – 6,1%, średnia UE – 8,2%, a zbliżony udział zanotowano w Hiszpanii – 13,3%). Szacuje się, uwzględniając rozrośnięty sektor finansowy i branżę pośrednictwa w handlu nieruchomościami, że zawody związane z sektorem budownictwa wykonywała jedna piąta pracujących. W latach 2002-2007 oddawano do użytku średnio 76 tys. nowych lokali mieszkalnych, z czego ponad 90% stanowiły nowe lokale prywatne [Review of the Construction… 2010]. Boom na rynku nieruchomości pociągnął za sobą wzrost ich cen: trzykrotny od połowy lat 90. do 2007 r. i kilkunastokrotny każdego roku po przyjęciu wspólnej waluty. W efekcie wzrastało również zadłużenie gospodarstw domowych (w 2002 r. wysokość kredytu hipotecznego wynosiła średnio 136 tys. euro, podczas gdy w 2007 r. – 266 tys. euro). Finansowanie kredytem umożliwiały spadające stopy procentowe i rosnące zadłużenie irlandzkich banków w innych bankach strefy euro: w 2003 r. wynosiło ono 10% PKB, natomiast w 2008 r. już 60% PKB [Review of the Construction… 2010, s. 44 i n.]. Ponieważ boom na rynku nieruchomości po wejściu Irlandii do strefy euro miał typowo spekulacyjny charakter, więc po załamaniu się cen w 2007 r. kryzys bardzo szybko dotknął inne sektory gospodarki. W efekcie ograniczenia akcji kredytowej przez banki pod koniec 2008 r. popyt spekulacyjny zanikł, a kłopoty z finansowaniem dotknęły także przedsiębiorstwa. Te zaczęły ograniczać etaty, pozbawiając kredytobiorców możliwości spłacania pożyczek hipotecznych. Irlandia była pierwszym krajem strefy euro, który doświadczył recesji.

4. Przesłanki utworzenia europejskiego systemu pomocy finansowej

Pierwszym krajem, który zwrócił się o pomoc finansową była Grecja. Jeszcze w maju 2010 r. (tj. w tym samym miesiącu, w którym przyjęto rozporządzenie ustanawiające mechanizm pomocowy) przekazano jej pierwszą transzę pożyczki (20 mld euro) z przeznaczeniem na wykupienie 10-letnich obligacji o wartości ok. 9 mld euro[7]. W sumie, umowa zakładała przekazanie Grecji w ciągu trzech lat ponad 110 mld euro (30 mld pochodzi od MFW i 80 mld od krajów strefy euro), przy czym kolejne transze pomocy zostały uzależnione od spełnienia przez nią narzuconych przez UE i MFW warunków (przeprowadzenie reform budżetowych i rynku pracy oraz szerokiej prywatyzacji). Ze względu na szybką dynamikę „kryzysowych wyda-

[7] Chociaż jeszcze w programie stabilności ze stycznia 2010 r. kraj ten gwarantował stabilność finansową i redukcję deficytu do 2,8% PKB przed 2012 r., to kolejna aktualizacja (z kwietnia 2010 r.) podwyższyła wskaźniki deficytu budżetowego i długu publicznego. Grecja zwróciła się wówczas z prośbą o uruchomienie (uzgodnionego w tym samym miesiącu) mechanizmu pomocowego.

rzeń" w Grecji i dużą niepewność reakcji rynków finansowych, działania państw strefy euro, mające na celu wsparcie tego zadłużonego kraju, odbywały się początkowo w formule międzyrządowej. Dopiero *post factum* legitymowano je, ustanawiając – w oparciu o Rozporządzenie nr 407/2010 – Europejski Mechanizm Stabilizacji Finansowej (EMSF)[8]. W rozporządzeniu odwołano się do art. 122 ust. 2 TFUE, który przewiduje możliwość udzielenia pomocy finansowej państwu członkowskiemu, „które ma trudności lub jest istotnie zagrożone poważnymi trudnościami z racji nadzwyczajnych okoliczności pozostających poza jego kontrolą". Za takie nadzwyczajne okoliczności uznano zmiany w międzynarodowym otoczeniu gospodarczym i finansowym, czyli bezprecedensowy globalny kryzys finansowy, który istotnie pogorszył warunki zaciągania pożyczek przez państwa UE i zagroził stabilności strefy euro. Należy zauważyć, że utworzenie EMSF potwierdziło słuszność teoretycznych uwag odnoszących się do funkcjonowania strefy euro w obliczu załamania budżetowego jej członków. Zależność tę opisał m.in. de Grauwe [Grauwe 2003, s. 225]. Autor wskazywał, że duże problemy budżetowe jednego z krajów unii walutowej mogą zmusić go do zwrócenia się o pomoc do banków centralnych lub innych instytucji ostatniej szansy. Także inne państwa strefy euro mogą być skłonne do udzielenia mu wsparcia głównie dlatego, aby uniknąć zakłócenia funkcjonowania rynków finansowych całego obszaru (jeśli wierzycielami niewypłacalnego państwa są instytucje innych krajów, to same mogą popaść w kłopoty finansowe, kiedy nie odzyskają swoich wierzytelności). Teoretycznie takiej sytuacji miały zapobiec zasady koordynacji polityki budżetowej oraz zapisy art. 104 Traktatu o UE zakazujące wspomagania finansowego władz i instytucji publicznych krajów UGW w jakiejkolwiek formie[9]. W warunkach kryzysu gospodarczego zagrożenia dla systemu finansowego strefy euro okazały się jednak na tyle duże, że niezbędne było „sprawne" ominięcie tego zapisu i poszukiwanie podstaw prawnych do udzielenia pomocy.

Szybkość reakcji, aktywny udział wielu krajów strefy euro, m.in. Niemiec i Francji w tworzeniu i finalizacji pakietów ratunkowych dla Grecji, Irlandii i Portugalii (GIP) oraz obawy o stabilność finansową UE można tłumaczyć przede wszystkim dużym zaangażowaniem banków tych krajów w finansowanie długu publicznego GIP.

O ile banki z GIP są szczególnie wyeksponowane na ryzyko bankructwa własnych rządów, o tyle niemieckie instytucje charakteryzuje duże zaangażowanie na każdym z tych rynków długu. Łącznie posiadają ¼ obligacji wyemitowanych przez rządy Grecji, Irlandii i Portugalii. Bank Hypo Real Estate (z powodu utraty płynności został dokapitalizowany przez niemiecki rząd) był w 2011 r. największym zagra-

[8] Rozporządzenie Rady (UE) nr 407/2010 z 11.05.2010 r. ustanawiające EMSF, L 118/1.

[9] Art. 104 TUE: „Zakazane jest udzielanie przez EBC lub banki centralne Państw Członkowskich […] pożyczek na pokrycie deficytu lub jakichkolwiek innych kredytów instytucjom lub organom Wspólnoty, rządom centralnym, władzom regionalnym, lokalnym lub innym władzom publicznym, innym instytucjom lub przedsiębiorstwom publicznym Państw Członkowskich, jak również nabywanie bezpośrednio od nich przez EBC lub krajowe banki centralne ich papierów dłużnych".

Tabela 1. Ekspozycja wybranych banków na dług Grecji, Irlandii i Portugalii (w mld euro)

Grecja		Irlandia		Portugalia		Trzy kraje łącznie (GIP)	
bank	mld €	bank	mld €	bank	mld €	bank	mld €
NBG	19,4	Allied Irish bank	13,4	CGdD	6,8	HRE	21,9
ABG	10	HRE	10,3	BPI	4,2	NBG	19,4
Piraeus Bank	8,4	Bank of Ireland	8,3	HRE	3,7	Allied Irish bank	13,7
HRE	7,9	Landesbank BW	0,6	Santander	2,8	ABG	10
EFG Eurobank	7,4	KBC	0,6	Landesbank BW	2,2	Piraeus Bank	8,4
GPSB	5,4	Barclays	0,5	Dexia	1,9	Bank of Ireland	8,3
BNP Paribas	5	BPI	0,4	BNP Paribas	1,9	EFG Eurobank	7,5
Alpha Bank	4,6	Bank of Cyprus	0,4	ING Bank	1,8	BNP Paribas	7,3
Dexia	3,5	BNP Paribas	0,4	WestLB	1,7	CGdD	7,1
Commerzbank	3	BPCE	0,3	BES	1,5	Dexia	5,4
Pozostałe	26,5	Pozostałe	4,5	Pozostałe	1,7	Pozostałe	71,2
Łącznie	101,1	Łącznie	39,7	Łącznie	39,3	Łącznie	180,2
Łącznie greckie banki	60,2	Łącznie irlandzkie banki	21,8	Łącznie portug. banki	6,8	Łącznie banki GIP	98,2
W posiadaniu greckich banków (w %)	60	W posiadaniu irland. banków (w %)	55	W posiadaniu portug. banków (w %)	17	W posiadaniu banków GIP (w %)	55

Źródło: Europe: banks, Raport Goldman Sachs, April 20, 2011, http://www.scribd.com/doc/53525577/European-Greek-Restructuring.

Tabela 2. Ekspozycja banków UE na obligacje Grecji, Irlandii i Portugalii

Lp.	Obligacje Grecji	Mld euro	%	Obligacje Irlandii	Mld euro	%	Obligacje Portugalii	Mld euro	%	Obligacje GIP	Mld euro	%
1	Grecja i Cypr	60,2	60	Irlandia	21,8	55	Portugalia	13,4	34	Grecja i Cypr	60,6	34
2	Niemcy	18,7	19	Niemcy	13	33	Niemcy	11,4	29	Niemcy	43,1	24
3	Francja	9,6	9	Benelux	1	2	Benelux	4,4	11	Irlandia	22	12
4	Benelux	6,6	7	W. Brytania	1	2	Hiszpania	3,8	10	Portugalia	15,6	9
5	Włochy	1,7	2	Francja	1	2	Francja	3,4	9	Francja	14	8
6	W. Brytania	1,4	1	Portugalia	0,8	2	W. Brytania	1,7	4	Benelux	12	7
7	Portugalia	1,3	1	Grecja	0,4	1	Włochy	0,3	1	Hiszpania	4,4	2
8	Austria	0,7	1	Włochy	0,3	1	Irlandia	0,3	1	W. Brytania	4	2
9	Hiszpania	0,5	0	k. nordyckie	0,3	1	CEE i in.	0,2	1	Włochy	2,3	1
10	K. nordyckie	0,2	0	Austria	0,1	0	Austria	0,2	1	Austria	1	1
11	CEE i in.	0,2	0	Hiszpania	0,1	0	K. nordyckie	0,1	0	K. nordyckie	0,6	0
12	Irlandia	0	0	CEE i in.	0	0	Grecja i Cypr	0	0	CEE i in.	0,5	0
	ŁĄCZNIE	101,1	–	ŁĄCZNIE	39,7	–	ŁĄCZNIE	39,3	–	ŁĄCZNIE	180,2	–

Źródło: Europe: banks, Raport Goldman Sachs, April 20, 2011, http://www.scribd.com/doc/53525577/European-Greek-Restructuring.

nicznym posiadaczem obligacji GIP, łącznie na kwotę 21,9 mld euro. W pierwszej dziesiątce europejskich wierzycieli tych państw są jeszcze dwie instytucje spoza grupy GIP – francuski BNP Paribas (7,3 mld euro) i belgijsko-francuska Dexia (5,4 mld euro). Francuskie banki są w posiadaniu 8% obligacji GIP (co jest porównywalne z zaangażowaniem portugalskich banków). Łącznie w posiadaniu banków z innych krajów niż GIP znajduje się 45% wartości ich obligacji (por. tabela 1 i 2).

Podczas szczytu Rady Europejskiej w grudniu 2010 r. postanowiono, że ustanowiony *ad hoc* „tymczasowy" EMSF zostanie zastąpiony (od połowy 2013 r.) trwałym systemem − Europejskim Mechanizmem Stabilizacyjnym (EMS), który będzie miał umocowanie traktatowe. W uzasadnieniu można przeczytać, że ma on na celu „ochronę stabilności finansowej strefy euro jako całości, w przypadku gdyby w jednym z państw członkowskich UE należącym do tej grupy, wystąpił kryzys zagrażający takiej stabilności" [Rada Europejska 2010]. Na początku 2011 r. Komisja Europejska wyraziła zgodę na wprowadzenie zmian do Traktatu o funkcjonowaniu UE (TFUE), umożliwiających powołanie EMS[10], a w marcu 2011 r. Rada Europejska przyjęła decyzję zmieniającą TFUE − do art. 136 TFUE wprowadzono ust. 3, który pozwala na ustanowienie mechanizmu stabilizacyjnego w sytuacji, gdy jest to niezbędne do zagwarantowania stabilności strefy euro. Rada Europejska zatwierdziła również szczegóły funkcjonowania EMS [Rada Europejska 2011]. Postanowiono, że EMS będzie dysponował funduszami o wartości ok. 700 mld euro, w tym 80 mld euro w gotówce, a Niemcy będą największym udziałowcem (wniosą 27,15% kapitału i gwarancji funduszu). Wezwała ponadto kraje UE do szybkiego rozpoczęcia procedur zatwierdzania zmian, tak aby decyzja weszła w życie 1 stycznia 2013 r.

5. Podsumowanie

Utworzenie systemu pomocy finansowej dla zadłużonych krajów strefy euro wywołało wzburzoną dyskusję. Zwracano uwagę na sposób przyjęcia zmian w traktacie i dalsze tego implikacje. Podstawy prawne wprowadzono bowiem przy wykorzystaniu uproszczonej procedury prawnej, co może zachęcić do stosowania jej częściej w przyszłości i ułatwiać wprowadzanie innych pożądanych w określonym czasie zmian w prawie pierwotnym [Barcz 2011]. Ponadto EMS został ustanowiony na mocy mię-

[10] Ze środków nowo utworzonego funduszu skorzystała Irlandia (spośród 85 mld euro przyznanej pomocy ponad jedna trzecia została przeznaczona na wsparcie banków, które utraciły płynność finansową, natomiast pozostała część – na ograniczenie rekordowego poziomu deficytu budżetowego) oraz Portugalia. Wśród potencjalnych beneficjentów dalszej pomocy wymieniane są jeszcze Hiszpania i Włochy. Gospodarka Hiszpanii stanowi 12% wartości całej strefy euro i jest traktowana jako jeden z najsłabszych jej elementów. Chociaż w maju 2010 r. powiodła się sprzedaż długoterminowych długów tego kraju, to jednak nie obeszło się bez aktywnego wsparcia EBC, który wykupił dużą część 10-letnich obligacji i zaręczył za wypłacalność Hiszpanii. Z ogromnym zadłużeniem walczą również Włochy, a problemy z jego finansowaniem mogą stanowić poważne zagrożenie dla strefy euro (gospodarka włoska jest ok. 7 razy większa od greckiej).

dzynarodowej umowy powiązanej z nowymi zapisami traktatowymi, co może prowadzić do fragmentacji UE (problem tzw. metody schengeńskiej). Należy jednak zwrócić uwagę przede wszystkim na konsekwencje gospodarcze systemu pomocowego w UE. Bardzo prawdopodobne jest, że kontrolowana niewypłacalność Grecji i restrukturyzacja jej zadłużenia byłyby tańszym rozwiązaniem niż kolejne pomocowe zastrzyki finansowe (w takim przypadku kraje strefy musiałyby jedynie ratować własne banki). Wyjście przez Grecję z kryzysu jest uwarunkowane determinacją i skutecznością podejmowanych przez nią reform, jednak doświadczenia tego kraju w tym zakresie nie napawają optymizmem. Wsparcie finansowe może więc nie przynieść zamierzonych rezultatów. Z drugiej strony nie ma pewności, jak zareagowałyby rynki w obliczu bankructwa jednego z członków strefy euro i jakie pociągnęłoby to za sobą skutki (gdyż nie było dotychczas takiego przypadku w historii). Z całą pewnością należy skrytykować zachowanie EBC, skupującego obligacje zadłużonych państw strefy euro, co stanowi przekroczenie mandatu banku i nie służy stabilizacji. W przyszłości istnieje także duże ryzyko wzrostu pokusy nadużycia (*moral hazard*). W związku z przekonaniem państw o możliwości skorzystania z pomocy mogą one zaniechać wysiłków zmierzających do poprawy swojej sytuacji budżetowej. Istnieje więc ryzyko rozmiękczenia twardego ograniczenia, jakim jest akceptacja rynku finansowego dla emisji długu, i ograniczenia motywacji do konsekwentnego przeprowadzania potrzebnych reform.

Literatura

Banco de Portugal, Annual Report 1997, 1998, 1999.

Barcz J., *W sprawie formuły prawnej wprowadzenia do prawa UE Europejskiego Mechanizmu Stabilizacyjnego*, „Europejski Przegląd Sądowy", styczeń 2011.

Bernoth K., Hagen J. von, Schuknecht L., *Sovereign Risk Premia in the European Government Bond Market*, ECB Working Paper 2004, No. 369.

Blavoukos S., Pagoulatos G., *Fiscal Adjustment in Southern Europe: the Limits of EMU Conditionality*, Hellenic Observatory Papers on Greece and Southeast Europe 2008, No. 12.

Brook A.M., *Recent and Prospective Trends in Real Long-Term Interest Rates: Fiscal Policy and Other Drivers*, OECD, Economics Department Working Paper 2003, No. 367.

Buiter W., Corsetti G., Roubini N., *Excessive deficits: sense and nonsense in Treaty of Maastricht*, „Economic Policy" 1993, No. 16.

Buti M., Franco D., Ongena H., *Budgetary Policies during Recession: Retrospective Application of the Stability and Growth Pact to the Post-War Period*, „Recherches Economiques de Louvain" 1997, 63.

Buti M., Giudice G., *EMU.s Fiscal Rules: What Can and Cannot Be Exported?* European Commission, 2002.

Cohen D., Garnier O., *The Impact of Forecasts of Budget Deficits on Interest Rates in the United States and other G-7 Countries*, Federal Reserve Board, 1991.

Construction and Housing in Ireland, 2008, Central Statistics Office, Dublin, December 2008.

European Commission, The Economic Adjustment Programme for Ireland, Occasional Papers No.76, February 2011.

Faini R., *Fiscal policy and interest rates in Europe*, „Economic Policy" 2006, 21 (47).
Giavazzi F., Jappelli T., Pagano M., *Searching for Non-Linear Effects of Fiscal Policy: Evidence from Industrial and Developing Countries*, NBER Working Paper 2000, No. 7460.
Grauwe P. de, *Unia walutowa*, PWE, Warszawa 2003.
Hallett H., Lewis J., *European Fiscal Discipline before and after EMU, Permanent Weight Loss Or Crash Diet?* Vanderbilt University, Working Paper May 2005, No. 05-W16.
Konkluzje Rady Europejskiej, Bruksela, 17.12.2010. Dokument CO EUR 21 CONCL 5.
Konkluzje Rady Europejskiej, Bruksela, 25.03.2011. EUCO 10/11, CO EUR 6, CONCL 3.
Laubach T., *New Evidence on the Interest Rate Effects of Budget Deficits and Debt*, Board of Governors of the Federal Reserve System, Working Papers, May 2003.
Labour Market Statistics, Eurostat 2009.
Mink M., Haan J. de, *Are There Political Budget Cycles in the Euro Area?* Paper Submitted for the 26th Annual Meeting of the European Public Choice Society, Finland 20-23 April 2006.
Mylonas P., Maisonneuve C. de la, *The Problems and Prospects Faced by Pay-as-you-go Pension Systems: A Case Study of Greece*, OECD Economics Department Working Papers 1999, No. 215.
Papadimitriou D., *The Limits of Engineering Collective Escape: The 2000 Reform of the Greek Labour Market*, West European Politics 2005.
Review of the Construction Industry 2009 and Outlook 2010-2012, Final Report prepared for Department of the Environment, Heritage and Local Government, DKM Economic Consultants Ltd., October 2010.
Rozporządzenie Rady (UE) NR 407/2010 z dnia 11 maja 2010 r. ustanawiające Europejski Mechanizm Stabilizacji Finansowej, L 118/1.
Rzońca A., *Polityka fiskalna a inflacja*, „Bank i Kredyt" 2002, nr 5.
Von Hagen J., Hallett A., Strauch R., *Budgetary Consolidation in EMU*, European Economy, Economic Papers 2001, No. 148.

EUROPEAN STABILITY MECHANISM – ECONOMIC REASONS OF FINANCIAL SUPPORT

Summary: The European Stability Mechanism (ESM) is a permanent rescue funding programme to succeed the temporary European Financial Stability Facility and European Financial Stabilization Mechanism. The financial support from monetary union was necessary after several countries had problems with paying their debt. In Greece and Portugal it was caused by fiscal expansion, lack of structural reforms and very low competitiveness. In Ireland the source of fiscal problems were boom in construction industry, banking crisis and government's involvement in financial support.

Keywords: stability mechanism, fiscal policy, public debt.