

**Urszula Kosterna**

Politechnika Radomska

---

## **MECHANIZMY DISCYPLINOWANIA POLITYKI FISKALNEJ PAŃSTW STREFY EURO**

---

**Streszczenie:** Cel, jakim było przystąpienia do UGW, istotnie przyczynił się do dyscyplinowania finansów publicznych w krajach UE. W ostatnich latach jednak postanowienia Paktu Stabilności i Wzrostu przestały ograniczać kraje członkowskie w ich ekspansji fiskalnej. Rozluźnienie Paktu, zaaprobowane w marcu 2005 r., i wzrost stopnia uznaniowości w jego stosowaniu zmniejszają nacisk na dyscyplinę fiskalną państw UE.

Podczas obecnego kryzysu finansowego nastąpiły zmiany dochodowości obligacji skarbowych państw strefy euro – silny wzrost rozpiętości dochodowości rozpoczął się jesienią 2008 r. Oznacza to uruchomienie mechanizmu rynkowego dyscyplinowania polityki fiskalnej.

Trwający kryzys finansów publicznych w Grecji stwarza zagrożenie dla stabilności obszaru jednowalutowego. Nowe ramy instytucjonalne narodowej polityki fiskalnej są więc pilnie potrzebne.

**Słowa kluczowe:** budżet, deficyt, dług publiczny, fiskalny

### **1. Wstęp**

Podczas dyskusji nad koncepcją Unii Gospodarczej i Walutowej państwa członkowskie Wspólnoty, rezygnując z autonomii w sferze polityki pieniężnej i kursowej, zdecydowały o zachowaniu suwerenności w kształtowaniu i realizacji polityki fiskalnej. Scentralizowanej, ponadnarodowej polityce pieniężnej towarzyszy więc zdecentralizowana, narodowa polityka fiskalna. Jest ona jednak poddana pewnym, wspólnie uzgodnionym regułom, których celem jest dyscyplinowanie finansów publicznych krajów członkowskich tak, aby ich nierównowaga nie stwarzała zagrożenia dla stabilności obszaru jednowalutowego.

Poniżej omówiono istotę tych reguł, wskazano na nowy, rynkowy mechanizm dyscyplinujący, a także – w związku z kryzysem finansów publicznych w Grecji – wskazano pilną potrzebę ustanowienia nowych, skutecznych ram instytucjonalnych narodowej polityki fiskalnej.

## 2. Narodowy charakter a kwestia koordynacji polityki fiskalnej państw członkowskich Wspólnoty Europejskiej

Formułując koncepcję Unii Gospodarczej i Walutowej (UGW), przyjętą w Traktacie z Maastricht, uznano, że warunkiem stabilnego funkcjonowania obszaru jednawalutowego jest koordynacja polityk gospodarczych krajów członkowskich, zmierzająca do zbliżenia ich struktur ekonomicznych. Traktat stanowił, że stopień zaawansowania takiego zbliżenia, warunkujący udział danego kraju w UGW, będzie oceniany przez pryzmat tzw. kryteriów konwergencji. Kryteria te dotyczyły sfery pieniężnej, sfery finansów publicznych oraz stabilności kursu walutowego.

Określając zręby przyszłej jednolitej polityki pieniężnej, przyjęto, że polityka fiskalna pozostanie w gestii poszczególnych państw członkowskich, jako że państwa te mają odmienne preferencje co do zasięgu i intensywności realizacji idei „państwa opiekuńczego”, co wyraża się w zróżnicowaniu stopnia redystrybucji fiskalnej oraz w odmienności struktur wydatków i dochodów budżetowych.

Przy braku perspektyw federalizmu fiskalnego umożliwiającego uruchomienie, w ramach ponadnarodowego budżetu, mechanizmu transferów środków pomiędzy krajami Wspólnoty, istotnym argumentem ekonomicznym za pozostawieniem polityki fiskalnej jako (względnie) autonomicznej sfery decyzyjnej rządów państw członkowskich była perspektywa konieczności użycia narzędzi tej polityki do łagodzenia różnic przebiegu cyklu koniunkturalnego oraz do reagowania na szoki asymetryczne.

Utrzymując zdecentralizowany charakter polityki fiskalnej, uznano za niezbędne określenie reguł tej polityki i mechanizmów dyscyplinujących poszczególne kraje członkowskie tak, aby przeciwdziałała istnieniu nadmiernych deficytów budżetowych i narastaniu długów publicznych. Motywy przyjęcia takich reguł i mechanizmów można usytuować na dwóch poziomach: poszczególnych krajów oraz całości obszaru jednawalutowego.

W odniesieniu do poziomu krajowego celami ostatecznymi polityki fiskalnej, którym powinny sprzyjać przyjęte reguły, są: zachowanie wypłacalności kraju, zapewnienie możliwości finansowania wydatków publicznych, a także zapewnienie równowagi makroekonomicznej poprzez eliminację niepożądanych wahań poziomu aktywności gospodarczej. Kwestie te mają podstawowe znaczenie dla stabilności funkcjonowania poszczególnych gospodarstw narodowych; w ich interesie i w ich kompetencjach powinno znajdować się zatem określanie i przestrzeganie stosowania przyjętych reguł. Rozpatrując wyłącznie poziom krajowy, trudno znaleźć ekonomiczne uzasadnienie dla przyjęcia regulacji ponadnarodowych.

W przypadku krajów tworzących obszar jednawalutowy pojawia się jednak dodatkowy aspekt. Reguły polityki fiskalnej powinny umożliwiać identyfikację i ograniczanie potencjalnego negatywnego wpływu nieodpowiedzialnej polityki poszczególnych krajów członkowskich na funkcjonowanie pozostałych krajów i Euro-

systemu jako całości. Chodzi tu więc o to, aby realizując cele „narodowe”, uniknąć różnorodnych niekorzystnych efektów zewnętrznych narodowej polityki fiskalnej i tzw. „jazdy na gapę”, a więc na koszt pozostałych uczestników UGW. Te niekorzystne efekty zewnętrzne mogą dotyczyć następujących kwestii:

- wpływu nadmiernych deficytów budżetowych na poziom stóp procentowych na jednolitym rynku finansowym UE;
- niekorzystnego oddziaływania nadmiernego deficytu na warunki realizacji scentralizowanej, jednolitej polityki pieniężnej;
- skutków wzrostu ryzyka niewypłacalności lub zaistnienia niewypłacalności kraju członkowskiego.

Powyższe względy spowodowały przyjęcie regulacji traktatowych stanowiących ramy dla narodowej polityki fiskalnej w Unii Gospodarczej i Walutowej.

### 3. Polityka fiskalna w postanowieniach TWE

Traktat ustanawiający Wspólnotę Europejską – TWE określił, w art. 98–104, zasady koordynacji polityki gospodarczej krajów członkowskich, koncentrując się przede wszystkim na kwestiach polityki fiskalnej. Główne postanowienia TWE w tym obszarze przedstawiają się następująco<sup>1</sup>:

- Art. 101: Zakaz udzielania przez EBC i narodowe banki centralne pożyczek na pokrycie deficytów lub jakichkolwiek innych kredytów władzom publicznym, przedsiębiorstwom i instytucjom publicznym krajów członkowskich, instytucjom lub organom Wspólnoty, jak również nabywania bezpośrednio od nich przez EBC lub narodowe banki centralne ich instrumentów dłużnych;
- Art. 102: Zakaz uprzywilejowanego dostępu władz publicznych, przedsiębiorstw i instytucji publicznych krajów członkowskich, instytucji i organów Wspólnoty do instytucji finansowych;
- Art. 103: Wspólnota i kraje członkowskie nie odpowiadają za zobowiązania władz publicznych, innych instytucji i przedsiębiorstw publicznych krajów członkowskich;
- Art. 104: Obowiązek unikania przez kraje członkowskie nadmiernego deficytu budżetowego wraz z systemem sankcji za nieprzestrzeganie tego obowiązku.

Postanowienia traktatowe odnośnie do polityki fiskalnej koncentrują się zatem na kwestiach zasad finansowania deficytów budżetowych, z wykluczeniem możliwości finansowania tych deficytów kredytami banków centralnych. Wyraźnie sformułowano także zasadę, że ani Wspólnota, ani poszczególne kraje członkowskie nie odpowiadają za długi innych krajów członkowskich. W celu zdyscyplinowania polityki fiskalnej zobowiązano kraje członkowskie do unikania nadmiernego deficytu budżetowego, nakładając na Komisję Europejską obowiązek nadzorowania stanu fi-

<sup>1</sup> Zob.: L. Oręziak, *Finanse Unii Europejskiej*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2005, s. 52 oraz: <http://europa.eu.int/eur-lex/en/treaties/selected/livre223.html>.

nansów publicznych w tych krajach. Podstawą do oceny tego stanu stały się wartości referencyjne, określone w dołączonym do Traktatu „Protokole w sprawie procedury dotyczącej nadmiernego deficytu”. W odniesieniu do deficytu budżetu państwa za wartość referencyjną przyjęto 3% PKB, zaś wobec długu publicznego 60% PKB. Wartości te uznawane są za określone arbitralnie, nie ma bowiem ekonomicznego uzasadnienia dla przyjęcia, że stanowią one rzeczywistą granicę stabilności finansów publicznych<sup>2</sup>. Ich określenie miało oddziaływać dyscyplinująco na kraje członkowskie w kierunku zmniejszania deficytów budżetowych i długów publicznych.

W przypadku przekroczenia wartości referencyjnej dotyczącej deficytu budżetowego Komisja Europejska ocenia, czy przekroczenie to ma charakter wyjątkowy i przejściowy oraz jakie są perspektywy osiągnięcia wartości referencyjnej. W odniesieniu do długu publicznego Traktat nie zawiera wymogu, by jego relacja do PKB była bliska wartości referencyjnej. Jeśli wartość ta byłaby przekroczona, ocenie podlega, czy relacja długu do PKB obniża się w zadowalającym tempie, przy czym Traktat nie precyzuje pojęcia „zadowalającego tempa”.

Takie podejście do kwestii rozmiarów długu publicznego uwarunkowane było sytuacją fiskalną krajów członkowskich w okresie, gdy uzgadniano kryteria przyszłego członkostwa w UGW. W 1991 r. dług publiczny przekraczający 60% PKB występował w Danii, w Holandii, w Grecji i w Irlandii, zaś w dwóch krajach (Belgii i we Włoszech) przekraczał wielkość PKB. Trudno było więc oczekiwać, że okres kilku lat wystarczy do obniżenia wskaźnika długu publicznego do wartości referencyjnej.

W Traktacie określono także procedury postępowania Komisji Europejskiej i Rady Unii Europejskiej (Ecofin) w przypadku identyfikacji nadmiernego deficytu budżetowego oraz sankcje, jakie mogą być zastosowane wobec danego kraju członkowskiego. Podkreślić tu należy, że przewidziane Traktatem sankcje mają charakter uznaniowy – ich zastosowanie należy do decyzji Rady. Ponadto kolejne kroki procedury dotyczącej nadmiernego deficytu budżetowego nie następują automatycznie – każdorazowo wymagana jest tu kwalifikowana większość głosów członków Rady. W rezultacie regulacje traktatowe nie stworzyły stałego, „twardego” ograniczenia dla polityki fiskalnej krajów członkowskich Wspólnoty.

Postanowienia TWE miały jednak zasadnicze znaczenie w perspektywie średniookresowej, poprzedzającej określenie pierwszego składu członkowskiego UGW. Konieczność dostosowań fiskalnych w celu sprostania kryteriom zbieżności występowała w większości krajów kandydujących i kraje te podjęły to wyzwanie. W rezultacie wiosną 1998 r., gdy określano skład UGW, przyjmując dla potrzeb oceny spełnienia kryteriów dane za 1997 rok, do UGW zakwalifikowano 11 krajów. Grecja

---

<sup>2</sup> Warto tu jednak zauważyć wzajemną spójność tych wartości – przy nominalnym tempie wzrostu PKB wynoszącym 5% rocznie i deficycie budżetowym (finansowanym emisją długu publicznego) w wysokości 3% PKB relacja długu publicznego do PKB na poziomie 60% nie zmienia się ( $0,03 = 0,05 \cdot 0,6$ ).

była jedynym krajem dążącym do członkostwa, który nie znalazł się w pierwszym składzie UGW, jednakże dołączyła do tego składu od 2001 r.

„Miękkosć” regulacji dyscyplinujących finanse publiczne oraz uznaniowy charakter sankcji przewidzianych TWE spowodowały obawy Niemiec, że po spełnieniu kryteriów zbieżności i zakwalifikowaniu krajów do uczestnictwa w UGW mechanizmy zapobiegające nadmiernemu rozluźnieniu polityki fiskalnej okażą się nieskuteczne. Stąd też w listopadzie 1995 r. minister finansów Niemiec przedstawił propozycję wzmocnienia tych mechanizmów poprzez tzw. Pakt Stabilności. Propozycja ta, pod wpływem Francji<sup>3</sup>, została przyjęta jako Pakt Stabilności i Wzrostu (*Stability and Growth Pact*).

#### 4. Pakt Stabilności i Wzrostu – teoria i praktyka

Pakt Stabilności i Wzrostu został formalnie przyjęty na szczycie Rady Europejskiej w Amsterdamie w czerwcu 1997 r. Jego celem było uszczegółowienie stosowania procedury dotyczącej nadmiernego deficytu oraz zasad stosowania sankcji. Istota Paktu w jego pierwotnym kształcie wyraża się w trzech elementach<sup>4</sup>:

- Zobowiązanie krajów członkowskich do osiągnięcia w perspektywie średnioterminowej sytuacji bliskiej równowagi budżetu bądź nadwyżki budżetowej. Wypełnienie tego zobowiązania miało umożliwić działanie automatycznych stabilizatorów koniunktury oraz otworzyć pole do stosowania dyskrecjonalnych narzędzi polityki fiskalnej dla podtrzymania wzrostu gospodarczego bez ryzyka przekroczenia przez deficyt granicznej wielkości 3% PKB;
- Wzmocnienie nadzoru nad sytuacją budżetową oraz nadzoru i koordynacji polityk ekonomicznych. Jest to tzw. część prewencyjna (dyscyplinująca) Paktu, określająca działania zapobiegające powstawaniu nadmiernych deficytów budżetowych. Kraje o pełnym członkostwie w UGW zostały zobowiązane do sporządzania tzw. programów stabilizacyjnych, zaś kraje z derogacją – tzw. programów zbieżności gospodarczej. Programy te, na ogół pięcioletnie, powinny określać średniookresowe strategie budżetowe ukierunkowane na zrównoważenie budżetu lub osiągnięcie jego nadwyżki. Realność programów i ich założeń makroekonomicznych oceniana jest przez Komisję Europejską, która także, co najmniej dwa razy do roku, dokonuje oceny ich realizacji. W razie zaistnienia istotnej różnicy między rzeczywistą sytuacją budżetową a celem programu Rada Unii Europejskiej może skierować do danego kraju wczesne ostrzeżenie, акцен-

<sup>3</sup> Francja naciskała na to, aby dbałość o dyscyplinę finansów publicznych uwzględniała wspomaganie mechanizmów wzrostu gospodarczego.

<sup>4</sup> Resolution of the European Council of 17 June 1997 on the Stability and Growth Pact, OJ C 236, Council Regulation of 7 July 1997 (1466/97) on strengthening of the surveillance of budgetary positions and the surveillance and co-ordination of economic policies, OJ L 209; Council Regulation of 7 July 1997 (1467/97) on speeding up and clarifying the implementation of the excessive deficit procedure, OJ L 209.

tujące niebezpieczeństwo nadmiernego deficytu wraz z zaleceniami dotyczącymi jego uniknięcia;

- Sprecyzowanie stosowania procedury dotyczącej nadmiernego deficytu, a więc część represyjna Paktu, która zaczęła obowiązywać od wejścia w życie UGW w 1999 r. Ta część dotyczy jedynie krajów o pełnym członkostwie w UGW, nie obejmując krajów z derogacją. Oprócz określenia szczegółów procedury postępowania w przypadku zaistnienia nadmiernego deficytu przewidziano tu system sankcji wobec kraju, który zignorował uprzednie zalecenia Rady UE wydane w ramach systemu wczesnego ostrzegania. Sankcje mają charakter finansowy – początkowo jest to wymóg złożenia przez dany kraj nieoprocentowanego depozytu na rzecz UGW. Na wartość takiego depozytu składa się część stała (0,2% PKB) oraz część zmienna (wynosząca jedną dziesiątą różnicy między istniejącym deficytem a wielkością referencyjną równą 3% PKB), przy czym maksymalna wartość depozytu nie może przekroczyć 0,5% PKB danego kraju. Po obniżeniu deficytu poniżej 3% PKB depozyt podlega zwrotowi. Jeśli jednak w ciągu dwóch lat od wydania decyzji co do złożenia depozytu deficyt nie zostanie zredukowany do wartości referencyjnej, to przepada na rzecz UGW, stając się bezzwrotną karą.

Mogłoby się wydawać, że powyższe reguły, zawierające czytelne kryteria ilościowe, cechuje prostota, obiektywizm i łatwość weryfikacji. Ocena przestrzegania tych reguł przez kraje członkowskie oraz decyzja o zastosowaniu odpowiednich środków represyjnych dokonywana byłaby niejako automatycznie. Jednak w Pakcie, poza kryteriami ilościowymi, zawarto elementy mające uelastyczyć jego stosowanie. Po pierwsze, w procesie oceny, czy w danym kraju występuje nadmierny deficyt budżetowy, głos decydujący przyznano Radzie Unii Europejskiej. Otworzyło to pole do uznaniowości, a więc negocjacji i przetargów politycznych, zarówno w kwestii oceny stanu finansów publicznych, jak i stosowania sankcji.

Pakt określił bowiem także sytuacje, w których deficyt przekraczający poziom referencyjny nie byłby uznany za nadmierny. Przekroczenie tego poziomu byłoby uznane za wyjątkowe i tymczasowe, jeśli nastąpiłoby jako skutek nadzwyczajnych zdarzeń o dużej sile oddziaływania, pozostających poza kontrolą danego kraju, bądź jeśli wynikałoby z poważnego załamania koniunktury. Za takie załamanie uznano roczny spadek realnego PKB o co najmniej 2%. Jednocześnie jednak przyjęto, że kraj, w którym występuje deficyt przekraczający 3% PKB, może w swych wyjaśnieniach powoływać się na wpływ niższego spadku PKB (lecz wynoszącego co najmniej 0,75%) na jego sytuację budżetową i wówczas Rada może uznać przekroczenie deficytu za wyjątkowe. Widać tu zatem wyraźnie uznaniowość decyzji Rady co do wyjątkowości i tymczasowości przekroczenia wartości referencyjnej deficytu budżetowego, a tym samym uznaniowość w stosowaniu sankcji.

Całość postanowień Paktu Stabilności i Wzrostu zaczęła obowiązywać od 1 stycznia 1999 r. Od tej chwili na dyscyplinowanie finansów publicznych w 11 krajach UE nie działała już zachęta w postaci zakwalifikowania się do członkostwa w

UGW, powinny natomiast oddziaływać mechanizmy prewencyjne i represyjne Paktu. Interesujące jest zatem, na ile mechanizmy te wpływały na dyscyplinę budżetową w państwach, które utworzyły obszar jednolutowy.

Pierwsze dwa lata funkcjonowania UGW były okresem dobrej koniunktury, dzięki czemu w roku 2000 w całości Eurosystemu zanotowano (śladową, równą 0,1% PKB) nadwyżkę budżetową<sup>5</sup>. Jednak przy tej korzystnej koniunkturze powiększył się deficyt strukturalny, do 1,9% PKB omawianej grupy krajów. W następnym, 2001 r., wyniósł on już 2,6% PKB, po czym do 2005 r., kształtował się w granicach 2,4–2,8% PKB. Oznacza to, że zobowiązanie się krajów członkowskich do równowagi lub nadwyżki budżetowej w perspektywie średniookresowej (a więc w obrębie cyklu koniunkturalnego) nie wywierało żadnego wpływu na ich dyscyplinę fiskalną. To zobowiązanie, określone w Pakcie jako *political commitment*, miało charakter czysto deklaracyjny i było skutecznie przez kraje członkowskie ignorowane.

Sytuacja poszczególnych krajów była istotnie zróżnicowana. Analizując bilans strukturalny budżetu państwa, można stwierdzić, że cel zrównoważenia bądź nadwyżki budżetu w perspektywie średniookresowej zrealizowany był w okresie 2000–2005 w Belgii, Finlandii, Irlandii i w Luksemburgu. Bliska osiągnięcia tego celu była Hiszpania, zaś w Austrii i w Holandii występowały umiarkowane deficyty.

Większość krajów Eurosystemu zanotowała wzrost relacji deficytu budżetowego do PKB. I tak już w 2001 r. wartość graniczna została przekroczona w Grecji (6,1%)<sup>6</sup>, w Portugalii (4,2%) i we Włoszech (3,2%). W 2002 r. deficyt przekroczył wartość graniczną we Francji (3,2%) i w Niemczech (3,8%). Na koniec 2005 r. we wskazanych pięciu krajach deficyt budżetowy przekraczał wartość referencyjną. Dodać należy, że budżet strukturalny w tych krajach zamykał się deficytem co najmniej równym 3% PKB.

Występowanie takich deficytów było szczególnie niebezpieczne w przypadku Grecji i Włoch, gdyż uniemożliwiało istotną redukcję ich zadłużenia publicznego w relacji do PKB. W okresie 2000–2005 dług publiczny przekroczył wartość referencyjną w Portugalii, Francji i w Niemczech.

Przekroczenie wartości referencyjnej deficytu musiało spowodować uruchomienie procedur dotyczących nadmiernego deficytu. Paradoksem sytuacji było to, że pierwsze działania prewencyjne, podjęte na początku 2002 r., dotyczyły Portugalii i Niemiec – kraju, który zainicjował przyjęcie Paktu i był jego głównym orędownikiem. Komisja Europejska zaleciła Radzie Unii Europejskiej wystosowanie ostrzeżenia do obu krajów, co wówczas nie nastąpiło głównie z przyczyn politycznych. Jednak pogarszająca się sytuacja budżetowa tych krajów, a następnie i Francji, wymusiła wszczęcie procedur. Rada stwierdziła istnienie nadmiernego deficytu budżetowego w Portugalii w listopadzie 2002 r., w Niemczech w styczniu 2003 r., we Francji zaś w czerwcu 2003 r.<sup>7</sup>

<sup>5</sup> Na której wystąpienie miały wpływ także jednorazowe przychody ze sprzedaży licencji UMTS, stanowiące ponad 1% łącznego PKB tej grupy krajów.

<sup>6</sup> Choć wówczas nie zostało to zidentyfikowane.

<sup>7</sup> Szerzej na ten temat zob.: L. Oręziak, *Finanse Unii Europejskiej...*, dz. cyt., s. 68–78.

Impas nastąpił 25 listopada 2003 r., kiedy Rada zawiesiła procedurę dotyczącą nadmiernego deficytu wobec Francji i Niemiec, nie podejmując wnioskowanej przez Komisję decyzji stwierdzającej, że kraje te nie dostosowały się do wydanych kilka miesięcy wcześniej zaleceń Rady dotyczących podjęcia przez nie działań zmierzających do obniżenia deficytu. Okazało się, że siła „dużych” krajów w Radzie jest wystarczająca, aby zignorować ustalenia przyjęte w Pakcie.

Po skierowaniu przez Komisję wniosku o rozstrzygnięcie sprawy do Europejskiego Trybunału Sprawiedliwości, Trybunał wydał 13 lipca 2004 r. orzeczenie anulujące konkluzje przyjęte przez Radę w listopadzie 2003 r. w odniesieniu do Francji i Niemiec, gdyż spowodowały one zawieszenie procedury dotyczącej nadmiernego deficytu. Orzeczenie to nie przełamało jednak impasu, w jakim znalazła się Komisja Europejska, ponieważ nie mogło wpłynąć na zmianę decyzji Rady. Wiarygodność Paktu jako mechanizmu dyscyplinującego politykę fiskalną krajów członkowskich została nie tyle podważona, co skompromitowana, i to za przyczyną jego głównego architekta – Niemiec.

Zawieszenie stosowania Paktu nie było możliwe, konieczna zatem stała się jego modyfikacja, możliwa do zaakceptowania przez kraje członkowskie, a jednocześnie utrzymująca ducha Paktu – dyscyplinowanie finansów publicznych tych krajów. Propozycja zmian w Pakcie została przedstawiona przez Komisję Europejską we wrześniu 2004 r. Akcentowała ona potrzebę większego uwzględniania relacji długu publicznego do PKB przy ocenie sytuacji budżetowej krajów członkowskich oraz większej elastyczności w traktowaniu wartości referencyjnej dotyczącej deficytu budżetowego, z poszerzeniem katalogu przyczyn usprawiedliwiających przekroczenie tej wartości.

20 marca 2005 r. Rada Unii Europejskiej przyjęła Raport w sprawie poprawy stosowania Paktu Stabilności i Wzrostu, zaaprobowany w tym samym miesiącu przez Radę Europejską, zaś 27 lipca 2005 r. wydane zostały rozporządzenia Rady formalnie zmieniające procedurę stosowania Paktu<sup>8</sup>. Istota zmian przedstawia się następująco:

- Średniookresowe cele polityki budżetowej krajów członkowskich mogą być zróżnicowane, co wynika ze zróżnicowania stanu finansów publicznych tych krajów. Cele te muszą jednak uwzględniać granicę relacji rzeczywistego deficytu budżetowego do PKB wynoszącą 3%. Dla pełnych członków UGW oraz dla krajów uczestniczących w ERM II saldo budżetu strukturalnego w relacji do PKB, jako cel średniookresowy, powinno być określane w przedziale między minus 1% PKB a równowagą, bądź wielkością dodatnią;

---

<sup>8</sup> Council Regulation of 27 June 2005 (1055/2005) amending Regulation no. 1466/97 on the strengthening of the surveillance of budgetary positions and the surveillance and co-ordination of economic policies, OJ L 174; Council Regulation of 27 June 2005 (1056/2005) amending Regulation no. 1467/97 on speeding up and clarifying the implementation of the excessive deficit procedure, OJ L 174.



- Dążące do osiągnięcia celu średniookresowego kraje członkowskie zobowiązane są do poprawy salda budżetu strukturalnego o co najmniej 0,5% PKB rocznie (bez uwzględniania efektów działań jednorazowo zasilających budżet). Usprawiedliwieniem niedotrzymania tego zobowiązania mogą być koszty związane z przeprowadzaniem ważnych reform strukturalnych, wpływających korzystnie na długookresową stabilność finansów publicznych. Wśród takich reform Rada wskazała w szczególności reformę systemu emerytalnego wprowadzającą system wielofilarowy z obowiązkowym filarem kapitałowym;
- Interpretacja „poważnego załamania koniunktury”, usprawiedliwiającego przekroczenie wartości referencyjnej deficytu, jest obecnie odmienna. Za takie załamanie przyjmuje się ujemne roczne tempo wzrostu PKB (bez określenia tego tempa) bądź kumulujące się straty produkcji w przedłużającym się okresie bardzo niskiego tempa wzrostu PKB w stosunku do tempa potencjalnego;
- Zgodnie z art. 104 TWE, w ramach procedury dotyczącej nadmiernego deficytu budżetowego, Komisja Europejska po stwierdzeniu przekroczenia wartości referencyjnej przygotowuje raport. W raporcie tym powinna określić, czy deficyt budżetowy przekracza wydatki inwestycyjne oraz, oceniając sytuację budżetową, uwzględnić „wszystkie inne istotne czynniki”. Wśród nich wskazano rozwój sytuacji ekonomicznej w perspektywie średniookresowej oraz kształtowanie się średniookresowej sytuacji budżetowej. Komisja winna uwzględnić także wszelkie inne czynniki, które w opinii zainteresowanego kraju członkowskiego mają znaczenie dla oceny jakościowej faktu przekroczenia wartości referencyjnej. Zgodnie z opinią Rady, wyrażoną w rozporządzeniu 1056/2005, specjalne traktowane powinny być tu wydatki budżetowe kraju członkowskiego związane ze zwiększeniem bądź utrzymaniem na wysokim poziomie wsparcia finansowego na rzecz „wzmocnienia solidarności międzynarodowej oraz osiągnięcia celów polityki europejskiej, w szczególności zjednoczenia Europy”. Należy uwzględnić wszystkie wskazane czynniki nie tylko w ocenie Rady, czy w kraju członkowskim występuje nadmierny deficyt, ale także w ewentualnych kolejnych etapach procedury dotyczącej nadmiernego deficytu;
- Terminy, w jakich powinny być realizowane działania w ramach procedury dotyczącej nadmiernego deficytu, zostały wydłużone.

Zmiana orientacji Paktu w kierunku większego nacisku na średniookresową stabilność finansów publicznych, z mniejszym znaczeniem nadawanym wielkości deficytu budżetowego i większą uwagą poświęcaną wielkości wyjściowej i tendencji długu publicznego, mogła być oceniona pozytywnie. Jednak zasadnicza część zmian Paktu, dotycząca procedury dotyczącej nadmiernego deficytu, oznaczała jego dalsze rozluźnienie i wzrost znaczenia czynników subiektywnych, podlegających arbitralnej ocenie Komisji i Rady. Rozległość potencjalnych „istotnych czynników” powoduje, że dyscyplinowanie finansów publicznych krajów członkowskich staje się iluzją. Nie wydaje się też możliwe, aby kiedykolwiek zostały zastosowane sankcje finansowe, przewidziane częścią represyjną Paktu.

## 5. Finanse publiczne w warunkach kryzysu

Dane zawarte w tabeli 1 dowodzą nieskuteczności Paktu jako mechanizmu dyscyplinowania narodowej polityki fiskalnej – po okresie trwającej od 2004 r. dobrej koniunktury, w 2007 r. w 8 na 16 państw strefy euro występował deficyt budżetowy. Łączne saldo budżetu państwa wynoszące w strefie euro 0,6 % PKB było także ujemne. Łączna zaś wielkość długu publicznego (66,0% PKB) przekroczyła wartość referencyjną, a przekroczenie tej wartości zanotowano w 7 państwach.

**Tabela 1.** Deficyt budżetowy i dług publiczny w relacji do PKB w państwach strefy euro (%)

	Deficyt budżetowy 2007	Deficyt budżetowy 2009	Deficyt budżetowy 2010*	Dług publiczny 2007	Dług publiczny 2009	Dług publiczny 2010*
Austria	-0,4	-3,4	-5,5	59,5	66,5	73,9
Belgia	-0,2	-6,0	-5,8	84,2	96,7	101,2
Cypr	+3,4	-6,1	-5,7	58,3	56,2	58,6
Finlandia	+5,2	-2,2	-4,5	35,2	44,0	47,4
Francja	-2,7	-7,5	-8,2	63,8	77,6	82,5
Grecja	-5,1	-13,6	-12,2	95,7	115,1	124,9
Hiszpania	+1,9	-11,2	-10,1	36,2	53,2	66,3
Holandia	+0,2	-5,3	-6,1	45,5	60,9	65,6
Irlandia	+0,1	-14,3	-14,7	25,0	64,0	82,9
Luksemburg	+3,6	-0,7	-4,2	6,7	14,5	16,4
Malta	-2,2	-3,8	-4,4	61,9	69,1	70,9
Niemcy	+0,2	-3,3	-5,0	65,0	73,2	76,7
Portugalia	-2,6	-9,4	-8,0	63,6	76,8	84,6
Słowacja	-1,9	-6,8	-6,0	29,3	35,7	39,2
Słowenia	0,0	-5,5	-7,0	23,4	35,9	42,8
Włochy	-1,5	-5,3	-5,3	103,5	115,8	116,7
Strefa euro-16	-0,6	-6,3	-6,9	66,0	78,7	84,0
UE-27	-0,8	-6,8	-7,5	58,8	73,6	79,3

\* Prognoza.

Źródło: opracowanie własne na podstawie: Eurostat, *Provision of deficit and debt data for 2009 – first notification*, Newsrelease, 55/2010, 22 April 2010 (lata 2007 i 2009) oraz: European Commission, *Statistical annex of european economy*, Autumn, ECFIN/REP/51795/2009-EN, s. 176–177 i 180–181 (prognoza na 2010 r.).

Kryzys gospodarczy dramatycznie zmienił sytuację finansów publicznych. Łączny deficyt budżetowy państw strefy euro w relacji do ich łącznego PKB wyniósł w 2009 r. 6,3%, w 2010 r. prognozowany jest na 6,9%. Powiększenie się deficytu jest wynikiem negatywnego wpływu czynnika cyklicznego (załamanie koniunktury) oraz działań dyskrecjonalnych – pakietów ratunkowych wspierających instytucje za-

równy rynku finansowego, jak i sfery realnej; wzrost wydatków państwa ma tu na celu podtrzymanie aktywności gospodarczej. Wzrost ten stanowił 1,1% PKB państw strefy euro w 2009 r. i prognozowany jest na 0,8% PKB w 2010 r.

Wyższy deficyt budżetowy oraz konieczność sfinansowania nieujmowanych w budżecie kosztów dokapitalizowania banków, gwarancji i poręczeń państwowych, czy preferencyjnych pożyczek dla sektora prywatnego powodują skokowy wzrost wielkości długu publicznego i jego relacji do kurczącego się PKB<sup>9</sup>. Dług publiczny stanowił w strefie euro 78,7% PKB w 2009 r. i prognozowany jest na 84,0% PKB w 2010 r. Relacja długu publicznego do PKB w 2010 r. ma być wyższa od wartości referencyjnej w 11 państwach.

Przekroczenie fiskalnych wartości referencyjnych nie jest generalnie uznawane za naruszenie postanowień Paktu Stabilności i Wzrostu – usprawiedliwieniem deficytów jest „poważne załamanie koniunktury”. Elastyczność w stosowaniu postanowień Paktu jest konieczna, zważywszy na fakt, że na koniec 2009 r. jedynie Cypr, Finlandia i Luksemburg nie były objęte procedurą nadmiernego deficytu. Jednak w przypadku kilku państw strefy euro obecny stan finansów publicznych rodzi pytanie o możliwość i horyzont czasowy skutecznej konsolidacji fiskalnej, zagrażając jednocześnie stabilności całego obszaru jednawalutowego. Dotyczy to Irlandii, Grecji, Hiszpanii i Portugalii. W szczególności sytuacja Grecji powoduje, że hipotetyczne w czasie konstruowania UGW ryzyko niewypłacalności państwa członkowskiego staje się realną możliwością.

## **6. Nowe warunki finansowania zadłużenia publicznego – rynkowy mechanizm dyscyplinowania polityki fiskalnej**

Do wybuchu kryzysu finansowego wydawało się, że względnie jednakowe warunki finansowania gospodarek obszaru jednawalutowego stanowią immanentną cechę jednolitego rynku finansowego związaną między innymi z faktem, że w operacjach refinansujących Europejskiego Banku Centralnego obligacje emitowane przez państwa członkowskie UGW traktowane są równorzędnie. Inaczej mówiąc, w obszarze jednawalutowym nie było reakcji rynków na brak dyscypliny budżetowej w danym państwie. Przewidywania co do takiego funkcjonowania jednolitego rynku po wprowadzeniu wspólnej waluty były jedną z przyczyn przyjęcia szczególnych regulacji stanowiących ramy dla narodowej polityki fiskalnej w UGW.

Wyróżnikiem obecnego kryzysu jest zróżnicowanie dochodowości papierów wartościowych poszczególnych państw strefy euro. W tabeli 2 ujęto średniomiesięczną dochodowość (przed opodatkowaniem) długoterminowych (10-letnich) obligacji rządów szczybla centralnego na rynku wtórnym.

---

<sup>9</sup> Według najnowszych danych (kwiecień 2010 r.) PKB w strefie euro obniżył się w 2009 r. o 4,0%.

**Tabela 2.** Średniomiesięczna dochodowość długoterminowych obligacji skarbowych państw strefy euro

	Dochodowość (%)					Marża w stosunku do obligacji niemieckich (pp)				
	04. 2008	12. 2008	03. 2009	12. 2009	03. 2010	04. 2008	12. 2008	03. 2009	12. 2009	03. 2010
Niemcy	4,04	3,05	3,02	3,14	3,10	0	0	0	0	0
Austria	4,22	3,74	4,01	3,29	3,04	0,18	0,69	0,99	0,15	-0,06
Belgia	4,37	3,87	4,03	3,61	3,62	0,33	0,82	1,01	0,47	0,52
Cypr	4,60	4,60	4,60	4,60	4,60	0,56	1,55	1,58	1,46	1,50
Finlandia	4,22	3,72	3,81	3,46	3,26	0,18	0,67	0,79	0,32	0,16
Francja	4,27	3,54	3,65	3,48	3,43	0,23	0,49	0,63	0,34	0,33
Grecja	4,54	5,07	5,87	5,49	6,24	0,50	2,02	2,85	2,35	3,14
Hiszpania	4,32	3,86	4,06	3,81	3,83	0,28	0,81	1,04	0,67	0,73
Holandia	4,21	3,65	3,66	3,44	3,37	0,17	0,60	0,64	0,30	0,27
Irlandia	4,44	4,57	5,76	4,88	4,54	0,40	1,52	2,74	1,74	1,44
Luksemburg	4,55	4,17	4,30	3,80	3,60	0,51	1,12	1,28	0,66	0,50
Malta	4,77	4,17	4,58	4,41	4,33	0,73	1,12	1,56	1,27	1,23
Portugalia	4,52	4,00	4,68	3,91	4,31	0,48	0,95	1,66	0,77	1,21
Słowacja	4,46	4,72	4,71	4,12	4,00	0,42	1,67	1,69	0,98	0,90
Słowenia	4,47	4,56	4,71	3,91	3,94	0,43	1,51	1,69	0,77	0,84
Włochy	4,53	4,47	4,46	4,01	3,94	0,49	1,42	1,44	0,87	0,84
Strefa euro*	4,28	3,72	3,83	3,65	-	0,24	0,67	0,81	0,51	-

\*2008 – UE-15, 2009 – UE-16.

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Eurostatu.

W okresie od 1999 do połowy 2007 r. średnia marża (*spread*) dochodowości obligacji skarbowych w stosunku do dochodowości (stanowiących *benchmark*) 10-letnich niemieckich obligacji Bund wynosiła 18 punktów bazowych, w kwietniu 2008 r. 24 punkty bazowe, zaś w grudniu 2008 r. już 67 punktów bazowych. Największa średnia marża zanotowana była wiosną 2009 r. (w marcu wyniosła 81 punktów bazowych), po czym rozpoczął się proces zawężania przeciętnego *spreadu* – w grudniu 2009 r. wynosił on 51 punktów bazowych, wciąż zdecydowanie więcej niż w okresie przedkryzysowym.

Jednocześnie wyraźnie wzmożyły się różnice dochodowości obligacji emitowanych przez poszczególne państwa. O ile w kwietniu 2008 r. w grupie „starych” członków UGW *spread* nie przekraczał 50 punktów bazowych, to w marcu 2009 r. osiągnął poziom 285 punktów dla Grecji i 274 punktów dla Irlandii.

Kwestia zróżnicowania dochodowości skarbowych papierów wartościowych może być rozpatrywana w trzech powiązanych ze sobą ujęciach uwzględniających ryzyko kredytowe, ryzyko płynności oraz zmiany skłonności/niechęci inwestorów

do podejmowania ryzyka, następujące pod wpływem zmian ogólnego klimatu ekonomicznego<sup>10</sup>.

Znaczny wzrost zróżnicowania dochodowości obligacji skarbowych państw strefy euro mający miejsce od jesieni 2008 r. był konsekwencją nierównomiernego wzrostu postrzeganego przez inwestorów ryzyka związanego z posiadaniem walorów poszczególnych państw. Czynnikiem wzmacniającym to zróżnicowanie była zwiększona awersja do ryzyka, wynikająca z pogarszających się globalnych prognoz makroekonomicznych. Skłaniała ona do kierowania kapitału do „bezpiecznej przystani”, jaką w strefie euro jest rynek niemieckich obligacji Bund.

Najwyższe różnice dochodowości zanotowano wiosną 2009 r., po czym, wraz ze stopniową poprawą perspektyw finansowych, następowało uspokajanie się rynków i zawężanie *spreadów*. Nie wydaje się jednak, aby powróciły one do poziomu przedkryzysowego. Znaczny wzrost rozmiarów długu publicznego w wielu państwach i perspektywy jego powiększenia w celu sfinansowania nieujmowanych w budżecie kosztów działań antykryzysowych wpływają na zróżnicowanie ryzyka kredytowego i żądanej premii za to ryzyko.

Złagodzenie w 2005 r. postanowień Paktu Stabilności i Wzrostu wzbudziło dyskusję na temat umożliwienia rynkom finansowym pełnienia funkcji dyscyplinowania narodowej polityki fiskalnej państw członkowskich. Proponowane rozwiązania dotyczyły przede wszystkim zmiany kryteriów kwalifikowalności aktywów przyjmowanych jako zabezpieczenia w operacjach kredytowych Eurosystemu, tak aby różnicować obligacje skarbowe emitowane przez państwa o niestabilnych i stabilnych finansach publicznych<sup>11</sup> bądź wykluczenia wszystkich aktywów reprezentujących dług publiczny z kategorii aktywów kwalifikowalnych<sup>12</sup> ze zwiększeniem znaczenia aktywów sektora prywatnego oraz certyfikatów depozytowych emitowanych przez EBC i narodowe banki centralne<sup>13</sup>.

Zanim doszło do realizacji tych postulatów, pod wpływem obecnego kryzysu rynki finansowe zaczęły pełnić funkcję dyscyplinującą narodową politykę fiskalną członków UGiW. Oznacza to, że „jazda na gapę” państw nieprzestrzegających dyscypliny finansów publicznych przestała być możliwa. Po dziesięciu latach od wprowadzenia euro rynki obligacji odnotowują różnice ryzyka instrumentów emitowanych przez poszczególne państwa strefy euro.

<sup>10</sup> Zob.: S. Barrios, P. Iversen, M. Lewandowska, R. Setzer, *Determinants of intra-euro area government bond spreads during the financial crisis*, „European Economy Economic Papers” 2009, November, no. 388 oraz L. Codogno, C. Favero, A. Missale, *Yield spreads on EMU government bonds*, „Economic Policy” 2003, October.

<sup>11</sup> W.H. Buiter, A. Sibert, *How the eurosystem's treatment of collateral in its open market operations weakens fiscal discipline in the eurozone (and what to do about it)*, „Centre for Economic Policy Research Discussion Paper” 2006, no. 5387.

<sup>12</sup> W 2007 r. zadłużenie instytucji rządowych i samorządowych stanowiło 49% ogólnej wartości zabezpieczeń kwalifikowalnych.

<sup>13</sup> Ch. Wyplosz, *Financial markets should be given a chance of replacing the Stability Pact*, „Handelsblatt” 2005, May.

## 7. Kryzys finansów publicznych w Grecji

Po przejęciu władzy w Grecji w grudniu 2009 r. przez socjalistyczny rząd Jorgosa Papandreu nowy premier ogłosił, że deficyt budżetowy zamiast 3,7%, wynosi 12,7% PKB. Informacja ta spowodowała reakcję rynków finansowych w postaci wzrostu żądanej premii za ryzyko inwestycji w greckie skarbowe papiery wartościowe. Na początku 2010 r. wielkość deficytu skorygowano do 12,9% PKB. W obawie przed niewypłacalnością Grecji, wchodzącej w pułapkę zadłużenia, w lutym 2010 r. przywódcy UE uzgodnili konieczność podjęcia „zdecydowanych i skoordynowanych” działań pomocowych. W kwietniu określono warunki takiej pomocy – państwa strefy euro miałyby pożyczyć Grecji 30 mld euro, przy oprocentowaniu ok. 5% (niższym od rynkowego). Dodatkową pomocą byłaby pożyczka z MFW, w wysokości 10–15 mld euro. Koordynacją pożyczek kierowałaby Komisja Europejska; warunkiem uruchomienia pakietu pomocowego miałyby być zasadnicze reformy strukturalne (program oszczędnościowy) gospodarki greckiej.

22 kwietnia Eurostat opublikował dane dotyczące sytuacji budżetowej w państwach członkowskich UE. Po raz kolejny okazało się, że deficyt grecki był wyższy niż deklarowany przez władze tego kraju – w 2009 r. wyniósł on co najmniej 13,6% PKB. Jednocześnie Eurostat wyraził zastrzeżenia co do jakości danych deklarowanych przez Grecję, zapowiadając dalszą ich rewizję. Oprocentowanie 10-letnich obligacji greckich przekroczyło 8,5%, prawie trzykrotnie więcej niż oprocentowanie obligacji niemieckich. 23 kwietnia rząd Grecji zwrócił się z oficjalną prośbą o uruchomienie pomocy finansowej. Premier Papandreu w wystąpieniu telewizyjnym oświadczył: „Czas na reformy, jakiego nie dostaliśmy od rynków finansowych, dostaniemy dzięki wsparciu strefy euro”, mówiąc także o „nowej odysei” dla Grecji i greckiego narodu<sup>14</sup>.

Pomoc dla Grecji nie rozwiązuje zasadniczego problemu, jakim jest brak skutecznych mechanizmów dyscyplinowania finansów publicznych państw członkowskich UE. Nie jest także panaceum na kryzys grecki – zdaniem profesora Krzysztofa Rybińskiego<sup>15</sup> – „Grecy przeżrą pieniądze z MFW”, a Grecja nie ma szans na spłatę swego prawie 300 miliardowego długu, będącego konsekwencją 30-letniego rozpasania. Jedynym rozwiązaniem dla tego kraju byłoby ogłoszenie niewypłacalności i negocjacje z wierzycielami.

<sup>14</sup> H. Kozieł, *Grecja prosi o pomoc, ale to nie koniec jej kłopotów*, „Rzeczpospolita”, 24–25.04.2010.

<sup>15</sup> K. Rybiński, *Grecy przeżrą pieniądze z MFW*, komentarz z 23.04.2010, [http://wyborcza.biz/biznes/1,100897,7807800,Grecy\\_przezza\\_pieniadze\\_z\\_MFW.html](http://wyborcza.biz/biznes/1,100897,7807800,Grecy_przezza_pieniadze_z_MFW.html).

## 8. Podsumowanie

Decyzja o przyznaniu pomocy Grecji jest ewidentnym naruszeniem art. 103 TWE stanowiącym, że ani Wspólnota, ani poszczególne kraje członkowskie nie odpowiadają za długi innych państw członkowskich. Kolejnym krajem proszącym o wsparcie może być Portugalia, w związku z rosnącą awersją rynków do finansowania jej potrzeb pożyczkowych. Oznacza to kryzys obszaru jednowalutowego, w którym mechanizmy dyscyplinowania narodowych polityk fiskalnych są nieskuteczne.

Drogą do zwiększenia stopnia tej skuteczności mogłoby być zaostrenie Paktu Stabilności i Wzrostu, przez uwzględnienie możliwości wstrzymania wypłat z funduszy wspólnotowych, bądź zawieszenie prawa głosu członka strefy euro. Wśród proponowanych rozwiązań znajduje się też koncepcja Europejskiego Funduszu Walutowego, przedstawiona na początku marca przez niemieckiego ministra finansów Wolfganga Schäuble. Fundusz miałby wspierać pożyczkami kraje strefy euro, w zamian za reformy i konsolidację finansów publicznych, będąc swego rodzaju odpowiednikiem MFW.

Niezależnie od tymczasowych działań zaradczych wydaje się, że jedynym długofalowym rozwiązaniem jest zasadnicza reorientacja logiki funkcjonowania UGW, z przekazaniem choćby części uprawnień do prowadzenia polityki fiskalnej organowi ponadnarodowemu. Jednak konsensus polityczny nie wydaje się w tej kwestii możliwy.

## Literatura

1. Barrios S., Iversen P., Lewandowska M., Setzer R., *Determinants of intra-euro area government bond spreads during the financial crisis*, „European Economy Economic Papers” 2009, November, no. 388.
2. Buiters W.H., Sibert A., *How the eurosystem's treatment of collateral in its open market operations weakens fiscal discipline in the eurozone (and what to do about it)*, „Centre for Economic Policy Research Discussion Paper” 2006, no. 5387.
3. Codogno L., Favero C., Missale A., *Yield spreads on EMU government bonds*, „Economic Policy” 2003, October.
4. Council Regulation of 7 July 1997 (1466/97) on strengthening of the surveillance of budgetary positions and the surveillance and co-ordination of economic policies (OJ L 209).
5. Council Regulation of 7 July 1997 (1467/97) on speeding up and clarifying the implementation of the excessive deficit procedure (OJ L 209).
6. Council Regulation of 27 June 2005 (1056/2005) amending Regulation no. 1467/97 on speeding up and clarifying the implementation of the excessive deficit procedure (OJ L 174).
7. Council Regulation of 27 June 2005 (1055/2005) amending Regulation no. 1466/97 on the strengthening of the surveillance of budgetary positions and the surveillance and co-ordination of economic policies (OJ L 174).
8. European Commission, *Statistical annex of european economy*, Autumn, ECFIN/REP/51795/2009-EN.

9. Eurostat, *Provision of deficit and debt data for 2009 – first notification*, Newsrelease, 55/2010, 22 April 2010.
10. Kozieł H., *Grecja prosi o pomoc, ale to nie koniec jej kłopotów*, „Rzeczpospolita”, 24–25.04.2010.
11. Oręziak L., *Finanse Unii Europejskiej*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2005.
12. Resolution of the European Council of 17 June 1997 on the Stability and Growth Pact (OJ C 236).
13. Rybiński K., *Grecy przeżrą pieniądze z MFW*, komentarz z 23.04.2010, [http://wyborcza.biz/biznes/1,100897,7807800,Grecy\\_przezra\\_pieniadze\\_z\\_MFW.html](http://wyborcza.biz/biznes/1,100897,7807800,Grecy_przezra_pieniadze_z_MFW.html).
14. Wypłoz Ch., *Financial markets should be given a chance of replacing the Stability Pact*, „Handelsblatt” 2005, May.

## MECHANISMS DISCIPLINING FISCAL POLICY OF EURO-AREA COUNTRIES

**Summary:** The entry of the EMU has been a powerful mechanism to induce fiscal adjustment in EU member states. Recently, however, the Stability and Growth Pact has ceased to be an effective constraint on fiscal policy in EU countries. The loosening of the Pact, approved in March 2005, and a growing degree of arbitrariness in its implementation have reduced incentives for fiscal discipline in the EU. During the present financial crisis the changes in euro area long-term sovereign bond yields have occurred - the strong rise in yield spreads started in autumn 2008. This means that the market mechanism disciplining fiscal policy has been triggered off. The current crisis of public finances in Greece poses a threat to the stability of the single-currency area. The new institutional framework of national fiscal policy is thus urgently needed.