

Polityka stabilizacji koniunktury  
gospodarczej w warunkach europejskiej  
integracji ekonomicznej

ŁUKASZ MARKOWSKI

Łukasz Markowski

POLITYKA STABILIZACJI KONIUNKTURY GOSPODARCZEJ  
W WARUNKACH EUROPEJSKIEJ INTEGRACJI EKONOMICZNEJ

Instytut Badań Gospodarczych  
Olsztyn 2023

Recenzenci:

prof. dr hab. Elżbieta Adamowicz  
dr hab. Marcin Salamaga, prof. UEK

Skład, łamanie i projekt okładki:

Ilona Pietryka

© Copyright by Instytut Badań Gospodarczych

ISBN 978-83-65605-62-7

DOI: 10.24136/eep.mon.2023.02

Instytut Badań Gospodarczych  
ul. ks. Roberta Bilitewskiego, nr 5, lok. 19  
10-693 Olsztyn, Poland

biuro@badania-gospodarcze.pl  
www.badania-gospodarcze.pl

## Spis treści

<b>Wstęp</b>	<b>7</b>
<b>1. Polityka stabilizacji koniunktury gospodarczej — wybrane zagadnienia teoretyczne</b>	<b>15</b>
1.1. Cykl koniunkturalny jako integralny element rozwoju ekonomicznego	15
1.2. Istota i cele polityki stabilizacyjnej	24
1.3. Teoretyczne aspekty oddziaływania polityki fiskalnej na wahania koniunktury	28
1.4. Teoretyczne aspekty oddziaływania polityki monetarnej na wahania koniunktury	34
1.5. Ewolucja poglądów na politykę stabilizacyjną	40
<b>2. Implikacje procesu integracji ekonomicznej dla polityki stabilizacyjnej</b>	<b>55</b>
2.1. Płaszczyzny, koncepcje i etapy integracji ekonomicznej	55
2.2. Teoretyczne ujęcie integracji polityki monetarnej i fiskalnej a realizacja funkcji stabilizacyjnej	61
2.3. Makroekonomiczne kryteria obszaru walutowego jako czynnik determinujący ewolucję polityki stabilizacyjnej	73
2.4. Integracja polityki monetarnej i fiskalnej w praktyce	83
2.5. Reformy i przedsięwzięcia służące poprawie zarządzania budżetowego i integracji fiskalnej po kryzysie ekonomiczno-finansowym a realizacja polityki antycyklicznej	94

---

<b>3. Założenia metodyczne procesu badawczego</b>	<b>105</b>
3.1. Metody badań, zakres i źródła danych	105
3.2. Metody wyodrębniania wahań cyklicznych	107
3.3. Metody oceny realizacji polityki monetarnej	109
3.4. Metody oceny realizacji polityki fiskalnej	115
3.5. Metody oceny spełnienia kryteriów OOW	122
<b>4. Realizacja polityki pieniężnej w krajach europejskiej unii ekonomicznej i monetarnej</b>	<b>127</b>
4.1. Wstępna charakterystyka realizacji polityki EBC i jej dylematy	127
4.2. Ocena adekwatności jednolitej stopy procentowej	140
4.3. Ocena nastawienia realnego kursu walutowego i realnej stopy procentowej w krajach strefy euro	144
4.4. Transmisja monetarna a wahania koniunkturalne w strefie euro	152
<b>5. Realizacja polityki fiskalnej w krajach europejskiej unii ekonomicznej i monetarnej</b>	<b>157</b>
5.1. Wstępna charakterystyka sytuacji fiskalnej krajów strefy euro i dylematy realizacji polityki antycyklicznej	157
5.2. Identyfikacja nastawienia krajowych polityk fiskalnych	171
5.3. Ocena nastawienia krajowych polityk fiskalnych „w czasie rzeczywistym”	175
5.4. Ocena koordynacji krajowych polityk fiskalnych	179
5.5. Ocena nastawienia zagregowanego stanowiska fiskalnego oraz koordynacji fiskalno-monetarnej w strefie euro	181
<b>6. Identyfikacja dywergencji w krajach unii ekonomicznej i monetarnej z perspektywy kryteriów optymalnego obszaru walutowego</b>	<b>187</b>
6.1. Synchronizacja cykli koniunkturalnych	187
6.2. Zbieżność inflacji	194
6.3. Struktura gospodarek	198
6.4. Dywersyfikacja eksportu i wymiana wewnątrzgałęziowa	207

<b>Podsumowanie</b>	<b>215</b>
<b>Bibliografia</b>	<b>223</b>
<b>Aneks</b>	<b>253</b>
<b>Spis rysunków</b>	<b>257</b>
<b>Spis tabel</b>	<b>259</b>
<b>Spis wykresów</b>	<b>263</b>



## Wstęp

Realizacja polityki stabilizacji koniunktury gospodarczej jest determinowana przez szereg uwarunkowań: ustrojowo-systemowych, wewnętrznych oraz zewnętrznych. Współcześnie szczególne znaczenie przypisuje się tej ostatniej grupie, gdyż wiąże się ona z przynależnością krajów do międzynarodowych ugrupowań, a zatem z koniecznością adaptacji do specyficznych warunków oraz reguł kształtujących formę i zakres interwencji państwa w gospodarkę. Integracja ekonomiczna stanowi również podstawę do badań realizacji polityki stabilizacyjnej na różnych szczeblach tego procesu, co umożliwia zrozumienie jej ewolucji. Szczególnie istotne znaczenie ma stosowanie polityki antycyklicznej w warunkach europejskiej integracji ekonomicznej, ponieważ kraje przekazały kompetencje w zakresie polityki monetarnej<sup>1</sup> organowi szczebla unijnego, a krajowe polityki fiskalne zostały poddane ponadnarodowym regułom.

Do czasu wybuchu kryzysu gospodarczego w 2020 r., wywołanego pandemią, można mówić o pewnym zamkniętym etapie funkcjonowania unii ekonomicznej i monetarnej w Europie. Etap ten można z kolei podzielić na dwa podokresy, między którymi linią demarkacyjną jest kryzys ekonomiczno-finansowy<sup>2</sup> oraz „przebudowa” strefy euro, polegająca na wprowadzeniu szeregu reform w odpowiedzi na to wydarzenie. Badania empiryczne dotyczące realizacji polityki stabilizacyjnej w tak wyodrębnionych podokresach badawczych mają zarówno wartość *ex post*, jak i *ex ante*. W pierwszym ujęciu należy podkreślić zasadność dokonania syntetycznej oceny i podsumowania realizacji polityki antycyklicznej

---

<sup>1</sup> W niniejszej monografii termin „polityka monetarna” jest stosowany zamiennie z terminem „polityka pieniężna”.

<sup>2</sup> Na kryzys ekonomiczno-finansowy złożyło się wiele zakłóceń z różnych sfer, m.in. finansów sektora publicznego, prywatnego, jak i sfery realnej. Kryzys finansowy przeniósł się na sferę realną przez zahamowanie akcji kredytowej, co w rezultacie spowodowało załamanie popytu (Albiński, 2014, s. 13). Ze względu na zakres tematyczny niniejszej książki, autor, odnosząc się do recesji z końca pierwszej dekady XXI w., używa terminu „kryzys ekonomiczno-finansowy”. Rozważania natomiast koncentrują się przede wszystkim wokół sfery realnej gospodarki, czyli powiązanej z cyklem koniunkturalnym.



we wspomnianym okresie istnienia unii ekonomicznej i monetarnej. Czas, jaki upłynął od wprowadzonych zmian w strefie euro, uzasadnia podjęcie próby oceny stabilizacji fiskalnej krajów członkowskich. Jest to szczególnie interesujące zagadnienie ze względu na fakt, że pomimo położenia szczególnego nacisku na konsolidację finansów publicznych w Europie po kryzysie, wdrożone reformy posiadały pewne wbudowane rozwiązania, które miały m.in. sprzyjać nastawieniu antycyklicznemu. Z drugiej strony, nie sposób pominąć zgłaszanych w literaturze przedmiotu wątpliwości co do przyjętych regulacji. Ocena „przebudowy” strefy euro pod tym względem sprowadza się więc do kwestii empirycznej.

Dokonanie analizy porównawczej w ujęciu *ex post* między dwoma etapami funkcjonowania unii ekonomicznej i monetarnej rozdzielonymi najważniejszymi reformami, jest zasadne również z tego względu, że doświadczenia ostatniej dekady „zaakcentowały” konieczność wsparcia monetarnego w celu pobudzenia wzrostu gospodarczego. Z teoretycznego punktu widzenia, wpływ przedłużającej się ekspansji monetarnej i przekroczenia granicy zerowej stopy procentowej nie jest oczywisty, a badania empiryczne „nie udzieliły” w tej kwestii jeszcze odpowiedzi. Akademicka debata na temat tego, jak ta polityka działa i jakie są jej skutki dla banków, systemu finansowego i w konsekwencji dla całej gospodarki, jest daleka od rozstrzygnięcia. Realizacja ponadnarodowej polityki monetarnej dla poszczególnych członków strefy euro wiąże się ponadto ze stopniem jej adekwatności, która zależy od zbieżności inflacji i wahań koniunkturalnych, a więc kryteriów wynikających z tradycyjnej teorii optymalnego obszaru walutowego (TOOW). Potencjalną słabą zbieżność tych zjawisk uznaje się za jedno z największych zagrożeń dla integracji ekonomicznej w Europie.

W powyższym aspekcie należy zaznaczyć, że zbudowanie strefy euro na bazie doktryny neoliberalnej niejako pominęło wymagania stawiane przez TOOW. Wobec uchylecia założeń, które mają prowadzić do konwergencji gospodarek, można więc spodziewać się rezultatów odwrotnych od zamierzonych, a mianowicie dywergencji krajów pod tym względem. Podczas gdy okres poprzedzający utworzenie strefy euro generował impulsy do konwergencji, to utrzymanie dostatecznej zbieżności w już funkcjonującym ugrupowaniu może być trudniejsze, ponieważ zacieśnianie więzi gospodarczych powinno być rezultatem działania naturalnych procesów ekonomicznych, a nie procesów wymuszonych administracyjnie. W tej kwestii trzeba dodać, że w latach poprzedzających pandemię, nasileniu mechanizmów dywergencji mogły sprzyjać eksperymentalne warunki utrzymywania ciągłej ekspansji monetarnej. Przepuszczenie takie zyskuje na znaczeniu w świetle „wieszczonych” w literaturze przedmiotu różnorodnych scenariuszy dotyczących przyszłości strefy euro, a nawet całej Unii Europejskiej (UE). Wśród nich istotne zainteresowanie i niepokój wzbudzają te, przewidujące jej upadek.

Wobec powyższego, zawarte w tytule monografii „warunki integracji ekonomicznej” to nie tylko ogórne reguły fiskalne i przeniesienie kompetencji w zakresie realizacji polityki monetarnej na szczebel ponadnarodowy. W niniejszym opracowaniu są one rozumiane również jako dokonujące się zjawiska i procesy makroekonomiczne sprowadzające się do wypełnienia przez kraje członkowskie kryteriów optymalnego obszaru walutowego. Ich kształtowanie warunkuje bowiem odpowiednie, tj. antycykliczne nastawienie danej polityki oraz determinuje prawdopodobieństwo powstawania asynchronicznych fluktuacji koniunktury i szoków asymetrycznych. Istniejące ryzyko, że strefa euro charaktery-

zuje się brakiem postępów w wypełnieniu kryteriów OOW, utrudnia realizację polityki stabilizacyjnej.

Wartość *ex ante* badań dotyczących realizacji polityki stabilizacyjnej w unii ekonomicznej i monetarnej, wynika z odnowienia argumentów teoretycznych i merytorycznych na rzecz zwiększenia roli państwa w gospodarce w obliczu nowych wyzwań gospodarki europejskiej, takich jak następstwa pandemii, wojny w Ukrainie czy też kryzysu energetycznego. Wsparta przeglądem literatury analiza empiryczna tego zagadnienia, w zestawieniu z oceną wypełnienia kryteriów OOW, pozwala na dostarczenie argumentów za lub przeciw, pogłębieniu integracji fiskalnej i stworzeniu centralnych mechanizmów dostosowawczych. Zdolność do przeciwdziałania nadmiernym, asynchronicznym fluktuacjom koniunkturalnym oraz asymetrycznym „brakom popytowym” jest bowiem uznawana jako fundamentalne kryterium, dające perspektywy do dalszej integracji oraz utrzymania dotychczasowych osiągnięć. Teorie ekonomiczne uznają efektywność za najważniejsze kryterium w procesach integracyjnych, wobec czego, jeśli realizacja polityki stabilizacyjnej jest niezgodna z oczekiwaniami na możliwie najniższym szczeblu integracji (czyli w obecnej formie na poziomie krajowym), zasadna i logiczna staje się jej ewolucja. Zjawisko to musi być zatem empirycznie weryfikowane na różnych etapach procesu integracji w celu uprawdopodobnienia, że polityka stabilizacyjna spełnia swoją rolę i nie prowadzi do pogorszenia sytuacji przez nastawienie procykliczne. Należy zaznaczyć, że strefa euro, podobnie jak państwa narodowe, podlega ciągłym przemianom, dlatego trudno oczekiwać, że raz przyjęte rozwiązania będą skuteczne przez wiele dziesięcioleci. Pozostawienie nieziennej struktury może oznaczać w konsekwencji zastój i upadek. W obliczu skutków kryzysu ekonomiczno-finansowego oraz kryzysu z początku 2020 r., konieczne wydaje się zrewidowanie, zaktualizowanie i dostosowanie koncepcji integracji ekonomicznej do „nowej” rzeczywistości, gdyż, zdaniem czołowych ekonomistów, następne dekady to okres nieustannych poszukiwań ponadnarodowej harmonii rynku oraz jego regulacji.

Uzasadnienie dla wszelkich inicjatyw pogłębiających integrację fiskalną może wynikać jednak głównie z analiz empirycznych. Badania powinny obejmować dostatecznie długi okres istnienia strefy euro, który obejmuje kilka cykli koniunkturalnych, ponieważ pozwala to na wyodrębnienie pewnych podokresów badawczych i dokonanie między nimi analizy porównawczej. Tylko w takim ujęciu jest możliwa wiarygodna ocena polityki fiskalnej i monetarnej oraz kształtowania się kryteriów OOW. Reasumując, rozważania w książce koncentrują się nie tylko na realizacji polityki stabilizacyjnej w krajach strefy euro, ale również na jej potencjalnej ewolucji.

Jak wskazują liczne publikacje, temat ten nadal nie jest rozwiązany ani na gruncie teorii, ani praktyki. Badania przeprowadzone w ramach niniejszej monografii stanowią próbę oceny realizacji polityki stabilizacyjnej w dwóch względnie stabilnych okresach istnienia strefy euro, co zapewnia spójność i porównywalność wyników. Dysponowanie dwoma podobnymi pod względem liczby obserwacji szeregami czasowymi, umożliwiło dokonanie wiarygodnej oceny nastawienia polityk fiskalnych przed i po wprowadzeniu istotnych reform. Analogiczna argumentacja dotyczy realizacji polityki monetarnej, dla której możliwe było dokonanie oceny podejmowanych działań w diametralnie odmiennych uwarunko-

waniach. Warto również podkreślić, że dane obejmujące ponad 20 lat istnienia strefy euro umożliwiły wiarygodną identyfikację zjawiska konwergencji i dywergencji gospodarek.

Wobec powyższych argumentów należy stwierdzić, że badania przeprowadzone w niniejszym opracowaniu wpisują się w zawsze aktualny nurt w zakresie analizy cyklu koniunkturalnego, realizacji polityki makroekonomicznej oraz integracji europejskiej. Monografia, w porównaniu z relatywnie dużą liczbą prowadzonych badań poświęconych tej tematyce, stanowi syntetyczne ujęcie omawianego zjawiska, wobec czego dostarcza usystematyzowanej wiedzy w ujęciu historycznym. Ponadto przeprowadzona analiza może stanowić punkt wyjścia do interpretacji i odnowienia postulowanych w literaturze przedmiotu dalszych koncepcji integracji ekonomicznej, ewolucji polityki stabilizacyjnej oraz wdrażania nowych inicjatyw, które nabierają szczególnego znaczenia we współczesnej rzeczywistości.

Przedłożone kwestie skonkretyzowały główny cel badań, którym jest ocena realizacji i uwarunkowań polityki monetarnej i fiskalnej w stabilizowaniu koniunktury gospodarczej w wybranych krajach strefy euro. Podstawą tej oceny była analiza związków wybranych zmiennych reprezentujących realizację obu polityk oraz koniunktury gospodarczej, a także kształtowanie się wskaźników makroekonomicznych odnoszących się do kryteriów optymalnego obszaru walutowego.

Rozważania w niniejszej pracy koncentrują się wokół głównej hipotezy badawczej:

*Realizacja polityki stabilizacyjnej w warunkach funkcjonowania unii ekonomicznej i monetarnej jest niezgodna z oczekiwaniami, co uzasadnia potrzebę utworzenia centralnego mechanizmu, mającego na celu stabilizację asynchronicznych wahań koniunktury.*

Wobec specyficznych uwarunkowań występujących w strefie euro, wspomniane w hipotezie „oczekiwania” należy oddzielnie sprecyzować wobec polityki monetarnej oraz fiskalnej.

W przypadku polityki monetarnej, punktem wyjścia jest fakt, że celem Europejskiego Banku Centralnego (EBC) nie jest *stricte* łagodzenie wahań koniunkturalnych, lecz stabilność inflacji w całym ugrupowaniu. Wobec tego zgodnie z teorią endogeniczności (na założeniach której w dużym stopniu zbudowano strefę euro), jednolita stopa procentowa powinna stawać się coraz bardziej adekwatna do warunków makroekonomicznych poszczególnych krajów na skutek zacieśniania więzi gospodarczych. Ponadto procykliczny charakter realnej stopy procentowej powinien się osłabiać, a kanał konkurencyjności w postaci realnego kursu walutowego — wzmacniać.

Wobec realizowanych na szczeblu krajowym polityk fiskalnych, uważanych za jeden z najważniejszych mechanizmów łagodzących krótkookresowe wahania aktywności gospodarczej, należy oczekiwać nastawienia antycyklicznego. Jest to jedno z zamierzeń wprowadzonego w odpowiedzi na kryzys ekonomiczno-finansowy systemu zarządzania budżetowego.

Uzasadnienie dla utworzenia centralnego mechanizmu stabilizacyjnego wynika z „warunków funkcjonowania unii ekonomicznej i monetarnej” i ich zmian w czasie. Kluczową kwestią jest zidentyfikowanie zjawiska dywergencji, które objawia się desynchronizacją cykli koniunkturalnych krajów członkowskich oraz brakiem postępów w wypełnieniu pozostawionych

stałych kryteriów OOW zabezpieczających przed generowaniem wahań asynchronicznych i szoków asymetrycznych.

Wszystkie powyższe kwestie zostały szczegółowo omówione w części teoretycznej monografii. W celu precyzyjnego ujęcia podejmowanych zagadnień sformułowano następujące hipotezy szczegółowe:

*H1: W warunkach funkcjonowania strefy euro, realizacja ponadnarodowej polityki monetarnej nie była optymalna z perspektywy krótkookresowych wahań koniunkturalnych, gdyż jednolita stopa procentowa stawiała się coraz bardziej nieadekwatna do warunków makroekonomicznych poszczególnych gospodarek, co mogło nasilać działanie mechanizmu dywergencji.*

Weryfikacja powyższej hipotezy badawczej wymaga sprecyzowania terminu „optymalna” w odniesieniu do realizacji polityki monetarnej. W niniejszej monografii pojęcie to jest rozumiane jako stopień adekwatności jednolitej stopy procentowej do warunków gospodarczych poszczególnych członków strefy euro i kształtowanie się tej adekwatności w czasie. W przypadku zwiększania się nieadekwatności oficjalnej stopy procentowej, nie można mówić o optymalnej polityce monetarnej względem danego kraju. Sytuacja ta może ponadto potęgować procesy dywergencji. Istotna jest również analiza nastawienia kanału realnej stopy procentowej dla każdego państwa, które jest efektem realizacji ponadnarodowej polityki pieniężnej, kształtowania się krajowych stóp inflacji oraz stopy inflacji w całym ugrupowaniu. Rozszerzeniem analizy jest zbadanie efektów transmisji monetarnej na wahania koniunktury gospodarczej w strefie euro oraz dokonanie porównania tego zjawiska w dwóch wyodrębnionych podokresach badawczych, charakteryzujących się diametralnie odmiennymi uwarunkowaniami.

*H2: Pomimo wprowadzonych reform w odpowiedzi na kryzys z końca pierwszej dekady XXI w., polityka fiskalna w strefie euro miała głównie charakter procykliczny.*

Przez realizację polityki fiskalnej należy rozumieć zarówno poziom krajowy, jak i hipotetyczne „zagregowane stanowisko fiskalne” dla całej strefy euro, którego znaczenie istotnie wzrosło po kryzysie ekonomiczno-finansowym.

*H3: Kraje strefy euro charakteryzują się występowaniem asynchronicznych wahań koniunktury oraz brakiem jednoznacznych postępów w wypełnianiu kryteriów OOW zabezpieczających przed ich powstawaniem.*

Weryfikacja hipotez badawczych wiąże się z następującymi celami szczegółowymi:

- ocena adekwatności oficjalnej stopy procentowej oraz jej zmian w czasie,
- ocena nastawienia realnej stopy procentowej i realnego kursu walutowego,
- ocena transmisji monetarnej w strefie euro,
- ocena nastawienia polityk fiskalnych,
- ocena koordynacji fiskalnej,
- ocena „zagregowanego nastawienia” polityk fiskalnych oraz koordynacji fiskalno-monetarnej na szczeblu całego ugrupowania,
- ocena synchronizacji cykli koniunkturalnych,

- identyfikacja dywergencji w strefie euro z perspektywy oceny postępów w wypełnieniu przez kraje pozostałych kryteriów OOW zabezpieczających przed powstawaniem asynchronicznych wahań koniunkturalnych.

Realizacja celów szczegółowych jest związana z udzieleniem odpowiedzi na poniższe pytania badawcze:

- Czy jednolita stopa procentowa stała się bardziej czy mniej adekwatna do warunków makroekonomicznych poszczególnych gospodarek?
- Jak w warunkach unii ekonomicznej i monetarnej zmieniło się nastawienie kanału realnej stopy procentowej i realnego kursu walutowego?
- Jak zmieniła się transmisja monetarna w strefie euro po kryzysie ekonomiczno-finansowym?
- Czy po wprowadzeniu nowego systemu zarządzania budżetowego oraz szeregu reform w odpowiedzi na kryzys ekonomiczno-finansowy, można mówić o poprawie nastawienia krajowych polityk fiskalnych?
- Czy po wprowadzeniu reform w odpowiedzi na kryzys ekonomiczno-finansowy nastąpił wzrost koordynacji krajowych polityk fiskalnych?
- Czy po wprowadzeniu reform w odpowiedzi na kryzys ekonomiczno-finansowy „zagregowane stanowisko fiskalne” w strefie euro miało charakter antycykliczny?
- Czy w strefie euro, w dwóch wyodrębnionych podokresach badawczych, można wskazać teoretyczny wariant *policy-mix*?
- Czy kraje strefy euro charakteryzują się coraz większym czy mniejszym stopniem synchronizacji cykli koniunkturalnych?
- Czy w krajach strefy euro można zidentyfikować dywergencję z perspektywy kryteriów OOW?

Monografia składa się ze wstępu, sześciu rozdziałów i podsumowania. Rozdział pierwszy ma charakter teoretyczny i wprowadzający. Zdefiniowano w nim kluczowe z perspektywy realizowanych badań zagadnienia z tematyki cyklu koniunkturalnego, polityki fiskalnej i monetarnej. W tej części książki zawarto także zarys ewolucji teorii ekonomii odnoszącej się do zasadności interwencji państwa w cykl koniunkturalny. Przegląd tych zagadnień był podstawą do wyboru miar i wskaźników, obrazujących zarówno stan koniunktury gospodarczej, jak i realizację stabilizacyjnej funkcji polityki fiskalnej i monetarnej. Rezultatem rozważań przedłożonych w owym rozdziale było ponadto usystematyzowanie teoretycznych aspektów, odnoszących się do udziału państwa w wahaniami aktywności gospodarczej i sprecyzowanie współczesnego podejścia do zasadności tego procesu.

Rozdział drugi traktuje o implikacjach procesu integracji ekonomicznej dla realizacji polityki stabilizacyjnej. Wobec bezsporności w kwestii unifikacji polityki pieniężnej w unii ekonomicznej i monetarnej, szczególnie nacisk położono na interpretację możliwych form integracji i realizacji polityki fiskalnej w odniesieniu do koncepcji federacji i konfederacji. Następnie wyjaśniono znaczenie makroekonomicznych kryteriów obszaru walutowego jako czynnika warunkującego realizację polityki antycyklicznej (szczególnie w odniesieniu do stopnia integracji fiskalnej) oraz czynnika uzasadniającego pogłębienie integracji w tym zakresie. Ostatnie dwa podrozdziały tej części książki odnoszą się do historii integracji po-

lityki pieniężnej i fiskalnej w europejskiej unii ekonomicznej i monetarnej, ze szczególnym uwzględnieniem reform wprowadzonych w odpowiedzi na kryzys ekonomiczno-financeowy. Rozważania zawarte w tym rozdziale pozwoliły na sprecyzowanie i zdefiniowanie stopnia i formy integracji polityki fiskalnej oraz wyodrębnienie kryteriów OOW, które w dalszej części monografii zostały poddane analizie empirycznej. Ze względu na to, że kryzys z końca pierwszej dekady XXI w., uwydatnił wiele niedoskonałości w funkcjonowaniu mechanizmów dostosowawczych strefy euro, sprecyzowano również oczekiwane rezultaty wprowadzonych reform z perspektywy realizacji polityki stabilizacyjnej.

W rozdziale trzecim przedstawiono wybrane metody badawcze wraz z zakresem i źródłami danych. W monografii wykorzystano powszechnie używane w literaturze narzędzia do analizy danego zagadnienia, często wprowadzając jednak pewne autorskie elementy dotyczące estymacji wskaźników oraz sposobu oceny omawianego zjawiska.

Kolejne rozdziały pracy mają charakter empiryczny. Ze względu na wieloaspektowy i złożony charakter monografii, wprowadzająca charakterystyka realizacji zarówno polityki monetarnej (rozdział czwarty), jak i fiskalnej (rozdział piąty) została uzupełniona o sklasyfikowane na gruncie teoretycznym dylematy i trudności związane z realizacją funkcji stabilizacyjnej po kryzysie ekonomiczno-financeowym. Taka struktura zapewniła spójność oraz uporządkowane następstwo rozważań. W dalszej kolejności zostały przeprowadzone badania ściśle związane z weryfikacją postawionych hipotez. Kluczowe znaczenie miało porównanie realizacji polityki stabilizacyjnej w dwóch wyodrębnionych podokresach badawczych.

W rozdziale czwartym, po wstępnej charakterystyce realizacji polityki monetarnej przez EBC, zbadano stopień adekwatności jednolitej stopy procentowej do warunków gospodarczych poszczególnych krajów strefy euro, a także dokonano porównania dwóch istotnych w warunkach integracji ekonomicznej mechanizmów stabilizacyjnych – realnej stopy procentowej oraz realnego kursu walutowego. Analizie poddano również zależność komponentu cyklicznego tempa wzrostu gospodarczego od zmian stopy procentowej oraz siłę i szybkość reakcji tej zmiennej (również w dwóch wybranych przedziałach czasowych).

W rozdziale piątym, po wprowadzającej charakterystyce sytuacji budżetowej badanych krajów oraz omówieniu potencjalnych komplikacji w kwestii obrania stanowiska antycyklicznego, zbadano faktyczne nastawienie polityki fiskalnej w krajach strefy euro. Następnie dokonano „analizy w czasie rzeczywistym”, która przybliżyła faktyczne intencje i zamierzenia rządów co do kierunku realizowanej polityki. W dalszej kolejności weryfikacji poddano stopień koordynacji polityk fiskalnych, a także hipotetyczne „nastawienie zagregowane” rozumiane jako „wypadkowa” nastawień polityk krajowych. Co więcej, podjęto próbę pomiaru koordynacji fiskalno-monetarnej (*policy-mix*) na szczeblu ponadnarodowym.

Treścią rozdziału szóstego są wyniki badań dotyczące spełnienia przez kraje strefy euro kryteriów optymalnego obszaru walutowego, kluczowych z perspektywy realizacji polityki stabilizacyjnej oraz niwelowania asynchronicznych wahań koniunktury. Zmierzono więc nie tylko synchronizację cykli koniunkturalnych, ale również zbieżność inflacji, struktur gospodarczych, dywersyfikację eksportu oraz udział handlu wewnątrzgałęziowego. Pracę kończy podsumowanie i wnioski sformułowane w wyniku podjętych rozważań na gruncie teoretycznym oraz przeprowadzonych badań empirycznych.

Monografia stanowi uzupełniony i skorygowany tekst rozprawy doktorskiej obronionej na Wydziale Nauk Ekonomicznych Uniwersytetu Warmińsko-Mazurskiego w Olsztynie. Za pośrednictwem książki autor pragnie podziękować promotorowi rozprawy, dr. hab. Rafałowi Warżale, prof. UWM, za opiekę naukową w trakcie studiów doktoranckich oraz dr. Kamilowi Kotlińskiemu za wszelkie wskazówki i uwagi dotyczące pracy. Wyrazy wdzięczności są przesyłane również do recenzentów dysertacji: prof. dr hab. Elżbiecie Adamowicz oraz dr. hab. Marcinowi Salamadze, prof. UEK. Szczególne wyrazy podziękowania, za wszelkie wsparcie i zrozumienie, autor kieruje do swojej żony Agnieszki oraz rodziców.

# 1. Polityka stabilizacji koniunktury gospodarczej — wybrane zagadnienia teoretyczne

## 1.1. Cykl koniunkturalny jako integralny element rozwoju ekonomicznego

Historia gospodarcza świata dowodzi, że rozwój ekonomiczny nie przebiega równomiernie, lecz podlega okresowym oscylacjom. Niejednostajność ta, związana z produkcją przemysłową oraz ewolucją rynku, w dzisiejszym rozumieniu jest obserwowana niemal od początku XIX w. (Drozdowicz-Bieć, 2012, s. 13). Obecnie panuje powszechna zgoda co do tego, że żaden kraj, niezależnie od przyjętego modelu rozwoju, nie jest odporny na wahania aktywności gospodarczej. Fluktuacje te, następujące kolejno po sobie, określa się mianem cyklu koniunkturalnego (Meisner, 2004, s. 57).

W literaturze przedmiotu można znaleźć wiele interpretacji cyklu, które są uzależnione od koncepcji teoretyczno-poznawczej autorów. Najbardziej powszechna z nich, zaproponowana przez A.F. Burnsa i W.C. Mitchela (1946, s. 3), określa cykle koniunkturalne jako pewien rodzaj wahań ogólnej aktywności gospodarki. F. Geigant, D. Sobotka oraz H.M. Westphal (1975, za: Warząła, 2016, s. 24), definiują cykl jako ruch aktywności gospodarczej typu wahadłowego, który przejawia się w zmianach stopnia wykorzystania potencjału produkcyjnego. D. Hübner, M. Lubiński, W. Małecki oraz Z. Matkowski (1994, s. 12) opisują cykl koniunkturalny jako powtarzające się, choć nie zawsze regularne ze względu na amplitudę i długość, wahania aktywności w gospodarce w okresie od dwóch do nawet kilkunastu lat. Koniunktura gospodarcza zaś jest to syntetyczny obraz ogólnego stanu gospodarki jako całości bądź pojedynczych sektorów (Lubiński, 2004, s. 11). Innymi słowy, jest to splot warunków, które wywierają określony, ujemny bądź dodatni, wpływ na dynamikę i stan zjawisk w gospodarce (Stachowiak, Stachowiak, 2015, s. 209).

W celu wyselekcjonowania adekwatnej do podejmowanej tematyki badawczej definicji cyklu koniunkturalnego, należy rozróżnić wahania aktywności gospodarczej, które można podzielić ze względu na długość, intensywność oraz powtarzalność. Długookresowa jedno-



kierunkowa zmiana jest nazywana trendem. To „ścieżka”, która obrazuje wzrost produkcji w długim okresie po usunięciu wahań krótkookresowych (Begg i in., 2014, s. 445) i może przybierać charakter wzrostowy lub zniżkowy. W krótszym okresie wyodrębnia się wahania przypadkowe, sezonowe oraz koniunkturalne (Godłów-Legiędź, 2018, s. 582). Wahania przypadkowe to nieprzewidywalne i nieregularne fluktuacje spowodowane zdarzeniami jednorazowymi (szokami). Są one niesystematyczne zarówno w zakresie kierunku, jak i siły oddziaływania na gospodarkę. Odmianą tych wahań są wahania katastroficzne, a zjawiskami je wywołującymi są np. wojny, epidemie, rewolucje czy katastrofy naturalne. Wahania sezonowe z kolei są rezultatem zmian pór roku i określonej organizacji czasu pracy w społeczeństwie. Pojawiają się regularnie w ciągu roku w równych odstępach czasu. Są całkowicie przewidywalne i związane np. z okresem turystycznym lub świętami państwowymi i kościelnymi (Hübner i in., 1994, s. 9; Warżała, 2016, s. 20).

Najbardziej intrygującymi wahaniami, którym ekonomiści poświęcają najwięcej uwagi, są wahania koniunkturalne zwane też cyklicznymi (Meisner, 2004, s. 57; Godłów-Legiędź, 2018, s. 582). Są to zmiany poziomu aktywności gospodarczej przejawiające się w jej zmniejszeniu lub ekspansji wokół linii trendu. Ze względu na ich powtarzalność pewne jest jedynie następstwo faz: sekwencji spadku i wzrostu aktywności ekonomicznej. Powtarzalność nie dotyczy natomiast zakresu czasowego, okoliczności powstawania oraz przebiegu. Zmiany te nie są więc mechaniczne i mimo następstwa faz zwykle zaskakują uczestników życia gospodarczego. Mają średnio- i krótkookresowy charakter oraz powstają w wyniku zewnętrznych lub wewnętrznych przyczyn, aczkolwiek zawsze z udziałem samowzmacniających się mechanizmów wewnętrznych (Adamowicz, Walczyk, 2013, s. 8; Jarmołowicz, Szarzec, 2015, s. 363; Warżała, 2016, s. 20–21).

Wahania cykliczne są zjawiskiem makroekonomicznym, dlatego ich przejawem są spadkowe lub wzrostowe zmiany określonych agregatów ekonomicznych, które obrazują działalność gospodarczą. Za najpowszechniejsze z nich można uznać m.in. PKB w ujęciu realnym, produkcję sprzedaną przemysłu w ujęciu realnym, wartość realną sprzedaży detalicznej, wielkość zatrudnienia poza sektorem rolnictwa czy też dochody ludności w ujęciu realnym (Drozdowicz-Bieć, 2012, s. 21). Zgodnie ze stanowiskiem prezentowanym w literaturze przedmiotu za podstawowy miernik wahań cyklicznych należy uznać zmiany PKB, gdyż wielkość ta oddaje obraz aktywności gospodarczej w sposób najbardziej syntetyczny<sup>1</sup>.

Obserwacja przebiegu wahań koniunkturalnych pozwala na określenie ich kształtu i budowy całych cykli. W tym celu wykorzystuje się termin „morfologia”, który w odniesieniu do zjawisk koniunktury gospodarczej, oprócz analizy cech zewnętrznych cykli, jest utożsamiany z analizą form przejawiania się określonych elementów procesu koniunkturalnego (Barczyk i in., 2006, s. 138). Wśród cech morfologicznych cykli wymienia się: czas trwania

<sup>1</sup> Zmienne ekonomiczne, obrazujące stan koniunktury, można również podzielić na wskaźniki jakościowe (budowane w oparciu o bezpośrednie informacje uzyskane w ramach ciągłego badania na reprezentatywnej próbie jednostek) i ilościowe (agregacja cząstkowych danych). Inny podział, ze względu na ich czasową relację w odniesieniu do faktycznego kształtowania się cyklu, dzieli wskaźniki koniunktury na zmienne wyprzedzające (informują o przyszłych tendencjach w gospodarce, np. wydane pozwolenia budowlane lub pozwolenia na maszyny), zbieżne (informują o bieżącym stanie gospodarki, np. PKB lub produkcja przemysłowa) i opóźnione („podążają” za zmianą wskaźników zbieżnych, np. jednostkowe koszty pracy) (Jarmołowicz, Szarzec, 2015, s. 364).

cyklu, fazy cyklu, punkty zwrotne, amplitudę fluktuacji i całego cyklu oraz częstotliwość, intensywność i symetryczność cyklu.

Literatura przedmiotu wyróżnia wiele cykli koniunkturalnych w oparciu o analizę powyższych cech morfologicznych. Jednym z najbardziej powszechnych podziałów cykli jest ten dokonany ze względu na ich długość<sup>2</sup>. Za podstawowe elementy każdego cyklu należy jednak uznać punkty zwrotne oraz fazy. Punkty zwrotne wyznaczają długość poszczególnych faz cyklu oraz najwyższy i najniższy stan koniunktury (punkty górne oraz dolne). Umożliwiają one również analizę pozostałych cech morfologicznych (Barczyk i in., 2006, s. 139). Faza cyklu to natomiast okres czasowy pomiędzy punktami zwrotnymi koniunktury (Warżała, 2016, s. 29).

Dokładniejszy podział faz cyklu koniunkturalnego nie jest już oczywisty. Wynika to z wielości interpretacji tego zagadnienia w literaturze przedmiotu (Tabela 1.).

Tabela 1.

Liczba i określenia faz cyklu koniunkturalnego

Autor	Liczba faz	Określenie faz
A.F. Burns, W.C. Mitchel	4	ekspansja, recesja, depresja i odbudowa
J. Schumpeter	4	ożywienie, wzrost, recesja i depresja
G. Haberler	4	ekspansja, prosperity, depresja i zastój
A. Spiethoff	2 (podzielona na 5 podokresów)	faza zachowania (okres spadku i pierwszego wzrostu), faza wzrostu (okres drugiego wzrostu, ekspansji i niedostatku kapitału)
I. Mintz	2	faza wysokiej stopy wzrostu i niskiej stopy wzrostu
J.R. Meyer, D.H. Weinberg	4	kryzys, poprawa, inflacja popytowa, stagflacja
A. Szeworski	4	recesja, poprawa, ożywienie, stabilizacja na wysokim poziomie

Źródło: opracowanie własne na podstawie: Barczyk i in. (2006, s. 140), Drozdowicz-Bieć (2012, s. 18).

Różna liczba wyróżnianych przez autorów faz cykli jest efektem nie tylko odmiennych koncepcji poszczególnych ekonomistów, lecz również dokonujących się na przestrzeni lat zmian w uwarunkowaniach kształtujących procesy koniunkturalne. Zjawiska te wpłynęły niemal na wszystkie cechy morfologiczne cykli. Z tego względu obecnie można wyróżnić dwie koncepcje cyklu koniunkturalnego: klasyczną i wzrostową (Tabela 2.).

Podjęcie klasyczne sprowadza się do analizy zmian poziomów wybranych zmiennych. Spadek wartości absolutnych w fazie niekorzystnej koniunktury był obserwowany od lat 30. XIX w. do lat 40. XX w. Każda z czterech faz cyklu jest utożsamiana w tym podejściu

<sup>2</sup> Za najdłuższe uznaje się cykle Wagemana (około 150 lat), van Ewijka (90–150 lat) oraz Kondratiewa (50–60 lat). Cyklami średniookresowymi są cykle Kuznetza (15–23 lata) oraz Jugłara (8–10 lat). Cykl najkrótszy to tzw. cykl Kitchina (3–4 lata) (Jarmołowicz, Szarzec, 2015, s. 366). Warto podkreślić, że wymienieni autorzy wyodrębniali cykle koniunkturalne w oparciu o analizę kształtowania się różnych zmiennych ekonomicznych (Warżała, 2016, s. 25–27).

z szeregiem zjawisk. Kryzys<sup>3</sup> objawia się z reguły nadwyżką podaży nad popytem, przyrostem zapasów producentów, spadkiem przychodów, produkcji i zatrudnienia. Faza depresji to stopniowe zanikanie trendu w spadku produkcji, płac, cen, zatrudnienia, konsumpcji, inwestycji i zysku, a stabilizacja gospodarki jest przywrócona na niskim poziomie. W fazie ożywienia rosną natomiast m.in. popyt, produkcja, zatrudnienie i ceny. Gdy aktywność gospodarcza osiąga najwyższy poziom (bądź zbliża się do niego), gospodarka znajduje się w fazie rozkwitu (szczytu). Stabilizacja następuje na wysokim poziomie produkcji przy wysokich wskaźnikach zatrudnienia, sprzedaży, stopy zysku i cen (Figiel, Kufel, 2013, s. 10).

Tabela 2.

Cechy klasycznej i współczesnej koncepcji analizy cyklu koniunkturalnego

Cecha cyklu	Koncepcja klasyczna	Koncepcja wzrostowa
Liczba faz	4 (kryzys, depresja, ożywienie, rozkwit)	2 (wysoka i niska aktywność gospodarcza)
Charakter punktów zwrotnych	zmiany gwałtowne	zmiany łagodne
Czas trwania	8–12 lat	3,5–5 lat
Częstotliwość	niska	wysoka
Intensywność	wysoka	niska
Amplituda faz	zbliżona	amplituda fazy wzrostowej wyższa aniżeli fazy spadkowej
Relacja między amplitudą faz a ich długością (symetryczność)	asymetryczny	asymetryczny

Źródło: opracowanie własne na podstawie: Barczyk, Kowalczyk (1993, s. 29), Jarmołowicz, Szarzec (2015, s. 364).

Powojenne kształtowanie się cykli koniunkturalnych charakteryzuje się natomiast wieloletnimi fazami wzrostowymi, w których to z reguły dochodzi do przyspieszania i zwalniania tempa wzrostu gospodarczego, a nie spadku wartości absolutnych. Wobec tego podejście klasyczne uznano za niewystarczające, gdyż nie wyjaśniało ono w pełni zmian zachodzących w gospodarkach. Uzupełnieniem była koncepcja cyklu wzrostowego, bazującego na dostosowywaniu się zmiennych i wskaźników koniunktury do długoterminowego trendu. Jako jedna z pierwszych takie podejście zdefiniowała w niemieckiej gospodarce I. Mintz (1969). Wyróżniła ona dwa podejścia: pierwsze koncentruje się na badaniu fluktuacji zagregowanej działalności gospodarczej wokół trendu (tzw. cykl odchyień), a drugie na badaniu dynamiki zmian stóp wzrostu wybranych zmiennych. Badania w kolejnych latach dowiodły, że pra-

<sup>3</sup> Pojęcia „kryzys” oraz „recesja” są dość często stosowane zamiennie w literaturze przedmiotu, co uznaje się za właściwe. Techniczna recesja na ogół rozumiana jest jako spadek realnego PKB, utrzymujący się przez minimum dwa kolejne kwartały. Bardziej precyzyjne podejście stosowane przez National Bureau of Economic Research (NBER) definiuje recesję jako utrzymujący się co najmniej pół roku, jednoczesny spadek produkcji, dochodów i sprzedaży w ujęciu realnym oraz spadek zatrudnienia. Definicja depresji natomiast jest zarezerwowana dla recesji długotrwałych lub szczególnie głębokich i dotkliwych (Drozdowicz-Bieć, 2012, s. 29).

wie wszystkie gospodarki rozwinięte cechują się stałym, dodatnim wzrostem gospodarczym, a zmianie podlega jedynie tempo rozwoju<sup>4</sup>. Oczywiście spadki absolutne nie zostały całkowicie wyeliminowane ze zjawiska cyklu koniunkturalnego, lecz zaczęły się pojawiać dość rzadko. Wobec powyższego, w ramach koncepcji wzrostowej, cykle koniunkturalne charakteryzują się jedynie dwiema fazami: fazą przyspieszonego wzrostu powyżej trendu (okres korzystnej koniunktury) oraz fazą zwolnionego wzrostu poniżej trendu (okres niekorzystnej koniunktury) (Drozdowicz-Bieć, 2012, s. 21–22). Tempo wzrostu gospodarczego pomniejszone o wartość trendu jest więc cyklicznym komponentem dynamiki produkcji, który obrazuje przebieg wahań koniunkturalnych w gospodarce.

W kontekście podejmowanej problematyki badawczej należy zastanowić się nad źródłem wahań cyklicznych. Nauka ekonomii zajęła się cyklicznością rozwoju gospodarczego w latach 1810–1820 (Lubiński, 1994, s. 61). Ówczesnie dominowało jednak przekonanie, że zjawisko to ma charakter incydentalny, a jego badanie jest zbędne. Szybki rozwój teorii związanych z wahaniami koniunkturalnymi został zainicjowany w drugiej połowie XIX w. Badania przeprowadzone głównie przez J.C. Juglара podały w wątpliwość wyjaśnienia koncepcji cyklu implikujące, że *stricte* okresowe fluktuacje wynikają z przyczyn zewnętrznych. Był to punkt wyjścia dla rozwoju wielu, często sprzecznych ze sobą teorii (Lubiński, 1994, s. 61). Niektóre z nich swoje wyjaśnienia opierały na matematyce, inne na psychologii, a niektóre nawet na astronomii (Pawęta, 2018, s. 53). W świetle rozważań w dalszej części książki, istotny jest natomiast podział tych teorii na nurt egzogeniczny i endogeniczny. Pierwszy z nich wywodzi się z dorobku XVIII- i XIX-wiecznej ekonomii klasycznej, a kontynuują go zwolennicy monetaryzmu oraz ekonomii neoklasycznej. Drugi nurt opiera się natomiast na dorobku teoretycznym J.M. Keynesa.

Zwolennicy liberalizmu gospodarczego opowiadają się za koncepcją egzogeniczną. Ich zdaniem, gdy gospodarka (będąca względnie stabilna) zostanie wytrącona z równowagi, powróci do niej samoczynnie. Przyczyny wahań cyklicznych leżą poza gospodarką. Ta grupa teorii opiera się na postulatach klasyków dotyczących źródeł wzrostu gospodarczego. Wśród jego przyczyn uznaje się m.in. akumulację kapitału, wzrost liczby ludności, postęp techniczny czy też odkrycie nowych zasobów. Zakłócenia gospodarki są niwelowane przez mechanizm rynkowy, a po ich likwidacji, gospodarka bez wszelkiej ingerencji powraca na ścieżkę wzrostu przy pełnym wykorzystaniu czynników wytwórczych (Warzała, 2011, s. 83). Klasycy kładą główny nacisk na podażową stronę działalności inwestycyjnej, a wzrost oszczędności jako źródło ich finansowania oceniany jest pozytywnie, gdyż poprzedza to podjęcie inwestycji (Polszakiewicz, 2004, s. 19, 20). Założenia ekonomii klasycznej opierają się na tezie, że nie ma przeszkód w swobodnym przekształcaniu oszczędności w inwestycje, a czynnikiem, który zapewnia ich równość (co jest równoznaczne ze stanem równowagi na rynku towarowym), jest stopa procentowa.

---

<sup>4</sup> Za przyczyny „przeobrażenia się” cykli klasycznych w cykle współczesne uznaje się przede wszystkim skuteczne oddziaływanie polityki stabilizacyjnej. Wśród pozostałych czynników należy wymienić dynamiczną ekspansję sektora usług w gospodarkach (charakteryzujących się dużą odpornością na wahania koniunktury), szybkość przepływu informacji i ich wiarygodność, globalizację i ewolucję systemu bankowego.

Dorobek ekonomii klasycznej był bazą teoretyczną dla monetarystów i neoklasyków. Należy tu wymienić teorie poszukujące przyczyn fluktuacji gospodarczych w zjawiskach pieniężnych i realnych oraz w zmianach struktur gospodarczych, w których dużą rolę odgrywają czynniki psychologiczne. Mieszczą się tu również modele tłumaczące wahania cykliczne poprzez działalność związków zawodowych i rządy państw (cykle wyborcze)<sup>5</sup> (Adamowicz i in., 2001, s. 12; Barczyk, Lubiński, 2009, s. 36).

Odmienne założenie przyjmują zwolennicy teorii endogenicznej. Punktem wyjścia jest założenie, że gospodarka to system wewnętrznie niestabilny, a fluktuacje koniunkturalne są rezultatem wewnętrznej logiki systemu ekonomicznego (Baranowski, Musiał, 2012, s. 14). Zgodnie z powyższym, nie ma rozdziału pomiędzy wzrostem gospodarczym a wahaniami koniunkturalnymi. Gospodarka, w myśl koncepcji endogenicznej, samoczynnie nie jest w stanie powrócić do stanu równowagi, gdyż źródła jej zakłóceń tkwią wewnątrz systemu gospodarczego. Dominuje również tendencja do pozostawania w nierównowadze.

Do teorii endogenicznych należy zaliczyć przede wszystkim teorie popytowe<sup>6</sup>, w tym te o charakterze inwestycyjnym i konsumpcyjnym oraz bardziej współczesne w ujęciu kompleksowym<sup>7</sup> (Jarmołowicz, Szarzec, 2015, s. 376). Jedną z najważniejszych koncepcji endogenicznych tłumaczących wahania koniunkturalne jest teoria J.M. Keynesa. Ze względu na kluczowy wkład tej teorii w rozwój ekonomii jako nauki, należy przybliżyć jej istotę.

Koncepcja J.M. Keynesa dzieli czynniki wewnętrzne na dwie grupy zmiennych: zależne (zatrudnienie, dochód narodowy, oszczędności, konsumpcja, inwestycje) i niezależne (skłonność do konsumpcji, oczekiwana stopa zwrotu, stopa procentowa). Kluczowym elementem jest dochód narodowy, na który bezpośredni wpływ mają oszczędności, konsumpcja i inwestycje. Te z kolei są uzależnione od skłonności do konsumpcji, poziomu stóp procentowych i oczekiwanej stopy zwrotu z inwestycji (Pawęta, 2018, s. 53–54).

Keynes, negując ilościową teorię pieniądza i prawo Say'a stanowiące, że każda produkcja (każda nadwyżka podaży) znajdzie dla siebie popyt, podał w wątpliwość skuteczność mechanizmów rynkowych w osiąganiu równowagi gospodarczej, opartej na dążeniu do zrównywania się poziomu inwestycji i oszczędności. Twierdził, że oba te czynniki są deter-

<sup>5</sup> Do najważniejszych teorii egzogenicznych należy zaliczyć: teorię plam na Słońcu W.S. Jevonsa, austriacką teorię cyklu koniunkturalnego L. von Misesa oraz F.A. von Hayeka, teorię innowacji J. Schumpetera, teorię politycznego cyklu koniunkturalnego, teorie monetarystyczne i nowoklasyczne (m. in. M. Kaleckiego, W. Nordhaua, D. Hibbsa i A. Alesiny) oraz teorię realnego cyklu koniunkturalnego (Jarmołowicz, Szarzec, 2015, s. 371–376).

<sup>6</sup> Do klasycznych teorii popytowych należy zaliczyć koncepcje, których prekursorami byli E.E. Lauderdale oraz T.R. Malthus. Wśród późniejszych teorii należy podkreślić znaczenie koncepcji inwestycji konsumentów G. Katona, teorii dochodu relatywnego J.S. Dueseberry'ego czy też teorii przeciętnego dochodu (Jarmołowicz, Szarzec, 2015, s. 376–377).

<sup>7</sup> R. Barczyk i M. Lubiński (2009, s. 35–36) wyróżniają cztery podgrupy teorii endogenicznej. Pierwsza z nich to modele tłumaczące wahania koniunkturalne, których istota tkwi w sferze podziału (zakładają opóźnienie płac względem konsumpcji bądź produkcji oraz szybszy wzrost zysków w początkowym okresie wzrostu koniunktury i szybszy wzrost płac w okresie ekspansji). Druga grupa to modele podażowe, które były odpowiedzią na recesję lat 70. XX w. Trzecia grupa to modele oparte na założeniu, że przyczyną wahań aktywności gospodarczej są przemiany strukturalne. Ostatnia grupa to modele opierające się na mechanizmie akceleratora i mnożnika.

minowane przez różne zmienne — wielkość inwestycji determinują stopa procentowa oraz krańcowa efektywność kapitału (stosunek wysokości dochodu przewidywanego do kosztu inwestycji), zaś wielkość oszczędności jest uzależniona od krańcowej skłonności do konsumpcji (Godłów-Legędź, 2018, s. 586–587).

Zgodnie z tą koncepcją, za przyczynę fluktuacji koniunkturalnych uznaje się wahania popytu zagregowanego<sup>8</sup> i działalności inwestycyjnej (Tobin, 1993, s. 48). Są one wynikiem zmian stopy procentowej, krańcowej efektywności kapitału oraz konsumpcji (Keynes, wyd. 2011, s. 119–129). W literaturze przedmiotu zjawisko to określa się terminem „niestabilności inwestycji”. Przebieg cyklu koniunkturalnego według tych założeń można opisać następująco: przedsiębiorcy podejmują inwestycje, gdy krańcowa efektywność kapitału przewyższa poziom stopy procentowej. Pojawiające się nastroje optymizmu w gospodarce skutkują wzrostem produkcji i zatrudnienia. W takiej sytuacji w krótkim okresie następuje nadwyżka inwestycji nad oszczędnościami oraz zagregowanego popytu nad zagregowaną podażą. Gospodarka znajduje się w fazie ożywienia. Z czasem wśród przedsiębiorców może zacząć dominować poczucie rozczarowania i nastawienia pesymistycznego. Rosnące koszty produkcji w następstwie zwiększania zatrudnienia, nadmiernej eksploatacji kapitału trwałego i wzrostu płac skutkują obniżeniem oczekiwań przedsiębiorców wobec poziomu przyszłej stopy zwrotu i w efekcie ograniczaniem inwestycji. Przewaga oszczędności nad inwestycjami skutkuje niedostatecznym poziomem popytu zagregowanego, co prowadzi do zmniejszenia produkcji i zatrudnienia oraz wejściem gospodarki w fazę spowolnienia (Pawęta, 2018, s. 53–54).

Mechanizm potęgowania wahań cyklicznych uzupełnia działanie mnożnika<sup>9</sup>. Jego istotą jest zwielokrotniony wzrost lub spadek wielkości danej zmiennej w stosunku do wielkości zmiennej autonomicznej (bodźca wywołującego reakcję) (Olejniczak, 2017, s. 28). Mnożnik pokazuje, jak silny jest związek między popytem inwestycyjnym a konsumpcyjnym. Wzrost inwestycji w gospodarce prowadzi do zwiększenia dochodów ludności. W efekcie następuje również wzrost wydatków konsumpcyjnych. Prowadzą one do dalszego zwiększania inwestycji i produkcji, otwierając tym samym kolejne tzw. cykle wzrostu. W każdym cyklu pojawia się nowy strumień finansowy, dzięki któremu kolejne podmioty uzyskują dochód do dyspozycji. Im bardziej rośnie konsumpcja, tym silniejszy będzie przyrost wydatków inwestycyjnych (Krugman, Wells, 2012, s. 363–365). Przeciwnie efekty w postaci zwielokrotnionego spadku konsumpcji są spowodowane spadkiem inwestycji.

Model oparty na powyższym mechanizmie wyjaśnia wahania koniunkturalne na skutek nieelastyczności cen. W takiej sytuacji do poziomu popytu nie dostosowują się ceny, lecz wielkość produkcji. Zmiany wielkości produkcji charakteryzują się jednak mniejszą elastycznością aniżeli zmiany popytu. Dlatego rezultatem są takie zjawiska jak bezrobocie,

<sup>8</sup> Warto zaznaczyć, że na problem niedostatecznego popytu wskazywał nawet J. Sismondi, francuski ekonomista żyjący na przełomie XVIII i XIX w., zaliczany do przedstawicieli ekonomii klasycznej. Uważał, że zjawisko to jest źródłem kryzysów powstałych na skutek bankructw drobnych wytwórców niebędących w stanie konkurować z produkcją wielkoprzemysłową (Chmielewska, 2015, s. 31).

<sup>9</sup> Mnożnik w opracowaniu tłumaczącym wahania koniunkturalne został po raz pierwszy wykorzystany przez K. Wicksella w teorii przeinwestowania, natomiast dopiero J.M. Keynes zastosował go jako główny element teorii wahań koniunkturalnych i wzrostu gospodarczego (Warzała, 2016, s. 55).

bankructwa itp. (Warżała, 2016, s. 46). W myśl koncepcji endogenicznej, cykliczne zmiany dochodów, zatrudnienia i poziomu życia, są więc nieodłącznym elementem rozwoju gospodarczego.

Teoria J.M. Keynesa stała się punktem wyjścia w dalszej ewolucji teorii wahań cyklicznych, które uwzględniały w analizach nowe koncepcje<sup>10</sup>. Ten kierunek badań cyklu koniunkturalnego rozwijali m.in. P.A. Samuelson i J.R. Hicks. Ostateczną wersję, wykorzystującą wszystkie elementy konstrukcyjne poprzednich ekonomistów<sup>11</sup>, zaproponował A.H. Hansen. W latach późniejszych dużą popularność zdobył model R.M. Goodwina (Polszakiewicz, 2004, s. 19, 20; Czaja, Becla, 2012, s. 65). Na modelu Keynesa została oparta również koncepcja nierównowagi inwestycji i finansowej niestabilności H.P. Minsky'ego<sup>12</sup> (Jarmołowicz, Szarzec, 2015, s. 379).

Rzeczywistość gospodarcza i ewolucja teorii ekonomii wymusiły wiele reinterpretacji koncepcji wyjaśniających źródła wahań koniunktury. Nie doprowadziło to jednak do satysfakcjonującego konsensusu. Współcześnie istotę niezgodności pomiędzy nurtem egzo- i endogenicznym odzwierciedla spór pomiędzy stanowiskiem neoklasycznym a keynesowskim. Przejawia się on w interpretacji przebiegu krzywej podaży zagregowanej (AS) w okresie krótkim i średnim. Oba nurty są zgodne co do przebiegu krzywej zagregowanego popytu (AD), który jest funkcją ceny.

Zwolennicy teorii neoklasycznej twierdzą, że gospodarka w każdym momencie znajduje się na poziomie produkcji potencjalnej. Wzrost popytu ponad ten poziom skutkuje zatem jedynie podwyższeniem poziomu cen. Zwolennicy keynesizmu natomiast, zakładając, że gospodarka rynkowa charakteryzuje się niepełnym wykorzystaniem czynników produkcji, uważają podaż zagregowaną za doskonale elastyczną. Oznacza to, że zmienia się w odpowiedzi na zmianę popytu przy sztywnej cenie. Oba stanowiska obrazuje Rysunek 1.

<sup>10</sup> Jedną z najważniejszych była zasada akceleracji, która wyjaśnia zmiany nakładów inwestycyjnych w poszczególnych fazach cyklu koniunkturalnego. Podczas ożywienia przedsiębiorcy gwałtownie zwiększają inwestycje w celu zaspokojenia przyszłego popytu, co antycypuje dalszy wzrost gospodarki. Przyrost inwestycji rośnie dużo szybciej niż produkcja. Dzieje się tak ze względu na fakt, że inwestycje (z wyjątkiem autonomicznych) powiększają zasób kapitału trwałego. Zależą zatem nie od poziomu popytu, lecz od jego przyrostu. W czasie recesji natomiast, z powodu niedostatecznego popytu, inwestycje drastycznie maleją (Słoman, 2001, s. 347). Na skutek mechanizmu akceleracji może nastąpić wzrost poziomu produkcji potencjalnej w gospodarce (Begg i in., 2014, s. 465).

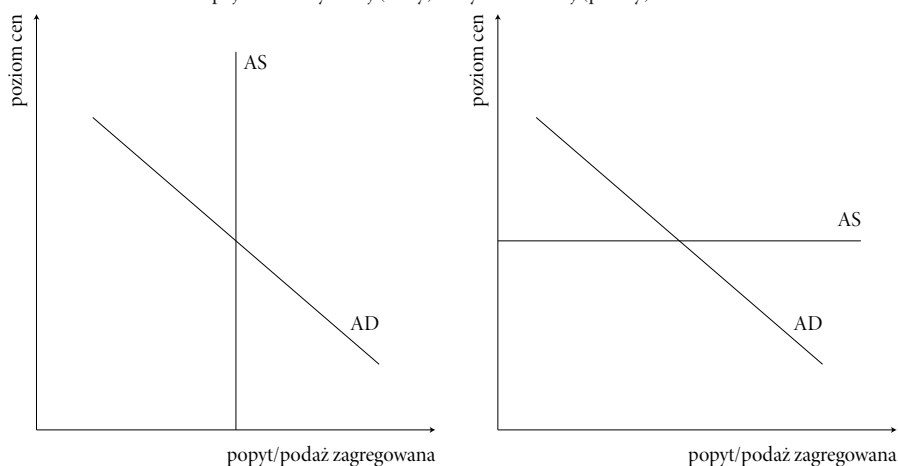
<sup>11</sup> Elementy te to krańcowa skłonność do konsumpcji i oszczędzania, krańcowa efektywność kapitału, teoria preferencji płynności i zasada akceleracji.

<sup>12</sup> Istotny wkład w rozwój teorii endogenicznych włożyli ponadto tacy ekonomiści jak E. Chamberlin, J. Robinson (koncepcje podziału) oraz G. Myrdal, który wprowadził pojęcie rachunku *ex post* i *ex ante* (Polszakiewicz, 2004, s. 19, 20). Szczególny udział miał także M. Kalecki, którego podstawą teorii wahań koniunkturalnych były fluktuacje wielkości zamówień dóbr inwestycyjnych na skutek zmian stopy zysku (Warżała, 2011, s. 83). Współcześnie, obok mechanizmu mnożnika i akceleratora, za przyczyny wahań popytu zagregowanego uznaje się fluktuacje poziomu zapasów, konsekwencje przyjęcia określonego systemu walutowego, zmiany polityki gospodarczej oraz efekty istnienia górnych i dolnych ograniczeń strumieni popytu (Begg i in., 2014, s. 465).



Rysunek 1.

Model AS-AD w koncepcji neoklasycznej (lewy) i keynesowskiej (prawy)



Źródło: Barczyk, Lubiński (2009, s. 53–54).

Reasumując, cechą wspólną obydwu nurtów jest niekwestionowanie cykliczności rozwoju gospodarczego. Nie ma jednak jednogłośnie w zakresie źródeł tych wahań. Oczywiście jest, że żadna skrajna koncepcja nie wyjaśnia całkowicie cyklu koniunkturalnego. Na stan koniunktury wpływają zarówno czynniki popytowe, jak i podażowe. Ponadto wahania aktywności gospodarczej mogą być wywołane nie tylko czynnikami ekonomicznymi, ale też politycznymi i społecznymi (Burns, 1969, s. 5–7). Niemniej jednak, jak zaznaczają D. Begg, G. Vernasca, S. Fischer oraz R. Dornbusch (2014, s. 465), współcześnie za najczęstsze źródło wahań koniunkturalnych w krótkim okresie uznaje się właśnie fluktuacje popytu. Są one również „ważniejszym” czynnikiem generującym te wahania w „normalnych” i względnie stabilnych czasach (tj. takich, kiedy nie występuje np. szok podażowy). R. Barczyk oraz M. Lubiński (2009, s. 53) podkreślają, że próbą pogodzenia tych dwóch przeciwstawnych stanowisk jest podejście eklektyczne, uwzględniające sytuacje, w których gospodarka nie zawsze jest na poziomie produkcji potencjalnej, a więc wzrost popytu może w krótkim okresie powodować wzrost produkcji w gospodarce.

W tym kontekście należy podkreślić, że obok komponentu cyklicznego dynamiki PKB, najpowszechniejszą miarą cykliczności gospodarki jest luka produktowa. Jest to różnica między rzeczywistym i potencjalnym realnym PKB wyrażonym w % produktu potencjalnego lub trendu (Mourre i in., 2013, s. 9, 11). Dodatnia luka produktowa (zwana luką inflacyjną) występuje w fazie korzystnej koniunktury, zbyt intensywnego wzrostu produkcji, dużego wzrostu popytu zagregowanego i nadwyżki rzeczywistej produkcji zagregowanej nad produkcją potencjalną. W konsekwencji podaż nie jest w stanie sprostać nadmiernemu wzrostowi zapotrzebowania na rynku, a skutkiem tego jest wzrost kosztów i w rezultacie – poziomu cen. W takich okolicznościach pojawia się ryzyko „przegrzania” gospodarki. Sytuacją odwrotną jest powstanie ujemnej luki produktowej (recesyjnej). Stan ten oznacza spadek zagregowanego popytu oraz obniżenie produkcji zagregowanej poniżej produkcji



potencjalnej lub trendu (Szopa, 2004, s. 99; Krugman, Wells, 2012, s. 330, 683). Niepełne wykorzystanie mocy produkcyjnych oznacza pojawienie się bezrobocia z powodu niedostatecznego popytu.

Podsumowując, wahania koniunktury i wynikające z nich pojawienie się luki inflacyjnej lub recesyjnej w gospodarce czy też fazy korzystnej lub niekorzystnej koniunktury, są obecnie uznawane za integralny element rozwoju gospodarczego. Z tego względu rzeczywistość ekonomiczna wymusiła na politykach, ekonomistach oraz ludziach praktyki gospodarczej, skupienie uwagi na tym zjawisku. Dylematy te nie łączą się wyłącznie ze wzrostem PKB, lecz również z mechanizmem funkcjonowania danej gospodarki. Reakcją organów decyzyjnych jest polityka stabilizacyjna (Stachowiak, Stachowiak, 2015, s. 225).

## 1.2. Istota i cele polityki stabilizacyjnej

Koncentracja rozważań wokół zagadnień związanych z polityką stabilizacji wahań koniunktury gospodarczej musi zostać poprzedzona przybliżeniem aspektów odnoszących się do roli państwa w gospodarce. Podobnie jak w przypadku genezy wahań cyklicznych, interwencjonizm państwowy jest w literaturze przedmiotu oceniany odmiennie przez dwa nurty. Pierwszy z nich, nurt liberalny, postuluje ograniczenie roli państwa do minimum. Jak zaznaczał pierwszy orędownik tej idei, A. Smith (wyd. 2007, s. 40), minimum tym jest z reguły obrona narodowa, zapewnienie ładu publicznego czy dostarczanie pewnych dóbr publicznych, których podmioty prywatne nie są w stanie dostarczyć społeczeństwu. Rola państwa była też interpretowana jako zadanie, mające na celu udzielanie rad i informacji oraz tworzenie sprzyjających warunków dla podmiotów gospodarczych, które, wykorzystując własne środki, przyczyniają się do osiągania celów, leżących w ogólnym interesie (Mill, 1848, s. 401–402). Państwo wobec procesów gospodarczych powinno być całkowicie neutralne z wyjątkiem aspektu ochrony własności prywatnej (von Mises, 1927, s. 852–853). obrońcy nurtu liberalnego twierdzą, że mechanizm rynkowy samoczynnie przywraca równowagę na rynku i niweluje wahania aktywności gospodarczej. Jak stwierdził W.E. Williams (1996, s. 592), najczęściej wymienianym argumentem zwolenników tej doktryny jest lepsza efektywność w alokacji środków, co sprzyja gromadzeniu dóbr. Poglądy te korespondują więc z wnioskami płynącymi z egzogenicznych teorii wahań koniunkturalnych.

Drugi nurt, interwencjonistyczny, jest oparty na założeniu, że gospodarka cechuje się wieloma wadami i niedoskonałościami. Współcześnie w gospodarkach kapitalistycznych państwo powinno pełnić trzy funkcje, które są silnie ze sobą powiązane: alokacyjną, redystrybucyjną oraz stabilizacyjną<sup>13</sup>.

W kontekście podejmowanej problematyki badawczej najistotniejsze znaczenie ma funkcja stabilizacyjna, która jak zaznacza A. Wojtyna (1992, s. 360), budzi nieporównywalnie więcej kontrowersji aniżeli dwie pozostałe. Zwolennicy interwencjonizmu państwowego jej zasadność tłumaczą tym, że mechanizm rynkowy nie gwarantuje pełnego zatrudnienia i nie jest zdolny do samoczynnego osiągnięcia równowagi (endogeniczna teoria wahań ko-

<sup>13</sup> Podział ten został zaproponowany przez R. Musgrave'a (1959) i współcześnie jest powszechnie stosowany.

niunkturalnych), czego przejawem są wahania cykliczne czy też zbyt niskie tempo wzrostu gospodarczego (Hübner, 1992, s. 5–6; Winiarski, 2006, s. 32). Odpowiednie kształtowanie się zmian PKB jest jedną z cech ogólnej stabilizacji makroekonomicznej<sup>14</sup> (Kołodko, 1993, s. 48), która może być osiągnięta za pomocą zewnętrznej interwencji. W tym zakresie niezbędna jest aktywna rola państwa.

Interwencjonizm w przebieg cyklu koniunkturalnego jest realizowany dwiema metodami. Może to być interwencjonizm antykryzysowy, który oznacza podejmowanie działań łagodzących konsekwencje już zaistniałego kryzysu. Polityka antykryzysowa jest więc realizowana przede wszystkim w charakterze *ex post* w odpowiedzi na większe załamanie koniunktury. Drugą metodą jest interwencjonizm antycykliczny (Sobiech-Grabka, 2010, s. 158) zwany również polityką stabilizacyjną (Barczyk, Lubiński, 2009, s. 5; Balcerzak, 2012, s. 178). Interpretacja tego zagadnienia jest podejmowana w literaturze przedmiotu bardzo często. Z reguły polityka stabilizacyjna (antycykliczna) jest rozumiana jako działalność organów państwa mająca na celu wyeliminowanie bądź tłumienie wahań koniunkturalnych wraz z łagodzeniem ich skutków (Lubiński, 2017, s. 11). W takim ujęciu oznacza podejmowanie przez państwo interwencji na każdym etapie cyklu koniunkturalnego (Sobiech-Grabka, 2010, s. 158; Stachowiak, Stachowiak, 2015, s. 225), nawet we względnie stabilnych czasach charakteryzujących się jedynie przyśpieszaniem i spowalnianiem tempa wzrostu gospodarczego<sup>15</sup>.

Prowadzenie polityki stabilizacyjnej można rozumieć jako wykorzystywanie narzędzi polityki makroekonomicznej do ograniczania zbyt wysokiej luki produktowej (Krugman, Wells, 2012, s. 330, 683). W warunkach luki inflacyjnej, zadaniem polityki stabilizacyjnej jest zatem „ochłodzenie koniunktury”, a stanowisko takie określa się polityką restrykcyjną. Luka recesyjna z kolei implikuje, że państwo powinno stymulować aktywność gospodarczą. Takie nastawienie nazywa się polityką ekspansywną.

Z powyższego wynika, że polityka stabilizacyjna powinna charakteryzować się działaniami nie tylko w celu uniknięcia absolutnego spadku produkcji, ale również trzymania w ryzach nadmiernej ekspansji, która w przyszłości może skutkować nadmiernym wzrostem cen (Krugman, Wells, 2012, s. 331–335). W takim ujęciu polityka antycykliczna jest działaniem o charakterze *ex ante* i jest realizowana we względnie stabilnych okresach (charakteryzujących się na przykład jedynie spowolnieniem tempa wzrostu gospodarczego). Realizacja polityki antycyklicznej w takim ujęciu jest głównym obszarem badań w niniejszej monografii.

Przesłanką teoretyczną polityki stabilizacyjnej jest teoria J.M. Keynesa, która stanowi, że produkcja jest determinowana przez popyt efektywny przy niepełnym wykorzystaniu czynników wytwórczych (Dach, 2008, s. 12). Według ujęcia teorii keynesowskiej, zasadniczym negatywnym zjawiskiem jest bezrobocie. Pojawia się ono, gdy zagregowany popyt nie odpowiada zdolności gospodarki do dostarczania danej liczby towarów i usług. W myśl

<sup>14</sup> W literaturze przedmiotu podkreśla się, że cechy stabilizacji makroekonomicznej tworzą tzw. magiczny pięciokąt. Oprócz kształtowania się wskaźników PKB zaliczyć do nich można zmiany zatrudnienia i poziomu cen oraz relacji budżetu i obrotów bieżących do PKB (Kołodko, 1993, s. 48).

<sup>15</sup> P. Albiński (2014, s. 36) dodaje, że polityka antykryzysowa różni się od polityki stabilizacyjnej większą intensywnością z powodu gwałtownego rozwoju zjawisk kryzysowych.

tej koncepcji, zmniejszanie bezrobocia jest więc nie tylko stabilizowaniem gospodarki, ale także polepszeniem jej efektywności (Czaja, Becla, 2012, s. 65). Zwolennicy interwencjonizmu państwowego uważają zatem, że państwo powinno stymulować zagregowany popyt, co jest środkiem ograniczenia wahań koniunkturalnych (Mankiw, Taylor, 2009, s. 361–362; Murdzek, 2009, s. 48; Begg i in., 2014, s. 95). W przypadku recesji oraz w okresie powolnego dostosowywania się gospodarki do nowych warunków na skutek sztywności cen w krótkim okresie, rząd ma możliwość interwencji, co przyspiesza powrót do pełnego wykorzystania mocy wytwórczych<sup>16</sup> (Balcerzak, 2012, s. 179). Takie rozumienie polityki antycyklicznej zostało z biegiem czasu utrwalone i niewiele w tym aspekcie zmieniały reinterpretacje przyczyn wahań koniunkturalnych oraz ewolucja poglądów na politykę stabilizacyjną, o których w dalszej części monografii.

Powyższe ujęcie polityki antycyklicznej wynika jednak nie tylko z tradycji, lecz również z faktu, że sterowanie popytem jest stosunkowo łatwiejsze niż wpływ na podaż, a efekty takich interwencji pojawiają się szybciej (Lubiński, 2017, s. 11). Stabilizacja koniunktury poprzez stymulowanie zagregowanego popytu jest więc związana ze specyfiką mechanizmów narzędzi stabilizacyjnych. Jak wskazuje P.A. Samuelson oraz W.D. Nordhaus (2007, s. 444), mimo że ewolucja produkcji oraz cen jest warunkowana przez grę łącznego popytu i łącznej podaży, to polityka stabilizacji wahań koniunkturalnych musi być ukierunkowana głównie na popyt. Polityka antyrecesyjna i antyinflacyjna jest realizowana przede wszystkim poprzez metody dźwigni fiskalnych i pieniężnych. Ponadto dbanie państwa o stabilny popyt, któremu sprzyja polityka antycykliczna, jest drogą do realizacji celów ogólnych polityki makroekonomicznej, takich jak stabilny wzrost gospodarczy. Popyt stabilny zmieniający się w zależności od poziomu wzrostu potencjalnego PKB, to również przejaw pewnego kompromisu, osiągniętego przez ekonomistów w latach 80. (Próchnicki 2008, s. 379; Postuła, 2018, s. 194). N.G. Mankiw oraz M.P. Taylor (2009, s. 351) stwierdzają ponadto, że stabilny zagregowany popyt oznacza stabilny poziom cen i produkcji. Wobec tego we współczesnych analizach dotyczących stabilizacji koniunktury, strona podażowa gospodarki jest raczej oddelegowana na drugi plan, a uwaga skupia się wokół strony popytowej<sup>17</sup>.

<sup>16</sup> Zasadność interwencji państwa wynika z opinii większości makroekonomistów stanowiącej, że samoregulacja rynku doprowadza gospodarkę do stanu równowagi w co najmniej dekadę bądź dłużej (Krugman, Wells, 2012, s. 330).

<sup>17</sup> Podejście popytowe, pomimo że jest fundamentem w rozważaniach na temat polityki stabilizacyjnej, powinno być w praktyce uzupełniane o analizę czynników występujących po stronie podaży. W sytuacji, gdy gospodarka znajduje się blisko produkcji potencjalnej, stymulowanie popytu przynosi jedynie wzrost cen, a nie wzrost produktu, ponieważ wszystkie czynniki produkcji są już wykorzystane. Istota strony podażowej wynika również z faktu, że gospodarki narodowe funkcjonują w warunkach silnych międzynarodowych powiązań (Hübner i in., 1994, s. 121). Początkowo argumentacja Keynesa odnosiła się natomiast do gospodarki zamkniętej, charakteryzującej się wolnymi miejscami wytwórczymi, gdzie poziom produkcji jest wyznaczany przez stronę popytową, czyli przez łączne (państwowe i prywatne) wydatki inwestycyjne i konsumpcyjne. Jednak należy zaznaczyć, że w miarę zacieśniania powiązań międzynarodowych oraz pogłębiania integracji międzynarodowej, poglądy keynesizmu ewoluowały. Uznano, że międzynarodowa współpraca oraz działanie ponadnarodowych organów w celu zapewnienia stabilnych warunków makroekonomicznych są niezbędne. Nawet sam J.M. Keynes już w latach 30. XX w. jako pierwszy wysunął pomysł ponadnarodowego pieniądza i ponadnarodowego banku (Hnatyszyn-Dzikowska, 2009, s. 20–22).

Fundamentalne znaczenie dla uzasadnienia interwencjonizmu w koniunkturę ma również odpowiedź na pytanie, dlaczego państwo bierze na siebie odpowiedzialność za stabilizację makroekonomiczną. W tym świetle należy podkreślić powszechnie dominujące przeświadczenie o negatywnych konsekwencjach wahań cyklicznych<sup>18</sup>. Stan koniunktury gospodarczej jest istotnym czynnikiem oddziałującym na racjonalność decyzji gospodarczych, gdyż wpływa na nie w bieżącym i przyszłym okresie. Jak argumentuje A. Rzońca (2009, s. 35), gospodarstwa domowe charakteryzują się awersją do ryzyka. Oznacza to, że w zamian za zapewnienie braku dotkliwych wahań poziomu konsumpcji są one skłonne poświęcić jej pewien ułamek.

Przed wejściem gospodarki w fazę niekorzystnej koniunktury trudno z całkowitą pewnością wyodrębnić grupy jednostek, dla których czas ten będzie najbardziej dotkliwy. Można więc stwierdzić, że łagodzenie fluktuacji koniunkturalnych jest poprawą dobrobytu wszystkich jednostek, a polityka stabilizacyjna jest swego rodzaju „polisą ubezpieczeniową” przymusowo wykupywaną przez społeczeństwo w ramach solidarności (Lubiński, 2009, s. 84). N.G. Mankiw oraz M.P. Taylor (2009, s. 361–362, 450) akcentują, że nie ma żadnych powodów, aby społeczeństwo ponosiło straty spowodowane następującymi po sobie cyklicznymi fazami ekspansji i załamania koniunktury. Recesja nie daje społeczeństwu żadnych korzyści. Jest to jedynie czysta strata zasobów. Jak wskazuje P. Dembiński (1992, za: Dach, 2008, s. 14), wraz z bezrobociem, niepełnym wykorzystaniem mocy wytwórczych oraz wysoką inflacją, nadmierne wahania aktywności gospodarczej prowadzą do destabilizacji gospodarki, marnotrawstwa zasobów oraz niepewności. Wahania koniunkturalne, w ujęciu keynesowskim, należą do największych spośród wszystkich problemów gospodarczych, gdyż w znacznym stopniu zmniejszają dobrobyt społeczny (Blinder, 1988, s. 112, 113).

W tym kontekście należy podkreślić, że to przede wszystkim skutecznemu działaniu interwencjonizmu państwowego można zawdzięczać to, że po II wojnie światowej cykle koniunkturalne mają łagodniejszy przebieg (Balicki, 2006, s. 127). Osoby, które doświadczają problemów na rynku pracy, są w stanie utrzymać poziom konsumpcji, a przedsiębiorstwa o względnie niższej rentowności mogą pozostać na rynku<sup>19</sup>. Cała gospodarka natomiast nie doświadcza absolutnego spadku produkcji, lecz jedynie przyhamowania tempa wzrostu gospodarczego.

---

<sup>18</sup> R. Barczyk i M. Lubiński (2009, s. 24) zwracają uwagę na opinie, postulujące, że nierównomierny wzrost gospodarczy jest bardziej użyteczny niż stabilny. Wynika to z przekonania, że wahania koniunkturalne są zjawiskiem pozytywnym, ponieważ są rezultatem podejmowania optymalnych decyzji przez podmioty gospodarcze. Pozwalają ponadto na eliminację z rynku firm nadmiernie zadłużonych (Pawęta, 2018, s. 55). Jak wskazuje J. Godłów-Legiedź (2018, s. 585), w teorii ekonomicznej istnieje pogląd, że recesja jest ceną płaconą za rozwój, ponieważ w tym czasie gospodarka dostosowuje się do nowych innowacji, powodując powstanie nowej równowagi. Nie zawsze jednak recesja jest adekwatna do następujących później zmian. Skrajnymi przykładami może być porównanie skutków kryzysu związanego z sektorem technologii informacyjnej z 2001 r. w Stanach Zjednoczonych z kryzysem finansowym z 2007 r.

<sup>19</sup> Z drugiej strony jednak, o czym wspomniano w poprzednim przypisie, utrzymanie na rynku nierentownych przedsiębiorstw jest zjawiskiem nieefektywnym i może mieć dalsze negatywne konsekwencje w postaci wydłużenia fazy recesji.

B. Winiarski (2006, s. 19) uważa, że mimo różnych ograniczeń swobody podmiotów na skutek ingerencji organów państwowych (oraz ponadnarodowych) w gospodarkę, na ogół przyjęło się zasadę, że w demokratycznych krajach interwencje państwa powinny być podejmowane „w imię wspólnego dobra”. Powinny być też motywowane dbałością o dobro publiczne przy jednoczesnym przestrzeganiu reguły działania racjonalnego, czyli celowego, oszczędnego i rozważnego.

Mając na uwadze powyższe argumenty, należy przyjąć, że efekty polityki stabilizacyjnej powinny sprowadzać się do ograniczania amplitudy wahań koniunkturalnych, a celem interwencji państwa powinno być osiągnięcie stabilnego wzrostu gospodarczego, wysokiego poziomu zatrudnienia, stabilnej wartości pieniądza oraz równowagi w relacjach z zagranicą (Barczyk, 2020, s. 8). W rezultacie ukierunkowane ku temu krótkookresowe działania antycykliczne sprzyjają długookresowemu rozwojowi gospodarce kraju. Gospodarka, która jest stabilniejsza, stwarza korzystniejsze warunki do inwestycji długoterminowych, co zmniejsza niepewność wobec przyszłości. Ponożone nakłady inwestycyjne przyczyniają się do wzrostu produkcji potencjalnej, a to z kolei warunkuje utrzymanie szybkiego wzrostu produkcji faktycznej (Słoman, 2001, s. 353; Próchnicki, 2008, s. 379, 405).

Zrozumienie uwarunkowań polityki stabilizacyjnej ze względu na jej złożony charakter wymaga doskonałej znajomości mechanizmów podejmowanych działań. Wykorzystanie wszelkich instrumentów powinno cechować się ponadto szybkością podjęcia decyzji o interwencji, szybkością oddziaływania, przewidywalnością, elastycznością i neutralnością. W procesie stabilizacji koniunktury istnieje wiele elementów, które zmniejszają skuteczność działań antycyklicznych (Hübner i in., 1994, s. 111–131). Szczególnie istotne jest uniknięcie interwencji o charakterze procyklicznym, tzn. takich, które będą wzmacniać zamiast tłumić wahania cykliczne.

Rozważania poruszające powyższe kwestie muszą zostać przeniesione na szczebel poszczególnych polityk, posiadających kompetencje w zakresie stabilizacji oscylacji koniunkturalnych, a mianowicie polityki fiskalnej i monetarnej. Są to dwie najważniejsze dziedziny polityki gospodarczej państwa. Obie mają charakter makroekonomiczny oraz instrumentalny, przez co często określa się je jako „mechanizmy oddziaływania” na gospodarkę. Wpływ ten jest inny dla każdej z polityk oraz inne są cele, które przyświecają podmiotom odpowiedzialnym za ich realizację (Marszałek, 2009, s. 14). Teoretyczne aspekty oddziaływania tych polityk na wahania cykliczne są przedmiotem analizy kolejnej części monografii.

### 1.3. Teoretyczne aspekty oddziaływania polityki fiskalnej na wahania koniunktury

Stabilizacyjna funkcja polityki fiskalnej ma na celu regulowanie łącznego poziomu popytu (Słoman, 2001, s. 353), a przez to łagodzenie nadmiernych wahań koniunktury. Za jej zasadnością przemawiają dwa aspekty. Po pierwsze, państwo kształtuje znaczną część zregulowanego popytu na dobra i usługi, które są wytwarzane w danej gospodarce. Co więcej, w zakresie określonych rodzajów produktów oraz w niektórych segmentach rynku państwo jest jedynym reprezentantem popytu (Winiarski, 2006, s. 31–32). Po drugie, celowość

i skuteczność polityki fiskalnej w tłumieniu wahań koniunkturalnych wynika z efektów mnożnikowych<sup>20</sup>. Oddziaływanie na zachowanie podmiotów gospodarczych skutkuje przyspieszeniem tempa wzrostu gospodarczego w czasie dekonunktury (zmniejszanie luki recesyjnej) oraz spowolnieniem w okresie wzrostu (zmniejszenie luki inflacyjnej).

Antycykliczną politykę fiskalną autorzy najczęściej dzielą na politykę pasywną oraz aktywną (dyskrecjonalną)<sup>21</sup> (Meisner, 2004, s. 53; Gajda-Kantorowska, 2011, s. 85; Barczyk 2020, s. 8). Pasywna polityka fiskalna nie wymaga podejmowania przez rząd żadnych konkretnych decyzji. Na skutek wahań cyklicznych jest ona realizowana przez tzw. automatyczne stabilizatory koniunktury (Meisner, 2004, s. 53). Są to samoczynne zmiany salda budżetu państwa, powstające na skutek fluktuacji koniunkturalnych. D. Begg, S. Fischer oraz R. Dornbusch (2007, s. 89) definiują je jako wmontowane w mechanizm gospodarczy koncepcje podatkowe i instytucjonalne, prowadzące do tłumienia nadmiernej reakcji produktu realnego na dynamikę popytu zagregowanego. Automatyczne stabilizatory powodują zmniejszenie wartości mnożnika, a to z kolei neutralizuje siłę reakcji produkcji na wstrząsy popytowe (Begg i in., 2014, s. 96). Najczęściej instrumenty tego typu to (Próchnicki, 2008, s. 164; Barczyk, Lubiński, 2009, s. 127; Szydło, 2013, s. 77; Olejniczak, 2017, s. 34):

- zmiany stopy podatku dochodowego,
- świadczenia społeczne i zasiłki dla bezrobotnych,
- podatki pośrednie,
- podatki od przedsiębiorstw,
- programy pomocy dla rolników.

Zmiana stopy podatku dochodowego, szczególnie w systemie progresywnym, sprawia, że w czasie ożywienia gospodarczego rozporządzalne dochody rosną wolniej (Meisner, 2004, s. 53). Konsumenci i przedsiębiorcy przekraczają wyższy próg podatkowy, dzięki czemu ich dochody po opodatkowaniu nie rosną już tak szybko. W efekcie popyt zagregowany spowalnia, zmniejszając presję na przegrzanie koniunktury. Odwrotna sytuacja powstaje w okresie recesji. Dochody ludności, na skutek złej sytuacji gospodarczej, spadają. W momencie zmniejszenia progów opodatkowania skala tego spadku jest mniejsza, dzięki czemu popyt również nie hamuje w tak szybkim tempie. Innymi słowy, w warunkach spowolnienia, zmniejszające się obciążenia podatkowe sprzyjają hamowaniu obniżki popytu, zaś w okresie nadmiernej ekspansji — jego ograniczeniu, co prowadzi do ochłodzenia gospodarki i zwiększonych wpływów podatkowych.

Podobne właściwości charakteryzują drugą grupę instrumentów zaliczanych do automatycznych stabilizatorów. Wszelkie świadczenia socjalne i zasiłki dla bezrobotnych są

<sup>20</sup> Działanie mnożnika zostało po raz pierwszy zidentyfikowane przez R.F. Kahna. Zauważył on, że wydatki budżetowe na roboty publiczne powodują zatrudnienie (tzw. pierwotne) nie tylko przy tych pracach, ale również przy produkcji dóbr konsumpcyjnych (tzw. zatrudnienie wtórne). Mechanizm ten nazwał mnożnikiem zatrudnienia. Ową koncepcję rozwinął J.M. Keynes, który zauważył analogiczny mechanizm w wydatkach inwestycyjnych rządu. Zależność ta została nazwana mnożnikiem inwestycyjnym (wydatki inwestycyjne pobudzające popyt konsumpcyjny) (Chmiel, 2017, s. 321–322).

<sup>21</sup> Jak podkreślają P. Albiński i Z. Polański (2015, s. 23), niektórzy autorzy nie stosują podziału stabilizacyjnej funkcji polityki fiskalnej na aktywną i pasywną. Posługują się natomiast pojęciami automatycznych stabilizatorów koniunktury (samoczynne zmiany) oraz antycyklicznej polityki fiskalnej.



prawnie przydzielane osobom, które na skutek różnych wydarzeń losowych (a także spadku koniunktury) znalazły się w trudnej sytuacji materialnej. Mają one na celu osłabienie tempa spadku konsumpcji, co ma pozytywne znaczenie, nie tylko z perspektywy beneficjentów tych świadczeń, ale również z perspektywy producentów. Jak podkreśla L. Próchnicki (2008, s. 164), brak tego typu świadczeń doprowadziłby do spadku produkcji wielu podstawowych dóbr, co w efekcie spowodowałoby dalszy wzrost bezrobocia. W zakresie stabilizacji wahań koniunkturalnych zdecydowanie mniejsze znaczenie mają pozostałe stabilizatory, takie jak podatki pośrednie, podatki od zysków korporacji, podatki branżowe, regionalne programy ubezpieczeń i mechanizmy systemu gwarantowanych cen produktów rolnych (Barczyk, Lubiński, 2009, s. 127).

Powszechnie twierdzi się, że automatyczne stabilizatory koniunktury to efektywna metoda ograniczania negatywnych skutków wahań cyklicznych ze względu na samoczynność, szybkość działania i eliminację problemów oceny bieżącej sytuacji koniunkturalnej. Jednakże, jak wskazują dotychczasowe doświadczenia, mogą być one niewystarczające (Owsiak, 2002, s. 64; Creel, Saraceno, 2009, s. 133, 138). R. Barczyk i M. Lubiński (2009, s. 126) podkreślają ponadto, że automatyczne stabilizatory wpływają w głównej mierze na popyt dóbr konsumpcyjnych. Co więcej, mają charakter krótko- oraz średniookresowy, ponieważ ich rola maleje w momencie zwrotnym wahania cyklicznego. Dodatkowo mechanizmy te mają właściwości jedynie komplementarne wobec drugiego sposobu stabilizowania koniunktury – polityki dyskrecjonalnej.

Polityka aktywna wiąże się z podejmowaniem przez rząd konkretnych decyzji, mających na celu przeciwdziałanie wahanom cyklicznym. Działania te służą pobudzeniu nie tylko popytu na dobra konsumpcyjne, ale także popytu inwestycyjnego. Uwzględniając efekty mnożnikowe, można zauważyć, że wzrost lub spadek dochodów i wydatków rządu prowadzi do stymulowania popytu na dobra inwestycyjne w okresie początkowym oraz w okresach następnych (Barczyk, Lubiński, 2009, s. 113). W przeciwieństwie do automatycznych stabilizatorów działania te generują długookresowe skutki.

Wykorzystanie instrumentów antycyklicznej polityki fiskalnej w celu stabilizacji wahań koniunktury może przybrać charakter ekspansywny lub restrykcyjny, co służy kolejno pobudzeniu bądź ograniczeniu zagregowanego popytu w okresie luki recesyjnej lub inflacyjnej. Najbardziej powszechna systematyzacja takich działań obejmuje trzy formy realizacji stabilizacyjnej polityki fiskalnej (Szydło, 2013, s. 73, 78; Krugman, Wells, 2012, s. 358):

- zwiększenie lub zmniejszenie wydatków rządowych,
- zwiększenie lub zmniejszenie podatków,
- zwiększenie lub zmniejszenie transferów rządowych.

Wydatki rządowe oddziałują na zagregowany popyt w sposób wprost proporcjonalny (Barczyk, 2020, s. 11). Państwo tworzy dzięki nim rynek zbytu na różne produkty – od uzbrojenia dla wojska po zaopatrzenie szkół i dobra nabywane przez państwowe instytucje. Zwiększanie takich wydatków powoduje wzrost popytu globalnego, co w konsekwencji prowadzi do pobudzenia wzrostu produkcji (Winiarski, 2006, s. 33).

Podatki oraz transfery rządowe nie zwiększają bezpośrednio popytu zagregowanego. Wykorzystanie zmiany poziomu podatków jako instrumentu stabilizacji polega na ich ob-

niżeniu w okresie słabej koniunktury oraz ich podwyższeniu w okresie nadmiernej ekspansji (Burda, Wyplosz, 2012, s. 680, 683). Transfery stanowią natomiast przesunięcie środków z sektora publicznego do prywatnego (Krajewski, Krajewska, 2018, s. 526). Ich zaletą jest szybkość wdrożenia oraz bezpośrednio ukierunkowanie do najbardziej potrzebujących podmiotów. Istotną wadą może być jednak trudność z ich ograniczeniem w okresie poprawy koniunktury czy bariery administracyjne występujące w niektórych krajach (Gajda-Kantorowska, 2011, s. 100). Warto podkreślić, że efekt popytowy zwiększenia transferów jest taki sam jak zmniejszenia podatków. Wobec tego w rozważaniach na gruncie teoretycznym, podatki pomniejszone o wysokość transferów są określane podatkami netto (Krajewski, Krajewska, 2018, s. 526).

Jak argumentują P. Krugman oraz R. Wells (2012, s. 363–365), największe efekty w pobudzaniu zagregowanego popytu dają zmiany poziomu wydatków rządowych. Dzieje się tak na skutek działania mnożnika<sup>22</sup>. Pierwotny wydatek rządu powoduje przychód przedsiębiorstw sprzedających dobra i usługi dla państwa, co z kolei przekłada się na wzrost płac i dochodów ludności, a te z kolei do wzrostu konsumpcji i zagregowanego popytu. Już w pierwszym „cyklu wzrostu” efekty przekładające się na produkcję realną są większe niż w przypadku innych instrumentów, ponieważ bezpośrednio całość wydatku jest przeznaczana na zakup dóbr i usług. Pozostałe rozwiązania polityki fiskalnej, tj. zmiana poziomu podatków i transferów rządowych, nie przynoszą tak dużych zmian popytu. Oddziałują na niego jedynie pośrednio, a wynika to z tego, że gospodarstwa domowe przeznaczają na konsumpcję tylko część z otrzymanych transferów<sup>23</sup>. Oczywiście ostateczny wzrost produktu realnego może być większy niż sam transfer (co wynika z wartości mnożnika), aczkolwiek same przyrosty realnego PKB w kolejnych „cyklach wzrostu” są niższe. Podobny efekt występuje w przypadku obniżki podatków. Ułamek kwoty z obniżonego podatku zostanie przez konsumentów przeznaczony na oszczędności<sup>24</sup>. Ostateczne efekty interwencji

<sup>22</sup> W odniesieniu do realizacji funkcji stabilizacyjnej polityki fiskalnej można wyróżnić kilka mnożników, które są modyfikacją i uzupełnieniem mnożnika Keynesa. Mnożnik wydatkowy informuje, jak zmieni się dochód narodowy w wyniku zwiększenia wydatków inwestycyjnych. Mnożnik podatkowy natomiast uwzględnia zmiany podatków. Ma on wartość ujemną, gdyż wzrost podatków powoduje obniżenie poziomu dochodu narodowego. Do modyfikacji należy też dodawanie innych zmiennych, jak np. dodana przez P.A. Samuelsona krańcowa skłonność do importu (Olejniczak, 2017, s. 31).

<sup>23</sup> Sytuacja ta nie jest jednak zawsze sprawdzającą się zależnością. Jak przytacza M. Gajda-Kantorowska (2011, s. 100), mnożnik transferowy ma zbliżony poziom do mnożnika wydatków rządowych dla podmiotów, które nie mają zdolności kredytowej. Takie gospodarstwa domowe charakteryzują się z reguły wydatkowaniem całego dochodu rozporządzalnego na bieżąco. W rezultacie efektywność transferów rządowych będzie uzależniona od liczebności gospodarstw domowych, które nie posiadają możliwości zaciągania kredytu oraz dwóch efektów: dochodowego oraz bogactwa, które z kolei zależą od oczekiwań tych podmiotów dotyczących poziomu ich dochodów w długim okresie. Zróżnicowaną wartość mnożnika potwierdzają m. in. badania A. Mountforda i H. Uhliga (2008, s. 978–981) dokonanych na danych kwartalnych USA z lat 1955–2000. Wynika z nich, że większą efektywnością w dyskrejonalnym działaniu rządu cechowały się zmiany stawek podatkowych aniżeli wzrost wydatków rządowych.

<sup>24</sup> Istotną jest również kwestia, kogo obejmą obniżki bądź transfery. Osoba mniej zamożna z każdej dodatkowej jednostki dochodu wyda więcej na konsumpcję — charakteryzuje się wyższym po-



państwa w gospodarkę są więc uzależnione od krańcowej skłonności do konsumpcji. Im jest ona większa, tym polityka fiskalna jest efektywniejsza w pobudzeniu lub ostudzeniu koniunktury. Ponadto, jak podkreślają E.M. Leeper, N. Traum oraz T.B. Walker (2015, s. 1), mnożnik to złożony mechanizm, który zależy od niemal każdego aspektu zachowania gospodarstw domowych<sup>25</sup>.

Zastosowanie określonych narzędzi polityki fiskalnej znajduje wyraz w saldzie budżetu. W konsekwencji wyróżnić można zestaw różnych mierników, a ze względu na zróżnicowany charakter operacji sektora publicznego, każdy z nich ma zastosowanie w określonych warunkach (Marszałek, 2009, s. 38–39). W celu oceny antycyklicznej polityki fiskalnej (zmian dochodów i wydatków, które nie wynikają z cyklicznego rozwoju) dużą popularnością charakteryzuje się koncepcja deficytu strukturalnego (*cyclically adjusted balance* – CAB). Relatywizuje ona deficyt budżetowy względem stanu koniunktury (Kot, 2003, s. 25). Do analizy nastawienia polityki fiskalnej uwzględniane jest również cyklicznie skorygowane saldo pierwotne (*cyclically adjusted primary balance* – CAPB), czyli CAB po wyłączeniu kosztów obsługi długu publicznego (Hnatyszyn-Dzikowska, 2009; Świącicki, Michałek, 2014).

Realizacja stabilizacyjnej funkcji polityki fiskalnej wiąże się z wieloma dylematami, które nie pozostają obojętne w ogólnym rozrachunku i ocenie interwencjonizmu państwowego. W tym aspekcie zawsze należy uwzględnić fakt, że narzędzia fiskalne pozostają „w rękach” polityków. Na przykład zgodnie z modelem W.D. Nordhaua (1975, s. 169–174) partie polityczne koncentrują się głównie na uzyskaniu jak największej liczby mandatów podczas najbliższych wyborów. W fazie korzystnej koniunktury istnieje silna pokusa do wzrostu wydatków z budżetu w celu poprawienia wskaźników makroekonomicznych (np. bezrobocia) zamiast wykorzystania sprzyjających okoliczności do gromadzenia oszczędności. Spełnienie choćby części obietnic przedwyborczych może generować wzrost wydatków budżetowych, a nawet zmniejszenie wpływów do budżetu. Rezultatem takich działań jest to, że w okresie

---

ziomem krańcowej skłonności do konsumpcji. Osoba zamożna z kolei z każdej dodatkowej jednostki dochodu więcej przeznaczy na oszczędności. Zakładając powyższe założenie za prawdziwe, należy uznać, że każda jednostka pieniężna przeznaczona na zasiłki socjalne pobudzi zagregowany popyt w większym stopniu niż np. obniżenie podatków o tę samą jednostkę dla najbogatszej części społeczeństwa (Krugman, Wells, 2012, s. 363–365, 367; Sloman, 2001, s. 358). W kwestii transferów dla osób bezrobotnych istotną rolę odgrywa ponadto struktura osób pozostających bez pracy. Zasadniczo są to dwie grupy, z których jedna jest w stanie wykorzystać zwrot koniunktury, a druga pozostaje *de facto* poza rynkiem pracy. Zastosowanie polityki stabilizacyjnej umożliwi włączenie pierwszej grupy w sektor zatrudnionych. Natomiast wobec grupy drugiej jest konieczne uruchomienie działań wykraczających poza instrumenty tradycyjne (np. szkolenie zawodowe, subsydia do miejsc pracy czy też specjalna polityka podatkowa dla pracodawców zatrudniających długoterminowych bezrobotnych) (Hübner i in., 1994, s. 131).

<sup>25</sup> S. Mitnik oraz W. Semmler (2012, s. 518–520), argumentują, że wpływ na efektywność impulsu fiskalnego ma również faza cyklu koniunkturalnego. W warunkach wysokiego wzrostu gospodarczego, bez napiętej sytuacji na rynku pracy, ograniczeń kredytowych i bez zachwianej płynności finansowej, gospodarstwa domowe mogą dokonywać międzyokresowego wyboru konsumpcji i zatrudnienia. W okresie niskiego wzrostu, gospodarstwa domowe mają ograniczone możliwości zarówno na rynku pracy, jak i w zakresie płynności i kredytowania. Autorzy dowodzą, że mnożnik jest znacznie wyższy w czasie niskiej aktywności gospodarczej niż w czasie wysokiej aktywności.

spowolnienia gospodarczego rząd nie dysponuje nadwyżką w celu zastosowania aktywnej polityki fiskalnej. Zjawisko to nawiązuje do tzw. politycznego cyklu koniunkturalnego<sup>26</sup>.

Kolejną istotną kwestią, związaną ze zwiększaniem wydatków budżetowych (emisją obligacji skarbowych) w celu pobudzenia koniunktury, jest tzw. efekt wypierania (wypychania), który powoduje ograniczenie wielkości inwestycji sektora prywatnego na skutek wzrostu stopy procentowej (Kotliński, 2013, s. 11). Wobec tego decyzja o podjęciu wydatków inwestycyjnych przez rząd musi uwzględniać możliwą reakcję sektora prywatnego. Inwestycje rządowe powinny mieć również charakter komplementarny, a nie substytucyjny w odniesieniu do inwestycji prywatnych<sup>27</sup>.

Czas związany z podjęciem decyzji w kwestii interwencji fiskalnej oraz okres, który musi minąć, aby zaobserwować jej skutki, to kolejne elementy wymagające uwzględnienia przez rządzących. Polityka fiskalna cechuje się sporym opóźnieniem wewnętrznym i niewielkim zewnętrznym<sup>28</sup>. Procedury związane z podjęciem wszystkich niezbędnych kroków do uruchomienia jakichkolwiek wypłat wymagają zaangażowania aparatu administracyjnego natomiast, gdy same wydatki już zostaną poniesione, mogą stosunkowo szybko pobudzić gospodarkę.

Rozważając zagadnienie funkcji stabilizacyjnej polityki fiskalnej, należy także wspomnieć o aspektach, które wiążą się z budżetem państwa. Nadmierna wysokość deficytu jest zagrożeniem dla równowagi finansów publicznych. Kolejne deficyty budżetowe kumulują również narastanie długu publicznego. Współcześnie, dyscyplina fiskalna jest wymuszana przez ustawodawstwo krajowe lub unormowania traktatowe (w przypadku krajów Unii Europejskiej), a restrykcje w postaci górnych limitów deficytów i długów publicznych są powszechnie uznane za konieczne<sup>29</sup>. P. Krugman oraz R. Wells (2012, s. 377) zwracają jednak uwagę, że numeryczne reguły (bądź nawet narzucona konieczność utrzymywania zrównoważonego budżetu) nie zawsze są pozytywnie oceniane przez ekonomistów, gdyż przy weryfikacji dyscypliny fiskalnej, pod uwagę powinien być brany np. średni poziom deficytu (uwzględnienie możliwości wystąpienia deficytu w czasie recesji oraz nadwyżki w czasie ekspansji). Konieczność równoważenia budżetu w każdym roku podważa ponadto rolę automatycznych stabilizatorów. Wszelkie ograniczenia w większym stopniu utrudniają jednak

<sup>26</sup> Prekursorem tej koncepcji był już w latach 40. XX w. M. Kalecki.

<sup>27</sup> Wydatki rządowe mogą również stymulować wzrost inwestycji prywatnych. Jak zaznacza M. Gajda-Kantorowska (2011, s. 100), kolejne „cykle” wzrostu popytu zagregowanego (w związku z działaniem mnożnika) przyczyniają się do wzrostu produktywności środków produkcji i powstania efektu podażowego. Reakcja realnej produkcji na stymulację fiskalną jest w rezultacie silniejsza, a efekt podażowy zmniejsza oddziaływanie tej stymulacji na inflację. Rząd, poprzez wydatki inwestycyjne, może zwiększać majątek produkcyjny, co stwarza podstawę do przyspieszania rozwoju sektora prywatnego.

<sup>28</sup> Opóźnienie zewnętrzne dotyczy ujawnienia się skutków danego działania i jest niezależne od organów decyzyjnych, zaś opóźnienie wewnętrzne dotyczy zebrania i przetworzenia informacji przez odpowiednią instytucję oraz czynności administracyjnych, dotyczących zastosowania wybranego instrumentu.

<sup>29</sup> Zgodnie z regulacjami Unii Europejskiej, o których więcej w kolejnych częściach książki, maksymalny poziom deficytu budżetowego wynosi 3% PKB, a długu publicznego 60% PKB.

politykę dyskrecjonalną<sup>30</sup>. Współcześnie jej dylematy wynikają z problemów pogodzenia respektowania zasad odpowiedzialnej polityki fiskalnej z wyzwaniem polityki krótkookresowej. W skrajnie niekorzystnym przypadku polityka fiskalna może obrać nastawienie procykliczne i przyczynić się do potęgowania wahań koniunkturalnych.

Powyższe aspekty nie wyczerpują oczywiście wachlarza wszystkich dylematów, z którymi wiąże się stosowanie instrumentów fiskalnych w celu stabilizacji wahań cyklicznych. Wymienione zostały jedynie kluczowe kwestie z perspektywy podejmowanego problemu badawczego. Efekty stabilizacyjnej funkcji polityki fiskalnej nie są postrzegane jednolicie, co wynika z ewolucji teorii ekonomii oraz procesów umiędzynarodowienia gospodarek i integracji ekonomicznej, o których traktuje dalsza część monografii (podrozdział 1.5, 2.2 oraz 2.4). Wcześniej jednak należy scharakteryzować politykę monetarną jako drugą, najważniejszą dziedzinę polityki makroekonomicznej, mającą zastosowanie w stabilizowaniu koniunktury gospodarczej.

## 1.4. Teoretyczne aspekty oddziaływania polityki monetarnej na wahania koniunktury

Polityka monetarna, która jest realizowana przez bank centralny danego państwa, polega na celowym oddziaływaniu na gospodarkę przez kontrolę ilości pieniądza w obiegu i jego ceny lub kształtowaniu kursu walutowego (Baranowski, Gajewski, 2018, s. 495). Dla realizacji postawionych celów pieniężnych kluczowe znaczenie ma przyjęcie określonej strategii władz monetarnych. Obecnie powszechnie stosowaną strategią wśród banków centralnych jest strategia bezpośredniego celu inflacyjnego (BCI)<sup>31</sup>. Stabilny poziom cen stwarza stabilne warunki prowadzenia działalności gospodarczej, co jest istotnym aspektem zarówno dla przedsiębiorców i konsumentów.

Kontrola inflacji przez władze monetarne sprawia, że stabilizacja koniunktury gospodarczej nie jest *stricte* celem polityki pieniężnej. Stabilizacja aktywności gospodarczej oraz stabilizacja inflacji występują równocześnie w przypadku, gdy wzrost cen ma swoje źródła we wzroście popytu, który przewyższa możliwości jego zaspokojenia (popytowa teoria

---

<sup>30</sup> L. Próchnicki (2008, s. 166) podkreśla, że polityka zrównoważonego budżetu jest współcześnie niemożliwa. W czasie kryzysu, na skutek spadającego poziomu inwestycji, spadają również wpływy podatkowe. W celu pobudzenia gospodarki, konieczny jest wzrost wydatków budżetowych. Skutkiem obu tych przeciwstawnych efektów (zmniejszenie wpływów z podatków oraz wzrost wydatków) jest wzrost poziomu deficytu. Podczas wychodzenia gospodarki z recesji efekty te zmieniają kierunek. Zmiany deficytu budżetowego można z tej perspektywy ująć jako zewnętrzne odzwierciedlenie działań stabilizacyjnych. Rosnący deficyt umożliwia więc utrzymanie stabilnego poziomu wydatków rządowych wraz ze stymulowaniem konsumpcji przez automatyczne stabilizatory. Brak deficytu uniemożliwia realizację polityki antycyklicznej.

<sup>31</sup> Pozostałe główne strategie banków centralnych to najczęściej regulacja kursu walutowego, kontrola podaży pieniądza, stabilność finansowa czy równowaga bilansu płatniczego (Begg i in., 2014, s. 173; Noga, 2017, s. 102; Baranowski, Gajewski, 2018, s. 495).

inflacji)<sup>32</sup>. Możliwa jest jednak sytuacja, w której inflacja jest zbyt wysoka w stosunku do wzrostu gospodarczego. W takich okolicznościach bank centralny wykorzystuje określone instrumenty, aby przywrócić tempo wzrostu cen na pożądany poziom. Tego typu decyzje mogą okazać się nieoptymalne z perspektywy bieżącej koniunktury i stać się przedmiotem krytyki (np. polityków). Wobec tego w celu umożliwienia swobodnego podejmowania decyzji przez władze monetarne, współcześnie kwestią bezdyskusyjną jest niezależność banku centralnego<sup>33</sup>. Ma to na celu udaremnienie ewentualnego nacisku rządu na dodatkową emisję pieniądza, która mogłaby posłużyć finansowaniu deficytu, co z kolei mogłoby prowadzić do wzrostu inflacji i powstania tzw. podatku inflacyjnego, wynikającego z obniżenia siły nabywczej pieniądza. Niezależny bank centralny „nie jest wrażliwy” na polityczny cykl wyborczy i z reguły jest bardziej nastawiony na dbałość o stabilność cen niż wybrani politycy (Bodea, Hicks, 2015, s. 39). Jak jednak często zaznacza się w literaturze, niezależność banku centralnego nie może być celem samym w sobie. Nadrzędnym celem jest dobrobyt społeczeństwa (Meisner, 2004, s. 47).

Punktem wyjścia w analizie mechanizmu oddziaływania na sferę realną gospodarki przez politykę monetarną jest teoria preferencji płynności, która została zaproponowana przez J.M. Keynesa. Ekonomista ten twierdził, że podaż pieniądza jest determinowana przez popyt na pieniądz, który jest uwarunkowany przez trzy motywy: transakcyjny, przezornościowy oraz spekulacyjny. J.M. Keynes jako pierwszy analizował stopę procentową jako determinantę popytu na pieniądz, gdyż wyznacza ona koszt alternatywny posiadania gotówki. Wyższa stopa procentowa oznacza wyższy koszt jej trzymania, co tłumi popyt (korzystniejsze jest lokowanie gotówki w obligacje, gdyż daje to wyższy dochód). Niższa stopa procentowa z kolei zmniejsza ten koszt, stymulując dodatkowy popyt (nieopłacalne staje się posiadanie obligacji, gdyż większe znaczenie ma płynność pieniądza)<sup>34</sup> (Keynes, wyd. 2011, s. 146–154, 173–177). Wynika z tego, że stopa procentowa ma wpływ na kształtowanie się popytu na pieniądz. W aspekcie oddziaływania polityki monetarnej na sferę realną gospodarki istotna jest natomiast kwestia, jak stopa procentowa i podaż pieniądza wpływają na kształtowanie się popytu konsumpcyjnego oraz popytu inwestycyjnego. Zmiana wielkości popytu zagregowanego, przy sztywnym poziomie cen, odbywa się przez realizację polityki monetarnej i regulowanie podaży pieniądza. Zwiększenie masy pieniądza przez władze monetarne przy niezmiennym popycie na pieniądz powoduje obniżkę stopy procentowej. Skłania to ludzi do utrzymania nadwyżki pieniądza wykreowanej przez bank centralny. Następuje zrównoważenie popytu i podaży na rynku pieniężnym przy niższej stopie procentowej równowagi. W rezultacie zwiększa się opłacalność zaciągania kredytu pod inwestycje oraz rośnie zapotrzebowanie na usługi i towary. Popyt zagregowany zwiększa się.

<sup>32</sup> Mimo że rozważania w niniejszej książce nawiązują głównie do endogenicznej koncepcji wahań koniunkturalnych, to należy pamiętać, iż w innych sytuacjach (gdym inflacja ma charakter kosztowy i podażowy), realizacja BCI staje się sporym wyzwaniem dla władz monetarnych.

<sup>33</sup> Niezależność banku centralnego jest gwarantowana prawnie. Można wyróżnić jej cztery rodzaje: instytucjonalną, funkcjonalną, personalną i finansową.

<sup>34</sup> Należy podkreślić podstawowe założenie teorii J.M. Keynesa, że pieniądz i aktywa finansowe są substytutami.

Przy zmniejszeniu podaży pieniądza sytuacja wygląda odwrotnie (Mankiw, Taylor, 2009, s. 346–349).

Zgodnie z powyższym, bank centralny, regulując podaż pieniądza<sup>35</sup>, wpływa na decyzje konsumentów i przedsiębiorców dotyczące zaciągania kredytów, poziomu oszczędności, inwestycji i konsumpcji. W świetle tych rozważań należy podkreślić, że podaż pieniądza jest rozumiana jako agregat M3, w którego zakres wchodzi pozycje węższych agregatów<sup>36</sup> oraz operacje z przyrzeczeniem odkupu i dłużne papiery wartościowe (np. obligacje) z terminem pierwotnym do dwóch lat włącznie.

Działania banku centralnego można więc tradycyjnie rozdzielić na dwie kategorie: politykę ekspansywną (zwaną także polityką luźną, akomodacyjną lub polityką taniego pieniądza, która polega na zwiększaniu podaży pieniądza, zwiększeniu płynności w sektorze bankowym, a w rezultacie pobudzeniu popytu zagregowanego) oraz politykę restrykcyjną (zwaną polityką drogiego pieniądza, która ma na celu zmniejszenie jego podaży, zmniejszenie płynności w sektorze bankowym, a w rezultacie ograniczenie popytu zagregowanego) (Sepkowska, 2013, s. 219; Albiński, Polański, 2015, s. 24).

Mimo że to podaż pieniądza jest niejako głównym czynnikiem regulującym aktywność w gospodarce<sup>37</sup>, debaty na temat realizacji polityki banku centralnego najczęściej odnoszą się do zmian krótkoterminowej stopy procentowej. Podejmując rozważania na temat wpływu polityki monetarnej na sferę realną (produkcję), należy pamiętać bowiem, że współczesne gospodarki rynkowe charakteryzują się dwuszczeblowym systemem bankowym składającym się z banku centralnego i banków komercyjnych<sup>38</sup>, które, dostarczając kapitał pieniężny, znacząco oddziałują na rozwój danych segmentów gospodarki. Ograniczanie i rozszerzanie akcji kredytowych wpływa na długotrwałość i amplitudę wahań koniunktury. Banki mogą więc przyczyniać się do zredukowania tych fluktuacji, złagodzenia negatywnych skutków kryzysu lub przyspieszenia wyjścia z recesji (Bochenek, 2009, s. 13–14). Instrumenty polityki banku centralnego są wymierzone wobec tego bezpośrednio w kształto-

<sup>35</sup> Bezpośrednie stwierdzenie, że bank centralny kontroluje podaż pieniądza, jest w pewnym stopniu uproszczeniem. W rzeczywistości władze monetarne kontrolują bazę monetarną, na którą składają się rezerwy banków komercyjnych i gotówka w obiegu. Bank centralny, wywierając wpływ na rezerwy banków (czyli zmniejszając lub zwiększając bazę monetarną), wywiera wpływ na podaż pieniądza (czyli w ogólnym ujęciu na gotówkę w obiegu i rachunki bankowe). Każda wartość jednostki pieniężnej rezerw bankowych stanowi pokrycie dla większej liczby jednostek pieniężnych na rachunkach, dlatego wartość podaży pieniądza jest większa od wartości bazy monetarnej. Stosunek podaży pieniądza do bazy monetarnej określa się mnożnikiem pieniężnym (Krugman, Wells, 2012, 427–435).

<sup>36</sup> Agregat M1 obejmuje pieniądź gotówkowy oraz rachunki bieżące, z których wypłaty mogą być dokonywane na żądanie. Agregat M2 to wszystkie pozycje agregatu M1 oraz depozyty terminowe do dwóch lat włącznie i z terminem wypowiedzenia do trzech miesięcy włącznie (Grabia, Kwiatkowski, 2018, s. 455).

<sup>37</sup> Zgodnie z teorią preferencji płynności, politykę pieniężną można interpretować zarówno poprzez podaż pieniądza, jak i stopę procentową (Mankiw, Taylor, 2009, s. 349–350).

<sup>38</sup> W niniejszej monografii w celu uproszczenia przytaczane określenie „banki komercyjne” oznacza drugi szczebel sektora bankowego. Banki komercyjne to najliczniejsza grupa podmiotów, na które wpływają decyzje banku centralnego. Obok banków komercyjnych należy także wyróżnić inne typy banków i podmiotów, które mogą odgrywać istotną rolę w gospodarce.

wanie odpowiedniego zachowania banków komercyjnych (Wiśniewski, Skopowski, 2014, s. 7; Bukowski, Bukowska, 2017, s. 160). Władze monetarne stosują taką kombinację swoich narzędzi, aby końcowa wartość krótkoterminowej stopy na rynku międzybankowym, będącej wskaźnikiem operacyjnym realizowanej polityki, odpowiadała poziomowi stopy podstawowej, co przekłada się na poziom stóp depozytowych i kredytowych oraz stóp długoterminowych. Banki centralne wyznaczają kilka rodzajów podstawowych stóp procentowych, które stanowią punkt odniesienia dla podmiotów sektora bankowego, dokonujących transakcji na rynku międzybankowym. Zmiana tych stóp jest więc swego rodzaju sygnałem wskazującym kierunek, w którym będzie prowadzona polityka pieniężna (Rosiek, 2011, s. 121; Żywiecka, 2017, s. 140).

W celu kontroli podaży pieniądza oraz rynkowej krótkoterminowej stopy procentowej, interwencje władz monetarnych są dokonywane za pomocą szeregu instrumentów o różnorodnym charakterze<sup>39</sup> (Marszałek, 2009, s. 33; Wiśniewski, Skopowski, 2014, s. 4; Noga, 2017, s. 109). Oprócz ustalania wysokości stóp podstawowych istotnym narzędziem polityki pieniężnej są operacje otwartego rynku. Bank centralny, w zależności od sytuacji w gospodarce, kupuje bądź sprzedaje papiery wartościowe. W czasie braku płynności sektora bankowego, władze monetarne wykupują papiery zwiększając tym samym ilość pieniądza. W sytuacji odwrotnej, tj. nadpłynności w sektorze bankowym, bank centralny emituje i sprzedaje pozycje (Noga, 2017, s. 111). Przez te działania kontroluje się płynność i fundusze banków komercyjnych.

Kolejnym instrument polityki monetarnej to rezerwa obowiązkowa. Jest to poziom depozytów banków komercyjnych trzymany w banku centralnym. Są one obowiązkowe, a ich wysokość jest ustalana przez władze monetarne. Oddziaływanie na podaż pieniądza odbywa się przez dostępność i koszt kredytu. Istotą jest zmniejszanie wpływu płynności banków komercyjnych na poziom stopy procentowej. Wyższa rezerwa obowiązkowa naturalnie ogranicza możliwość akcji kredytowej banków i oddziałuje na poziom agregatów pieniężnych (Meisner, 2004, s. 46; Noga, 2017, s. 112).

Zwiększenie akcji kredytowej banków komercyjnych może odbywać się przez tzw. operacje refinansowe, które są kolejnym instrumentem polityki monetarnej. Są to kredyty udzielane przez bank centralny, bankom komercyjnym, które mogą w ten sposób zwiększyć

---

<sup>39</sup> Ich klasyfikację można rozpatrywać w różnych ujęciach. Na przykład, w zależności od rodzaju polityki pieniężnej wyróżnia się instrumenty polityki ustrojowej (akty prawne) i procesowej (zbiór narzędzi oddziałujących na proces gospodarowania pieniądzem). W zależności od możliwości oddziaływania narzędzi na mechanizm rynkowy wyróżnia się instrumenty administracyjne (nakazywanie określonych działań przez bank centralny bankom komercyjnym w formie aktów prawnych) oraz instrumenty rynkowe (bank centralny jest równorzędny wobec banków komercyjnych). Klasyfikując instrumenty wg typów, należy wyróżnić narzędzia jakościowe (np. warunki udzielania kredytu, oprocentowanie) i ilościowe (płynność bankowa, wielkość obiegu pieniądza). Wspomnieć należy również o podziale na narzędzia kontroli ogólnej (takie same oddziaływanie na wszystkie podmioty) oraz kontroli selektywnej (różna intensywność wpływu na poszczególne grupy podmiotów). Dodatkowy podział może być dokonany w oparciu o wyodrębnienie instrumentów standardowych (kanon instrumentów powszechnie uznanych w gospodarkach rynkowych), niestandardowych (stosowane wyjątkowo, np. podczas kryzysu) oraz narzędzi perswazyjnych (tzw. presja moralna) (Marszałek, 2009, s. 33; Wiśniewski, Skopowski, 2014, s. 4).



żyć akcją kredytową. Instrumentem ograniczającym podaż pieniądza na rynku może być też ilościowe limitowanie kredytów poprzez rozwiązania administracyjne. Bank centralny ustala ilościowo poziom kredytów, jakie mogą być udzielane przez banki komercyjne. Sposób ten z reguły stosuje się w wypadku nieskuteczności innych instrumentów ukierunkowanych na zmniejszenie podaży pieniądza (Meisner, 2004, s. 46). W literaturze przedmiotu jako jeden z podstawowych instrumentów polityki monetarnej wymienia się również operacje depozytowo-kredytowe. Polegają one na dostarczeniu lub zaabsorbowaniu środków pieniężnych na koniec dnia (Blanchard, 2017, s. 966).

Powyższe instrumenty wchodzące w zakres tzw. konwencjonalnej (standardowej) polityki monetarnej mogą okazać się jednak niewystarczające wobec dużej skali załamania gospodarczego. Dalsze obniżanie poziomu nominalnych stóp procentowych (do poziomu bliskiego zeru lub nawet ujemnego) jest utrudnione i ryzykowne. Ich wpływ na sferę realną gospodarki nie jest jeszcze zbadany w wystarczającym stopniu. Kwestia ta będzie przedmiotem rozważań w odniesieniu do realizacji polityki monetarnej przez Europejski Bank Centralny w podrozdziałach 4.1 oraz 4.4. W tym miejscu należy podkreślić, że polityka bliskich zera lub ujemnych stóp procentowych może być uzupełniana tzw. działaniami niekonwencjonalnymi, czyli niestandardową polityką monetarną<sup>40</sup> (Skibińska-Fabrowska, 2017, s. 379). Instrumenty takiej polityki umożliwiają elastyczne reagowanie w przypadku sytuacji zagrażających stabilności makroekonomicznej i sektora bankowego. Najczęściej jest to stosowanie standardowych narzędzi monetarnych w nietypowy sposób (m.in. złagodzenie warunków dostępności i częstotliwości kredytu, wydłużenie terminów, rozszerzenie listy dopuszczonych do współpracy partnerów), ale również i podejmowanie nowych interwencji zwiększających płynność w sektorze bankowym. Niestandardową politykę pieniężną można podzielić głównie na werbalną formę zarządzania oczekiwaniami podmiotów gospodarczych (*forward guidance*), „poluzowanie ilościowe”, czyli wzrost podaży pieniądza przez zakup aktywów przez bank centralny (*quantitative easing*) oraz wzrost płynności sektora bankowego poprzez zmiany struktury bilansu banku centralnego (*qualitative easing*)<sup>41</sup> (Dudkiewicz, Przybylska-Kapuścińska, 2017, s. 170–173). Skalę interwencji niestandardowych można zatem mierzyć za pomocą zmian płynności sektora bankowego, poziomu aktywów i pasywów bilansu banku centralnego lub agregatu M3 (Janus, 2013, s. 4; Polański, 2014, s. 136–137; Driffill, 2016, s. 388).

Wpływ instrumentów monetarnych na sferę realną odbywa się przez tzw. kanały transmisji, czyli sekwencje związków przyczynowo-skutkowych (Baranowski, Gajewski, 2018, s. 500) wywołanych przez impuls monetarny. Impuls ten oznacza zmianę wielkości pieniężnych, będących skutkiem działalności banku centralnego (zmian w instrumentach monetarnych). W literaturze najczęściej wymienia się takie kanały jak: kanał stopy procentowej, kanał kredytowy, kanał oczekiwań i kanał kursu walutowego (Bofinger, 2001, s. 72). Zwraca

<sup>40</sup> Literatura przedmiotu wskazuje, że ustalenie nominalnych stóp procentowych na ujemnym poziomie też jest działaniem niestandardowym. J. Driffill (2016, s. 389) twierdzi natomiast, że używanie obecnie terminu „niekonwencjonalna polityka monetarna” jest niewłaściwe, ponieważ taka polityka stała się już nowym standardem.

<sup>41</sup> Zmiana struktury bilansu najczęściej oznacza wzrost udziału aktywów niskiej jakości.

się również uwagę na kanał cen aktywów (Rosiek, 2011, s. 121; Przybylska-Kapuścińska, 2017, s. 77–89).

Jak już zaakcentowano powyżej, przez kanał stopy procentowej władze monetarne oddziałują bezpośrednio na krótkoterminowe stopy procentowe na rynku międzybankowym. Przekłada się to na poziom rynkowych stóp depozytowych i kredytowych (Rosiek, 2011, s. 121). Wzrost stopy procentowej oznacza zwiększenie kosztu pieniądza, obniżenie inwestycji i konsumpcji, a w rezultacie spadek produkcji i inflacji (Baranowski, Gajewski, 2018, s. 500). Kanał kredytowy jest natomiast *de facto* uzupełnieniem kanału stóp procentowych. Wpływa on na sferę realną przez pożyczki bankowe oraz bilanse podmiotów gospodarujących (Mishkin, 1996, s. 11–15).

Kolejny kanał transmisji monetarnej to kanał oczekiwań. Jego skuteczność jest uwarunkowana tym, że uczestnicy rynku muszą wierzyć w deklaracje władz monetarnych dotyczące determinacji w realizacji założonego celu inflacyjnego (Przybylska-Kapuścińska, 2017, s. 78, 87). W takiej sytuacji wzrost stopy procentowej powoduje spadek oczekiwań co do przyszłej inflacji i przez mechanizm ustalania płac powoduje obniżenie kosztów produkcji, a w dalszej kolejności tempa wzrostu cen<sup>42</sup> (Baranowski, Gajewski, 2018, s. 500).

Istotnym mechanizmem, mogącym mieć zastosowanie w stabilizowaniu koniunktury gospodarczej, jest kanał kursu walutowego<sup>43</sup>. W systemie kursów płynnych może on spełniać rolę automatycznego stabilizatora koniunktury, gdyż sytuacja gospodarcza jest jednym z najważniejszych uwarunkowań kształtowania się ceny waluty. W momencie wystąpienia niekorzystnej koniunktury w gospodarce krajowej występuje szereg zdarzeń, jak m.in. pogorszenie sytuacji budżetowej, poluzowanie polityki monetarnej i obniżenie stopy procentowej. Powoduje to odpływ kapitału za granicę. W takich warunkach naturalnym spodziewanym efektem jest deprecjacja waluty krajowej. W wyniku tego następuje polepszenie cenowej konkurencyjności eksportu (dobra krajowe w takiej sytuacji są tańsze względem dóbr zagranicznych), która doraźnie przyczynia się do poprawy wymiany handlowej, wzrostu wydatków zagregowanych i wzrostu gospodarczego (Pronobis, 2017, s. 300–302; Przybylska-Kapuścińska, 2017, s. 80). W okresie ekspansji gospodarki sytuacja wygląda odwrotnie na skutek aprecjacji waluty krajowej.

Ostatni przytoczony kanał transmisji monetarnej – cen aktywów – uwzględnia aspekt oddziaływania decyzji władz monetarnych na rentowność papierów wartościowych oraz konsumpcję i inwestycje podmiotów ze sfery realnej. Między ceną akcji a poziomem stopy procentowej istnieje odwrotna zależność. Spadek stopy oznacza wzrost popytu na akcje

---

<sup>42</sup> Wtedy jednak pojawia się dylemat władz monetarnych co do jednoznacznego zobowiązania do realizacji przyjętej polityki. Odstępstwo od ogłoszonej reguły może dać krótkookresowe korzyści kosztem celu długookresowego (Przybylska-Kapuścińska, 2017, s. 78, 87). Wiąże się to jednak z utratą wiarygodności banku centralnego.

<sup>43</sup> Polityka kursowa obok polityki fiskalnej i pieniężnej jest z reguły wskazywana jako oddzielna dziedzina polityki makroekonomicznej. Należy jednak uwzględnić, że jest ona ściśle powiązana z polityką prowadzoną przez bank centralny. Niektórzy autorzy traktują ją jako dziedzinę polityki monetarnej. Kurs walutowy może być rozpatrywany zarówno w kategoriach strategii władz monetarnych (szczególnie przez małe otwarte gospodarki), jak i instrument służący przywracaniu równowagi bilansu płatniczego i poprawie konkurencyjności eksportu.



(jest to bardziej opłacalne aniżeli tradycyjna lokata bankowa). W warunkach niskich stóp procentowych może nastąpić też dodatkowy zakup papierów wartościowych finansowany kredytem (Przybylska-Kapuścińska, 2017, s. 79).

Podsumowując, należy uznać, że istnieje bardzo szeroki wachlarz sposobów stabilizowania wahań koniunkturalnych przez politykę monetarną. Wraz z samymi instrumentami kluczowe są również zasady, którymi władze monetarne będą się kierowały podczas realizacji tej polityki. W ostatnich latach dominującym, powszechnie akceptowanym sposobem prowadzenia polityki makroekonomicznej było prowadzenie polityki wg zadeklarowanych reguł. Sposób ten polega na oznajmieniu społeczeństwu z wyprzedzeniem, jak i czy w ogóle organy decyzyjne będą reagować na możliwe przyszłe wahania aktywności ekonomicznej.

W kontekście oddziaływania instrumentów monetarnych na gospodarkę należy również podkreślić, że ich oddziaływanie jest bardziej pośrednie niż wpływ instrumentów fiskalnych, które wprost przesuwają środki do dyspozycji podmiotów gospodarczych (Samuelson, Nordhaus, 2007, s. 447). Reakcja podmiotów gospodarczych nie zawsze może okazać się adekwatna do podjętych działań.

Polityka monetarna cechuje się ponadto dużymi opóźnieniami zewnętrznymi. Okres reakcji inwestorów na obniżkę stóp procentowych oraz sam czas realizacji inwestycji i wzrost konsumpcji finansowanej pożyczkami może sięgać nawet kilku kwartałów. W tym kontekście zawsze należy wziąć pod uwagę możliwość procyklicznego oddziaływania instrumentów monetarnych. Małe są natomiast opóźnienia wewnętrzne. Niezależne władze monetarne mogą dość szybko podjąć decyzję o obniżce stóp procentowych lub zmienić rozmiary operacji otwartego rynku.

Dla realizacji polityki monetarnej szczególnie istotne znaczenie ma globalizacja, procesy integracyjne gospodarek rynkowych oraz wiążąca się z tymi zjawiskami liberalizacja przepływów kapitałowych. Czynniki te nie pozostają obojętne zarówno dla autonomii podejmowania decyzji przez władze monetarne, jak i samych efektów polityki monetarnej. Powyższe zagadnienia stanowią przedmiot rozważań w podrozdziale 2.2.

Stopień akceptacji wszelkich dylematów i ograniczeń w realizacji polityki pieniężnej, a także sam sposób jej prowadzenia wynika z przyjętej koncepcji teoretycznej. Przedstawione w tej części pracy instrumenty łagodzenia wahań koniunkturalnych są przedmiotem sporu przedstawicieli wielu nurtów makroekonomicznych. Z tego względu rozpatrywanie istoty stabilizowania koniunktury musi być uzupełnione o scharakteryzowanie w ujęciu chronologicznym głównych teorii ekonomii, a także historii gospodarczej. Poszczególne doktryny ekonomiczne definiują funkcje i cele państwa, a to z kolei nadaje kształt i rangę polityce stabilizacyjnej. W istocie determinuje to dzisiejsze postrzeganie tego zagadnienia.

## 1.5. Ewolucja poglądów na politykę stabilizacyjną

Ze względu na ewolucję teorii ekonomicznych oraz powstawanie nowych rozwiązań instytucjonalnych, problem roli państwa w gospodarce jest cały czas aktualny (Heller, 2009, s. 27–28). W kwestii poglądów na politykę stabilizacyjną, spór pomiędzy reprezentantami głównych nurtów makroekonomicznych dotyczy wszystkich zagadnień związanych z tym

zjawiskiem — od precyzowania celów i zasadności tej polityki do sposobów i narzędzi interwencji (Lubiński, 2017, s. 9).

Próby neutralizowania niekorzystnych skutków cykliczności rozwoju gospodarczego w krajach kapitalistycznych początkowo były realizowane za pomocą polityki protekcjonizmu. W pierwszych dziesięcioleciach XX w. funkcje i zakres ingerencji państwa w gospodarke znacznie wzrosły, co niejednokrotnie prowadziło do dyktatury (Gaweł, 2004, s. 146). Początków koncepcji stabilizowania gospodarki należy doszukiwać się jednak w latach 30. XX w. Wystąpienie tzw. Wielkiego Kryzysu (*Great Depression*) w Stanach Zjednoczonych Ameryki (USA), spowodowało realizację szeregu reform ekonomiczno-społecznych pod nazwą Nowy Ład (*New Deal*). Polegały one m.in. na wprowadzeniu opieki socjalnej (płaca minimalna, emerytury, ubezpieczenia) i programów robót publicznych, zwiększeniu przywilejów związków zawodowych czy też wprowadzeniu cen gwarantowanych produktów własnych dla przedsiębiorców. Zamysłem projektu było pobudzenie gospodarki. W tym celu zakazano również wymiany dolara na złoto wraz z dewaluacją waluty, co skutkowało ożywieniem handlu zagranicznego<sup>44</sup> (Szpak, 1997, s. 193–194).

Ekonomiści i ludzie praktyki gospodarczej, pamiętając wielką recesję z lat 30. XX w., chcieli zapobiegać podobnym zjawiskom w przyszłości. W rozwoju myśli ekonomicznej istotnym wydarzeniem było opublikowanie w 1936 r. przez J.M. Keynesa pracy pt. *Ogólna teoria zatrudnienia, procentu i pieniądza*. Dzieło to stanowiło punkt zwrotny w dyskusji na temat celów i zasad polityki makroekonomicznej.

Istotną kwestią w ujęciu teorii keynesowskiej, którą częściowo scharakteryzowano już w poprzednich częściach pracy, było to, że ingerencja państwa miała zupełnie inny charakter niż ówczesnie znany etatyzm postulowany przez merkantylistów, centralne planowanie realizowane w gospodarkach socjalistycznych lub propagowane przez marksizm przejęcie przez państwo środków produkcji. Interwencja miała dotyczyć mechanizmów rynkowych na szczeblu makroekonomicznym, które przy zachowaniu wolności gospodarczej, własności prywatnej oraz swobody podejmowania decyzji przez konsumentów i przedsiębiorców, działałyby jako czynnik stabilizujący.

Teoria J.M. Keynesa zakwestionowała dotychczasowy pogląd zwolenników ekonomii neoklasycznej, w myśl którego rynek towarowy, pieniężny i rynek pracy funkcjonują w izolacji, a każdy z nich posiada efektywne mechanizmy przywracające je do równowagi (Kwiatkowski, 2018, s. 534). Stopa procentowa nie zapewnia zrównywania się inwestycji i oszczędności, a płace i ceny są sztywne. Wobec tego uzasadnionym działaniem ze strony państwa jest stymulowanie popytu zagregowanego.

Według keynesistów, w procesie tym większą skutecznością cechuje się polityka fiskalna niż monetarna. Wpływa ona pozytywnie na produkcję i dochody, zmniejsza nierówności, poprawia jakość kapitału ludzkiego i przynosi niezmierzone korzyści społeczne (Arestis, 2014, s. 233). Polityka pieniężna zaś ma wpływ na zagregowany popyt poprzez stopę procentową. Bank centralny powinien regulować ją w taki sposób, aby względnie wzrosła krańcowa efektywność kapitału. Inwestycje w gospodarce są uruchamiane w przypadku, gdy jest

<sup>44</sup> *New Deal* częściowo ograniczył negatywne skutki recesji, ale USA osiągnęły długotrwały wzrost gospodarczy dopiero na skutek wydatków i produkcji związanej z II wojną światową (Szpak, 1997, s. 194).

ona wyższa niż stopa procentowa. W takiej sytuacji podmioty gospodarcze zaciągają kredyty (do momentu zrównania się tej stopy z krańcową efektywnością kapitału oraz do osiągnięcia stanu pełnego zatrudnienia) (Keynes, wyd. 2011, s. 342–343). Skuteczność polityki pieniężnej jest jednak ograniczona przez tzw. pułapkę płynności. Pojawia się ona wraz z malejącą stopą procentową, a więc ryzyko jej wystąpienia wzrasta w miarę coraz bardziej ekspansywnej polityki pieniężnej. Przy niskich stopach procentowych podmioty gospodarcze oczekują jej wzrostu. Gdyby do niej doszło, oznaczałoby to również spadek cen rynkowych aktywów. Rośnie więc nieograniczony popyt na pieniądź, gdyż nikt nie chce nadal utrzymywać aktywów, z których przewidywana jest strata. W takiej sytuacji ekspansywna polityka monetarna staje się nieefektywna, gdyż każdy wzrost podaży pieniądza nie powoduje obniżenia stopy procentowej. Podaż ta jest pochłaniana przez rosnący popyt (Krawczyk, 2013, s. 475). Przewaga polityki fiskalnej wynika też z bezpośredniego oddziaływania. Skutki jej zastosowania są bardziej przewidywalne i szybsze aniżeli impulsy monetarne.

Polityka makroekonomiczna, wg teorii keynesowskiej, może być finansowana przez wzrost emisji pieniądza na skutek nisko oprocentowanych kredytów. Wadą tego rozwiązania jest ryzyko nadmiernej inflacji, aczkolwiek jest ono zależne od stopnia wykorzystania czynników produkcji (przede wszystkim siły roboczej) i głębokości kryzysu (różnicą pomiędzy zagregowanym popytem a podażą). Innym sposobem finansowania polityki państwa jest aktywizacja kapitału pieniężnego przez dług publiczny. To rozwiązanie, wg keynesistów, również nie niesie nadmiernego ryzyka, ponieważ emisja dodatkowych obligacji spowoduje, że środki będące w dyspozycji podmiotów gospodarczych, zostaną przeznaczone na ożywienie koniunktury (Czaja, Becla, 2012, s. 66). Z tego względu oszczędności wg J.M. Keynesa są hamulcem wzrostu gospodarczego. W rozumieniu tej koncepcji kraje w okresie złej koniunktury mogą zadłużać się w celu stymulowania popytu, a w czasie dobrej koniunktury — spłacać nagromadzone długi. Stanowisko to było całkowicie sprzeczne z podejściem klasycznym, którego przedstawiciele optowali za zrównoważonym budżetem, podkreślając, że deficyt skutkuje spadkiem wartości pieniądza.

Po Wielkim Kryzysie ekonomiści skonfrontowali się z zestawem pomysłów, które wyłoniły się z ogólnej teorii J.M. Keynesa. Umacnianie się keynesizmu w latach 30. XX w. doprowadziło do złagodzenia skrajnego stanowiska neoklasycznego, którego głównym przedstawicielem w tamtym okresie był A.C. Pigou. Efektem był swego rodzaju kompromis, wyrażający się w zasadności zarówno teorii keynesowskiej (sprawdzającej się w warunkach sztywności płac nominalnych), jak i neoklasycznej (sprawdzającej się w warunkach elastyczności płac nominalnych). Podstawą analizy oddziaływania polityki makroekonomicznej na gospodarkę został model IS-LM, skonstruowany w pierwszej wersji przez ucznia J.M. Keynesa — J. Hicksa. Model ten obrazował stan jednoczesnej równowagi na rynku dóbr i pieniądza przy określonym dochodzie narodowym i przy danej stopie procentowej (Dębniński, Hryciuk, 2002, s. 161; Kwiatkowski, 2018, s. 534).

Utrzymanie odpowiedniego popytu za pomocą narzędzi polityki fiskalnej i monetarnej stało się głównym przedmiotem zainteresowania polityki makroekonomicznej. Bardzo dobre wyniki gospodarki amerykańskiej i brytyjskiej podczas II wojny światowej były postrzegane jako „dowód siły” polityki fiskalnej. Kolejne dobre wyniki rozwiniętych gospodarek doprowadziły do wielkiego zaufania do zdolności polityki stabilizacyjnej (Blanchard, Sum-

mers, 2017, s. 3). W wielu krajach stabilizacja gospodarki była bezpośrednio lub pośrednio uznana za cel polityki gospodarczej państwa. Tezy teorii keynesowskiej były szczególnie widoczne w polityce gospodarczej Niemiec od 1967 r. (Barczyk, Lubiński, 2009, s. 55). W Wielkiej Brytanii w Białej Księdze opublikowanej w 1944 r. uznano, że jednym z głównych celów rządu jest stabilny i wysoki poziom zatrudnienia. W USA natomiast zbliżone przekonania zawarto w przyjętej w 1946 r. ustawie o zatrudnieniu. Uznano, że odpowiedzialność państwa w aspekcie stabilizowania gospodarki odnosi się do dwóch aspektów: po pierwsze państwo powinno unikać nagłych zmian, które mogą wywołać wahania koniunktury, a po drugie powinno reagować na zmiany w sektorze prywatnym w celu stymulowania popytu zagregowanego (Mankiw, Taylor, 2009, s. 361).

Ideologia keynesizmu powstawała (i początkowo była realizowana) w czasach ustawicznego niewykorzystywania czynników produkcji. Takie warunki były sprzyjające dla propopytowej działalności państwa (Balcerzak, 2012, s. 179). Istotnym wydarzeniem, które wpłynęło na poglądy na politykę stabilizacyjną, było wprowadzenie do analizy krzywej Phillipsa w 1958 r. Łączyła ona nominalną stronę gospodarki (stopa wzrostu płac nominalnych) ze stroną realną (bezrobocie). Zależność zaobserwowana w latach 1861–1957 w Wielkiej Brytanii przez nowozelandzkiego ekonomistę A. Phillipsa, sugerowała istnienie odwrotnej zależności między dwoma wspomnianymi zjawiskami. Ujemnie nachylona krzywa miała kluczowe znaczenie dla polityki stabilizacyjnej w tamtym okresie, szczególnie po jej modyfikacji i wysunięciu przez P.A. Samuelsona i R.M. Solowa zależności między inflacją a bezrobociem. Uwzględnienie jej w analizie wywołało następujące konsekwencje. Po pierwsze, przyjmując założenie wymienności tempa wzrostu cen i poziomu bezrobocia, w warunkach niepełnego zatrudnienia polityka monetarna może być wykorzystania w celach stabilizacyjnych. Bank centralny przez swoje działania może obniżać poziom bezrobocia, jednocześnie uznając, że koszty inflacji nie są duże. Uznano, że pobudzanie popytu zagregowanego nie spowoduje wzrostu cen, dopóki poziom produkcji będzie znajdował się poniżej poziomu produkcji potencjalnej (Marszałek, 2009, s. 50–51; Grabia, Kwiatkowski, 2018, s. 483). Po drugie, uwzględnienie krzywej Phillipsa w realizacji polityki makroekonomicznej doprowadziło do uogólnienia teorii J.M. Keynesa. Założono, że interwencja państwa jest konieczna zarówno w okresie recesji, jak i silnego ożywienia grożącego wysoką inflacją. Na uogólnienie zasad interwencjonizmu państwowego miała również wpływ koncepcja pomiaru produktu potencjalnego przedstawionej przez A. Okuna oraz wykazana ujemna zależność między luką produktową a stopą bezrobocia (Balcerzak, 2009, s. 167–177; Krugman, Wells, 2012, s. 684). Interwencjonizm ewoluował więc w kierunku oddziaływania antycyklicznego, czyli na każdym etapie cyklu koniunkturalnego.

Po II wojnie światowej amplituda wahań aktywności gospodarczej zmniejszała się. Cykliczny rozwój gospodarki charakteryzował się naprzemiennym hamowaniem i przyspieszaniem dynamiki wzrostu, a nie spadkiem wartości absolutnych (cykle koniunkturalne zaczęły „przeobrażać się” z cykli klasycznych w cykle współczesne). Stąd w ówczesnym okresie wysokorozwinięte gospodarki nie charakteryzowały się permanentnym niewykorzystaniem czynników produkcji<sup>45</sup>. Z biegiem czasu zaczęły pojawiać się wątpliwości doty-

<sup>45</sup> Z tego względu keynesiści postulowali stabilizację popytu na poziomie produkcji potencjalnej, a nie permanentnym jego zwiększaniem (Barczyk, Lubiński, 2009, s. 55).

część sukcesu keynesizmu w latach powojennych. Uważano, że dobre wyniki ówczesnych gospodarek wynikają ze splotu zewnętrznych, korzystnych okoliczności i dominacji sektora prywatnego (Barczyk, Lubiński, 2009, s. 55).

Sceptycyzm co do skuteczności polityki stabilizacyjnej zaczął narastać w latach 60. XX w. Punktem zwrotnym były zaś lata 70. i kryzys naftowy. Po wybuchu wojny izraelsko-arabskiej członkowie organizacji krajów eksportujących ropę naftową w dużym stopniu ograniczyły jej podaż głównie wobec USA i krajów Europy Zachodniej. Cena ropy drastycznie wzrosła, co wywołało negatywny szok podaży. Wystąpiło zjawisko dotąd nieznane teoretykom i praktykom gospodarczym — stagflacja. Przy znaczącej inflacji, której wg koncepcji J.M. Keynesa towarzyszyć ma wzrost koniunktury, tym razem wystąpiła stagnacja gospodarcza. Walka ze stagflacją okazała się niezwykle trudna dla polityki monetarnej (z jednej strony, aby zwalczyć inflację, należałoby zaostrzyć politykę, z drugiej zaś, aby pobudzić aktywność gospodarczą, należałoby ją łagodzić). Utrudnieniem w realizacji skutecznej polityki fiskalnej był nagromadzony przez kraje dług publiczny.

Jak zaznacza G. Mankiw (1990, s. 1648), zbieg tych okoliczności sprawił, że w debacie makroekonomicznej keynesizm ustąpił miejsca monetaryzmowi. Przedstawiciele tego nurtu z M. Friedmanem na czele, powracając do ilościowej teorii pieniądza i uznania inflacji za zjawisko pieniężne, postulowali realizację polityki monetarnej, polegającej na kontrolowaniu poziomu cen poprzez regulację wzrostu podaży pieniądza w tempie wzrostu produkcji. Za podstawowy problem gospodarki uznano nadmierną inflację (Barczyk, Lubiński, 2009, s. 57). Stała stopa wzrostu podaży pieniądza przyczynia się również do utrzymania stabilnego popytu (Hall, Taylor, 2000, s. 234). W przeciwieństwie do keynesizmu, monetarysty twierdzili, że popyt na pieniądź jest stabilny, a zmiany podaży pieniądza, spowodowane działaniem władz monetarnych są przyczyną zaburzeń stabilności gospodarczej (Friedman, wyd. 2008, s. 111).

Zasadność stabilizacji koniunktury była negowana. Polityka fiskalna została „zdyskwalifikowana” ze względu na opóźnienia oraz występowanie efektu wypierania<sup>46</sup> (Lubiński, 2017, s. 13). Skuteczną ekspansję fiskalną, zdaniem monetarystów ograniczała również postulowana hipoteza dochodu permanentnego<sup>47</sup>. Stwierdzono, że interwencjonizm państwowy, nie tylko nie ogranicza wahań cyklicznych, ale je dodatkowo generuje — interwencje charakteryzują się procyklicznością. Uznano, że ekspansywna polityka monetarna powoduje jedynie wzrost cen, a nie produkcji, gdyż na skutek wzrostu podaży pieniądza stopa procentowa maleje. Skutkuje to wzrostem inwestycji oraz popytu konsumpcyjnego, a w konsekwencji wzrostem płac i inflacji, co powoduje spadek realnej podaży pieniądza. Ostatecznie, częściowy wzrost produkcji jest niweczony (Warżała, 2011, s. 84).

Na sformułowanie powyższych wniosków wpływ miała analiza i negacja krzywej Philipsa dokonana przez M. Friedmana i E. Phelps. Badania nad prezentowaną przez tę krzywą długookresową zależnością doprowadziły do konkluzji, że powodująca wysokie koszty in-

<sup>46</sup> Keynesiści uznawali, że efekt wypierania nie ma istotnego znaczenia, ponieważ kierunki inwestycji prywatnych i publicznych są różne.

<sup>47</sup> Zgodnie z tą hipotezą, wydatki konsumpcyjne nie zależą od bieżącego dochodu, lecz od dochodu przeciętnego, spodziewanego w trakcie całego życia. J.M. Keynes natomiast twierdził, że wydatki konsumpcyjne są zależne od bieżących dochodów.

flacja, nie jest wymienna z poziomem bezrobocia. Włączając do równania oczekiwaną inflację, stwierdzono, że zależność ta nie sprawdzi się ze względu na dokonanie korekty swojego zachowania przez uczestników rynku. Wzrost inflacji spowoduje jedynie krótkookresowy spadek bezrobocia. W myśl tej koncepcji krzywa Philipsa jest pionową prostą, a bezrobocie ustala się na poziomie naturalnym, zwanym bezrobociem równowagi (Marszałek, 2009, s. 55–56; Burda, Wyplosz, 2012, s. 817). Monetaryści podobnie jak klasycy uważali, że pieniądz jest neutralny, a polityka pieniężna nie wpływa na zmienne realne w długim okresie<sup>48</sup>.

Pomimo wyraźnych rozbieżności pomiędzy poglądami keynesistów i monetarystów należy podkreślić, że występowały też podobieństwa. M.D. Bordo oraz A.J. Schwartz zaznaczają, że zwolennicy monetaryzmu również analizowali model IS-LM w celu oceny optymalnego wariantu polityki fiskalnej i monetarnej<sup>49</sup> (Bordo, Schwartz, 2004, s. 221). Oznacza to, że w pewnym stopniu uwzględniali prowadzenie polityki stabilizacyjnej. Jak podkreśla A.S. Blinder (1988, s. 111), chociaż rzeczywiste skutki wahań popytu są często nazywane „efektami keynesowskimi”, większość monetarystów uznawało ich koncepcję (przynajmniej, jeśli chodzi o politykę pieniężną). Pomimo że monetaryści bardziej wierzyli w samooczyszczanie się rynków, niewątpliwym podobieństwem z teorią keynesowską było też uznanie przez M. Friedmana ograniczonej elastyczności cen i płac (Hall, Taylor, 2000, s. 234). Monetaryzm nie jest więc całkowitym przeciwieństwem keynesizmu, lecz doktryną ukształtowaną pod jej wpływem i kontynuacją podejścia makroekonomicznego<sup>50</sup> (Godłów-Legiędź, 2018, s. 65).

Dominacja monetaryzmu nie oznaczała więc zniknięcia ekonomii keynesowskiej. Zamiast tego, modele z lat 70 XX w. zaczęły zawierać najważniejsze z monetarystycznych założeń, uzyskując w ten sposób nową syntezę. Politykę pieniężną zaczęto traktować jako jedną, jeśli nie jedyną, determinantę zagregowanego popytu w modelu IS-LM J. Hicksa (Woodford, 2000, s. 18). Wiarę w ekonomię keynesowską przywracał rozwój zdrowych podstaw mikroekonomii. Keynesiści w swych modelach dodali zmienne po stronie podaży (jak ceny ropy naftowej lub importu) do tego co do tej pory było wyłącznie teorią zorientowaną na popyt. Wkrótce potem, szoki podażowe zostały również dołączone do analizy krzywej Phillipsa. Zdaniem A.S. Blindera (1988, s. 114), modele te bardzo dobrze odzwierciedlały dane gospodarki USA z lat 70. i 80 XX w.

Nie bez znaczenia pozostawały również głosy krytyki wobec szkoły monetarystycznej. Główne trudności w realizacji polityki wg tego nurtu to słaba przewidywalność oraz niestabilność popytu na pieniądz. Keynesiści zwracali uwagę na te dwa aspekty na długo przed

<sup>48</sup> Jak podkreśla P. Krugman i R. Wells (2012, s. 563), klasycy już przed 1930 r. mieli świadomość, że zmiana podaży pieniądza w krótkim okresie powoduje zmiany zagregowanej produkcji. Podkreślając jednak znaczenie długiego okresu, uważali ten efekt za nieistotny.

<sup>49</sup> Parametry w koncepcji keynesizmu i monetaryzmu istotnie się jednak różniły. Keynesiści uważali, że krzywa IS jest stroma, a LM płaska, co oznaczało większą skuteczność polityki fiskalnej w oddziaływaniu na dochód narodowy. Monetaryści twierdzili zaś, że krzywa IS jest płaska, a LM stroma, co wskazywało na niską efektywność polityki pieniężnej w procesie stymulowania gospodarki i wiążący się z takim zabiegiem efekt wzrostu cen.

<sup>50</sup> Sam M. Friedman (1970, za: Godłów-Legiędź, 2018, s. 65) pisał: Gdyby Keynes dzisiaj żył, niewątpliwie byłby na czele kontrrewolucji.



wcielaniem w życie koncepcji monetaryzmu. Lata 80. XX w. charakteryzowały się zmiennością szybkości obrotu pieniężnego spowodowaną wprowadzaniem nowych instrumentów finansowych, co z kolei oddziaływało na popyt na pieniądź. Liberalizacja finansowa destabilizuje więc relacje makroekonomiczne, które stanowią fundament monetaryzmu. Zwolennicy tego nurtu za główny sukces uważają spadek inflacji w latach 80. (ponieważ wzrost podaży pieniądza był w tym dziesięcioleciu znacznie niższy niż wcześniej), niemniej jednak jego przeciwnicy wskazują, że obniżenie wzrostu cen mogło być również efektem ubocznym nadmiernie restrykcyjnej polityki monetarnej i fiskalnej (poza USA) (Hübner i in., 1994, s. 124; Krugman, Wells, 2012, s. 576).

Kolejne wyzwania polityce stabilizacyjnej postawiła także nowa szkoła klasyczna, która wyraźnie nawiązywała do tez XVIII i XIX-wiecznych klasyków, tym samym przywracając wiarę w ciągłą, samoistną równowagę rynkową (Woodford, 2000, s. 21). Szczególnie krytykowana była polityka fiskalna, a jej bezwzględna negacja znalazła podłoże w słynnej „krytyce R. Lucasa”. Implikowała ona, że efekty stabilizacyjne mogą zostać zniwelowane przez oczekiwania i działania racjonalnych podmiotów obserwujących rząd i proces polityczny (Auerbach, 2012, s. 2). Rozwinięcie teorii racjonalnych oczekiwań J. Mutha przez R. Lucasa, w połączeniu z przyjęciem założeń klasycznych, skutkowało powstaniem wielu tez. Zwrócono uwagę m.in. na problem dynamicznej niespójności, wiążący się ze skłonnością władz monetarnych do łamania zobowiązań dotyczących obniżania inflacji w celu uzyskania krótkookresowego wzrostu produkcji kosztem wyższej inflacji. Według teorii racjonalnych oczekiwań, podmioty gospodarcze przewidując takie zachowanie banku centralnego, dostosują swoje postępowanie do nowego, oczekiwanego poziomu inflacji, czego skutkiem będzie nie wzrost produkcji, lecz jedynie wzrost cen. Innymi słowy, jednostki na rynku racjonalnie wykorzystując wszystkie dostępne informacje, formułują swoje oczekiwania co do przebiegu procesów gospodarczych oraz nie popełniają przy tym systematycznych błędów.

Znaczenie zyskała również teza o nieefektywności polityki gospodarczej T. Sargenta i N. Wallace’a oraz równoważność ricardiańska R. Barro. Teza o nieskuteczności stanowiła, że polityka pieniężna nie wpływa na sferę realną. Zmiany podaży, które są oczekiwane przez podmioty gospodarcze prowadzą jedynie do wzrostu cen. Wpływ na zmienne realne mają jedynie pieniężne szoki. Wobec tego postulat dla władz monetarnych był taki, aby unikać aktywnej polityki monetarnej. Właściwą strategią banku centralnego powinno być dążenie do niskiej i stabilnej inflacji (Snowdon i in., 1998, s. 213–216).

Niestandardowe dotąd spojrzenie wobec polityki fiskalnej natomiast, przedstawiała koncepcja równoważności ricardiańskiej opracowana w oparciu o teorię D. Ricardo. Teoria Ricardo (którą sam autor odrzucił ze względu na niskie prawdopodobieństwo) sugerowała, że przy danym poziomie wydatków rządowych, zmiana stawki podatkowej w okresie bieżącym i zmiana deficytu w analogicznej skali wywołują identyczne skutki (Rzońca, 2008, s. 11, 26). Koncepcję tę rozwinął R. Barro. W sporym uproszczeniu, sytuacja odnosi się do przypadku, gdy ludzie na skutek wzrostu deficytu, powiększają oszczędności, aby sfinansować z nich przyszłe podatki. Społeczeństwo uważa, że wyższe obciążenia podatkowe będą nakładane w celu spłaty zaciąganego długu przez rząd<sup>51</sup> (Barro, 1974, s. 1116). Hipo-

<sup>51</sup> Jednym z istotnych założeń tej koncepcji jest to, że sektor prywatny odczuwa ciężar wydatków państwa zawsze jednakowo. R. Barro w przeciwieństwie do J.M. Keynesa nie zaliczał państwowych ob-

teza ta, uwzględniająca również racjonalne oczekiwania, implikuje, że ekspansywna polityka fiskalna, mająca na celu pobudzenie gospodarki może przyczynić się do ograniczenia jej wzrostu i odwrotnie. W celu pobudzenia należy zastosować zacieśnienie fiskalne, gdyż zostanie to pozytywnie odebrane przez sektor prywatny (tzw. ekspansywna kontrakcja fiskalna i związane z nią niekeynesowskie efekty polityki fiskalnej<sup>52</sup>) (Marszałek, 2009, s. 59).

Rola dyskrecjonalnej polityki pieniężnej zmniejszyła się na rzecz polityki prowadzonej wg reguł. Jak wskazuje P. Marszałek (2009, s. 58), miało to rozwiązać problem dynamicznej niespójności. Zdaniem O. Blancharda oraz L. Summersa (2017, s. 7), to właśnie w tamtym okresie nastąpiła izolacja banków centralnych od polityki oraz przyjęcie wyraźnych celów i zasad prowadzenia polityki monetarnej. Równocześnie rozluźniono regulację finansową oraz stopniowo znoszono ograniczenia w bankach komercyjnych. W wyniku tej zmiany, wszystkie główne banki centralne uzyskały znaczną niezależność i wyznaczyły cele inflacyjne jako swoje główne strategie. Przyjęto, że jedno podstawowe narzędzie polityki stabilizacji jest wystarczające, a zainteresowanie polityką fiskalną znacznie się zmniejszyło. Utrwaliło to przekonanie, że decyzje w zakresie polityki budżetowej powinny być podejmowane w perspektywie długoterminowej przy niewielkiej dbałości o kwestie zarządzania popytem.

Można stwierdzić, że efektem powyższych wydarzeń był kryzys działań dyskrecjonalnych. Polityka monetarna miała być prowadzona wg reguł, zaś aktywna polityka fiskalna została całkowicie odsunięta. Podczas gdy monetaryzm lekceważył instrumenty fiskalne ze względu na efekt wypierania, to neoklasycy uważali deficyt budżetowy, a szczególnie dług publiczny, za kwintesencję „ekonomicznego zła” (Heller, Kotliński, 2012a, s. 230). Jak zaznacza A. Auerbach (2012, s. 3), uznano wówczas, że polityka fiskalna może być wykorzystana bez aktywnej interwencji dzięki automatycznym stabilizatorom już wbudowanym w rządowe systemy podatkowe i transferowe. R. Barczyk (2012, s. 156) stwierdza, że konsekwencją rezygnacji ze stymulowania popytu w celu stabilizowania gospodarki był zwrot na stronę podażową. Celem tej doktryny było pobudzenie gospodarki m.in. przez deregulację, zmniejszenie emisji pieniądza, równoważenie budżetu oraz zmniejszenie poziomu wydatków rządowych i podatków dochodowych. Poglądy te dały początek tzw. ekonomii podaży, która była dość popularna w latach 80. XX w. w USA za kadencji R. Reagana. Należy jednak podkreślić, że wprowadzenie programu gospodarczego opartego na powyższych założeniach odbywało się w tym kraju w warunkach recesji (1 kwartał 1981 r. — 4 kwartał 1982 r.), co wymusiło korekty w realizacji polityki. Zastosowano m.in. ekspansywną politykę monetarną, a podatki zredukowano w ostateczności o 25%. Z tego względu wzrost konsumpcji i inwestycji w 1983 r. mógł wynikać zarówno z czynników podażowych, na który położono

---

ligacji do majątku netto, gdyż ich sprzedaż powoduje obciążenie podmiotów prywatnych przyszłymi podatkami, związanymi m. in. z wypłatą odsetek. Dlatego koncepcja ta nazywana jest również hipotezą neutralności długu publicznego (Marszałek, 2009, s. 59).

<sup>52</sup> Badania nad niekeynesowskimi efektami polityki fiskalnej nasiliły się po obserwacji doświadczeń Irlandii i Danii, gdzie w latach 80. XX w., po wprowadzeniu restrykcyjnych strategii mających na celu wzrost dyscypliny finansów publicznych, odnotowano wzrost zagregowanego popytu (Moździerz, 2018a, s. 52).



nacisk w 1981 r., jak i z typowo keynesistowskiej metody pobudzenia popytu<sup>53</sup> (Hübner i in., 1994, s. 130). Przeciwnicy tego nurtu wprost wskazywali, że nie ma wystarczających dowodów empirycznych potwierdzających skuteczność „metod podażowych” (Krugman, Wells, 2012, s. 583).

W dalszych latach polityka stabilizacyjna była niezmiennie przedmiotem sporów na skutek pojawiania się nowych badań i doświadczeń. Ówczesne opracowania nie potwierdzały tezy, że tylko niespodziewane działania polityki monetarnej dawały efekty w sferze realnej. Jak dowodził m.in. F.S. Mishkin (1982, s. 47), nieprzewidywana polityka pieniężna nie gwarantowała większych efektów niż polityka przewidywana. A.S. Blinder (1988, s. 109–110) stwierdził nawet, że spadek znaczenia ekonomii keynesowskiej i wzrost nowej ekonomii klasycznej, był związany raczej z jej atrakcyjnością teoretyczną aniżeli z umiejętnym wyjaśnieniem rozwoju sytuacji w makroekonomii<sup>54</sup>. Ważne były również rzeczywiste uwarunkowania ekonomiczne. Na przykład hipoteza racjonalnych oczekiwań pojawiła się w czasie, gdy sceptyczne nastawienie do polityki ekonomicznej można było zaobserwować na rynkach finansowych. Sporządzanie szacunków co do inflacyjnych skutków interwencji rządowych było ówczesnie regułą, a związki zawodowe w swoich żądaniach coraz wyraźniej brały pod uwagę przewidywaną inflację (Hübner i in., 1994, s. 125–126). Takie praktyki w okresie, który charakteryzował się najwyższą inflacją w czasach pokoju<sup>55</sup>, wydają się szczególnie uzasadnione<sup>56</sup>, natomiast w sytuacji, gdy tempo wzrostu cen nie jest drastyczne, założenie o racjonalnych działaniach podmiotów gospodarczych może nie być już tak oczywiste. Wobec tego, jak podkreślają P. Krugman i R. Wells (2012, s. 582), z biegiem czasu nowe keynesowskie poglądy w połączeniu z doświadczeniem stłumiły praktyczne znaczenie hipotezy racjonalnych oczekiwań.

Na skutek kolejnego kryzysu naftowego, spowodowanego rewolucją irańską i wzrostem cen ropy naftowej, wahania koniunktury zaczęto tłumaczyć nie przez zjawiska pieniężne, lecz przez realne wstrząsy podażowe. Jedną z nowych teorii, która się wtedy wyłoniła była szkoła realnego cyklu koniunkturalnego, która wyjaśniała, że źródłem fluktuacji koniunktury są właśnie szoki podażowe (przede wszystkim zmiany technologii oraz produktywności wieloczynnikowej). Zgodnie z tą teorią, każdy etap cyklu koniunkturalnego jest stanem równowagi. Ze względu na to, że produkt potencjalny zawsze jest równy produktowi rzeczywistemu, państwo powinno zrezygnować z polityki stabilizacyjnej ukierunkowanej

<sup>53</sup> Ciekawostką jest to, że latach 80. XX w., jak twierdzi J.K. Galbraith (2016, s. 72), administracja Reagana przygotowała tajny plan nacjonalizacji najważniejszych banków nowojorskich na wypadek upadłości jednego z krajów Ameryki Łacińskiej.

<sup>54</sup> Keynesiści zwracali również uwagę na pewną sprzeczność w koncepcji neoklasycznej. Uznaje ona inflację jako cel polityki, zaś sztywne zasady monetarystyczne mają wyeliminować inflację. Natomiast nie jest jasne, dlaczego system ma wyeliminować wzrost cen. W przypadku, gdy podmioty gospodarcze uwzględniają inflację i są w stanie otrzymać za nią rekompensatę, to sama inflacja nie jest szkodliwa (Hübner i in., 1994, s. 126).

<sup>55</sup> W czasie kryzysów naftowych w skali dekady inflacja wyniosła 55% w RFN, 124% we Francji i ponad 220% w Irlandii, Włoszech i Wielkiej Brytanii (Iszkowski, 2012, s. 56).

<sup>56</sup> Do słuszności recept neoliberalnych przekonywały również dobre wyniki gospodarek USA i Wielkiej Brytanii (Iszkowski, 2012, s. 59).

na obniżenie amplitudy wahań koniunkturalnych (Jakimowicz, 2003, s. 400). Początkowo zwolennicy tej koncepcji sądzili więc, że zmiany łącznego popytu w żaden sposób nie oddziałują na produkcję zagregowaną (Krugman, Wells, 2012, s. 582), a polityka stabilizacyjna wywołuje efekty przeciwne do pożądaných (McGrattan, 2006, s. 2). Na przykład wzrost wydatków rządowych, mający na celu obniżenie poziomu bezrobocia, które aktualnie znajduje się w stanie równowagi, doprowadzi wyłącznie do wzrostu długu publicznego (Burda, Wyplosz, 2012, s. 684). Zwolennicy tego nurtu przyznawali jednak, że wzrost wydatków i zmniejszenie podatków, zwiększają łączne zatrudnienie i produkcję w krótkim okresie. W długim czasie natomiast deficyt przyczynia się do obniżenia tych zmiennych (Eichenbaum, 1997, s. 238).

Mimo że twórcy teorii realnego cyklu koniunkturalnego zostali uhonorowani nagrodą Nobla, to należy zaznaczyć, że jej założenia były podważane. Zarzucano jej m.in. brak dowodów na istnienie „technologicznych szoków” powodujących cykliczność wahań, niepoprawność parametrów oraz to, że przyjęte założenia nie wyjaśniają ówczesnie obserwowanych fluktuacji koniunkturalnych (Summers, 1997, s. 389–395). R. Barczyk i M. Lubiński (2009, s. 59) podkreślają, że akceptacja koncepcji realnego cyklu koniunkturalnego byłaby poprawna jedynie przy gospodarce doskonale konkurencyjnej. Zwracano również uwagę na niejednoznaczny kierunek przyczynowości (argumentowano, że to wahania cykliczne są przyczyną zmian produktywności, a nie na odwrót) (Krugman, Wells, 2012, s. 582).

W odpowiedzi na kontrowersje monetarystyczne, fundamentalne pytania postawione w „krytyce Lucasa” oraz w celu zapewnienia alternatywy dla elastycznych założeń szkoły realnego cyklu koniunkturalnego, rozwinęło się nowe keynesowskie podejście w makroekonomii (Goodfriend, King, 1997, s. 246). Nowa szkoła keynesowska w swojej analizie uwzględniła racjonalne oczekiwania, ale też zakładała, że wahania aktywności gospodarczej to konsekwencja niesprawności rynku, która przejawia się przede wszystkim w sztymności płac i cen. W takich warunkach polityka stabilizacyjna jest uzasadniona. Pieniądz nie jest neutralny, a więc nawet przewidziana przez społeczeństwo ekspansja w krótkim okresie wpływa na zmienne realne (Burda, Wyplosz, 2012, s. 821; Przybylska-Kapuścińska, Szyszko, 2017, s. 26–30). Nowa szkoła keynesowska przywróciła wiarę w efektywność stabilizacji gospodarki, jednakże, jak podkreślają M. Kiedrowska i P. Marszałek (2003, s. 86–87), w ramach tego nurtu wystąpiła duża różnorodność w kwestii prowadzenia polityki uznaniowej. Wielu przedstawicieli tej doktryny akceptuje główne argumenty przeciw polityce dyskrecjonalnej (np. J.B. Taylor zwracał uwagę na opóźnienia, nieodwracalność i aspekty polityczne, a N.G. Mankiw popierał krytykę monetarystów). Według tej teorii jednak, w polityce makroekonomicznej jest miejsce na interwencje monetarne w postaci tzw. ataku wyprzedzającego, który polega na podejmowaniu działań już wtedy, gdy poziom inflacji nie jest jeszcze wysoki. Nadzrędnym celem powinna zostać jednak stabilność cen. Polityka fiskalna z kolei, musi opierać się na automatycznych stabilizatorach i tylko w niektórych sytuacjach (np. przy niskich stopach procentowych i zagrożeniu pułapką płynności) powinna sięgać po działania dyskrecjonalne.

Ostatnim nurtem, który rozwinął się na gruncie debaty ekonomicznej, była nowa synteza neoklasyka (*new neoclassical synthesis* — NNS). M. Goodfriend oraz R. King (1997, s. 232) twierdzą, że nurt ten jednocześnie uwzględnia racjonalne oczekiwania i postulaty

monetarystów odnośnie praktyki polityki pieniężnej oraz buduje modele w oparciu o założenia J.M. Keynesa i realnego cyklu koniunkturalnego. Łączy tym samym elementy keynesowskie oraz klasyczne. Nowa neoklasyczna synteza sugeruje, że rolą polityki fiskalnej jest tworzenie optymalnych warunków strony podażowej. Przedstawia natomiast zestaw wniosków dotyczących polityki pieniężnej. Po pierwsze, działania władz monetarnych mogą mieć istotny wpływ na rzeczywistą działalność gospodarczą ze względu na sztywność cen. Po drugie, przedstawiciele tego nurtu wymieniają znaczące korzyści z eliminacji inflacji, które wynikają ze zwiększenia efektywności transakcji i zmniejszenia zakłóceń cenowych. Ponadto ważną rolę odgrywa wiarygodność władz monetarnych.

Jak wskazują O. Blanchard oraz L. Summers (2017, s. 3–37), okres od mniej więcej połowy lat 80. do połowy pierwszej dekady XXI w. przyniósł stały spadek wariacji inflacji, bezrobocia i produkcji. Czas ten został nazwany „wielkim umiarkowaniem”, gdyż był powszechnie postrzegany jako dowód sukcesu nowego podejścia do polityki, w szczególności do polityki pieniężnej. Poglądy te zostały niezachwiane, mimo gwałtownego rozwoju rynków finansowych, krachu na giełdzie w 1987 r., pęknięcia banki japońskiej na początku lat 90., problemów rynków wschodzących w Ameryce Łacińskiej i Azji w latach 90. oraz pęknięcia banki technologicznej w 2000 r. Wydarzenia te były postrzegane jako seria epifenomen, które było można rozwiązać doraźnie i które, z wyjątkiem pęknięcia banki japońskiej, nie doprowadziły do poważnych zmian w prowadzeniu polityki makroekonomicznej. Nawet japońska „stracona dekada” została zinterpretowana jako wynik kolejnych niepowodzeń politycznych, a nie jako wyzwanie dla dominującego paradygmatu.

Istota polityki stabilizacyjnej wyrażała się więc m.in. w eklektycznych strategiach banków centralnych, które z dbałością o bezpośredni cel inflacyjny, kierowały uwagę również na stabilność finansową. Ponadto, mimo że banki centralne deklarowały, że ich jedynym celem jest inflacja, to w praktyce dbały też o stabilizację produkcji w krótkim okresie (Wojtyna, 2003, s. 1).

Praktyka życia gospodarczego potwierdziła również zasadne podejście keynesizmu w kwestii zmarginalizowanej do tej pory dyskrecjonalnej polityki fiskalnej (Czaja, Becla, 2012, s. 63; Galbraith, 2016, s. 171–172; Pekanov, 2018, s. 35). Przełomem był kryzys finansowy zapoczątkowany w USA w 2007 r. i przywrócenie aktywnego wykorzystania instrumentów fiskalnych w celu pobudzenia koniunktury (Skidelsky, 2012, s. 38–44). Uznano również, że w obliczu tak głębokiego załamania, bank centralny winien przyjąć postawę aktywną, za pomocą nie tylko tradycyjnych instrumentów, ale również narzędzi niestandardowych.

Zdaniem O. Blancharda oraz L. Summersa (2017, s. 3), wnioski płynące z tej recesji są w dużej mierze podobne do tych, które wyciągnęła keynesowska rewolucja w odpowiedzi na kryzys z lat 30. XX w. Na gospodarki mogą mieć wpływ różne wstrząsy i nie można oczekiwać, że automatycznie się ustabilizują. Autorzy wyraźnie podkreślają, że bez wyraźnych reakcji polityki monetarnej i fiskalnej kryzys finansowy doprowadziłby do skutków gorszych niż recesja z 1929 r.

Wymienieni ekonomiści podkreślali jednak, że na gruncie praktycznym zwrot ku koncepcjom keynesowskim po tej recesji nie był tak silny jak w latach 30. XX w. Autorzy twierdzili, że zastosowane rozwiązania miały raczej charakter jednorazowy i doraźny oraz nie

doprowadzą do ponownego przeorientowania polityki makroekonomicznej (Blanchard, Summers, 2017, s. 3–37). Podobnie G. Przesławska (2015, s. 195) podkreślała, że zwrot kierunku w praktyce gospodarczej nie zmienił głównego paradygmatu ekonomii. Zasady określone przez nową neoklasyczną syntezę pozostały obowiązującym konsensusem.

Na gruncie teoretycznym jednak kryzys ekonomiczno-finansowy dał impuls do szerokiej refleksji nad koniecznością zabezpieczenia gospodarek przed takimi zjawiskami i potrzebą wzrostu znaczenia interwencjonizmu państwowego nawet w krótkim okresie. Niektóre opinie sprowadzały się do uznania, że w dużej mierze winę za kryzys gospodarczy z 2008 r. ponosi samo państwo, ponieważ zmarginalizowało ono keynesowską wizję gospodarki (Bochenek, 2017, s. 63). Podkreślano, że bez aktywnej roli odpowiednich organów rynki w przyszłości ciągle będą doświadczać gwałtownych wahań koniunktury, gdyż „zwierzęce instynkty”<sup>57</sup> raz ukierunkowują gospodarkę w jedną, a raz w drugą stronę (Bochenek, 2017, s. 63–64). G. Kołodko (2020, s. 13) twierdzi, że dominacja neoliberalizmu przez manipulacje systemem fiskalnym, nieuczciwe praktyki i złą deregulację sprzyjała potęgowaniu niekorzystnych zjawisk w oderwaniu od twardych realiów gospodarczych. S. Kowalczyk oraz R. Sobiecki (2019, s. 20) podkreślają, że „wynaturzenia rynku”, które było można zaobserwować nie tylko po kryzysie ekonomiczno-finansowym, ale również w ostatnich kilkudziesięciu latach, są silną przesłanką do powrotu większej roli interwencjonizmu państwowego. W ostatniej dekadzie coraz częściej podnoszono, że skuteczna, aktywna polityka antycykliczna jest po prostu istotna, a obserwowanej pokusie powrotu do metod sprzed kryzysu (m.in. powrotu do *stricte* celu inflacyjnego i niestosowania polityki fiskalnej do celów stabilizacyjnych) należy się oprzeć (Blanchard, Summers, 2017, s. 3). Zdaniem G.A. Akerlofa oraz R.J. Shillera (2010, za: Bochenek, 2017, s. 63–64), współczesna makroekonomia powinna uwzględniać pozaekonomiczne motywy postępowania podmiotów gospodarczych oraz włączenie roli państwa w ustalanie gry ekonomicznej przez stabilizację takich wielkości, jak popyt zagregowany, zatrudnienie i ceny. J.E. Stiglitz (2004, s. 105–107) zaznacza jednak, że państwo powinno interweniować w przypadku większej zawodności rynku, a samo działanie powinno mieć na celu złagodzenie (nie całkowite rozwiązanie) problemu.

Postulaty te spowodowały, że w ostatniej dekadzie umocnił się następujący schemat antycyklicznej polityki, która jest akceptowana przez ekonomię głównego nurtu. Krzywa zagregowanej podaży jest nachylona dodatnio, a niedoskonałości rynku prowadzą do sżywności cen. W krótkim okresie zmiany zagregowanego popytu oddziałują na produkcję rzeczywiście wytwarzaną w gospodarce. Strona podażowa zaś odpowiada za powrót na ścieżkę długookresowego wzrostu gospodarczego (Balcerzak, 2012, s. 181–182; Krugman, Wells, 2012, s. 586). Podobną argumentację przywołuje również P. Marszałek (2009, s. 11), który zaznacza, że pomimo wciąż aktualnej dyskusji na temat zakresu i stopnia interwencjonizmu państwowego w mechanizmy rynkowe, zasadniczo ingerencja ta przestała wywoływać już tak wyraźne kontrowersje. Uznano, że jest ona pożądana niezależnie od przyjętego modelu gospodarczego. G. Kołodko (2020, s. 80–81) podkreśla, że w rzeczywistości gospodarki

<sup>57</sup> Termin „zwierzęce instynkty” użył J.M. Keynes i dotyczył on motywacji przedsiębiorców do inwestycji. Pojęcie to jest utożsamiane z wszelkimi nieracjonalnymi i pozaekonomicznymi motywami podejmowania decyzji.

znajdują się w stanie permanentnej nierównowagi. Natomiast sytuacje, kiedy rynki są zrównoważone, są tylko chwilowymi okresami przejściowymi. Takie stany występują głównie w modelach teoretycznych, w których „o równowagę jest tak samo łatwo jak o poczynanie kolejnych założeń”. Ekonomista dodaje, że wskazane jest zaprzestanie ideologicznego sporu na temat zasadności interwencjonizmu państwowego. Zamiast tego należy skoncentrować uwagę na jego praktycznych technikach.

Współcześnie instrumenty polityki fiskalnej mogą i powinny być wykorzystywane w celach stabilizacyjnych, szczególnie w oddziaływaniu na morfologię cyklu koniunkturalnego (Barczyk, 2020, s. 14). Argumentem za stosowaniem instrumentów monetarnych w celu stabilizowania koniunktury jest natomiast powszechne uznanie, że pieniądź nie jest neutralny w krótkim okresie (Przybylska-Kapuścińska, 2017, s. 69). Pogląd ten podziela również P. De Grauwe (2000, s. 39), który twierdzi, że mimo braku możliwości wyboru między bezrobociem a inflacją w długim okresie, krzywa Phillipsa wciąż funkcjonuje w krótszych okresach. B. Winiarski (2006, s. 53–54) pisze natomiast, że problem wyboru między bieżącą konsumpcją a stymulowaniem wzrostu gospodarczego i oszczędzaniem oraz między zwalczaniem bezrobocia a dbaniem o poziom inflacji, dotyczy głównie krajów opóźnionych w rozwoju ekonomicznym. W państwach rozwiniętych komplikacje te nie rysują się już tak wyraźnie. Mogą one pozwolić sobie na stabilizację koniunktury gospodarczej oraz przeciwdziałanie nadmiernej inflacji, gdyż skala działalności gospodarczej oraz rozmiary zasobów dają możliwość równoczesnej, wysokiej konsumpcji oraz rozwoju.

Polityka stabilizacyjna zatem, w powszechnie obowiązujących ramach teorii i w praktyce gospodarczej, wpływa na zmienne realne, przyczyniając się do łagodzenia nadmiernych, krótkookresowych wahań koniunkturalnych. Keynesowska koncepcja polityki stabilizacyjnej w swej ewolucji była interesująca pod względem teoretycznym, gdyż przyczyniła się do znacznego rozwoju makroekonomii jako nauki<sup>58</sup>. Pod względem praktycznym dawała z reguły skuteczne rozwiązania, co spowodowało, że współcześnie jest podstawą polityki większości państw (Czaja, Becla, 2012, s. 67–68). Hipoteza racjonalnych oczekiwań czy szkoła realnego cyklu koniunkturalnego niewątpliwie miały ogromny wkład w rozumienie funkcjonowania systemu gospodarczego, jednak nie zdetronizowały one polityki stabilizacyjnej, a jedynie „ostrzegły” przed przecenieniem roli stymulacji zagregowanego popytu (Krugman, Wells, 2012, s. 582).

---

<sup>58</sup> S. Czaja i A. Becla (2012, s. 64–68) podkreślają, że uznanie modelu J.M. Keynesa za model krótkookresowy było m.in. wynikiem poszukiwań jego wewnętrznej koherentności zarówno przez jego zwolenników, jak i przeciwników. Nie oznacza to jednak tak istotnego ograniczenia podejścia keynesowskiego. Sam J.M. Keynes podkreślał, że nie stworzył systemu mającego za zadanie wyjaśnienie wszystkich zjawisk ekonomicznych. Ponadto zwolennicy keynesizmu w latach późniejszych proponowali wiele ciekawych reinterpretacji modelu, jak np. koncepcje podziału J. Robinson i N. Kaldora. Skuteczność koncepcji keynesowskich tkwi w poprawnym odczytaniu źródeł kryzysu i wyznaczeniu szeroko rozumianych metod jego likwidacji. Zmienność skuteczności poszczególnych instrumentów fiskalnych i monetarnych w stabilizowaniu gospodarki nie oznacza ograniczonej koncepcji J.M. Keynesa. Wynika ona raczej ze zjawisk, które świadczą o pewnym „zmęczeniu” danych narzędzi lub „uodpornieniu” się gospodarki na ich używanie. Dotyczy to zarówno nurtu keynesowskiego, monetarystycznego czy jakiegokolwiek innego. W efekcie władze fiskalne i monetarne powinny raczej zmieniać zakres wykorzystywanych narzędzi, mieszać je, tworząc odpowiedni wariant *policy-mix*.

Istotne konsekwencje we wspomnianych teoretycznych fundamentach realizacji polityki makroekonomicznej wywołał również kryzys gospodarczy z początku 2020 r. spowodowany pandemią. Wzmocnił on rolę państwa w gospodarce i uzasadnił praktykę stosowania instrumentów fiskalnych i monetarnych w celu stabilizacji koniunktury oraz utwierdził w tym rządzących. W nowych okolicznościach powrót do paradygmatu z początku XXI w. może być niemożliwy. G. Kołodko (2020, s. 41, 66–67) zaznacza, że w „ekonomii popandemicznego świata” upadnie dogmat równowagi budżetowej oraz niedopuszczania do finansowania deficytów przez bank centralny, czyli monetyzacji nadwyżki wydatków nad dochodami<sup>59</sup>. Zdaniem ekonomisty są konieczne zmiany w głównym paradygmacie ekonomii, gdyż następne dekady to czas nieustannej synergii rynku i jego regulacji na szczeblu ponadpaństwowym.

Reasumując, rzeczywistość gospodarcza spowodowała, że teoretyczna dyskusja dotycząca zasadności i metod stabilizowania koniunktury, bez jednoznacznego i ostatecznego rozstrzygnięcia, w ciągu ostatnich 15 lat zamieniła się w działania praktyczne. Osiągnięcie zamierzonych efektów krótkookresowej stabilizacji koniunktury nie jest jednak zadaniem łatwym, do czego nawiązywano już we wcześniejszych fragmentach pracy. Oprócz dylematów i ograniczeń związanych *stricto* ze stosowaniem instrumentów fiskalnych i monetarnych należy podkreślić, że realizacja polityki stabilizacyjnej jest determinowana przez różnego typu uwarunkowania, które można podzielić na trzy grupy. Pierwsza z nich to uwarunkowania ustrojowo-systemowe, do których należy zaliczyć m.in. przyjęty ustrój społeczno-gospodarczy w danym kraju. Drugą grupę stanowią uwarunkowania wewnętrzne, na które składają się takie czynniki, jak stan zasobów narodowych, zagospodarowanie przestrzenne czy też sytuacja polityczna. Współcześnie jednak, w dobie globalizacji, szczególne znaczenie odgrywają uwarunkowania zewnętrzne. Wśród nich mieści się przynależność krajów do wszelkich międzynarodowych ugrupowań oraz integracja gospodarcza (Winiarski, 2006, s. 52; Lubiński, 2009, s. 228). Regionalne procesy integracyjne powodują, że obecnie większą uwagę zwraca się na ponadnarodowe aspekty gospodarowania. Implikuje to utratę znaczenia ortodoksyjnych teorii ekonomicznych, gdyż praktyczne dostosowanie konkretnych założeń do nowych realiów może okazać się niemożliwe. Z perspektywy szkoły neoklasycznej, założenie o racjonalności działania podmiotów gospodarczych jest nie do utrzymania, zaś z perspektywy keynesizmu — trudno oczekiwać całkowitej skuteczności prowadzonej na szczeblu krajowym polityki makroekonomicznej (Kołodko, 2020, s. 64–66). Bez względu na dominujący nurt w realizacji tej polityki, należy zaznaczyć, że kraje, podlegając procesom integracyjnym, są w mniejszym lub większym stopniu zobowiązane do dostosowania się do ugrupowania członkowskiego, którego są częścią. O zagadnieniach związanych z implikacjami procesów integracyjnych dla polityki stabilizacyjnej traktuje kolejny rozdział monografii.

---

<sup>59</sup> Jeszcze przed wybuchem pandemii aprobatę stopniowo zyskiwała tzw. Nowoczesna Teoria Monetarna (*Modern Monetary Theory* — MMT), wg założeń której ciągła emisja pieniądza w celu finansowania wydatków rządowych jest wskazana i jest sposobem na osiągnięcie rozwoju. Dotychczas nie znalazła ona jednak szerokiego poparcia uznanych ekonomistów.



## 2. Implikacje procesu integracji ekonomicznej dla polityki stabilizacyjnej

### 2.1. Płaszczyzny, koncepcje i etapy integracji ekonomicznej

W celu pełnego poznania implikacji procesu integracji ekonomicznej dla polityki stabilizacyjnej, jest konieczne uprzednie przybliżenie tego zagadnienia. Zgodnie ze znaczeniem samego słowa „integracja”, przez pojęcie to należy rozumieć scalanie oraz proces tworzenia całości z części (*Wielki słownik języka...*, 2018). W literaturze przedmiotu najczęściej przywoływaną definicją integracji gospodarczej jest ta, zaproponowana przez B. Balassę (1961), który rozdzielał ją jako stan (brak form dyskryminacji między krajami) oraz proces (przedsięwzięcia służące budowie jednolitej struktury gospodarczej). Posługując się definicją stosowaną przez A. Czarczyńską oraz K. Śledziewską (2007, s. 4), przez integrację gospodarczą można rozumieć proces dotyczący co najmniej dwóch niepodległych krajów, który polega na dobrowolnym zawiązywaniu się ekonomicznej współpracy, dzięki stopniowemu eliminowaniu barier.

W literaturze przedmiotu, pojęcia „integracja gospodarcza” i „integracja ekonomiczna” są często stosowane zamiennie, co wynika jednoznacznie z samego tłumaczenia pojęcia z języka angielskiego (*economic integration*). Jednak ze względu na zakres tematyczny książki i wieloaspektowość tego zagadnienia, jest wskazane dokonanie próby sprecyzowania tych dwóch terminów. Pewne rozróżnienie nasuwa A. Budnikowski (2006, s. 250). Autor stwierdza, że integracja ekonomiczna, przede wszystkim ta dokonująca się w zakresie Unii Europejskiej, oprócz wymiaru gospodarczego, ma również kilka innych aspektów — przede wszystkim społeczny, kulturalny i polityczny. Wynika to z okoliczności procesów integracyjnych w Europie, które zostaną szerzej omówione w podrozdziale 2.4. Należy podkreślić, że integracja ekonomiczna, która dotyczy głównie aspektów *stricte* gospodarczych, inicjuje również procesy na płaszczyźnie realizacji polityki ekonomicznej. J. Borowiec (2011, s. 20) precyzyjnie zaznacza, że integracja przebiega zarówno pod wpływem sił rynkowych oraz działań regulacyjnych wspólnych instytucji. Obejmuje to w szerokim zakresie rów-



niez kwestie związane ze wspólną realizacją polityki fiskalnej i monetarnej przez państwa członkowskie.

W świetle podejmowanej problematyki badawczej można wyróżnić dwie płaszczyzny integracji ekonomicznej. Pierwsza z nich dotyczy rynków krajów członkowskich. Druga płaszczyzna (która jest konsekwencją pierwszej) to integracja polityki gospodarczej (Borowiec, 2011, s. 23). Integracja rynków krajów wchodzących w skład ugrupowania, nawiązuje do zapewnienia swobody przepływu dóbr, czynników produkcji czy usług. Dzięki korzyściom ze skali produkcji, specjalizacji i intensyfikacji konkurencji jest możliwa bardziej efektywna alokacja zasobów produkcyjnych między sektorami danej gospodarki. Wolny handel zaś umożliwia konsumentom swobodę dokonania wyboru tańszych dóbr (Borowiec, 2011, s. 23). Jak wskazuje W. Molle (2000, s. 15), wraz z postępem integracji pojawiają się impulsy na rzecz harmonizacji różnych dziedzin polityk. Celem jest zbudowanie wspólnych ram umożliwiających funkcjonowanie zjednoczonych sektorów gospodarek na równych warunkach. Integracja polityk ma więc za zadanie stymulować dalszą współpracę, zapewniać ku temu odpowiednie warunki oraz chronić przed odwróceniem procesów integracyjnych na skutek niedoskonałości rynku i potencjalnego działania mechanizmu dywergencji.

W następstwie powyższej konstatacji, w niniejszej monografii termin „integracja ekonomiczna” jest rozumiany zarówno przez aspekty gospodarcze, jak i wynikające ze zjawiska integracji kwestie dotyczące harmonizacji polityki fiskalnej i monetarnej, które w pewnym stopniu mogą być motywowane przesłankami pozagospodarczymi (głównie w przypadku polityki fiskalnej). W celu pełnego poznania uwarunkowań realizacji polityki stabilizacyjnej w obliczu procesów integracyjnych, obligatoryjnie należy przybliżyć dwie kwestie. Po pierwsze, kluczowe znaczenie wydaje się mieć to, jaki docelowy kształt ma przybrać ugrupowanie integracyjne oraz jaka koncepcja realizacji integracji jest wdrażana. Decyzje w tym wymiarze w istotny sposób kreują uwarunkowania, w jakich jest realizowana polityka stabilizacji koniunktury. Po drugie, w ramach uzupełnienia wstępnych rozważań, jest uzasadnione nawiązać do sekwencyjności procesu integracji ekonomicznej oraz wyartykułowanie procesów zachodzących na jej poszczególnych etapach. Z poszczególnych stadiów integracji w sposób pośredni lub bezpośredni wynikają przesłanki na rzecz harmonizacji polityki monetarnej i fiskalnej.

Rozważania należy rozpocząć od refleksji na temat docelowego kształtu ugrupowania integracyjnego. Ze względu na finalną strukturę, na gruncie teoretycznym można wskazać dwa nurty: federacji i konfederacji (Kotliński, 2012, s. 119).

Koncepcja federalizmu zakłada, że docelową formą procesów integracyjnych powinno być państwo związkowe (federalne) na wzór USA. M. Burgess (2006, s. 10) charakteryzuje ten system jako charakterystyczną formę organizacyjną lub instytucjonalną, której głównym celem jest dostosowanie jednostek tworzących związek do procedury podejmowania decyzji przez rząd centralny za pomocą konstytucyjnego umocnienia.

Zwolennicy tej idei optują za ograniczeniem niezależności narodowej na rzecz ponadnarodowych instytucji. W odniesieniu do federalistycznej wizji integracja powinna oznaczać centralizację wybranych funkcji państwa na szczeblu ponadpaństwowym oraz jednoczesną decentralizację na poziomie regionalnym. Pozostawienie suwerennej władzy na szczeblu narodowym może być źródłem problemów gospodarczych, a nawet konfliktów

i wojen (Latoszek, 2007, s. 55). Jak podkreśla jednak F. Kinsky (1999, za: Kubin, 2007, s. 260), federalizm (przynajmniej w teorii) jest sprzeczny z centralizmem i partykularyzmem, ponieważ jest syntezą jedności oraz różnorodności.

Utworzenie systemu ponadnarodowego wg tej koncepcji polegałoby w pierwszej kolejności na ustanowieniu rządu federalnego oraz ponadpaństwowych organów, które przejęłyby kompetencje instytucji krajowych. Pozwala to na efektywne funkcjonowanie całego systemu. Z drugiej strony, decentralizacja zapewnia pewną autonomię tworzącym związek jednostkom. Koncepcja ta stawia więc aspekty polityczne ponad ekonomiczne (Kotliński, 2012, s. 119). Zdaniem federalistów, tylko tą drogą można zapewnić stabilny rozwój gospodarczy.

Drugi nurt, konfederacyjny, zakłada, że podstawą integracji jest współpraca gospodarcza bez naruszania wykonywania suwerenności jej członków. Nie wyklucza to powołania organów ponadpaństwowych z tym, że kompetencje szczebla ponadnarodowego są rozszerzeniem kompetencji podmiotów narodowych. Ustanowienie wszelkich międzynarodowych instytucji musi być poprzedzone pełnym konsensusem w tej kwestii (Borowiec, 2011, s. 33; Kotliński, 2012, s. 120). Zasada jednomyślności ma również zastosowanie w odniesieniu do wszelkich decyzji w ramach współpracy krajów członkowskich. Zabezpiecza to je przed koniecznością respektowania zobowiązań, które mogłyby być sprzeczne z ich interesem. Państwa tworzące konfederację pozostają suwerenne oraz zachowują podmiotowość prawnomiędzynarodową. Konfederacja jest tworzona z reguły do osiągnięcia wspólnie określonych celów. Z tego względu negowany jest wszelki „automatyzm” zacieśniania współpracy. Efekty integracyjne są rezultatem świadomej woli państw (Kubin, 2007, s. 261, 268–269).

Koncepcją, na którą trzeba zwrócić uwagę ze względu na metodę realizacji integracji ekonomicznej, jest funkcjonalizm. W myśl tego nurtu wyróżnia się sferę aktywności politycznej i niepolitycznej. Pierwsza ma charakter narodowy i jest związana z władzą. Sfera niepolityczna ma charakter międzynarodowy i obejmuje gospodarkę, handel oraz technikę. Ma ona ponadto kluczowe znaczenie dla integracji, gdyż wymusza ścisłą współpracę między krajami, prowadzi do powstania wspólnoty interesów oraz dzięki efektowi rozprzestrzeniania się (*spill-over*) prowadzi do poszerzania zakresu integracji na nowe dziedziny (Borowiec, 2011, s. 34; Kotliński, 2012, s. 121). J. Barcz, E. Kawecka-Wyrzykowska i K. Michałowska-Gorywoda (2016, s. 20), zaznaczają, że zwolennikami metody funkcjonalnej są neoliberałowie, którzy argumentują, że procesy integracyjne powinny zachodzić głównie na podstawie swobodnego działania mechanizmów rynkowych, swobodnego przepływu usług, towarów, kapitału i pracy. Rola państwa powinna polegać jedynie na eliminacji barier. Funkcjonalności jednak, pomimo dominującego twierdzenia, że podstawą integracji ekonomicznej jest postęp techniczny i samoczynne zacieśnianie się więzi gospodarczych, nie opowiadają się za bezgraniczną suwerennością krajów członkowskich. Jak wskazuje A. Zielińska-Głębocka (1999 s. 17), orędownicy tego nurtu uważają, że przekazywanie kompetencji na poziom międzynarodowy musi być stopniowe i rozważne.

Na bazie funkcjonalizmu wyłoniła się kolejna koncepcja integracji — neofunkcjonalizm, którego zwolennicy podkreślają ważną rolę organów ponadnarodowych w dawaniu impulsów do współpracy gospodarczej oraz kładą nacisk na warunki integracji regionalnej. Neofunkcjonalisci twierdzą, że realizacja celów współpracujących ze sobą podmio-

tów na poziomie międzynarodowym jest możliwa dopiero po delegowaniu uprawnień w zakresie podejmowania pewnych decyzji (będących w istocie decyzjami politycznymi) na poziom ponadpaństwowy. To może zapoczątkować proces przekazywania kompetencji również na inne dziedziny. Obok efektu *spill-over* funkcjonalnego, pojawia się więc *spill-over* polityczny (Kubin, 2007, s. 266–267). Jest to w istocie rezultat „rozlewania się” aspektów gospodarczych w postaci tworzenia ponadpaństwowych organów do realizacji określonych zadań. Entuzjaści tego nurtu twierdzą, że scalanie gospodarek krajowych jest możliwe dzięki harmonijnej współpracy i działalności państw. Obligatoryjna jest co najmniej harmonizacja polityk, a nawet ich ujednoczenie (Barcz i in., 2016, s. 20). Wynika z tego, że związki między integracją polityczną a gospodarczą nie mogą być rozdzielane. Siłą napędową procesu integracji są tutaj głównie decydenci polityczni szczebla ponadnarodowego, którzy powinni stwarzać odpowiednie ku temu warunki. Im bardziej zaawansowana integracja — tym większe znaczenie mają instytucje ponadnarodowe. Z tego względu można uznać, że znacznie „bliżej” jej do nurtu federacyjnego aniżeli konfederacyjnego.

W literaturze przedmiotu można znaleźć wiele koncepcji integracji ekonomicznej, które w sposób pośredni wpisują się w powyższe nurty. Jedną z najbardziej popularnych jest ta, przedstawiona przez I. Tinbergana. Wyróżnił on integrację pozytywną i negatywną. Integracja pozytywna to współpraca rządów, polegająca na korygowaniu zaburzeń powstających na rynkach, zaś integracja negatywna opiera się głównie na usuwaniu przeszkód w przepływie czynników produkcji (Zielińska-Głębocka, 1999, s. 23). T. Grabowski (2008, s. 11) wprost określa doktryny rozumowania mechanizmów sprawczych integracji jako nurt liberalny (neoliberalny), który propaguje rozszerzanie obszaru funkcjonowania wolnego rynku i niezakłóconego przepływu czynników produkcji, oraz nurt keynesowski (neokeynesowski), który fundamentalną rolę w integracji gospodarczej przypisuje realizacji polityki ekonomicznej członków ugrupowania i utworzeniu instytucji ponadnarodowych.

Linia demarkacyjna między wszystkimi powyższymi koncepcjami integracji ekonomicznej jest dość wyraźna. Rozdziela ona proporcje swobodnego funkcjonowania mechanizmu rynkowego i roli państwa w integracji ekonomicznej. A. Stępnik-Kucharska (2014, s. 311) twierdzi, że postępująca integracja ekonomiczna może oddziaływać dwojako — może zwiększać interwencjonizm państwowy lub zwiększać liberalizację gospodarek krajów członkowskich. Tym samym zaprezentowane idee w dużym stopniu odzwierciedlają przedstawiony w poprzedniej części książki problem, dotyczący zakresu interwencji państwa w procesy gospodarcze, a co za tym idzie — realizacji polityki antycyklicznej.

Biorąc jednak pod uwagę to, że wymienione koncepcje integracji mogą charakteryzować się pewną jednostronnością, należy zaznaczyć, że w rzeczywistości integracja zachodzi na dwóch płaszczyznach, które wzajemnie się przenikają i uzupełniają — rynków i polityki ekonomicznej. Jak podkreśla T. Grabowski (2008, s. 12), również funkcjonowanie gospodarek narodowych w ramach procesów integracyjnych dokonuje się w oparciu o mechanizmy rynkowe oraz instrumenty interwencjonizmu państwowego szczebla narodowego i ponadnarodowego. Z drugiej strony, należy podkreślić, że — analogicznie do poziomu pojedynczego kraju — takie zjawiska, jak występowanie dóbr publicznych i efektów zewnętrznych czy też niestabilność gospodarcza i nadmierne wahania koniunktury, dotyczą również rynków integrujących się gospodarek. Kwestią problemową wydaje się więc nie to, czy integra-

cja polityk, w tym fiskalnej i monetarnej, ma zaistnieć, lecz w jakim zakresie ta integracja ma nastąpić. Jak wynika z wcześniejszych rozważań, w literaturze istnieje powszechna zgodność co do tego, że integracja to proces. Należy się zatem przyjrzeć jego sekwencji.

W rozważaniach teoretycznych wyróżnia się następujące po sobie stadia integracji ekonomicznej, z których każde ma określoną formę i zakres. Można wymienić następujące teoretyczne etapy integracji: strefa wolnego handlu, unia celna, wspólny rynek, unia gospodarcza i całkowita integracja gospodarcza (Mucha-Leszko, 2007, s. 16–17).

Strefa wolnego handlu istnieje, gdy kraje decydują się na zniesienie ceł i ograniczeń ilościowych w handlu między sobą. Towary wytworzone na ich terenie są traktowane tak samo. Gdy członkowie tej strefy wprowadzają wspólną, jednolitą politykę handlową wobec państw trzecich, powstaje unia celna. Kraje z ugrupowania stosują jednakowe cła importowe na towary spoza ugrupowania. W warunkach unii celnej celowe jest ustalenie wspólnej polityki handlowej, ponieważ negocjacje z krajami spoza ugrupowania będą skuteczniejsze, gdy unia prowadzi je jako całość. Konieczna jest również pewna harmonizacja działań przeciwdziałająca zaburzeniom wolnej konkurencji (Molle, 2000, s. 15).

Kolejnym, teoretycznym etapem integracji gospodarczej jest wspólny rynek. Charakteryzuje się on swobodą w przepływie dóbr, usług, pracy oraz kapitału (Barcz i in., 2016, s. 22). Wobec napływu tych swobód z krajów trzecich są ustanawiane jednolite reguły. Na etapie wspólnego rynku jest wymagane ustalenie polityki, która miałaby polegać na interweniowaniu w przypadku naruszenia regulacji dotyczących np. warunków produkcji czy sprzedaży. Różnice w tych kategoriach powinny zostać zniwelowane między poszczególnymi krajami (Czarczyńska, Śledziwska, 2007, s. 10). Utworzenie wspólnego rynku stanowi jeszcze silniejszy bodziec do integracji polityk gospodarczych państw członkowskich. Wskazywał na to już B. Balassa, który zaznaczał, że polityki te w różnych krajach wyznaczane są różnokierunkowo. Ponadto nigdy nie występuje całkowity brak barier w przepływie usług, dóbr, pracy i kapitału. Konieczna jest również synchronizacja polityki standaryzacyjnej i prawnej (Hnatyszyn-Dzikowska, Zwierchlewski, 2012, s. 57). Dotyczy to m.in. wzajemnego uznawania przez kraje kwalifikacji zawodowych, eliminacji barier administracyjnych czy stosowania wspólnych instrumentów polityki regionalnej (Molle, 2000, s. 15).

Najwyższe etapy integracji, które w świetle podejmowanych rozważań są najbardziej istotne, to unia gospodarcza oraz całkowita integracja gospodarcza. Unia gospodarcza łączy eliminację barier w wymianie towarów i mobilności czynników produkcji ze zniesieniem ograniczeń, będących skutkiem zróżnicowanej polityki ekonomicznej państw członkowskich. Integracja całkowita charakteryzuje się natomiast utworzeniem władzy ponadnarodowej oraz prowadzeniem wspólnej polityki makroekonomicznej. Obecnie za najwyższy poziom integracji uznaje się unię gospodarczą i walutową (Mucha-Leszko, 2007, s. 17–18). Na tym etapie istnieją silne impulsy na rzecz integracji polityki fiskalnej i przede wszystkim monetarnej. Uwarunkowania te oraz ich konsekwencje dla realizacji polityki stabilizacyjnej zostaną scharakteryzowane w kolejnej części książki. Uprzednio należy jednak sprecyzować zagadnienia unii gospodarczej i walutowej, które w literaturze przedmiotu, wymyka się jednoznaczności. Autorzy podają wiele różnych definicji oraz „podetapów” integracji. Ze względu na zasadnicze znaczenie procesów zachodzących na tym i późniejszych stadiach

integracji ekonomicznej dla polityki stabilizacyjnej, trzeba pogłębić interpretację pojęciową w tym aspekcie.

Po pierwsze, bardziej odpowiednim terminem jest „unia monetarna”, a nie „walutowa”, gdyż ten etap oprócz wprowadzenia wspólnej waluty<sup>1</sup> oznacza z reguły prowadzenie jednolitej polityki monetarnej przez ponadnarodowy bank centralny (Bukowski, 2007b, s. 15).

Po drugie, do czego nawiązano już we wcześniejszej części książki, ze względu na to, że integracja gospodarcza pociąga za sobą również konsekwencje polityczne oraz pewien zakres integracji polityk (szczególnie od etapu wspólnego rynku), bardziej oddającym rzeczywistość terminem jest „unia ekonomiczna”, a nie „tylko” unia „gospodarcza”. W następstwie tych rozważań najbardziej precyzyjnym terminem jest „unia ekonomiczna i monetarna”.

Należy podkreślić, że w warunkach tego etapu, integracja jest w pewnym stopniu motywowana przesłankami politycznymi. A. Zielińska-Głębocka (1999, s. 15) zwraca uwagę, że debata polityczna, dotycząca modelu integracji w Europie ma odzwierciedlenie zarówno w dyskusjach teoretycznych nauk ekonomicznych, jak i politycznych. Zdaniem T. Kubina (2007, s. 21), precyzyjne i jednoznaczne rozróżnienie tego, co w procesie integracji jest „polityczne”, a co „ekonomiczne” jest „raczej niemożliwe”<sup>2</sup>. Wydaje się więc, że pełne poznanie zagadnienia odnoszącego się do realizacji polityki antycyklicznej w warunkach integracji wymaga uwzględnienia pierwiastka również tej dyscypliny badawczej. Konieczne jest zatem wskazanie kolejnych ujęć integracji polityk. W. Molle (2000, s. 12) pisze, że następnym etapem jest unia polityczna, która obejmuje m.in. wspólną politykę bezpieczeństwa. Drugim i ostatnim wymiarem zaś, charakteryzującym się pełną unifikacją realizowanych polityk, jest tzw. pełna unia. Na tym etapie można mówić o istnieniu jakiejś formy federacji. Przykładowo, charakteryzuje się ona przeniesieniem kompetencji w zakresie ustalania podatków dochodowych i polityki socjalnej na poziom ponadnarodowy. Polityka stabilizacyjna jest również prowadzona na szczeblu ponadpaństwowym.

Reasumując, proces integracji ekonomicznej na etapach wyższych niż wspólny rynek, niesie ze sobą istotne konsekwencje dla polityki stabilizacyjnej, gdyż stwarza nie tylko specyficzne uwarunkowania dla jej realizacji, ale również implikuje jej ewolucję i integrację. O teoretycznych zagadnieniach z tym związanych traktuje kolejna część monografii.

---

<sup>1</sup> Za K. Lutkowskim (2004, s. 28), w pracy przyjęto, że termin „wspólna waluta” jest używany w znaczeniu „jednej waluty” (*single currency* a nie *common currency*). Autor ten wskazuje, że w przeszłości w Europie pomysły odnoszące się do wprowadzenia „wspólnej waluty” oznaczały wprowadzenie waluty równoległej z walutami narodowymi innych krajów. Zostały one jednak zaniechane. Warto odnotować, że dokumentacja unijna dotycząca sfery pieniężnej posługuje się wyłącznie terminem *single currency*.

<sup>2</sup> Ma to również odzwierciedlenie w rozważaniach dotyczących celów integracji ekonomicznej. Z reguły, wskazując przyczyny integracji, obok wzrostu efektywności ekonomicznej, na równi są wymieniane także przesłanki polityczne (Latoszek, 2007, s. 22). Ponadto trwałość wielu historycznych unii była uzależniona od aspektów pozagospodarczych (np. Unia Łacińska czy Skandynawska) (Iszkowski, 2012, s. 63–64).

## 2.2. Teoretyczne ujęcie integracji polityki monetarnej i fiskalnej a realizacja funkcji stabilizacyjnej

Przechodzenie na wyższe stadia integracji ekonomicznej intensyfikuje wymianę handlową, co sprawia, że popyt w danym kraju nie jest już determinowany wyłącznie przez czynniki wewnętrzne<sup>3</sup>. Wraz ze zwiększaniem stopnia otwartości gospodarki efektywność polityki stabilizacyjnej w osiąganiu celów wewnętrznych maleje, a sama gospodarka jest bardziej wrażliwa na wpływ otoczenia (Lubiński, 2009, s. 216). Poziom cen dóbr i usług zaczyna być warunkowany przez stopę inflacji w innych krajach (zgodnie z teorią parytetu siły nabywczej), a swoboda przepływu kapitału z kolei, charakterystyczna dla wspólnego rynku, determinuje poziom stopy procentowej, co nie pozostaje obojętne dla kursu walutowego.

Punktem wyjścia w celu przeanalizowania skutków umiędzynarodowienia polityki stabilizacyjnej jest uwzględnienie w modelu IS-LM efektu bilansu handlowego (Hübner i in., 1994, s. 111). Model Mundella-Fleminga (IS-LM-BP) opiera się na sztywnych regułach keynesowskich, m.in. sztywności płac, krzywej Phillipsa, założeniu, że podaż pieniądza lub stopa procentowa to instrumenty monetarne będące całkowicie w gestii władz, oraz na pominięciu oczekiwań (Lubiński, 2009, s. 219–220). Założenie doskonałej mobilności kapitału sprawia, że krajowa stopa procentowa równowagi zrównuje się ze stopą procentową zagranicy (Czarczyńska, Śledziewska, 2007, s. 109). Czynnikiem różnicującym efektywność polityki fiskalnej i monetarnej przy pełnej mobilności kapitału jest system kursu walutowego, który może być systemem kursów sztywnych bądź płynnych.

W warunkach elastycznych kursów walutowych ekspansja fiskalna jest nieskuteczna, ponieważ powoduje wzrost stopy procentowej, napływ kapitału i w efekcie aprecjację waluty, która negatywnie wpływa na eksport. W rezultacie gospodarka jest sprowadzona do punktu wyjścia. Ekspansja monetarna z kolei jest skuteczna w wyniku pobudzenia eksportu. Dzieje się tak na skutek deprecjacji waluty spowodowanej odpływem kapitału w rezultacie obniżki stóp procentowych. Wzrost konkurencyjności eksportu prowadzi do spadku popytu na dobra zagraniczne i wzrostu na dobra krajowe, co wpływa na dalszy wzrost dochodu narodowego.

Luźna polityka monetarna jest natomiast nieskuteczna w warunkach sztywnych kursów walutowych. W chwili odpływu kapitału na skutek obniżki stopy procentowej, bank centralny podejmuje interwencję na rynku walutowym w celu utrzymania pożądanego kursu (dokonuje sprzedaży papierów wartościowych), co powoduje spadek podaży pieniądza i powrót do stanu wyjściowego. Skuteczna jest natomiast ekspansywna polityka fiskalna. Wywołany przez nią wzrost stopy procentowej i napływ kapitału spowodują interwencję banku centralnego (zakup papierów wartościowych) w celu obrony kursu. Zwiększona podaż pieniądza pobudzi dalszy wzrost i obniży stopę procentową do poziomu wyjściowego.

Z powyższego modelu wynika szeroko omawiany w literaturze przedmiotu tzw. trylemat gospodarki otwartej (trójca niespójności). Dylemat ten oznacza, że niemożliwe jest

<sup>3</sup> Odzwierciedlają to np. wartości mnożników w gospodarce otwartej i zamkniętej. Pierwszy z nich jest zawsze niższy, ponieważ uwzględnia również dodatkowy „wyciek popytu”, który zależy od krańcowej skłonności do importu (Lubiński, 1994, s. 186).



jednoczesne wystąpienie trzech właściwości: pełnej mobilności kapitału, autonomii polityki pieniężnej i sztywnych kursów walutowych. Przy swobodzie przepływu kapitału, elastyczny kurs walutowy jest niezbędny w celu zachowania niezależności realizacji polityki monetarnej. Rezygnacja z autonomii polityki pieniężnej jest zaś konieczna do utrzymania stałych kursów walutowych i mobilności kapitału (Mongelli, 2008, s. 13). Natomiast przy sztywnych kursach walutowych oraz autonomicznej polityce pieniężnej, kraj musi stosować pewne formy kontroli przepływów kapitałowych.

Proces integracji ekonomicznej w pierwszej kolejności generuje więc impulsy do podjęcia współpracy w sferze monetarnej. Wynika to m.in. z reguły  $n-1$ , która oznacza, że w systemie sztywnych kursów walutowych, jeśli jeden bank centralny prowadzi niezależną politykę monetarną, to pozostałe banki są zmuszone się do niego dostosować (jeśli oczywiście chcą utrzymać wyznaczone kursy walutowe) (Czarczyńska, Śledziwska, 2007, s. 126). Z drugiej strony, odwrotna sytuacja implikuje, że kraj chcący utrzymać sztywny kurs walutowy w powszechnym systemie kursów płynnych, będzie do tego zdolny jedynie przez krótki czas i przy dużych kosztach (Lubiński, 1994, s. 195).

Niemożliwość zaistnienia jednocześnie trzech zjawisk uwzględnionych przez trylemat gospodarki otwartej nie oznacza, że nie mogą one występować parami. Liberalizacja przepływu kapitału, zapewniona na etapie wspólnego rynku, wymusza więc konieczność wyboru pomiędzy kontrolą kursu walutowego bądź stopy procentowej<sup>4</sup>. W dalszych etapach integracji ekonomicznej natomiast, wskazane jest wprowadzenie całkowitej wymiennalności walut między członkami ugrupowania. Gwarancja sztywnych parytetów zaś, zapewnia wymianę po stałych kursach, co przez eliminację kosztów transakcyjnych sprzyja współpracy podmiotów działających na międzynarodowym rynku integrujących się krajów. Pseudounia kursowa tworzy się natomiast w sytuacji, gdy dodatkowo jest wprowadzona koordynacja polityk monetarnych. Jej zastąpienie przez wspólną politykę pieniężną można utożsamiać ze ścisłą integracją monetarną danych krajów. Kolejnym krokiem może być wprowadzenie wspólnej waluty. Etap ten, zwany unią monetarną, oznacza przekazanie kompetencji w zakresie realizacji polityki pieniężnej, organowi ponadnarodowemu<sup>5</sup> (Bukowski, 2007a, s. 25; Czarczyńska, Śledziwska, 2007, s. 10).

Sekwencja integracji w zakresie polityki monetarnej jest więc przejrzysta i wynika z logicznych przesłanek *stricte* gospodarczych. Okoliczności te wymuszają uwzględnienie dodatkowych aspektów, determinujących efekty umiędzynarodowienia polityki stabilizacyjnej prezentowanych przez model Mundella-Fleminga. Przyjęcie wspólnej waluty oznacza, że kursy integrujących się państw zostają usztywnione względem siebie, a kurs zewnętrzny pozostaje elastyczny wobec krajów trzecich. Działanie kanału nominalnego kursu walutowego może okazać się więc nieadekwatne do stanu koniunktury pojedynczego kraju. Ostatnia możliwość realizacji polityki ekonomicznej w modelu IS-LM-BP (ekspansja fiskalna w warunkach sztywnych kursów) może nie być wsparta ekspansją pieniężną, gdyż

<sup>4</sup> Alternatywną formą integracji jest unia kursowa (Bukowski, 2007a, s. 25). W takim rozwiązaniu jest konieczna jednak pewna kontrola przepływów kapitałowych. Kursy walutowe między członkami ugrupowania są nieodwracalnie usztywnione.

<sup>5</sup> A. Czarczyńska oraz K. Śledziwska (2007, s. 10) podkreślają, że ustanowienie wspólnej waluty nie jest obligatoryjne do utworzenia unii monetarnej.

w warunkach unii monetarnej kontrola stopy procentowej i podaży pieniądza przechodzi w zakres kompetencji organu ponadnarodowego, który realizuje politykę monetarną dla całego ugrupowania — nie dla każdego kraju z osobna. W rezultacie skutki presji na wzrost stopy procentowej i aprecjacji waluty odczuwają również inne kraje unii. W tym kontekście, należy zastanowić się nad konsekwencjami płynącymi z prowadzenia jednolitej polityki pieniężnej z perspektywy oddziaływania na wahania koniunktury pojedynczych krajów.

Jednym z najbardziej niepożądanych zjawisk funkcjonowania unii monetarnej jest ryzyko, że jednolita polityka pieniężna może nie być odpowiednia dla wszystkich krajów członkowskich unii (choć jest optymalna dla obszaru jako całości). Implikuje to konieczność akceptacji przez niektórych członków ugrupowania względnie mniejszego poziomu dobrobytu aniżeli w sytuacji prowadzenia autonomicznej polityki (Bukowski, 2007b, s. 22). Do zagadnień związanych z kryteriami warunkującymi zbieżność wahań aktywności gospodarczej w warunkach integracji ekonomicznej autor nawiązuje w podrozdziale 2.3. W tym miejscu istotne jest jedynie zaakcentowanie, że jej brak może oznaczać nieadekwatność ponadnarodowej polityki monetarnej dla poszczególnych krajów (Kotliński, Warząła, 2013, s. 49).

A. Rogut (2012, s. 214) wskazuje, że nieadekwatność ta ma charakter cykliczny w sytuacji, gdy wspólna stopa procentowa jest zbyt wysoka lub zbyt niska w odniesieniu do danej gospodarki bądź jest niezgodna z bieżącą fazą cyklu koniunkturalnego. Skutkiem może być sytuacja, w której jednolita polityka monetarna może oddziaływać z różną siłą i różnym opóźnieniem na sferę realną krajów ugrupowania integracyjnego, a w skrajnie niekorzystnej sytuacji, może wywierać nawet efekt procykliczny<sup>6</sup>.

Drugi rodzaj nieadekwatności wspólnej polityki monetarnej ma charakter strukturalny. Dzieje się tak, gdy skala zmian stóp procentowych wspólnego banku centralnego jest nieodpowiednia w stosunku do poziomu inflacji danego kraju (Rogut, 2012, s. 214) i utrzymuje się na takim poziomie przez dłuższy okres. Sytuacja taka może wynikać z różnego tempa wzrostu cen w krajach członkowskich, co implikuje różny poziom realnej stopy procentowej. W krajach, w których jest ona względnie niższa (z powodu stosunkowo wyższej inflacji niż przeciętny poziom w unii), może dojść do pobudzenia inwestycji, szybszego wzrostu płac i produkcji oraz narastania luki inflacyjnej. Wobec braku możliwości interwencji władz monetarnych, gdy inflacja jest zbyt wysoka, istnieje ryzyko przegrzania gospodarki (Arnold, Kool, 2003, s. 65). W krajach, w których realna stopa procentowa jest względnie wyższa (z powodu stosunkowo niższej inflacji niż przeciętny poziom w unii), może natomiast dojść do tłumienia i przyhamowania wzrostu gospodarczego w sytuacji, gdy czynniki produkcji nie są jeszcze w pełni wykorzystane. Grozi to narastaniem luki recesyjnej. Zróżnicowanie poziomu inflacji ma ponadto odzwierciedlenie w konkurencyjności gospodarek.

---

<sup>6</sup> Na przykład obniżka stopy procentowej (dokonanej przez ponadnarodowe władze monetarne) mogłaby oznaczać nadmierny wzrost popytu w kraju o niesynchronizowanym cyklu. W takiej sytuacji nastąpi przyspieszenie tempa inflacji, wzrostu jednostkowych kosztów pracy oraz wzrostu realnego efektywnego kursu walutowego, co skutkuje pogorszeniem międzynarodowej konkurencyjności. W przypadku, gdy wydajność pracy nie zwiększa się w wystarczającym tempie (aby odbudować konkurencyjność i obniżyć tempo wzrostu jednostkowych kosztów pracy), to rezultatem jest przegrzanie gospodarki i jej długotrwałe spowolnienie (Sławiński, 2008, s. 37).



W unii monetarnej kanał realnych stóp procentowych może prowadzić więc do efektu destabilizującego i zwiększania ryzyka pojawiania się desynchronizacji wahań koniunkturalnych krajów członkowskich<sup>7</sup> (NBP, 2014, s. 18–19). Sytuacja ta jest źródłem rozterek dla ponadnarodowego banku centralnego, ponieważ nie może on różnicować poziomu stopy procentowej (Lutkowski, 2004, s. 34; Bukowski, 2007a, s. 76; Bukowski, 2007b, s. 23).

Należy jednak zaznaczyć, że wraz z przystąpieniem do unii monetarnej, mechanizmem dostosowawczym, który zyskuje dodatkowe znaczenie jest realny kurs walutowy (NBP, 2009, s. 252; Borowiec, 2012, s. 23). Jego działanie prowadzi do efektu stabilizacyjnego. Na przykład w obliczu ryzyka przegrzania koniunktury następuje aprecjacja realnego kursu walutowego, która skutkuje pogorszeniem się konkurencyjności eksportu i w efekcie obniżeniem popytu. Dynamicznie rozwijająca się gospodarka (względem pozostałych krajów) prowadzi do realnej aprecjacji, jednak nie przez zmiany nominalnego kursu walutowego, ale przez zmianę cen względnych między gospodarką krajową a resztą ugrupowania. Regionalne zróżnicowanie inflacji w tym przypadku zapewnia proces dostosowawczy. Należy jednak podkreślić, że eliminacja korekty poprzez nominalny kurs walutowy ograniczy rozmiar i szybkość z jaką dostosowuje się realny kurs walutowy (Arnold, Kool, 2003, s. 65). W warunkach integracji ekonomicznej, przy braku autonomicznej polityki monetarnej i kursowej, jest więc istotne, aby w sytuacji, gdy cykle koniunkturalne są niesynchronizowane lub kraje w istotnym stopniu różnią się poziomem inflacji, destabilizujący kanał realnych stóp procentowych nie przeważał nad przeciwnym kanałem realnego kursu walutowego (NBP, 2014, s. 18–19).

Drugą najważniejszą dziedziną polityki makroekonomicznej, mającą zastosowanie w stabilizacji koniunktury gospodarczej, jest polityka fiskalna. Rozważania na ten temat wymagają ponownego odwołania się do trwałej debaty, dotyczącej skuteczności interwencji fiskalnych w oddziaływaniu na wahania aktywności gospodarczej, przedstawionej w poprzedniej części monografii. Jeśli w praktyce gospodarczej za wytyczne są przyjęte tezy neoklasyków, to inicjatywy integracji fiskalnej będą służyły głównie do tworzenia odpowiednich warunków po stronie podażowej gospodarki. Jeśli natomiast za fundament integracji ekonomicznej przyjąć koncepcje keynesowskie, to narzędzia fiskalne powinny odgrywać znaczącą rolę w polityce stabilizacyjnej pomimo zachodzących procesów integracyjnych. Jest to szczególnie ważne w przypadku, gdy kraje nie posiadają autonomii w zakresie realizacji polityki monetarnej, a polityka wspólna w tym zakresie jest obciążona przedstawionymi powyżej komplikacjami. Co więcej, w warunkach integracji ekonomicznej kraje są również pozbawione automatycznego mechanizmu dostosowawczego, jakim jest nominalny kurs walutowy. Niezależnie więc od przyjętej doktryny, na podstawie której rządzący prowadzą politykę makroekonomiczną integrującego się państwa, należy podkreślić, że dyskrecyjna polityka fiskalna zyskuje dodatkowe znaczenie w krótkookresowej stabilizacji wahań koniunkturalnych. Może okazać się także jedynym sposobem na osiągnięcie tego celu (NBP, 2009, s. 252; Bénassy-Quéré, Ragot, 2015, s. 10; Urbanowicz, 2015, s. 13).

---

<sup>7</sup> Problem ten sformułował już w 1990 r. A.A. Walters (1990, s. 14), który twierdził, że różnice inflacyjne członków unii monetarnej będą prowadziły do różnic w wysokości realnej stopy procentowej, co będzie skutkowało desynchronizacją warunków cyklicznych. Jest to tzw. krytyka Waltersa.

Przesłanki na rzecz pogłębiania integracji fiskalnej wynikają po pierwsze z faktu, że jest ona częścią środowiska, które dotyczy realizacji polityki monetarnej. Jak podkreśla J. Giżyński (2013, s. 23, 24), forma polityki fiskalnej jest wypadkową m.in. czynników politycznych, czego efektem jest kształtowanie się poziomu cen (podatki pośrednie) w gospodarce i równowaga makroekonomiczna. Stabilna polityka fiskalna jest więc ułatwieniem realizacji polityki monetarnej przez stworzenie odpowiednich warunków gospodarczych. W krótkim okresie polityka fiskalna może wpływać na warunki realizacji polityki monetarnej właśnie przez działania stabilizacyjne (automatyczne stabilizatory i interwencje „dyskrecjonalne”).

Po drugie, konieczność integracji fiskalnej wynika ze stopnia spełnienia kryteriów optymalnego obszaru walutowego. Zagadnienie to zostanie pogłębione w dalszej części książki. W tym miejscu konieczne jest przybliżenie potencjalnych form integracji polityki fiskalnej, przez którą należy rozumieć stopień jej zaawansowania. Forma ta zależy również od wybranej docelowej koncepcji ugrupowania integracyjnego (Tabela 3.).

Tabela 3.

Stopień zaawansowania integracji polityki gospodarczej a formy integracji polityki fiskalnej

Stopień zaawansowania integracji polityk	Polityka fiskalna
Informacja — w celu zapewnienia spójności polityk, kraje wzajemnie się informują o zamierzonych celach swoich działań oraz stosowanych instrumentach polityki gospodarczej. Kompetencje w całości pozostają na szczeblu krajowym.	To niezależna narodowa polityka fiskalna, która <i>de facto</i> nie oznacza niezależności w sensie absolutnym, gdyż zawsze istnieje pewien stopień współzależności polityk gospodarczych integrujących się krajów. Jest ona jednak głównym narzędziem, służącym łagodzeniu nadmiernych wahań koniunkturalnych.
Konsultacja — w celu zapewnienia większej spójności polityk, kraje konsultują się i wymieniają między sobą poglądy odnośnie zamierzonych działań. Kompetencje w całości pozostają na szczeblu krajowym, lecz są przedmiotem wzajemnego oddziaływania.	
Koordinacja — opiera się na przyjęciu i respektowaniu ogólnych kierunków ich prowadzenia. Kraje harmonizują swoje regulacje krajowe lub wzajemnie je uznają. Wspólnie określają też cele i zasady prowadzonej polityki. Forma ta jest wiążąca dla integrujących się krajów.	To koordynacja niezależnych (w pewnym stopniu) narodowych polityk fiskalnych, przez którą rozumie się harmonizację podatkową oraz ujednoczenie celów gospodarczych krajów członkowskich.
Unifikacja — polega na zniesieniu instrumentów krajowych oraz przyjęciu przez integrujące się kraje takich samych celów i instrumentów.	To unifikacja polityk fiskalnych (oznaczająca powstanie unii fiskalnej i federalizmu fiskalnego) skutkująca przekazaniem, w części lub całości, kompetencji organowi ponadnarodowemu.

Źródło: opracowanie własne na podstawie: Molle (2000, s. 21–22), Borowiec (2011, s. 23), Bukowski (2007a, s. 25, 88–96).

Z przedstawionej stadialności integracji polityki fiskalnej wynika, że w jej początkowych formach kraje członkowskie mają autonomię w zakresie realizacji polityki stabilizacji koniunktury, ponieważ kompetencje w wyborze instrumentów pozostają w gestii organów krajowych. Natomiast w wyższych formach integracji, realizacja polityki jest co najmniej w jakimś stopniu ujednoczana, a kompetencje w zakresie wyboru i stosowania określonych

narzędzi — stopniowo delegowane na szczebel ponadnarodowy. Jednoznaczna ocena, czy uprawnienia w zakresie polityki fiskalnej powinny być przekazane na „wyższy” poziom, jest trudna do sformułowania. Jednocześnie trudno stwierdzić, czy lepsze efekty zapewni federacyjny czy konfederacyjny nurt integracyjny. Korzyści i koszty z tego tytułu mają charakter niematerialny, a decyzje w dużym stopniu są motywowane przesłankami politycznymi. Istotą jest dokonanie wyboru w kwestii podziału kompetencji między różnymi szczeblami władzy. Ekonomiczne teorie dotyczące optymalizacji takiego podziału za najważniejsze kryterium uznają efektywność. Punktem wyjścia jest założenie, że skuteczność polityki ekonomicznej jest największa na możliwie najniższym poziomie władzy, ponieważ uwzględnia ona specyficzne potrzeby i preferencje pojedynczych krajów (Molle, 2000, s. 20). Jest to tzw. zasada subsydiarności (pomocniczości), która głosi, że każdy szczebel władzy realizuje jedynie te zadania, które nie mogłyby być skutecznie wykonane przez niższy szczebel (Hnатыszyn-Dzikowska, 2009, s. 35–49). W kontekście podejmowanej problematyki badawczej, jest więc zasadne rozważenie możliwości i uwarunkowań realizacji fiskalnej polityki stabilizacyjnej w jej poszczególnych formach integracji.

W ramach pierwszej możliwości, tzn. realizacji niezależnych polityk fiskalnych (Tabela 3.), pojawiają się dwa aspekty. Pierwszy z nich jest związany ze wzrostem gospodarczym, jeśli polityka ekonomiczna jest prowadzona w duchu keynesowskim (krótkookresowe sterowanie koniunkturą). Ma ona charakter *ex ante* i oddziałuje na każdym etapie cyklu koniunkturalnego. Podejście to jest związane z nieadekwatnością ponadnarodowej polityki monetarnej. Według ujęcia modelowego przedstawionego przez P. Krugmana i M. Obstfelda<sup>8</sup>, jednolita polityka banku centralnego, która ma uzasadnienie w pierwszym kraju, może spowodować wzrost produkcji ponad poziom produkcji potencjalnej w kraju drugim, co oznacza wzrost inflacji. Kraj dotknięty nieadekwatnym poziomem jednolitej stopy procentowej w odpowiedzi stosuje restrykcyjną politykę fiskalną, która w konsekwencji oznacza obniżenie zagregowanego popytu i deprecjację wspólnej waluty. W odwrotnej sytuacji, gdy ponadnarodowy bank centralny chce zwalczyć nadmierną inflację w całej strefie walutowej (co ma uzasadnienie w pierwszym kraju, w którym produkcja potencjalna przewyższa produkcję rzeczywistą), następuje aprecjacja wspólnej waluty, co pogarsza saldo obrotów bieżących w dwóch krajach. Drugi kraj musi natomiast zastosować ekspansję fiskalną w celu doprowadzenia produkcji rzeczywistej do poziomu potencjalnego i przywrócenia równowagi dochodu narodowego. W takiej sytuacji pojawia się jednak deficyt, który musi być pokryty albo zwiększeniem podatków, albo wzrostem zadłużenia. Pierwsza opcja może prowadzić do spadku zagregowanego popytu i ponownego odchylenia produkcji rzeczywistej od potencjalnej (Bukowski, 2007a, s. 88–96).

Drugi aspekt realizacji niezależnej polityki fiskalnej dotyczy łagodzenia szoków asymetrycznych. Są to zaburzenia przebiegu procesów gospodarczych charakteryzujących się tym, że dotyczą poszczególnych krajów unii monetarnej z niejednakową siłą lub dotyczą tylko nie-

<sup>8</sup> Jedno z założeń modelu stanowi, że celem władz monetarnych jest osiągnięcie poziomu produkcji potencjalnej na obszarze strefy walutowej jako całości, czyli *de facto* stanu, w którym luka produktowa wynosi 0. Ponadto w modelu unia walutowa składa się z dwóch krajów, które mają różny poziom produkcji potencjalnej, a krótkookresowe interwencje polityki ekonomicznej nie oddziałują na długookresowy, przewidywany kurs walutowy. Szczegółowe założenia modelu w: Bukowski, 2007a, s. 88–96.

które z nich (Tchorek, 2012, s. 43). Polityka ukierunkowana głównie na eliminację szoków ma w większym stopniu charakter *ex post* i można porównać ją do polityki antykrzysowej.

Zgodnie z modelem P. Krugmana i M. Obstfelda, w przypadku szoku popytowego kraje mają do dyspozycji jedynie politykę fiskalną w celu jego zwalczania<sup>9</sup>. W sytuacji wystąpienia wstrząsu w pierwszym kraju, następuje przesunięcie popytu na produkty w drugim kraju, co doprowadzi do wzrostu produkcji powyżej produkcji potencjalnej. W tym kraju nastąpi presja na aprecjację waluty, natomiast w pierwszym kraju — presja na deprecjację. W przypadku przewagi tej pierwszej, wypadkowy kurs wspólnej waluty obniży się, czemu będzie towarzyszyć wzrost stopy procentowej. Stłumi to wzrost gospodarczy w drugim kraju i pogłębi recesję w pierwszym. W odpowiedzi ten kraj może zastosować ekspansywną politykę fiskalną, która doprowadzi do wzrostu produkcji, jednak wraz ze wzrostem deficytu budżetowego (Bukowski, 2007a, s. 88–96).

W sytuacji szoku podażowego, który dotyka jeden z krajów, dochodzi do wzrostu cen czynników wytwórczych i w konsekwencji do spadku produkcji. Inflacja powoduje spadek realnej podaży pieniądza i wzrost stopy procentowej, co przyczynia się do spadku dochodu narodowego, dalszego spadku produkcji i w konsekwencji do zwiększania bezrobocia. Kraj ten, stosując ekspansję fiskalną, wzmocni presję inflacyjną, a to z kolei spowoduje, że wzrost popytu będzie niewystarczający do osiągnięcia poziomu produkcji potencjalnej. Gospodarka osiągnie ten stan dopiero po długim czasie, gdy ceny (i płace) ulegną obniżce. Polityka fiskalna jest więc całkowicie nieskuteczna w przypadku szoków podażowych (Bukowski, 2007a, s. 88–96).

Wnioski płynące z powyższych rozważań sprowadzają się do stwierdzenia, że dyskrecjonalne stosowanie polityki fiskalnej w celu łagodzenia wahań koniunktury przez jeden kraj unii monetarnej nie pozostaje bez konsekwencji dla innych członków ugrupowania. Wobec tego każda niestabilność makroekonomiczna jednego kraju, objawiająca się np. w poziomie deficytu lub długu publicznego, może spowodować destabilizację w całej unii.

Wiąże się to z ryzykiem wystąpienia tzw. efektu pasażera na gapę (*free rider*). W warunkach unii monetarnej, część kosztów nieodpowiedzialnej i zbyt luźnej polityki fiskalnej jednego kraju (np. wzrost inflacji, presja na spadek kursu waluty i wzrost stopy procentowej), może być ponoszona przez pozostałe kraje ugrupowania (Rosati, 2010, s. 612; Kotliński, 2013, s. 13; Giżyński, 2016, s. 47). Na przykład narastanie deficytów i długów publicznych bez odpowiedniego nadzoru mogłyby doprowadzić do zwiększenia ryzykowności zakupu obligacji danych krajów i w konsekwencji do wzrostu ich oprocentowania. Powoduje to wzrost kosztów obsługi długu publicznego, a następnie dalszy wzrost zadłużenia. Jeśli ryzyko nabywania obligacji stanie się dla inwestorów zbyt wysokie, dany kraj może okazać się niewypłacalny. Należy podkreślić, że w sytuacji, gdy kraje posiadają wspólną walutę, to emisja długu odbywa się *de facto* w walucie, nad którą poszczególne kraje nie mają kontroli. W takich warunkach ryzyko inwestycji może szybko przenosić się między krajami, destabilizując tym samym sytuację w całej unii.

---

<sup>9</sup> Uchylone jest tu założenie dotyczące osiągnięcia poziomu produkcji potencjalnej na obszarze strefy walutowej jako celu banku centralnego. Polityki fiskalne natomiast mają stały charakter i w długim okresie wpływają na kurs walutowy (Bukowski, 2007a, s. 88–96).

Wobec tych zagrożeń jest oczywiste, że w celu uniknięcia zarówno interwencji wynikających ze sprzecznych celów poszczególnych członków ugrupowania oraz potencjalnego efektu pasażera na gapę, pomiędzy rządami krajów członkowskich musi nawiązać się pewna współpraca, wsparta wolą respektowania dyscypliny finansów publicznych. Samo utworzenie unii monetarnej nie gwarantuje jej trwałości (Kotliński, 2013, s. 11–13; Molle, 2000, s. 409, 412). Efektywną realizację celów rządów krajowych i ponadnarodowych władz monetarnych może zapewnić koordynacja niezależnych polityk fiskalnych, która ma sprzyjać odpowiednim proporcjom między polityką pieniężną i fiskalną (*policy-mix*) (Giżyński, 2016, s. 45; Hettig, Müller, 2017, s. 80; Postuła, 2018, s. 193; Dziemianowicz, Kargol-Wasiluk, 2018, s. 54). Aspekty związane z tą formą integracji można rozpatrywać w dwóch znaczeniach. Po pierwsze, koordynacja odnosi się do zbioru działań i instrumentów wyznaczających jednolite ramy dla polityk fiskalnych, a po drugie — do egzekwowania dyscypliny fiskalnej za pomocą ustalonych reguł (NBP, 2014, s. 7).

Od etapu koordynacji niezależnych polityk fiskalnych funkcję stabilizacyjną można ponownie rozpatrywać w dwóch ujęciach. Z. Darvas (2010, za: NBP, 2014, s. 16) zaznacza, że — po pierwsze — dotyczy ona stabilizacji sensu *stricte* i oznacza realizację antycyklicznej polityki fiskalnej, realizowanej w celu łagodzenia cyklu koniunkturalnego całego ugrupowania. W drugim ujęciu wiąże się z funkcją ubezpieczeniową, która opiera się na dokonywaniu przejściowych transferów do krajów dotkniętych recesją i może być utożsamiana z funkcjonowaniem automatycznych stabilizatorów.

W pierwszym ujęciu kluczowe znaczenie ma zagregowane nastawienie polityki fiskalnej wobec fazy cyklu koniunkturalnego całego ugrupowania, rozumiane jako „wypadkowa” nastawień polityk fiskalnych poszczególnych krajów. Zdolność do antycyklicznej realizacji polityki stabilizacyjnej na szczeblu narodowym automatycznie nadaje jej formę na szczeblu ponadnarodowym. W przeciwnej sytuacji polityki fiskalne wszystkich krajów mogą być prowadzone różnokierunkowo, co w ostateczności tłumi efekt stabilizacyjny. Naturalnie najkorzystniejszą sytuacją jest ta, w której cykle koniunkturalne krajów członkowskich są ze sobą silnie skorelowane. W warunkach koordynacji polityk fiskalnych, kluczowe znaczenie mają więc przyjęte ramy i reguły ich prowadzenia, które powinny służyć osiągnięciu odpowiedniego poziomu zbieżności, zapobieżeniu efektowi pasażera na gapę i nieodpowiedzialnej realizacji polityki gospodarczej przez pojedyncze kraje.

Koordynacja dyskrejonalnych działań polityk fiskalnych krajów członkowskich unii ekonomicznej i monetarnej może napotykać jednak bariery w postaci powolnych procedur parlamentarnych, narodowych tradycji w dążeniu do dostosowań budżetowych oraz różnorodnych działań poszczególnych państw. Sam czas negocjacji, służący podjęciu skoordynowanych dyskrejonalnych interwencji, mógłby istotnie wydłużyć podjęcie ostatecznej decyzji (Borowiec, 2011, s. 384). Zsynchronizowanie działań antycyklicznych może być dodatkowo utrudnione respektowaniem ustalonych reguł fiskalnych, które mogą ograniczać ekspansję. Przyjęte restrykcje powinny być zatem w pewnym stopniu elastyczne, aby umożliwić zastosowanie aktywnej polityki fiskalnej w szczególnych sytuacjach.

W obliczu powyższych potencjalnych ograniczeń oraz braku zbieżności wahań koniunkturalnych krajów partnerskich, koordynacja narodowych polityk fiskalnych może również nie gwarantować odpowiedniego, antycyklicznego oddziaływania zarówno na szczeblu po-

jedynczych krajów, jak i całej unii. Pewnym rozwiązaniem może być pogłębienie integracji fiskalnej oraz podział ryzyka poprzez wprowadzenia dodatkowych mechanizmów, służących stabilizacji cykli koniunkturalnych zarządzanych ze szczebla centralnego. W tym ujęciu stabilizacja koniunktury spełnia funkcję ubezpieczeniową i mogłaby być dokonywana w postaci transferów fiskalnych.

Można wyróżnić dwa typy realizacji funkcji stabilizacyjnej opartej na transferach fiskalnych. Po pierwsze, może to być międzyokresowe zapewnianie środków finansowych (pożyczek spłacanych z przyszłych podatków) przez organ centralny krajom członkowskim. Zobowiązania te służyłyby pokryciu wydatków budżetowych, związanych m.in. ze stabilizacją gospodarki. Drugim typem realizacji polityki fiskalnej może być międzyregionalna redystrybucja w krótkim okresie. Dla krajów znajdujących się w niekorzystnej sytuacji gospodarczej, dokonywane byłyby transfery działające stymulująco na zagregowany popyt<sup>10</sup> (Bukowski, 2007a, s. 97).

Transfery fiskalne miałyby za zadanie wspierać narodową politykę fiskalną, łagodzić ekonomiczne i społeczne skutki recesji oraz zmniejszać poziom deficytów budżetowych. Zaletą takich przepływów i ich przewagą w stosunku do narodowych interwencji fiskalnych jest również to, że wykorzystanie instrumentów szczebla narodowego nieuchronnie wiąże się ze wzrostem deficytu budżetowego, który z kolei prowadzi do narastania długu publicznego. Co więcej, transfery fiskalne, podobnie jak pasywna polityka fiskalna szczebla krajowego, mogą być mechanizmami o charakterze *ex ante*, co oznacza, że są uruchamiane jeszcze przed wystąpieniem załamania koniunktury. Pozwala to na wyglądzenie negatywnych skutków wstrząsu gospodarczego na popyt<sup>11</sup>. Działają one głównie na zasadzie automatycznych stabilizatorów.

Taka forma stabilizacji cykli koniunkturalnych może być realizowana zarówno w przypadku wariantu, w którym polityki fiskalne są koordynowane, jak i na wyższych formach integracji związanych ze stopniową unifikacją. Realizacja funkcji stabilizacyjnej we wszystkich tych przypadkach wiąże się albo z ustanowieniem specjalnego w tym celu funduszu albo ustanowieniem odrębnego budżetu. W tym miejscu należy rozróżnić dwa rodzaje źródeł finansowania transferów fiskalnych.

Po pierwsze, mogą one pochodzić ze składek krajów członkowskich. Ich wysokość mogłaby być uzależniona od udziału PKB w całym ugrupowaniu. D. Furceri oraz A. Zdzienicka (2013, s. 12) akcentują jednak, że składki te (i same transfery) nie powinny być regresywne. Oznacza to, że wraz ze spadkiem PKB *per capita*, transfery w przeliczeniu na mieszkańca nie powinny się zmniejszać. Rozwiązanie oparte na składkach członkowskich stwarza jednak ryzyko upolitycznienia decyzji dotyczących wielkości zasobów w stosunku do wydatków o charakterze dyskrejonalnym.

<sup>10</sup> Trzecim rodzajem polityki fiskalnej opartej na transferach jest międzyregionalna redystrybucja w okresie długim. Ten typ realizacji polityki fiskalnej nie wynika z cyklicznego rozwoju gospodarczego, lecz głównie z czynników strukturalnych i ma na celu wyrównywanie poziomu rozwoju między krajami (Bukowski, 2007a, s. 97).

<sup>11</sup> Rozwiązanie takie znajduje również uzasadnienie w warunkach funkcjonowania unii bankowej, ponieważ wstrząsy wygenerowane przez ten sektor mogą okazać się zbyt duże dla krajowych polityk fiskalnych.



Alternatywnym rozwiązaniem jest system finansowania oparty na własnych źródłach dochodu. Dotyczy ono uruchomienia transferów ze szczebla centralnego (np. zasiłków dla bezrobotnych), co wymaga uprzedniej centralizacji wpływów podatkowych (CIT, PIT, VAT). Takie rozwiązanie oprócz funkcji stabilizacyjnej spełnia również *de facto* funkcję redystrybucyjną<sup>12</sup>. Ma ono większe walory stabilizacyjne, ponieważ źródła podatkowe są wrażliwe na wahania cykliczne. Środki, które trafiają do wspólnego budżetu lub funduszu, są uzależnione od bieżącej sytuacji gospodarczej (NBP, 2014, s. 16–17). Rozwiązanie to wydaje się jednak niezwykle trudne do wdrożenia ze względu na potencjalne komplikacje w harmonizacji systemów podatkowych krajów członkowskich.

Forma stabilizacji gospodarek oparta na transferach niesie ryzyko pokusy nadużycia (*moral hazard*). Świadomość możliwości otrzymania wsparcia ze szczebla unijnego może skłaniać poszczególne kraje do minimalizowania własnej aktywności w celu redukcji bezrobocia, a w skrajnych przypadkach — nawet do jego permanentnego utrzymywania (Kawecka-Wyrzykowska, 2015, s. 25). Ponadto należy pamiętać, że mechanizm transferów fiskalnych zapewniając gospodarkom europejskim pewien stopień stabilizacji w zamian za utratę mechanizmów dostosowawczych, przy trwałości wstrząsów gospodarczych mógłby stać się mechanizmem nadmiernej i trwałej redystrybucji. W praktyce oznaczałoby to stałe transfery dochodów z krajów bogatszych do biedniejszych. Praktycznym wyzwaniem ich wykorzystania jest więc odpowiednia konstrukcja takich mechanizmów i poprawna ocena sytuacji makroekonomicznej danego kraju.

W literaturze przedmiotu podkreśla się, że związki walutowe bez unii fiskalnej charakteryzują się zwykle nieefektywną strukturą zarządzania środkami, co prowadzi do nieoptymalnych wyników. Najszerze możliwości stabilizacyjne oferuje ponadnarodowy budżet, który umożliwiłby zarówno zwiększenie popytu w kraju dotkniętym wstrząsem asymetrycznym, jak i mógłby również być wykorzystywany do łagodzenia wstrząsów, które dotyczą całe ugrupowanie (Kawecka-Wyrzykowska, 2015, s. 25; Bletzinger, von Thadden, 2021, s. 36). W tym pierwszym przypadku stabilizacja odbywałaby się głównie w oparciu o automatyczne stabilizatory koniunktury, a w drugim — o działania dyskrejonalne. J. Pisani-Ferry, E. Vihriala oraz G.B. Wolff (2013, s. 4–5) wskazują, że można by finansować z takiego budżetu nawet system zabezpieczenia społecznego czy wydatki na infrastrukturę publiczną. Główną zaletą tego rozwiązania jest to, że stabilizacja wynikałaby z normalnego funkcjonowania budżetu federalnego, analogicznego do tego na szczeblu państwa narodowego. Kwestią niejasną jest natomiast to, w jakim stopniu zróżnicowane potrzeby co do wysokości i struktury wydatków publicznych wśród poszczególnych krajów mogłyby być zaspokojone przez budżet centralny.

Można przypuszczać, że w przypadku realizacji polityki stabilizacyjnej w ramach federalizmu i unii fiskalnej opartej na wspólnym budżecie, odpowiednikiem ponadnarodowych władz monetarnych byłby ponadpaństwowy rząd lub instytucja na wzór krajowych ministerstw finansów. Ostatecznym etapem jest więc unia polityczna lub pełna unia, w której organ centralny ma pełną suwerenność nad centralnym budżetem, stanowiącym zagregowany mechanizm stabilizacyjny. Instytucja miałaby również moc nakładania na poszczególne kraje członkowskie restrykcji fiskalnych i gospodarczych oraz możliwość zaciągania

<sup>12</sup> Przykładem federacji, w której transfery spełniają obydwie te funkcje, są Niemcy (NBP, 2014, s. 16).

zobowiązań finansowych po cenach niższych niż pojedyncze kraje przy stałej stopie procentowej. Wspierałaby ponadto zintegrowany nadzór bankowy. W pewnym stopniu uniezależnia to całą unię od wystawianych ocen przez agencje ratingowe dla poszczególnych krajów. Wspólna instytucja powinna być zatem tym silniejsza, im więcej kompetencji jest przekazanych na szczebel ponadnarodowy (Marzinotto i in., 2011, s. 4–5; Kawecka-Wyrzykowska, 2015, s. 25; Galbraith, 2016, s. 69). Zasadnym zdaje się być ograniczenie wpływu ustaleń międzyrządowych i polityków szczebla krajowego na decyzje dotyczące uruchomienia transferów. To z kolei oznacza konieczność zagwarantowania silnej legitymacji politycznej organu zarządzającego budżetem.

Należy podkreślić, że możliwym krokiem ku integracji fiskalnej w unii ekonomicznej i monetarnej, nawet przy zachowaniu zdecentralizowanej funkcji stabilizacyjnej, jest uwspólnotowanie zadłużenia krajów członkowskich. W tym przypadku nie jest obligatoryjne utworzenie centralnego organu decyzyjnego, który byłby „właścicielem” zadłużenia i posiadałby własne źródła dochodu. Wspólny dług i emisja wspólnych obligacji może być w takich okolicznościach istotnym instrumentem reagowania na wahania koniunkturalne, ponieważ nowe płynne aktywa prowadzą do nasilenia integracji finansowej, spadku średniego oprocentowania zadłużenia poszczególnych krajów, obniżenia kosztów obsługi długu, poprawy transmisji polityki monetarnej, większej możliwości spełniania potrzeb pożyczkowych, wyższej oceny sytuacji fiskalnej i wyższego *ratingu* danego ugrupowania jako „całości” (Götz, 2012, 95–98; NBP, 2014, s. 34; Waćko-Jasińska, 2014, s. 231). Kwestią dyskusyjną jest natomiast to, na jaki okres zapadalności wspólne obligacje miałyby być emitowane oraz jaka byłaby struktura udziału poszczególnych krajów w takim mechanizmie<sup>13</sup>.

W kwestii integracji fiskalnej należy przede wszystkim podkreślić, że jest ona zdecydowanie bardziej złożona aniżeli w przypadku sfery monetarnej i stwarza nieproporcjonalnie więcej dylematów. Po pierwsze, jest ona proceduralnie dużo trudniejsza, co wynika z tego, że funkcje polityki fiskalnej są zróżnicowane. Oprócz stabilizacji, problematyka ta dotyczy również kwestii redystrybucji dochodów i alokacji czynników produkcji. Wszelkie działania, zmierzające do ustanowienia jakiegoś stopnia ujednoczenia tych polityk, wiążą się z ograniczeniem swobody ich realizacji (Borowiec, 2011, s. 179; Giżyński, 2016, s. 41). Proces integracji ekonomicznej dotyka więc przede wszystkim kwestii wykonywania suwerenności władz państwowych. W aspekcie polityki antycyklicznej za atrybut suwerenności należy uznać samodzielność w wyborze instrumentów i zakresu jej realizacji. Umędzynarodowienie gospodarek powoduje, że kraje sukcesywnie tracą swoją swobodę działania w tym obszarze i muszą współdecydować o formie realizacji polityki z organami szczebla ponadnarodowego oraz z innymi krajami. Ustalone w procesie integracji rozwiązania instytucjonalne determinują stopień modyfikacji polityki (Hnatyszyn-Dzikowska, Zwierchlewski, 2012, s. 55, 61). Zasadnicze znaczenie ma jaki docelowy format integracji jest wybrany — konfederacja, która w większym stopniu opuje za pozostawieniem luźniejszych związków pomiędzy prowadzeniem polityk, czy federacja, która przewiduje utworzenie pełnej unii.

---

<sup>13</sup> W literaturze przedmiotu istnieją konkretne propozycje, dotyczące wszystkich wspomnianych kwestii związanych z integracją fiskalną. Jako że odnoszą się one ściśle do unii ekonomicznej i monetarnej w Europie, zostaną one przybliżone w dalszej części monografii.



Działania w sferze integracji fiskalnej mogą zostać ponadto uznane jako ograniczanie suwerenności oraz autonomii danego państwa w większym stopniu niż rezygnacja z narodowej polityki monetarnej. W kwestii finansów państwa jest to szczególnie podkreślane, gdyż niezależność banku centralnego jest obecnie powszechnie akceptowana. Władze monetarne są poza zasięgiem kontroli demokratycznej (Lubiński, 2009, s. 241). W przypadku polityki fiskalnej zawsze istnieje ryzyko, że jej instrumenty mogą być wykorzystane w celu poprawienia wskaźników ekonomicznych w okresie wyborczym. Dopóki takie praktyki nie zostaną rozpoznane przez społeczeństwo, skłonność do głębszej integracji w sferze fiskalnej nie będzie rosła.

Integracja polityki fiskalnej nie jest więc możliwa bez zintensyfikowania integracji politycznej. Ta z kolei, poza czynnikami ekonomicznymi, zwykle opiera się na wspólnej historii, języku i kulturze. W przypadku integracji ekonomicznej narodowych krajów, które mogą różnić się od siebie pod względem instytucjonalnym, jest to proces niezwykle trudny. Jak zaznacza S.I. Bukowski (2007a, s. 97–98), jakiegokolwiek przeniesienie kompetencji w zakresie polityki fiskalnej na poziom ponadpaństwowy wiąże się w pewnym stopniu z integracją polityczną i federalizmem fiskalnym. Odnosi się to nie tylko do przypadku, w którym zamierzeniem jest osiągnięcie pełnej integracji politycznej i utworzenie państwa federalnego, lecz także do realizacji integracji ekonomicznej wg koncepcji funkcjonalnej, w której narodowe polityki fiskalne podlegają koordynacji. Wspomniany autor podkreśla również, że utworzenie federalizmu fiskalnego i integracja polityczna niekoniecznie musi zachodzić równomiernie. Pewien stopień federalizmu mogą determinować przesłanki ekonomiczne, natomiast unię polityczną — przesłanki polityczne, które jednak nie zawsze mogą zaistnieć<sup>14</sup>.

Z tego względu, oparcie rozważań wyłącznie o klasyfikację integracji fiskalnej ze względu na stopień jej zaawansowania może być niewystarczające. T.G. Grosse (2015, s. 81) wyróżnia pozytywny i negatywny federalizm fiskalny. Pierwszy z nich dotyczy np. wprowadzenia wspólnych podatków i wspólnego długu, zwiększenia wspólnego budżetu, realizację transferów fiskalnych ukierunkowanych na stymulację wzrostu gospodarczego oraz reformy strukturalne. Federalizm negatywny natomiast polega na ograniczeniu swobody realizacji polityk krajowych w wyniku wzmocnienia władzy instytucji ponadnarodowych i wprowadzenia ścisłych przepisów fiskalnych.

Federalizm pozytywny wymaga względnie większej woli politycznej i wyrzeczeń w zakresie realizacji polityki fiskalnej aniżeli federalizm negatywny, który narzuca „jedynie” ramy dla rządów krajowych. Należy jednocześnie zaznaczyć, że żadnego rozwiązania nie można przeceniać na gruncie teoretycznym ze względu na wielość czynników, które warunkują skuteczną realizację polityki stabilizacyjnej w warunkach integracji ekonomicznej.

Konkludując, trzeba podkreślić, że pomimo nasilania się integracji ekonomicznej, samo pojęcie i cele polityki stabilizacyjnej pozostają wciąż takie same. Jak podkreśla R. Warżała (2016, s. 42), pomimo zróżnicowanych warunków funkcjonowania współczesnej gospodarki światowej, wahań cyklicznych nie udało się wyeliminować. Są one nierozłączną częścią rozwoju i wzrostu gospodarczego. Na kolejnych etapach integracji ekonomicznej i w różnych formach realizacji polityki stabilizacyjnej, oczekiwane rezultaty interwencji są po-

<sup>14</sup> Z drugiej strony, ograniczenie kompetencji w zakresie polityki fiskalnej stwarza presję na unifikację polityczną (Bukowski, 2007a, s. 97–98).

dobne — łagodzenie wahań cyklu koniunkturalnego. Jak podkreśla Z.M. Doliwa-Klepacki (2001, s. 37), trzeba liczyć się z tym, że wcześniej czy później, pełna integracja ekonomiczna prowadzi do ustanowienia federacji lub konfederacji. A. Czarczyńska oraz K. Śledziwska (2007, s. 10) zaznaczają, że etapy integracji wyższe niż wspólny rynek, dotyczą nie tyle działania rynku, lecz ustalania ponadnarodowych form interwencji<sup>15</sup>.

Rozważania na temat tego, jakie rozwiązanie może zapewnić skuteczną realizację polityki stabilizacyjnej w unii ekonomicznej i monetarnej oraz czy jest ono w ogóle potrzebne, zajmują znamienite miejsce zarówno w literaturze przedmiotu, jak i wciąż aktualnych debatach polityków i praktyków gospodarczych. Od tej części książki rozważania koncentrują się na europejskiej unii ekonomicznej i monetarnej, która obecnie jest najbardziej zaawansowanym projektem integracji w historii. Charakteryzuje się ponadto unikatowymi rozwiązaniami, zarówno pod względem instytucjonalnym i organizacyjnym.

W celu pogłębienia zagadnienia stabilizacji koniunktury w warunkach integracji europejskiej oraz jej ewolucji, konieczne jest podjęcie rozważań na trzech płaszczyznach. Po pierwsze, obligatoryjne jest odniesienie się do kryteriów optymalnego obszaru walutowego i uwarunkowań kształtowania się cykli koniunkturalnych krajów członkowskich unii ekonomicznej i monetarnej, co ma kluczowe znaczenie dla skuteczności polityki stabilizacyjnej i jej ewolucji. Po drugie, wskazane jest przybliżenie historycznych inicjatyw integracyjnych, które uwarunkowały formę realizacji polityki stabilizacyjnej krajów strefy euro ze szczególnym uwzględnieniem korekt, które wymusił w tym aspekcie kryzys z końca pierwszej dekady XXI w. Po trzecie, konieczne jest precyzyjne wskazanie pokryzysowych dylematów, związanych z realizacją polityki fiskalnej i monetarnej na gruncie teoretycznym, co konkretyzuje cel badań oraz hipotezy badawcze.

### 2.3. Makroekonomiczne kryteria obszaru walutowego jako czynnik determinujący ewolucję polityki stabilizacyjnej

Za jedno z największych zagrożeń dla procesów integracji można uznać brak synchronizacji cykli koniunkturalnych krajów członkowskich. Aspekt zbieżności wahań aktywności gospodarczej jest zwykle oceniany z perspektywy dobrobytu i konsekwencji utworzenia ugrupowania integracyjnego (Papageorgiou i in., 2010, s. 420). Mając na uwadze dwustronny charakter zależności między kategoriami monetarnymi a koniunkturą, należy, po pierwsze, zaznaczyć, że rozbieżność wahań cyklicznych oznacza ryzyko nieadekwatności wspólnej polityki monetarnej. Po drugie, nieadekwatność ta, może przyczynić się do działania mechanizmu dywergencji, co ma odzwierciedlenie w potęgowaniu desynchronizacji cykli. Asynchroniczne fluktuacje ponadto znacznie komplikują realizację antycyklicznej polityki fiskalnej w warunkach koordynacji, gdyż uniemożliwiają zajęcie odpowiedniego stanowiska na poziomie zagregowanym. Co więcej, różnokierunkowe nastawienia polityk fiskal-

---

<sup>15</sup> Teoretyzując, można stwierdzić, że gdyby istniał doskonały wolny rynek (państwo nie podejmowałoby żadnych interwencji w gospodarce), integracja gospodarcza kończyłaby się na etapie wspólnego rynku (Czarczyńska, Śledziwska, 2007, s. 10).

nych mogą prowadzić do destabilizacji sytuacji makroekonomicznej w całym obszarze walutowym.

Jeśli między krajami występuje asymetria wahań cyklicznych, to wszelkie załamania koniunktury mają charakter bardziej specyficzny dla danego kraju (idiosynkratyczny) (Bukowski, 2007b, s. 23–24, 26). Zdolność do przeciwdziałania temu zjawisku jest więc traktowana jako podstawowe kryterium, które daje perspektywy do integracji (Lutkowski, 2004, s. 33–34). Synchronizacja cykli może stanowić również punkt wyjścia w ocenie zasadności ewolucji polityki stabilizacyjnej i intensyfikacji integracji w zakresie polityki fiskalnej. W celu pogłębienia interpretacji tego zagadnienia, niezbędne jest przybliżenie zagadnień związanych z teorią optymalnego obszaru walutowego (TOOW), które pozwalają na poznanie mechanizmów i uwarunkowań kształtowania się cykli koniunkturalnych krajów wchodzących w skład unii.

Na wstępie należy zaznaczyć, że aspekt zbieżności wahań aktywności gospodarczej nie był punktem wyjścia w rozważaniach ekonomistów, dotyczących możliwości utworzenia unii monetarnej w Europie. Zapoczątkowana w latach 60. XX w. dyskusja toczyła się w ramach zalet i wad, wynikających z usztywnienia kursów walutowych, a za główny koszt została uznana utrata niezależności realizacji polityki kursowej. Jak wskazuje G. Tchorek (2012, s. 42), kurs walutowy stanowił istotny mechanizm absorbujący w sytuacji załamania się popytu zewnętrznego, skutkujący spadkiem eksportu, deficytem bilansu płatniczego i wzrostem bezrobocia<sup>16</sup>. W unii walutowej, w momencie pojawienia się szoku asymetrycznego, poprawienie międzynarodowej konkurencyjności krajowych produktów przez dewaluację lub deprecjację jest niemożliwe. Wobec tych dylematów już w latach 60. XX w. rozważania poruszające kwestię integracji europejskiej koncentrowały się wokół warunków (tzw. kryteriów optymalności), jakie musiałyby zostać spełnione, aby koszty utracenia narzędzi polityki kursowej były jak najmniejsze.

Fundamentem TOOW były poglądy ortodoksyjnego keynesizmu (Hnatyszyn-Dzikowska, 2009, s. 47–48). Za prekursora tej teorii uważany jest R. Mundell, który w swoim słynnym artykule z 1961 r. rozpatrywał nie tyle integrację krajów, lecz warunki połączenia regionów w jednym państwie (Mundell, 1961, s. 664). Ekonomista ten na podstawie swoich rozważań doszedł do wniosku, że likwidacja zarówno bezrobocia, jak i inflacji w dwóch regionach danego kraju, posiadających jedną walutę, jest niemożliwa. R. Mundell, opierając się na keynesowskim założeniu sztywności płac (zwłaszcza w dół), starał się sprecyzować kryteria, których spełnienie pozwalało na powiązanie tych regionów sztywnym kursem walutowym. Uznał, że obszar walutowy jest optymalny, gdy wewnętrzna mobilność czynników produkcji jest wysoka (pomiędzy regionami tworzącymi obszar), natomiast zewnętrzna — niska. Ich sztywny kurs walutowy podlega natomiast wahaniom w stosunku do pozostałych walut. Autor podkreślał jednocześnie, że jeśli jednak przepływ kapitału i siły roboczej w obrębie danego obszaru jest niewystarczający, to płynny kurs walutowy, pełniący funkcję

---

<sup>16</sup> Warto zaznaczyć, że już w latach 50. XX w. M. Friedman (1953, za: Ishiyama, 1975, s. 350) uważał, iż kraj dotknięty sztywnością cen i płac powinien przyjąć elastyczny kurs walutowy w celu utrzymania równowagi wewnętrznej i zewnętrznej. Argument Friedmana na rzecz elastycznych kursów walutowych pozostawił ogólne wrażenie, że każdy kraj powinien przyjąć taki system, niezależnie od jego cech ekonomicznych.

stabilizacyjną, spowoduje zróżnicowanie stopy bezrobocia lub inflacji w różnych regionach tego obszaru<sup>17</sup>. R. Mundell uważał również, że na optymalnym wspólnym obszarze walutowym nie powinna występować konieczność stosowania instrumentów fiskalnych lub monetarnych w celu stabilizacji gospodarki. Mobilność czynników produkcji jest tym mechanizmem, który redukuje załamanie koniunktury. Pracownicy obszaru, który doznał wstrząsu asymetrycznego, powinni przekwalifikować się i znaleźć pracę w innym sektorze (lub nawet w innym regionie). Pożądana jest zatem mobilność między sektorami oraz mobilność geograficzna<sup>18</sup>.

W świetle rozważań R. Mundella, jako mechanizm absorbujący asynchroniczne wahania koniunktury, była podkreślana również elastyczność cen i płac. Gdy nastąpi wstrząs, pracownicy powinni zredukować oczekiwania co do płacy. Spowoduje to zmniejszenie ich poziomu, a następnie poziomu cen, co w rezultacie poprawi pozycję konkurencyjną kraju, który doświadczył szoku asymetrycznego (Ambroziak, 2014, s. 325).

Choć wnioski sformułowane przez R. Mundella stały się punktem wyjścia w dalszych debatach dotyczących warunków usztywnienia kursów walutowych, to należy podkreślić, że nie zostały one przyjęte bezkrytycznie. Podkreślano, że mobilność czynników produkcji wiąże się z pewnymi kosztami, które wynikają z różnic w uwarunkowaniach kulturowych i językowych. Asymetryczne wahania koniunktury zaś mogą mieć charakter krótkotrwały, a mobilność siły roboczej jest raczej możliwa w dłuższej perspektywie czasowej. W krótkim okresie natomiast mobilność ta jest ograniczona przez koszty migracji i przekwalifikowania. Trudno było sobie więc wyobrazić, aby ludzie wykazywali skłonność do mobilności międzygałęziowej w rytm wahań cyklicznych. Mobilność kapitału z kolei zależy od tempa, w jakim inwestycje bezpośrednie mogą być generowane przez jeden kraj i absorbowane przez inny (Mongelli, 2002, s. 9; Lutkowski, 2004, s. 40). Ówczesnie jednak, w wyniku uznania płac i cen za sztywne, to mobilność siły roboczej była uważana za główny mechanizm dostosowawczy.

Istotny wkład w teorię optymalnych obszarów walutowych wniósł w 1963 r. R.I. McKinnon, który w przeciwieństwie do R. Mundella, w swoich rozważaniach uwzględniał skuteczną realizację polityki fiskalnej i monetarnej. Jego zdaniem (1963, s. 717), w ramach optymalnego obszaru walutowego, polityka makroekonomiczna i płynny zewnętrzny kurs walutowy mogą efektywnie wpływać na osiągnięcie trzech (czasami konfliktujących ze sobą) celów: równowagi bilansu płatniczego, pełnego zatrudnienia oraz utrzymania stabilnego średniego poziomu cen wewnętrznych. Autor zauważył, że do tej pory nie analizowano konfliktu tych trzech celów łącznie — w szczególności nie włączono do analizy stabilności cen.

---

<sup>17</sup> R. Mundell twierdził także, że nierównowaga w bilansie płatniczym jest rezultatem zróżnicowanych cen czynników produkcji. Powinny one charakteryzować się mobilnością z obszarów o cenach niższych, do obszarów o cenach wyższych, co doprowadzi do równowagi w bilansie. Ekonomista ten akcentował ponadto, że obszar walutowy powinien być dostatecznie duży. Pozwalało to uchronić ugrupowanie przed spekulacją walutową realizowaną przez podmiot niebędący bankiem centralnym tego obszaru. Wielkość ugrupowania walutowego pozwalała również na redukcję zjawiska iluzji pieniężnej.

<sup>18</sup> Jak pisał później R.I. McKinnon (1963, s. 724), R. Mundell, podkreślając znaczenie mobilności czynników produkcji, miał przede wszystkim na myśli mobilność geograficzną.

R.I. McKinnon za kryterium optymalnego obszaru walutowego uznał stopień otwartości gospodarki, który jest warunkowany stosunkiem dóbr handlowych do niehandlowych<sup>19</sup>. Im ten stosunek jest wyższy, czyli im gospodarka jest bardziej otwarta, tym elastyczny kurs walutowy jako mechanizm dostosowawczy jest mniej przydatny, ponieważ jednocześnie zwiększa się niekorzystny wpływ tego mechanizmu na stabilność cen<sup>20</sup>. Wynika to z impulsów inflacyjnych, powstałych przez deprecjację lub dewaluację (ceny dóbr importowanych rosną). W takiej sytuacji, rezygnacja z autonomicznej polityki kursowej nie stanowi istotnego kosztu z perspektywy usztywnienia kursu walutowego lub przyjęcia wspólnej waluty.

Mniej więcej w tym samym czasie, za istotny warunek powstania optymalnego obszaru walutowego, J.C. Ingmar (wraz z R.I. McKinnonem) uznał integrację rynków finansowych. Miałyby ona przyczynić się do dywersyfikacji lokowania kapitału na całym obszarze jednawalutowym. W przypadku pojawienia się szoku asymetrycznego neutralizacja jego skutków odbywa się dzięki napływowi kapitału (pożyczki, kredyty) do kraju znajdującego się w niekorzystnej sytuacji gospodarczej. W momencie zakończenia wstrząsu następowałby odwrót przepływu kapitału. Mechanizm ten sprzyjałby zmniejszaniu różnic w poziomach długoterminowych stóp procentowych, efektywnej alokacji zasobów oraz ułatwiałby finansowanie deficytów (Michalski, 2015, s. 18–19). Integracja rynków finansowych sprzyja ponadto sztywnym kursom walutowym i stabilności dochodów.

W następnych latach debata dotycząca kryteriów optymalnego obszaru walutowego skutkowałą ciągłym rozwojem teorii w tym zakresie. Kolejny warunek sformułował P. Kenen (1969, za: Tchorek, 2012, s. 46), który wskazał, że kraje charakteryzujące się zróżnicowaną strukturą produkcji (mającą odzwierciedlenie w strukturze eksportu) są mniej podatne na załamanie popytu zewnętrznego, ponieważ mniejsze jest ryzyko nagłego spadku popytu we wszystkich (lub kilku) sektorach eksportowych. Przychody z eksportu są wówczas stabilniejsze aniżeli w gospodarkach monoproduktowych. W takich warunkach prawdopodobieństwo pojawienia się szoku asymetrycznego o istotnych konsekwencjach makroekonomicznych maleje, a kurs walutowy jako mechanizm dostosowawczy traci na znaczeniu<sup>21</sup>. Co więcej, podkreślono, że kraje, które mają podobne struktury produk-

<sup>19</sup> Dobra handlowe to dobra „eksportowalne”, które są towarami produkowanymi w kraju i częściowo eksportowanymi, a także dobra „importowalne”, które są produkowane zarówno w kraju, jak i importowane. Dobra niehandlowe nie podlegają wymianie międzynarodowej (McKinnon, 1963, s. 717).

<sup>20</sup> Jak zaznacza G. Tchorek (2012, s. 46), stopień otwartości gospodarki jest specyficznym kryterium TOOW. Z jednej strony, im gospodarka bardziej otwarta, tym mniejsze znaczenie jako mechanizm łagodzący wahania koniunktury ma nominalny kurs walutowy. Z drugiej strony, większa otwartość wiąże się z większymi przepływami inwestycyjnymi i handlowymi, co sprzyja transmisji wstrząsów.

<sup>21</sup> Zdaniem A. Koronowskiego (2008, s. 80), kryterium OOW dotyczące dywersyfikacji produkcji jest niewłaściwe. Autor zaznacza, że wg teorii, szok asymetryczny ma charakter sektorowy. Zatem w gospodarkach wielosektorowych, wstrząs, który dotyczy np. tylko jednej branży, nie powinien być powodem interwencji polityki monetarnej lub zmiany kursu walutowego. Jak akcentuje autor, polityka ta nie jest „polityką sektorową”. Reakcją na szok tylko w jednej branży danej gospodarki, powinna być zmiana jej struktury i realokacja zasobów. Interwencja polityki monetarnej jest zasadna tylko w przypadku, gdy szok nastąpi w sektorze mającym kluczowe znaczenie dla danej gospodarki i wywo-

cyjne, są bardziej optymalnymi kandydatami do członkostwa we wspólnym obszarze walutowym, ponieważ w sytuacji powstania szoku, oddziaływanie na kraje członkowskie może być symetryczne (Tavlas, 1994, s. 213).

P. Kennen argumentował również konieczność integracji polityki fiskalnej i przeniesienie jej na szczebel ponadnarodowy. Jej koordynacja ze scentralizowaną polityką monetarną miała być skuteczna w absorbowaniu asynchronicznych wahań koniunktury pod warunkiem, że działałyby one w tym samym obszarze. Zakres władzy centralnej musiałby pokrywać się więc z obszarem walutowym. Kraj, który zostałby dotknięty załamaniem koniunktury, mógłby oczekiwać wsparcia z ponadnarodowego budżetu finansowanego ze składek pozostałych członków obszaru walutowego. Z punktu widzenia łagodzenia wahań cyklicznych aspekt ten wydawał się szczególnie godny uwagi, ponieważ mógł on zastąpić obligatoryjność spełnienia kryterium sformułowane przez R. Mundella. Zaznaczano jednak, że realizacja wspólnej polityki fiskalnej i monetarnej na poziomie zagregowanym wymaga wysokiego stopnia integracji politycznej. Podobne stanowisko zajmował D.A. Snider, który twierdził, że efektywna polityka fiskalna i monetarna realizowana przez ponadnarodowy organ centralny, wyznacza granice obszaru walutowego (Michalski, 2015, s. 19).

Rozważania dotyczące zmian instytucjonalnych, niezbędnych do utworzenia unii monetarnej oraz kwestii przekazania kompetencji w zakresie polityki fiskalnej i pieniężnej na szczebel ponadnarodowy, podjął także H.G. Grubel (1970). Autor twierdził, że obie te polityki powinny być prowadzone przez instytucje ponadnarodowe<sup>22</sup>. Ekonomista ten zaznaczył jednak, że ważne jest, aby kraje członkowskie w zakresie swoich kompetencji zachowały takie funkcje jak decydowanie o strukturze i rozmiarach wydatków rządowych, ustalanie podatków finansujących dochody oraz wpływanie na politykę handlową (np. zawieranie porozumień z krajami trzecimi lub wprowadzanie barier w swobodnym przepływie czynników produkcji i obrotach handlowych) (Bukowski, 2007b, s. 21).

W późniejszych latach, H.G. Grubel zaakcentował również ryzyko asymetrycznego oddziaływania ponadnarodowej polityki pieniężnej w warunkach unii monetarnej. Konieczność przymuszenia kraju do podporządkowania się w kwestii stopy inflacji, wzrostu gospodarczego i poziomu zatrudnienia — to aspekty, które były akcentowane przez autora jako koszty uczestnictwa w unii. Mogą one rodzić sprzeczność pomiędzy interesem całego ugrupowania a interesem danego państwa (Ziemia, 2012, s. 423).

Za kolejny czynnik, warunkujący utworzenie optymalnego obszaru walutowego uznano poziom inflacji w krajach członkowskich. G. Magnifico (1970, s. 12), w przeciwieństwie do H.G. Grubela, sądził, że jednorodna polityka ekonomiczna doprowadzi do pojawienia się regionów, wśród których poziom inflacji będzie zróżnicowany. Autor ten zaznaczał, że kraje

---

łuje poważne makroekonomiczne konsekwencje, a realokacja zasobów wydaje się zbędna w dłuższej perspektywie.

<sup>22</sup> H.G. Grubel, oprócz kwestii zmian instytucjonalnych, w swych rozważaniach skupił się na kosztach i korzyściach związanych z powstaniem unii monetarnej, czym wniósł istotny wkład w teorię ekonomii. Skoncentrował się on na analizie funkcji dobrobytu. Utworzenie obszaru walutowego jest korzystne, gdy różnica między korzyściami a kosztami wyniesie więcej niż zero (Bukowski, 2007b, s. 21). Jego wnioski można uznać za „pomost” między tradycyjną TOOW, a jej nowym nurtem (Piłat, 2012, s. 76).



nie mogą utrzymać zbliżonego tempa wzrostu cen. Wynika to z różnic w „krajowej skłonności do inflacji”, które wynikają z czynników historycznych i społecznych. Znaczenie ma również system stosunków przemysłowych, nastawienie związków zawodowych, struktura przemysłu i jego rozmieszczenie regionalne, a także oczekiwania inflacyjne i stabilność cen kształtowanych przez polityki zarządzania popytem. W takich warunkach, jak pisał autor, uzgodnienie wspólnych celów i priorytetów nie jest możliwe i żaden schemat zunifikowanej polityki gospodarczej i finansowej nie jest zarówno wykonalny, jak i akceptowalny.

Na powyższy aspekt zwrócili również uwagę G. Haberler (1970, s. 17) oraz J.M. Fleming (1971, s. 467). Jednolita polityka monetarna, prowadzona na szczeblu ponadnarodowym, oznacza ten sam poziom nominalnych stóp procentowych dla krajów tworzących wspólny obszar walutowy. W przypadku różnic w poziomie inflacji następuje również zróżnicowanie w poziomie realnych stóp procentowych. Wynika z tego, że wymogiem usztywnienia kursów walutowych lub wprowadzenia wspólnej waluty i sprawnego funkcjonowania całego obszaru, jest doprowadzenie i utrzymanie w krajach członkowskich zbliżonego tempa wzrostu cen.

Ważąc aspekty pozytywne i negatywne utworzenia wspólnego obszaru walutowego, twierdzono, że korzyści dominują, jeśli międzynarodowa mobilność siły roboczej oraz elastyczność płac i cen są wysokie, a stopy inflacji podobne (Flaig, Wollmershaeuser, 2007, s. 1–2). Zbieżność inflacji pozwala zmniejszyć odchylenia tempa wzrostu cen w danym kraju od średniej inflacji całego ugrupowania (będącej punktem odniesienia w realizacji wspólnej polityki monetarnej), co zmniejsza skalę procyklicznego oddziaływania kanału realnej stopy procentowej. Struktura produkcji natomiast w pojedynczym kraju powinna być zróżnicowana i jednocześnie zbliżona pomiędzy poszczególnymi krajami.

W czasie ewoluującej debaty na ten temat, formułowane kolejno kryteria OOW nie były jednak przyjmowane bezkrytycznie. Wątpliwości dotyczyły przede wszystkim ich spójności oraz przydatności dla problemów praktycznych w warunkach integracji monetarnej<sup>23</sup>. Trudność sprawiała również próba ich pomiaru, ponieważ, jak podkreślano, różne korzyści i koszty nie mogą być ważone i porównywane, a ponadto są współzależne<sup>24</sup> (Tavlas, 1994, s. 213–214; Mongelli, 2002, s. 5; Tchorek, 2012, s. 52–53). Jednoznaczna ocena ich ewolucji w warunkach integracji ekonomicznej jest zatem utrudniona. Z tego względu za warunek, który spełnia funkcję „metakryterium”, zaczęto uważać synchronizację cykli koniunkturalnych, gdyż kryterium to pozwala „uchwycić” znaczną liczbę pozostałych aspektów (Mongelli, 2008, s. 6). Takie podejście jest w znacznym stopniu uzasadnione ze względu na fakt, że w przypadku spełnienia większości kryteriów, prawdopodobieństwo symetryczności

<sup>23</sup> Na przykład kraj otwarty, charakteryzujący się dużą wymianą handlową, powinien usztywnić swój kurs. Z drugiej strony, w przypadku niskiej mobilności pracowników lub przy małym zróżnicowaniu produkcji (małe kraje) zalecane byłoby stosowanie płynnego kursu walutowego (Tchorek, 2012, s. 52–53).

<sup>24</sup> Co więcej, rozważania wokół TOOW były oparte na podejściu, które porównywało dwa systemy skrajnego kursu wymiany (elastyczny i sztywny). Jednak z punktu widzenia maksymalizacji dobrobytu narodowego na rynku walutowym może istnieć strategia interwencji, w której rozwiązania skrajne mogą nie być optymalne (Tavlas, 1994, s. 213–214; Mongelli, 2002, s. 5; Tchorek, 2012, s. 52–53).



wstrząsów koniunkturalnych zwiększa się. To skutkuje upodobnieniem się reakcji polityk (NBP, 2009, s. 55).

G. Tchorek (2012, s. 44) wskazuje, że dotychczasowa analiza ewolucji teorii optymalnych obszarów walutowych pozwala na wyodrębnienie dwóch grup kryteriów. Pierwsza grupa to kryteria, które zabezpieczają kraje przed wstrząsami asymetrycznymi (jednocześnie sprzyjając skutecznej realizacji polityki monetarnej i fiskalnej). Zaliczyć do nich można synchronizację cykli koniunkturalnych, podobny poziom inflacji, podobieństwo struktur gospodarek i dywersyfikację produkcji. Druga grupa składa się natomiast z kryteriów, które pozwalają łagodzić te wstrząsy. Jest to elastyczność cen i płac, mobilność czynników wytwórczych, integracja finansowa oraz integracja fiskalna.

W świetle rozważań w niniejszej książce kluczowe znaczenie ma więc ocena, w którym kierunku ewoluuje pierwsza grupa kryteriów. Brak postępów w wypełnieniu tych warunków czyni ugrupowanie integracyjne obszarem coraz bardziej heterogenicznym i asymetrycznym. W takich warunkach, jak argumentuje T. Monacelli (2016, s. 171), polityka stabilizacyjna (realizowana poprzez interwencje fiskalne) również powinna być asymetryczna przez reagowanie na asynchroniczne wahania koniunktury spowodowane specyficznymi brakami popytowymi w danym kraju. Sprzyja to stabilizacji gospodarczej w całym ugrupowaniu. Takie działanie powinno następować niezależnie od stopnia efektywności mechanizmu rynkowego i stopnia integracji ekonomicznej. Jak zaakcentowano bowiem w poprzednim rozdziale monografii, we współczesnych gospodarkach rynkowych, nawet przy wysoce sprawnie działającym mechanizmie rynkowym, aktywna stabilizacja państwa w koniunkturę gospodarczą jest uznawana za konieczną<sup>25</sup>.

W kontekście powyższej konstatacji zasadne jest przybliżenie koncepcji teoretycznych, traktujących o tendencjach kształtowania się wahań koniunkturalnych w warunkach integracji ekonomicznej. Analogicznie do poprzednich zagadnień podejmowanych w niniejszej książce, również w tej kwestii nie ma jednomyślności wśród ekonomistów. Można tu wyróżnić dwa stanowiska.

Pierwsze z nich akcentuje, że zawiązywanie się więzi gospodarczych krajów członkowskich powoduje nasilenie się specjalizacji produkcji w poszczególnych krajach. Problem ten w odniesieniu do integrujących się gospodarek europejskich wyartykułował P. Krugman (1993, s. 241–242), który zwrócił uwagę, że zacieśnienie integracji handlowej oraz wzrost otwartości gospodarek doprowadzi do regionalnej koncentracji działalności przemysłowej. Wprawdzie bezpośrednio po eliminacji barier handlowych występuje pewna dywersyfikacja produkcji, jednak z biegiem czasu ze względu na koszty transportu i korzyści skali, zaczynają przeważać tendencje do jej koncentracji zgodnie z tradycyjną teorią kosztów komparatywnych.

Zwiększona specjalizacja prowadzi również do niestabilności eksportu regionalnego (krajowego), procyklicznych przepływów kapitału (pogłębiających wahania cykliczne i przyczyniających się do utrwalenia różnic pomiędzy krajami) oraz rozbieżności w długo-

---

<sup>25</sup> Przykładem mogą być USA, gdzie elastyczność płac jest względnie dużo większa niż w Europie, a interwencje fiskalne i monetarne pozostają głównym sposobem stabilizacji makroekonomicznej (NBP, 2014, s. 21, 29).

terminowym wzroście gospodarczym wśród krajów członkowskich, utrwalanych na skutek zwiększonej mobilności czynników produkcji<sup>26</sup> (Krugman, 1993, s. 242–243).

Podobne stanowisko zajmowali S. Kalemli-Ozcan, B. Sørensen i O. Yosha (2001, za: Papageorgiou i in., 2010, s. 420). Autorzy wskazali, że zwiększona integracja gospodarcza prowadzi do uzyskania większej integracji kapitałowej, która będzie prowadziła do bardziej wyspecjalizowanej struktury produkcji i wzrostu handlu. Na aspekt ten zwrócili uwagę również m.in. A. Hughes Hallet i L. Piscitelli (2002, s. 166), którzy wskazywali, że integracja handlowa umożliwiająca koncentrację produkcji może powodować chęć czerpania korzyści z ekonomii skali. Dominacja tendencji specjalizacji prowadzi do zmniejszonej dywersyfikacji produkcji oraz rosnących zagrożeń wystąpienia charakterystycznych dla danego kraju szoków asymetrycznych. W konsekwencji w skali całego ugrupowania integracyjnego następuje rozbieżność w przebiegu wahań cyklicznych.

Alternatywny pogląd na kształtowanie się cykli koniunkturalnych w warunkach integracji ekonomicznej wprowadziła hipoteza endogeniczności kryteriów optymalnego obszaru walutowego. Przedstawiona do tej pory analiza teorii OOW, rozbudowywana przez kolejnych ekonomistów, opierała się o kryteria, które miały egzogeniczny charakter. Oznacza to, że warunki OOW powinny zostać spełnione przed przystąpieniem do ugrupowania. W latach 90. XX w., zwrócono jednak uwagę na to, że samo przystąpienie do obszaru walutowego, może wywołać istotny impuls do ekspansji handlowej, co z kolei może skutkować bardziej skorelowanymi cyklami koniunkturalnymi. Oznacza to, że dany kraj może być bardziej skłonny spełnić kryteria obszaru walutowego *ex post* aniżeli *ex ante*. Koncepcję tę nazwano właśnie hipotezą endogeniczności, a cały nurt, jednoznacznie zmniejszający rangę kosztów i uwypuklający korzyści z integracji monetarnej — nową TOOW<sup>27</sup>.

Fundamentalny wkład w tę teorię wnieśli J.E. Frankel oraz A. Rose (1996, s. 1010–1013), którzy stwierdzili, że analiza danych historycznych daje mylący obraz gotowości danego kraju do wejścia do unii walutowej<sup>28</sup>. Ich zdaniem, wejście kraju do ugrupowania walutowego i przyjęcie wspólnej waluty może skutkować ściślejszymi powiązaniem w handlu międzynarodowym, co wynika z eliminacji ryzyka kursowego, zmniejszenia kosztów transakcyjnych oraz zwiększenia obszaru obiegu i funkcjonowania wspólnego pieniądza. Nasilająca się wymiana handlowa jest też skutkiem regionalnej polityki handlowej i celowej promocji handlu wewnątrzspółnotowego. Z racji tego cykliczna korelacja jest endogeniczna w odniesieniu do integracji handlowej. Oznacza to, że dany kraj po wejściu do wspól-

<sup>26</sup> P. Krugman (1993, s. 241–242) przytacza doświadczenia gospodarki USA, a konkretnie — Nowej Anglii. Przez większość okresu lat 80. XX w. region ten charakteryzował się wysoką specjalizacją w wąskich sektorach wysokich technologii: mini-komputerach, medycynie zaawansowanej oraz precyzyjnym sprzęcie wojskowym. Gospodarka tego regionu opierała się głównie na eksporcie. Jednak gwałtowne załamanie popytu na te dobra pod koniec lat 80. (spadek wydatków na obronę oraz pojawienie się minikomputerów biurowych) doprowadziło do czterokrotnego wzrostu bezrobocia w ciągu trzech lat.

<sup>27</sup> Jednoznaczne nakreślenie granicy między starą a nową TOOW jest dość trudne. Na przykład J. Synowiec (2016b, s. 124) zaznacza, że modele, które zostały sformułowane później niż teorie R. Mundella, R.I. McKinnona i P. Kennena, wchodzą w ramy tzw. Nowej Teorii Optymalnych Obszarów Walutowych, ponieważ nie uwzględniają one założeń keynesowskich.

<sup>28</sup> Wspomniani ekonomiści opierali się na wnioskach „krytyki Lucasa”.

nego ugrupowania monetarnego zsynchronizuje swój cykl koniunkturalny z resztą krajów na skutek wzrostu wolumenu wymiany handlowej spowodowanej efektem kreacji handlu<sup>29</sup>.

Hipoteza endogeniczności implikuje również przypuszczenie, że struktura gospodarek krajów już po samym przystąpieniu do unii walutowej prawdopodobnie ulegnie dramatycznej zmianie (Frankel, Rose, 1996, s. 1011). Po utworzeniu strefy euro podkreślano, że integracja monetarna sprzyja zmniejszaniu dysproporcji pod tym względem (De Grauwe, Mongelli, 2005, s. 5). Natomiast zbieżność poziomu inflacji jest rezultatem, a nie warunkiem wejścia do unii monetarnej. Po przyjęciu wspólnej waluty przez grupę państw i oddaniu kompetencji w zakresie polityki monetarnej organowi ponadnarodowemu, inflacja wśród tych krajów stanie się z czasem mniej zróżnicowana (Michalski, 2015, s. 20).

W myśl hipotezy o zwiększającej się koncentracji produkcji w krajach członkowskich unii monetarnej, integracja doprowadzi do zmniejszenia dywersyfikacji produkcji, co pogętuje ryzyko pojawiania się asynchronicznych wahań koniunkturalnych. J.E. Frankel oraz A. Rose wskazują, że bardziej realistycznym scenariuszem jest jednak zbieżność wahań cyklicznych, którą może zapewnić wzrost handlu wewnątrzgałęziowego (*intra-industry trade* – IIT), czyli wymiany produktów zbliżonych do siebie ze względu na przeznaczenie lub nakład czynników produkcji oraz pochodzących z tej samej gałęzi przemysłu (Śledziwska, Czarny, 2015, s. 114). Integracja monetarna zwiększa integrację przemysłową, czyniąc skutki wstrząsów specyficznych dla sektora bardziej symetrycznymi. Jednym z argumentów przemawiających za tym poglądem jest teza, że integracja zmniejsza przeszkody w handlu, ułatwiając firmom produkcję bliżej danego rynku. W takiej sytuacji aktywność gospodarcza rozprasza się, co prowadzi do sytuacji, w której kraje kupują i sprzedają sobie nawzajem te same kategorie produktów (Tavlas, 1994, s. 220). Wzrost handlu IIT jest ponadto rezultatem odmiennych oczekiwań sprzedawców i konsumentów na danym krajowym rynku. Pierwszych, ze względu na korzyści skali, cechuje nastawienie do produkcji niewielkiej liczby odmian danego dobra, drugich natomiast – „zamiłowanie” do różnorodności. W efekcie zwiększony popyt na produkty zróżnicowane jest zaspokajany przez firmy zagraniczne poprzez import i eksport. Taka sytuacja jest domeną krajów rozwiniętych na podobnym poziomie, w których popyt jest szczególnie duży na dobra normalne i luksusowe, zwykle produkowane w wielu odmianach (Śledziwska, Czarny, 2015, s. 115).

Wymiana wewnątrzgałęziowa powinna zwiększać się również na skutek przesunięcia handlu z państw trzecich na handel w ramach unii monetarnej, eliminacji ryzyka kursowego i kosztów transakcyjnych. Istotnym aspektem jest również zażegnanie ryzyka dyskryminacji cenowej, zaostrenie konkurencji i spadek cen, co także sprzyja intensyfikacji różnorodności produktów na rynku wewnętrznym i handlu substytutami. Fakt, że handel wewnątrzgałęziowy jest bardzo wrażliwy na zmiany cen, stanowi kolejną przesłankę, która sugeruje jego wzrost po wprowadzeniu wspólnej waluty (Śledziwska, Czarny, 2015, s. 116). Handel IIT sprzyja więc umocnieniu synchronizacji cykli koniunkturalnych krajów członkowskich w przeciwieństwie do handlu międzygałęziowego, który prowadzi do desynchronizacji wa-

---

<sup>29</sup> W tym ujęciu międzynarodowe procesy integracyjne są wręcz motywowane chęcią zabezpieczenia się krajów przed niekorzystnym wpływem wahań koniunkturalnych i kryzysów (Limański, Syrek, 2001, s. 12).

hań cyklicznych z powodu postępującej podatności gospodarek na specyficzne wstrząsy poszczególnych gałęzi produkcji<sup>30</sup>.

Podsumowując, w myśl hipotezy endogeniczności, prawidłowy przebieg procesów integracyjnych oznacza zwiększenie stopnia synchronizacji cykli koniunkturalnych oraz zbieżności pozostałych kryteriów OOW. W takiej sytuacji oczekiwanym rezultatem jest wzrost stopnia adekwatności wspólnej polityki monetarnej dla coraz większej liczby krajów unii. Rośnie również prawdopodobieństwo, że poddane koordynacji polityki fiskalne będą oddziaływać antycyklicznie zarówno na poziomie narodowym, jak i zagregowanym. W przeciwnym wypadku — gdy unia monetarna charakteryzuje się występowaniem wahań asynchronicznych — ciężar ich wygładzenia spoczywa na mechanizmie rynkowym oraz na narodowej (poddanej co najmniej koordynacji) polityce fiskalnej, która może być wówczas realizowana wielokierunkowo. W przypadku nieefektywności tego rozwiązania, zwiększa się zasadność utworzenia centralnych mechanizmów stabilizacyjnych, gdyż zdolność do eliminacji asynchronicznych wahań koniunktury i szoków asymetrycznych jest warunkiem integracji (Lutkowski, 2004, s. 33). Teoria ekonomii za jedno z najważniejszych kryteriów uznaje efektywność (Molle, 2000, s. 20), wobec czego, jeśli realizacja polityki ekonomicznej nie jest zgodna z oczekiwaniami na możliwie najniższym szczeblu władzy, zasadna jest jej dalsza ewolucja.

W świetle podejmowanej problematyki badawczej należy podkreślić, że kwestia endogeniczności kryteriów OOW nie jest w pełni rozstrzygnięta. Pytanie, czy procesy integracyjne w większym stopniu sprzyjają synchronizacji cykli koniunkturalnych czy ich rozbieżności — pozostaje otwarte. Wyniki badań w tym kontekście są bardzo często zróżnicowane. Niektóre opracowania potwierdzają endogeniczny związek przyczynowy między integracją handlową lub rynkową a większą konwergencją cykliczną i strukturalną, a inne wręcz przeciwnie<sup>31</sup>. F.P. Mongelli (2002, s. 5) wskazuje, że obecnie istnieje czwarta faza ewolucji

<sup>30</sup> Odpowiedzią J.E. Frankela na ryzyko zmniejszającej się dywersyfikacji produkcji w krajach unii walutowej jest poszerzanie granic obszaru walutowego w celu zwiększania jego zróżnicowania (Tchorek, 2012, s. 61).

<sup>31</sup> Badania w tym aspekcie były prowadzone na długo przed utworzeniem unii ekonomicznej i monetarnej w Europie. D.T. Coe i E. Helpman (1995, s. 880–886) twierdzili, że usunięcie barier handlowych doprowadzi do zwiększenia handlu. Szoki popytowe będą wówczas łatwiej przenoszone między krajami. W tym podejściu integracja gospodarcza prowadzi do bardziej symetrycznych wahań, co z kolei prowadzi do zsynchronizowanych cykli koniunkturalnych. J. Fidrmuc (2004, s. 11) natomiast, badając znaczenie struktury handlu dla zbieżności wahań aktywności gospodarczej dla krajów OECD w latach 1990–2001, stwierdza, że handel wewnątrzgałęziowy sprzyja synchronizacji, lecz nie ma bezpośredniego związku pomiędzy korelacją cykli a samą intensywnością handlu. Hipoteza endogeniczności sprawdza się więc tylko w odniesieniu do wzrastającej wymiany wewnątrzgałęziowej. F. Canova i H. Dellas (1993, s. 23, 47), badając dziesięć krajów uprzemysłowionych w latach 1960–1986, stwierdzają natomiast, że współzależność handlowa nie powoduje znacznego upodobniania się cykli koniunkturalnych. Również mniej entuzjastyczne spostrzeżenia mieli A. Hughes Hallet oraz L. Piscitelli (2002, s. 165–170). Autorzy zaznaczają, że badania J.E. Frankela i A. Rose'a opierają się na danych z okresów, w których większość krajów znajduje się poza strefą wolnego handlu, natomiast dowody empiryczne pokazują, że istniejące takie strefy zwykle prowadziły do większej specjalizacji przemysłowej i rynkowej. Po drugie, wyniki wskazują, że konwergencja między cyklami koniunkturalnymi jest równie silna w okresach elastycznych kursów walutowych, jak i w okresach, kiedy były

TOOW, która jest fazą „empiryczną”. Charakteryzuje się ona szczegółową analizą wszystkich warunków utworzenia strefy euro i pokazuje, że pionierskie teorie OOW były niezwykle istotne. Kwestie te nabrały szczególnego znaczenia po kryzysie zapoczątkowanym w 2008 r. Recesja przyczyniła się do akceptacji TOOW, ponieważ jej najważniejsze założenia zostały poddane weryfikacji w praktyce (Michalski, 2015, s. 17). Rozstrzygające znaczenie ma więc ocena, czy kryteria optymalnego obszaru walutowego charakteryzują się konwergencją czy dywergencją w już funkcjonującej unii ekonomicznej i monetarnej, czyli *de facto* czy są endogeniczne. Perspektywa 20 lat istnienia strefy euro to odpowiedni okres na syntetyczną ocenę tego zjawiska.

Poruszone dotychczas zagadnienia, tzn. ewolucja poglądów na politykę stabilizacyjną i teorię optymalnego obszaru walutowego oraz kwestia dotycząca tego, czy docelowa struktura ugrupowania integracyjnego powinna przypominać federację czy też konfederację, to czynniki, które miały fundamentalne znaczenie dla integracji ekonomicznej w Europie i skryształowania formy realizacji polityki stabilizacyjnej. Niezbędne jest zatem przybliżenie przebiegu i okoliczności tego procesu.

## 2.4. Integracja polityki monetarnej i fiskalnej w praktyce<sup>32</sup>

Procesy integracyjne w Europie stworzyły atypowe realia dla polityki stabilizacji koniunktury. Według W. Mollèa (2000, s. 410), kraje europejskie dość wysoko cenią stabilizację (wyżej niż na przykład USA). W sytuacji, gdy integracja ekonomiczna stopniowo ogranicza niezależność prowadzenia polityki gospodarczej, stabilizacja okazuje się ważną dziedziną polityki w krajach europejskich.

Za preludeum współczesnych procesów integracyjnych należy uznać początek lat 50. XX w., kiedy to została utworzona Europejska Wspólnota Węgla i Stali (EWWiS) (1952 r.). Należy zaakcentować, że cele ekonomiczne, w tym stabilny wzrost gospodarczy, nie były wtedy najważniejszym priorytetem integracji europejskiej. Głównym powodem, który przyswiecał temu przedsięwzięciu był aspekt polityczny (obawa przed ponownym wybuchem konfliktu zbrojnego oraz chęć związania Francji i Niemiec współpracą wyłączającą możliwość dominacji militarnej). Funkcjonowanie wolnego handlu w sektorze węgla i stali zrodziło jednak również cele *stricto* ekonomiczne. Było to m.in. obniżenie kosztów produkcji, efektywna dystrybucja oraz doprowadzenie do wewnątrzgałęziowej specjalizacji (Bidzińska-Jakubowska, 2004, s. 15). W dyskusji na temat przewidywanych, pozytywnych efektów integracji często akcentowano siłę gospodarki amerykańskiej, podkreślając jej duży rynek

---

one szytwe. Ekonomisci, stawiając przypuszczenie, że rosnąca intensywność handlu może nie być wystarczającym warunkiem konwergencji, za pomocą modelu (składającego się z dwóch gospodarek), stwierdzają, że hipoteza endogeniczności jest łatwo naruszana. Potrzebne są tylko pewne różnice w strukturze przemysłowej między dużymi, stabilnymi i dobrze zintegrowanymi gospodarkami. Bardziej zsynchronizowane stają się natomiast małe, niestabilne i słabiej zintegrowane kraje. Ekonomisci stwierdzają, że istotnym czynnikiem prowadzącym do desynchronizacji cykli jest wielkość szoków, natomiast symetria wstrząsów jest nieistotna.

<sup>32</sup> Fragment książki dotyczący ewolucji i realizacji polityki fiskalnej został opublikowany w skorygowanej wersji w „Olsztyn Economic Journal”, 17(1), 2022.

zbytu oraz źródła zaopatrzenia dla handlu i przemysłu (Synowiec, 2016a, s. 134). Wizję integracji europejskiej oparto o nastawienie praktyczne, czyli podporządkowanie współpracy celom pragmatycznym, które wiązały się z utworzeniem jedności europejskiej. Był to tzw. model stopniowego dochodzenia do rozwiązań federacyjnych, który był popularyzowany przez francuskiego komisarza — J. Monneta (Zielińska-Głębocka, 1999, s. 13). W praktyce została zastosowana więc metoda funkcjonalna<sup>33</sup>. Wynikało to również z łatwości jej zaakceptowania przez zwierzchników politycznych, gdyż nie implikowała nagłej utraty suwerenności w realizacji polityk (Iszkowski, 2012, s. 55).

Po sukcesie liberalizacji handlu na rynku węgla, stali i żelaza kraje członkowskie zdecydowały się na pogłębienie współpracy gospodarczej, której inauguracją było podpisanie traktatów rzymskich (1957 r.), ustanawiających Europejską Wspólnotę Gospodarczą (EWG) oraz Europejską Wspólnotę Energii Atomowej (Euratom). Podstawą współpracy europejskiej miała być unia celna, którą ostatecznie udało się utworzyć w 1968 r.

Wydarzenia te zapoczątkowały proces gospodarczego przenikania się i scalania krajów europejskich, co skutkowało zwiększaniem zależności również w innych dziedzinach. Traktaty rzymskie nie determinowały jednak w oczywisty sposób konieczności ściślejszej koordynacji polityk gospodarczych, nie nawiązując już do przenoszenia ich składowych na szczebel ponadnarodowy<sup>34</sup>. Praktyka pokazała jednak, że dotychczasowa forma współpracy członków Wspólnoty jest niewystarczająca. Nieskoordynowane działania, m.in. w zakresie polityki monetarnej i fiskalnej, oraz zbyt duże wahania kursów walutowych prowadziły do występowania niekorzystnych wzajemnych bilansów płatniczych, co wiązało się z niesprzyjającym oddziaływaniem na wewnętrzną koniunkturę w tych krajach (Blanchard, 2017, s. 948–951). Okazało się, że wspólne przedsięwzięcia, oparte na wzajemnej wymianie informacji i poglądów, muszą zostać wsparte bardziej wiążącym współdziałaniem, co tym samym oznaczało obligatoryjność wyrzeczenia się części wykonywania suwerenności (Lutkowski, 2004, s. 9–10).

Celowość harmonizacji polityki gospodarczej miała posłużyć głównie przeciwdziałaniu nierównowagom makroekonomicznym (Michalek, J.J., 2012, s. 28), gdyż groziły one zaprzepaszczeniem dotychczasowych efektów integracji. Rozwiązaniem tych problemów, na które zdecydowali się członkowie Wspólnoty, było pogłębienie procesów integracyjnych

<sup>33</sup> Bardziej radykalną wizję utworzenia „europejskiego państwa federalnego” propagował włoski polityk A. Spinelli. W myśl tej koncepcji, już w latach 50. XX w., miała być utworzona konstytucja europejska, która dawałaby rządowi federalnemu możliwość prowadzenia polityki zagranicznej, obronnej i finansowej na szczeblu ponadnarodowym. Utworzenie ponadpaństwowych organów i ram konstytucyjnych dla federacji miałyby być „punktem wyjścia” do procesów integracyjnych. Odrzucano metodę funkcjonalną i powątpiewano, że poszczególne sektory gospodarki zintegrują się (Konopacki, 1998, s. 87–90).

<sup>34</sup> Brak impulsów do przekazywania kompetencji w realizacji polityki monetarnej i gospodarczej na szczebel narodowy mógł wynikać też z ówczesnych warunków ekonomicznych, a mianowicie efektywnego funkcjonowania systemu z Bretton Woods. W celu wsparcia polityk w sferze pieniężnej, został powołany Komitet Monetarnej, który posiadał kompetencje doradcze. W celu efektywnego funkcjonowania polityki makroekonomicznej, w latach 60. powołano kolejne organy: Komitet ds. Krótkookresowych Trendów Ekonomicznych, Komitet Polityki Budżetowej, Komitet ds. Średniookresowej Polityki Gospodarczej oraz Grupę Gubernatorów Banków Centralnych (Molle, 2000, s. 419).



i stwierdzenie, że poszczególne dziedziny polityki gospodarczej muszą zostać objęte regulacją. Kraje europejskie, uznając za źródło destabilizacji indywidualnie prowadzoną politykę monetarną, zdecydowały się na jej wzmocnienie i unifikację (Lutkowski, 2004, s. 9–10; Heller, Kotliński, 2012a, s. 229). Należy zaznaczyć, że w tym czasie nie brakowało również zwolenników konfederacyjnej metody integracji, którzy opowiadali się za pozostawieniem autonomii w zakresie kształtowania polityk gospodarczych na szczeblu krajowym. Koncepcja ta miała jednak mniejsze znaczenie praktyczne niż wizja federacji<sup>35</sup>.

Dominującą teorią ekonomiczną w tamtym okresie był keynesizm. Nie było to obojętne dla kształtowania się procesów integracyjnych. Skutkiem postanowień dotyczących konieczności utworzenia wspólnego obszaru walutowego, ustalonych na szczycie Wspólnoty w Hadze (1969 r.), było przyjęcie w 1971 r. tzw. Planu Wernera, który stał się oficjalnym planem działań. Zakładał on zbudowanie unii walutowej do 1980 r. przez ujednoczenie polityki monetarnej, stopniowe usztywnianie kursów walutowych, liberalizację przepływu kapitału, harmonizację polityki makroekonomicznej, stałą konsultację państw członkowskich oraz utworzenie centrum decyzyjnego, które określałoby politykę budżetową całej Wspólnoty i krajów członkowskich (Hnatyszyn-Dzikowska, 2009, s. 67; Michałek, J.J., 2012, s. 28). Jednym z aspektów integracji była więc polityka fiskalna. Koncepcja ta była tym samym silnie ukierunkowana nurtem keynesowskim. Założono w niej, że takie wielkości, jak salda budżetów czy wielkości zadłużenia, powinny być ustalane na poziomie ponadnarodowym (Heller, Kotliński, 2012a, s. 228–229). Polityki fiskalne krajów członkowskich, najpierw silnie koordynowane, miały być docelowo połączone w jednolitą, odgórnie realizowaną politykę budżetową (Lutkowski, 2004, s. 14). Przejęcie na wyłączność prowadzenia większości polityk przez Wspólnotę Europejską wiązało się z założeniem, że jej budżet, ustanowiony w 1967 r., miał w kolejnych dziesięcioleciach osiągnąć poziom 5–7% PKB całego ugrupowania<sup>36</sup> (Skiba, 2012, s. 117–118). Plan Wernera był więc opracowany w duchu federalnym, z przekonaniem o znaczeniu ponadnarodowych stabilizatorów fiskalnych jako warunku wstępnego dobrze funkcjonującej unii ekonomicznej i monetarnej. Sama budowa unii opierała się zaś o egzogeniczną koncepcję kryteriów optymalnego obszaru walutowego.

Realizacja polityki stabilizacyjnej w tym czasie była oparta na założeniu wymiennosci inflacji i bezrobocia (krzywa Phillipsa). Ponadto istotny był zakładany w Planie Wernera układ relacji między autonomicznym pionem monetarnym (ponadnarodowym bankiem centralnym) a pionem budżetowym. Miał on być symetryczny (Lutkowski, 2004, s. 14). Oznacza to, że na najwyższym szczeblu decyzyjnym realizacja polityki fiskalnej i monetar-

---

<sup>35</sup> Jeden z najbardziej znanych modeli konfederacyjnych, „Europę ojczyzn”, propagował prezydent Francji, Ch. de Gaulle. Twierdził on, że dalsze procesy integracyjne zagrażają interesom narodowym. Wizja ta była jednak często krytykowana, ponieważ sądzono, że konfederacja nie zapewni równorzędności krajów członkowskich. Prawo weta zaś, proponowane przez de Gaulle’a, nie jest sposobem na jej osiągnięcie. Następcy ówczesnego prezydenta Francji odrzucili ideę „Europy ojczyzn”, zaś zwolennicy koncepcji konfederacyjnych — złagodzili swoje stanowisko wobec integracji europejskiej (Zielińska-Głębocka, 1999, s. 13–14).

<sup>36</sup> Konsensus w kwestii konieczności utworzenia budżetu federalnego obszaru wspólnej waluty zawierał m. in. Raport D. MacDougalla z 1977 r., który był przygotowany z polecenia Komisji Europejskiej (Kawecka-Wyrzykowska, 2015, s. 23).



nej powinna być uzgadniana, co zapewniłoby optymalny wariant polityki mix i skuteczność nastawienia antycyklicznego.

Mimo brania pod uwagę faktu, że kryteria OOW, dotyczące mobilności czynników produkcji oraz elastyczności płać i cen, są dość trudne do spełnienia, a integracja fiskalna w ocenie uznanych ekonomistów (P. Kenen, D.A. Snider, H.G. Grubel) była uważana za konieczność, to wdrożenie Planu Wernera nie powiodło się. Rezygnacja z autonomii w zakresie polityki fiskalnej okazała się ceną zbyt wygórowaną. Wśród przeszkód, obok wspomnianych w podrozdziale 1.5 kryzysów naftowych i stagflacji, należy wyróżnić również zakłócenia międzynarodowego systemu walutowego z Bretton Woods<sup>37</sup>.

W latach 70. XX w., nie bez znaczenia było również stanowisko państw europejskich. Wspólna strategia do przezwyciężenia kryzysu okazała się niemożliwa do wypracowania, a kraje zaczęły sięgać po środki protekcyjnistyczne (Borowiec, 2011, s. 42). Okres od początku lat 70. do połowy lat 80., zwany „eurosclerozą”, charakteryzował się brakiem postępów w integracji europejskiej oraz przedkładaniem interesu narodowego ponad interes wspólnotowy. Ponadto prowadzenie nadmiernie ekspansywnej polityki fiskalnej w latach powojennych w pewnym momencie przestało być skuteczne i doprowadziło do ogromnych długów publicznych i problemów krajów europejskich. Same rozważania wokół teorii optymalnego obszaru walutowego straciły szerokie uznanie.

Dalsze procesy integracji europejskiej miały odzwierciedlenie w ewolucji teorii ekonomii, a przede wszystkim w zmniejszeniu roli keynesizmu na rzecz monetaryzmu. Negacja interwencjonizmu państwowego, opóźnienia polityki fiskalnej i monetarnej, zwrot ku polityce prowadzonej wg reguł oraz tezy neoklasyków utwierdziły ówczesnych decydentów europejskich, że integracja w Europie powinna uwzględnić te aspekty. Ponadto, jak podkreśla A. Zielińska-Głębocka (1999 s. 14), już w latach 70. XX w. zaczęto zastanawiać się, jak do idei „praktycznej federacji”, która była oparta na etapowym dochodzeniu do powiązań prawnych i politycznych, włączyć myśl konfederacyjną. Wspólnota europejska zaczęła być postrzegana jako unikalna struktura, łącząca nurt federacyjny ze współpracą międzyrządową.

Na skutek tych konstatacji rozpoczęto nowe inicjatywy, służące integracji gospodarczej w Europie. W kwestii integracji walutowej, w 1978 r. utworzono Europejski System Walutowy (ESW) opierający się na Europejskiej Jednostce Walutowej (ECU)<sup>38</sup>. Mechanizm ten, niebędący jeszcze unią walutową, a jedynie sprawnie funkcjonującą strefą stabilności walutowej (Michalek, J.J., 2012, s. 30–31), sprzyjał podejmowaniu kolejnych inicjatyw integra-

<sup>37</sup> W drugiej połowie 1971 r. Stany Zjednoczone zdecydowały się na zawieszenie wymienialności dolara na złoto. Wprowadziły także podatek importowy, co ostatecznie skutkowało załamaniem systemu. Kraje europejskie, na podstawie tzw. Umowy Smithsoniańskiej, w reakcji na te wydarzenia próbowały utrzymać wahania kursów walutowych przez system „węża w tunelu”, gdzie wężem były wahania wzajemne (+/- 1,125%), a tunelem — marża wahań w stosunku do dolara (+/- 2,25%). Stopniowo kraje EWG zaczęły jednak odstępować od przyjętych założeń (Michalek, J.J., 2012, s. 28–29).

<sup>38</sup> Była ona koszykiem dziewięciu walut, dla których wagi były ustalone zgodnie z udziałem PKB. W praktyce system opierał się na dominacji marki niemieckiej, wokół której kształtowały się kursy innych walut (waluta niemiecka miała ponad 33% udziału). Jednostka ECU służyła określeniu centralnego kursu każdej waluty z przedziałem wahań wynoszącym (+/- 2,25%) na podstawie mechanizmu ERM (*Exchange Rate Mechanism*) (Michalek, J.J., 2012, s. 30–31).

cyjnych. W 1985 r. Komisja Europejska została zobowiązana do sporządzenia kalendarium przedsięwzięć służących do utworzenia wspólnego rynku. Podstawą do jego ustanowienia był Jednolity Akt Europejski (1986 r.). Wspólny rynek, umożliwiający swobodny przepływ kapitału, towarów i usług, stał się rzeczywistością z początkiem 1993 r. (Krzemiński, 2014, s. 133, 137).

Przyjęty model integracji europejskiej propagował umocnienie wewnętrznego rynku i przestrzeganie standardów, umożliwiających jego skuteczne funkcjonowanie. Przyjęto założenie, że korzyści z tego tytułu, początkowo objawiające się na poziomie mikroekonomicznym, z czasem przeniosą się na skalę makro. Na drugi plan przesunięto aktywną politykę gospodarczą realizowaną przez instytucje ponadnarodowe (Skiba, 2012, s. 117–118). Mimo że integracja została skoncentrowana głównie na płaszczyźnie rynków, to jednocześnie zdawano sobie sprawę, że wspólny rynek wymaga ujednoczenia prawa oraz wprowadzenia międzynarodowej koordynacji polityk. Ponadto musi on funkcjonować na obszarze, który charakteryzuje się, co najmniej ściśle koordynacją lub unifikacją polityki monetarnej. Dodatkowo wraz ze wznowieniem procesów integracyjnych powrócono do dyskusji nad kryteriami optymalnego obszaru walutowego. Analogicznie do korekty modelu integracji europejskiej, zmianie uległo również postrzeganie tych kryteriów. Kluczowe znaczenie miały takie kwestie, jak zmniejszenie roli kursu walutowego jako automatycznego stabilizatora koniunktury<sup>39</sup>, a w późniejszym okresie — teoria endogeniczności.

Fundamentalną rolę w zaplanowaniu i późniejszej efektywnej budowie unii monetarnej w Europie miał tzw. Raport Delorsa, którego autorem był ówczesny przewodniczący Komisji Europejskiej — J. Delors. Opublikowany w 1989 r. dokument przedstawiał składający się z trzech etapów plan wprowadzenia wspólnej waluty. W raporcie tym, unię walutową uznano za naturalną konsekwencję Jednolitego Aktu Europejskiego. Przyjęta koncepcja budowy wspólnego obszaru walutowego zakładała, że zmienność kursów walutowych jest destrukcyjna dla wymiany handlowej. Ich stałość oznaczała więc warunek funkcjonowania rynku wewnętrznego (Lubiński, 2009, s. 232).

Istotną rolę w ukształtowaniu dalszej integracji monetarnej odegrał również kryzys walutowy ESW z lat 1992–1993, związany ze zjednoczeniem Niemiec. Zwiększenie przez ten kraj wydatków budżetowych skutkowało podniesieniem stopy procentowej. W efekcie nasilających się ataków spekulacyjnych, marża wahań w ESW została zwiększona (15%). Zabieg ten nie uchronił jednak przed wystąpieniem z systemu dwóch krajów — Wielkiej Brytanii i Włoch, a za przyczynę ograniczonego sukcesu ESW uznano niedoskonałą wiarygodność banków centralnych (Michalek, J.J., 2012, s. 31).

---

<sup>39</sup> Nieskuteczność mechanizmu kursowego w przywracaniu równowagi była argumentowana głównie tym, że może on sam w sobie być źródłem szoków asymetrycznych. Wynika to z faktu, że obserwowane wahania kursu stawały się „rozłączne” ze zmianami w „fundamentach makroekonomicznych”, co z kolei było efektem rosnącego znaczenia rynków finansowych wobec sfery realnej (Pronobis, 2017, s. 303). Współczesne rynki walutowe funkcjonują w warunkach postępującej globalizacji, co oznacza wysoką mobilność kapitału. Wahania kursu walutowego mogą nie odzwierciedlać zjawisk w sferze realnej gospodarki, tak jak to działo się w latach 70. XX w., a dewaluacja — nie przynosić pożądaných rezultatów. Oznacza to, że koszt utraty polityki kursowej znacznie maleje w perspektywie integracji monetarnej (Tchorek, 2012, s. 37–38).

Ówczesna krytyka indywidualnych, antyinflacyjnych dążeń władz monetarnych doprowadziła do stwierdzenia, że realizację polityki pieniężnej należy oddać organowi ponadpaństwowemu, który byłby instytucją bardziej wiarygodną niż instytucje krajowe (Michalski, 2015, s. 20). W planowanej unii monetarnej priorytet nadano więc stabilności cen, a jej budowę oparto na hipotezie endogeniczności kryteriów OOW. Oczekiwania w kwestii realizacji ponadnarodowej polityki monetarnej można więc sformułować następująco: z biegiem czasu, jednolita stopa procentowa będzie stawała się coraz bardziej adekwatna do warunków makroekonomicznych poszczególnych krajów ze względu na postępującą zbieżność wahań cyklicznych oraz inflacji. Innymi słowy, realizacja polityki szczebla ponadpaństwowego miała być „optymalna” na poziomie państw członkowskich.

Za jeden z równie ważnych warunków sprawnego funkcjonowania unii uznano stabilność finansów publicznych, które miały być warunkiem stabilności makroekonomicznej. Było to podejście opozycyjne wobec realizacji polityk fiskalnych z lat 70. XX w. oraz, jak podkreśla A.J. Auerbach (2012, s. 2), wynikało ono z ówczesnej negacji efektywności polityki fiskalnej w stabilizowaniu koniunktury gospodarczej. Elementem, który mógł w pewnym stopniu rozwiązać problem utraty autonomii w zakresie polityk fiskalnych miała być ich koordynacja (Molle, 2000, s. 412), jednak jedynie w zakresie utrzymania dyscypliny fiskalnej zagwarantowanej wprowadzeniem reguł i restrykcji. Celem było uniknięcie efektu pasażera na gapę i pokusy nadużycia. Zdrowe finanse publiczne były również postrzegane jako zapewnienie stabilności inflacji w unii walutowej i w rezultacie — adekwatności cyklicznej i strukturalnej jednolitej polityki monetarnej dla wszystkich członków ugrupowania. Założenia te znalazły odzwierciedlenie w tzw. nominalnych kryteriach konwergencji<sup>40</sup>, które wprowadził Traktat o Unii Europejskiej podpisany w 1993 r. w Maastricht. Zasady te określały, jakie warunki musi spełnić kraj aspirujący do pełnego uczestnictwa w unii ekonomicznej i monetarnej, której utworzenie wraz z wprowadzeniem wspólnej waluty europejskiej ustalono na 01.01.1999 r. Pozytywne doświadczenia wyniesione z okresu stabilnego funkcjonowania ESW po 1993 r. oraz realizacja Raportu Delorsa skutkowały utworzeniem Europejskiego Systemu Banków Centralnych, powołaniem Europejskiego Banku Centralnego (1998 r.) i wprowadzeniem wspólnej europejskiej waluty euro w formie bezgotówkowej (1999 r.) i gotówkowej (2002 r.).

<sup>40</sup> Pierwsze trzy kryteria związane są z polityką monetarną, natomiast kolejne dwa z polityką fiskalną (Tchorek, 2012, s. 57–58): (1) Poziom inflacji w kraju kandydującym do wspólnego obszaru walutowego nie może przekroczyć o więcej niż 1,5 p.p. średniego poziomu inflacji z trzech krajów członkowskich charakteryzujących się najbardziej stabilnym poziomem cen. (2) Średnia nominalna długoterminowa stopa procentowa w kraju kandydującym do wspólnego obszaru walutowego nie może przekroczyć o więcej niż 2 p.p. średniej stopy procentowej z trzech krajów członkowskich charakteryzujących się najbardziej stabilnym poziomem cen (stopy procentowe oceniane są na podstawie rentowności obligacji skarbowych). (3) Kraj kandydujący do wspólnego obszaru walutowego musi przez co najmniej dwa lata uczestniczyć europejskim mechanizmie kursowym (ERM II) bez istotnych napięć i możliwości dewaluacji kursu. (4) Kraj kandydujący do wspólnego obszaru walutowego musi charakteryzować się deficytem budżetowym poniżej 3% PKB. (5) Kraj kandydujący do wspólnego obszaru walutowego musi charakteryzować się długiem publicznym poniżej 60% PKB (w praktyce raczej oceniana jest tendencja kształtowania się zadłużenia).

Forma i realizacja polityki pieniężnej „w oparciu o reguły” ukształtowała się w wyniku dominacji monetaryzmu i nurtu nowej szkoły klasycznej w czasie najistotniejszych przedsięwzięć integracyjnych w minionym wieku. Zakładała ona, że banki centralne wraz z dołączeniem do unii monetarnej nie utracą zdolności do stabilizacji krajowych gospodarek. Koszt przeniesienia części kompetencji polityki stabilizacyjnej na szczebel ponadnarodowy postrzegano jako niewielki (Hnatyszyn-Dzikowska, 2009, s. 21, 47–48; Heller, Kotliński, 2012a, s. 230; Kotliński, 2013, s. 7). Strategia EBC została w praktyce oparta na doświadczeniach niemieckiego Bundesbanku. Wobec tego osadzono ją na dwóch filarach: stabilności cen oraz analizy wartości referencyjnej agregatu M3 wynoszącej 4,5% (Gerlach, 2003, s. 1–5; Issing, 2006, s. 260–269). Za główny cel<sup>41</sup> Eurosystemu<sup>42</sup> uznano stabilność cen, przez którą rozumiano inflację nieznacznie poniżej 2%. Bez uszczerbku dla celu głównego EBC może jednak wspierać polityki gospodarcze państw strefy euro, w tym oddziaływać na zrównoważony wzrost gospodarczy oraz wysoki poziom zatrudnienia<sup>43</sup> (Traktat o funkcjonowaniu..., 2007, art. 127).

Polityki fiskalne pozostały na poziomie szczebla krajowego. Rozwiązanie to argumentowano twierdzeniem, że realizacja tej dziedziny polityki jest współzależna z wewnętrznymi uwarunkowaniami i specyfiką danego kraju (Skrzypczyńska, 2012, s. 289). Przyjęta koncepcja integracji europejskiej przesądziła m.in. o wydatkach i wielkości budżetu Unii Europejskiej, sięgającego około 1% PKB (Skiba, 2012, s. 117–118). Nie pozwalało to na pełnienie przez budżet funkcji antycyklicznej na poziomie ponadnarodowym (Kotliński, 2013, s. 7).

Autonomia władz państwowych, początkowo ograniczona zapisami w traktacie z Maastricht, została następnie poddana zasadom wprowadzonym w 1997 r. w Pakcie Stabilności i Wzrostu (PSW). Porozumienie to uzupełniło i zaostriżyło dotychczasowe reguły fiskalne przez zobligowanie państw członkowskich strefy euro do realizacji celów budżetowych, rozumianych jako osiągnięcie w średnim okresie nadwyżki lub równowagi (Skrzypczyńska, 2012, s. 289, 294). Wytyczna dotycząca utrzymania deficytu budżetowego w górnej, nieprzekraczalnej granicy wynoszącej 3% PKB, została umocniona sankcjami finansowymi<sup>44</sup>. Zapisy PSW zostały rozdzielone na dwie części: prewencyjną (mającą zapobiegać powstaniu zbyt wysokich deficytów) oraz korekcyjną (mającą na celu eliminację nadmiernych deficytów) (Giżyński, 2016, s. 170). Podstawą korekcyjnej części PSW jest Procedura Nadmiernego Deficytu (PND), która określa sposoby oraz harmonogram postępowania danego

<sup>41</sup> W 2003 r. po reformie strategii polityki monetarnej EBC, stabilność cen została uznana jako pierwszy filar (do tego czasu była nim analiza agregatu M3). W efekcie zostało to zinterpretowane jako obniżenie rangi filaru odnoszącego się do podaży pieniądza (Hnatyszyn-Dzikowska, 2009, s. 76–77).

<sup>42</sup> W Traktacie o funkcjonowaniu Unii Europejskiej jest mowa o Europejskim Systemie Banków Centralnych (wszystkie kraje UE), a nie Eurosystemie (kraje strefy euro), ponieważ dokument ten sporządzono w oparciu o założenie, że wszystkie kraje Unii wprowadzą euro.

<sup>43</sup> Od lipca 2021 r. cel inflacyjny to 2% w średnim okresie i jest on symetryczny.

<sup>44</sup> Przesłanki na rzecz ustanowienia limitów wyrastają z teorii wyboru publicznego, zgodnie z którą politycy wykazują skłonność do powiększania deficytu (Lubiński, 2009, s. 236).

kraju w przypadku przekroczenia kryteriów w celu ich przywrócenia na pożądaną poziom. Państwa, które nie zastosują się do wydanych zaleceń, mogą zostać objęte sankcjami<sup>45</sup>.

PSW został więc utworzony jako mechanizm mający zagwarantować koordynację polityk fiskalnych. Był oparty na respektowaniu restrykcji ponadnarodowych z jednoczesnym pozostawieniem kompetencji na szczeblu krajowym. Głównym celem było uniemożliwienie powstania negatywnych konsekwencji zbyt dużego długu publicznego i deficytu, a nie stworzenie odpowiednich warunków do stabilizacji koniunktury przez politykę fiskalną<sup>46</sup>. Przestrzeń dla możliwości stabilizowania gospodarki (wraz z dyscypliną finansów publicznych) miała natomiast zapewnić klauzula *no bailout*, zakładająca, że unia i pojedyncze kraje członkowskie nie ponoszą odpowiedzialności za zobowiązania innych krajów. Akcentowano również zakaz finansowania tych zobowiązań ze środków banku centralnego (NBP, 2014, s. 7).

W tym miejscu warto zaakcentować wątpliwości co do rozwiązań instytucjonalnych w sferze fiskalnej, które były wysnuwane *de facto* jeszcze przed utworzeniem strefy euro. Istota sceptycyzmu wobec PSW wynikała z braku bezpośrednich związków z kryteriami OOW. Krytycy akcentowali również ograniczenie elastyczności polityki fiskalnej, dublowanie postanowień, negatywne oddziaływanie na synchronizację wahań cyklicznych, słabnącą rolę automatycznych stabilizatorów, nadmierną prostotę przyjętych regulacji oraz niejednoznaczność zasad. Należy podkreślić, że uregulowania dotyczące dyscypliny fiskalnej były pożądane niezależnie od innych aspektów. Sceptycy wskazywali na ograniczenie możliwości stosowania polityki dyskrecjonalnej. Podkreślano również, że teoria ekonomii jednoznacznie nie określa kryteriów, które gwarantują dyscyplinę fiskalną. Przyjęcie granicy w wysokości 3% PKB dla deficytu rzeczywistego, a nie dla deficytu strukturalnego lub pierwotnego, na gruncie teoretycznym nie znajduje uzasadnienia (Lubiński, 2009, s. 236–248). To samo dotyczy kryterium długu publicznego. Ustalenie granicy w wysokości 60% PKB polegało na przyjęciu przeciętnej wartości z początku lat 90. XX w. (Molle, 2000, s. 431). Ch. Allsopp oraz D. Vines (1996, s. 91) twierdzili, że warunkiem skuteczności przyjętych rozwiązań musiały być trwałe wzrost inwestycji i sektora prywatnego, co jest nierealne w długim okresie. Autorzy argumentowali, że stabilizacja koniunktury zostanie ograniczona przez kryteria z Maastricht. Brak koordynacji fiskalnej miał spowodować natomiast, że niezależna stabilizacja wspólnych wstrząsów (podejmowana bez uzgodnienia przez poszczególne kraje) będzie zmierzać w kierunku zbyt małej aktywności fiskalnej.

Reasumując, integrację w sferze fiskalnej oparto przede wszystkim na wprowadzeniu ogólnych reguł. Pomimo pozostawienia instrumentów tej polityki na szczeblu narodowym, rzeczywista koordynacja jest nadzorowana za pomocą szczebla ponadpaństwowego. Jest to z jednej strony element federalizmu negatywnego, zaś z drugiej, wyraźne są cechy nurtu konfederacyjnego w postaci pozostawienia pewnej autonomii w zakresie polityki budżetowej i zachowania podmiotowości prawnomiędzynarodowej krajów członkow-

<sup>45</sup> [https://eur-lex.europa.eu/summary/glossary/excessive\\_deficit\\_procedure.html?locale=pl](https://eur-lex.europa.eu/summary/glossary/excessive_deficit_procedure.html?locale=pl). 12.06.2020.

<sup>46</sup> Warto podkreślić, że ówczesne uwagi J. Delorsa, iż ponadnarodowa polityka monetarna powinna być uzupełniona wspólną polityką gospodarczą lub co najmniej ścisłą koordynacją fiskalną, nie zostały wysłuchane (Iszkowski, 2012, s. 59).

skich. Niejednoznaczność w tej kwestii wynika z tego, że integracja fiskalna była w dużym stopniu warunkowana integracją polityczną. Zdaniem K. Iszkowskiego (2012, s. 54), europejska unia ekonomiczna i monetarna została celowo zbudowana w niekompletnej wersji (bez wspólnej polityki fiskalnej), ponieważ tylko w takiej postaci mogła uzyskać polityczny konsensus. J. Giżyński (2016, s. 41) dodaje, że kraje europejskie w początkowym okresie istnienia strefy euro nie były skłonne zrzec się dalszych kompetencji na rzecz organów ponadnarodowych. W rezultacie integrację w tym zakresie oparto na zasadzie subsydiarności. W tym kontekście warto wspomnieć o pierwszej reformie PSW z 2005 r., która *de facto* polegała na złagodzeniu reguł. Deficyt nie był uznawany za zbyt wysoki, gdy wynikał z sytuacji nadzwyczajnej. Wydłużono ponadto terminy przy PND. Istotnego znaczenia nabrała również reguła średniookresowego celu budżetowego (*medium-term objectives* – MTO), która z jednej strony miała sprzyjać stabilności finansów publicznych, a z drugiej zapewnić przestrzeń dla polityki aktywnej. Nie ustanowiono jednak żadnych mechanizmów egzekwowania realizacji MTO (Baran, 2013, s. 26).

Fundamentalną rolę w tworzeniu i w pierwszych latach funkcjonowania strefy euro odegrało podejście funkcjonalne. Bardzo ważny był też pierwiastek neofunkcjonalny, który znalazł szerokie zastosowanie w interpretacji procesów integracyjnych, a szczególnie w koncepcji federalistycznej, z którą jest on często identyfikowany (Zielińska-Głębocka, 1999, s. 20). Istotne znaczenie miał zarówno efekt *spill-over* funkcjonalny, jak i *spill-over* polityczny.

Tuż przed wybuchem kryzysu ekonomiczno-finansowego w 2008 r., europejska unia monetarna miała za sobą dwa najlepsze lata w swojej historii (NBP, 2013, s. 7). Prawdą jest, że wzrost gospodarczy nie był „spektakularny”, aczkolwiek stabilność cenowa i walutowa okazała się niepodważalnym sukcesem. Problemy strefy euro zaostrzyły się po ujawnieniu przez Grecję (2009 r.) danych obrazujących faktyczny stan finansów publicznych. Był to czynnik, który odsłonił wiele wad i niedoskonałości tego ugrupowania.

Po pierwsze, okazało się, że niektóre kraje nie były odpowiednio przygotowane do funkcjonowania w strefie euro i charakteryzowały się zbyt dużym zróżnicowaniem poziomu rozwoju, tempem wzrostu wydajności oraz jednostkowych kosztów pracy, a także efektywnością we wdrażaniu reform strukturalnych<sup>47</sup> (NBP, 2013, s. 9–10). Badania empiryczne potwierdzały również, że konwergencja jest procesem długotrwałym i dużo bardziej skomplikowanym niż założenia hipotezy endogeniczności. D. Michalski (2015, s. 17) stwierdza, że recesja oraz „pokryzysowa” rzeczywistość spowodowała więc „odświeżenie” i akceptację tradycyjnej teorii OOW.

Po drugie, funkcjonowanie mechanizmów polityki makroekonomicznej okazało się niesprawne, gdyż część państw nie miała zdolności do zwalczania wstrząsów gospodar-

<sup>47</sup> P. Albiński (2014, s. 28) dodaje, że kraje o niestabilnych finansach publicznych (głównie kraje południowe) charakteryzowały się nadmiernymi wydatkami rządowymi w celu zagwarantowania reelekcji elit rządzących (przejaw politycznego cyklu koniunkturalnego) oraz tolerowały wzrost płac przekraczający tempo wzrostu wydajności pracy. Wzrost jednostkowych kosztów pracy, w połączeniu z brakiem reform strukturalnych, doprowadził do spadku konkurencyjności oraz utrzymywania się tzw. bliźniaczych deficytów. Dla porównania, w Niemczech już w latach 2003–2005 wdrożono reformę Agenda 2010, mającą zagwarantować konkurencyjność tego kraju. Jednostkowe koszty pracy i poziom płac realnych były hamowane. Towary produkowane w Niemczech były w 2011 r. o 25% tańsze od porównywalnych towarów z krajów Europy Południowej.



czych, co wynikało z rozmaitych przyczyn: słabej konkurencyjności, braku regulacji i instytucji odpowiedzialnych za zarządzanie kryzysowe, czy też braku wsparcia finansowego dla najbardziej potrzebujących krajów strefy euro (NBP, 2013, s. 9–10). Nie istniał też wspólny instrument reakcji<sup>48</sup>.

Po trzecie, recesja ujawniła, że dotychczasowe rozwiązania, mające zagwarantować dyscyplinę fiskalną i stabilność finansów publicznych, były nieskuteczne, a sama przynależność do unii monetarnej i podleganie regułom PSW nie jest aspektem dyscyplinującym w wystarczającym stopniu<sup>49</sup> (Heller, Kotliński, 2012b, s. 102; Kotliński, 2013, s. 13). Nieefektywność przejawiała się m.in. w narastaniu zadłużenia i deficytów krajów członkowskich strefy euro. Ekspansja fiskalna przed 2008 r. spowodowała ponadto, że przy pojawieniu się pierwszej większej nierównowagi zewnętrznej, kraje o niestabilizowanej sytuacji finansowej miały ograniczone możliwości stymulacji fiskalnej (Heller, Kotliński, 2012b, s. 100). Negatywne uwarunkowania spotęgował następnie kryzys zadłużeniowy.

Twórcy europejskiej unii ekonomicznej i monetarnej założyli, że pozostawiona przestrzeń fiskalna dla polityki antycyklicznej, wsparta transferami z funduszy spójności oraz dominacją stabilizującego kanału realnego kursu walutowego nad destabilizującym kanałem realnej stopy procentowej, będzie wystarczająca dla skutecznej stabilizacji cykli koniunkturalnych. Efektywność tego pierwszego kanału okazała się jednak znacznie niższa niż przewidywano ze względu na słabości strukturalne i instytucjonalne niektórych krajów, niedostateczne regulacje rynków pracy i produktów, stopień ich otwartości oraz siłę integracji między poszczególnymi członkami strefy euro (NBP, 2014, s. 19). Elastyczność cen i płac okazała się więc niewystarczająca jako mechanizm stabilizacyjny. M. Lubiński (2009, s. 233) zaznacza, że w Europie w warunkach zmonopolizowanego i regulowanego rynku pracy przez związki zawodowe, trudno jest mówić o giętkości płac. W konsekwencji wynagrodzenia w UE są jednymi z najwyższych na świecie, ale są także sztywne. Istotna jest również kwestia zróżnicowania elastyczności wynagrodzeń wśród krajów członkowskich<sup>50</sup>. Doświadczenia krajów strefy euro potwierdziły, że mobilność siły roboczej również nie jest

<sup>48</sup> Na przykład w przypadku Irlandii skala pomocy publicznej udzielona sektorowi bankowemu (40% PKB) stanowiła niewielki ułamek PKB strefy euro. Brak wspólnego mechanizmu doprowadził więc do kryzysu finansów publicznych w tym kraju (Pietrucha, 2015a, s. 46).

<sup>49</sup> Do wystąpienia kryzysu, kary finansowe nie zostały zastosowane w praktyce. Ponadto za najważniejsze słabości PSW uznano niewłaściwą konstrukcję reguł fiskalnych i upolitycznienie ich egzekwowania, co przejawiało się m. in. w luźnej interpretacji kryterium dotyczącego długu publicznego. Dodatkowo kryzys ujawnił słabość europejskiej bazy statystycznej odnośnie reguł fiskalnych (przykład Grecji i Portugalii, dla których dane dotyczące deficytu były wielokrotnie korygowane, po czym okazało się, że kraje te przez cały okres funkcjonowania w strefie euro nie charakteryzowały się deficytem poniżej 3% PKB). Dostrzeżono również, że pomimo korzystnych nominalnych wartości wskaźników finansów publicznych, jest możliwe wystąpienie znacznych nierównowag makroekonomicznych (np. w Hiszpanii i Irlandii przed kryzysem pojawiły się banki spekulacyjne na runku nieruchomości) (NBP, 2014, s. 6–8).

<sup>50</sup> I. Babetskii (2007, s. 20–21) argumentuje, że większa elastyczność płac nie jest atrybutem ani członków strefy euro, ani uczestników systemu ERM-II. Wobec tego autor twierdzi, że przystąpienie do unii monetarnej nie prowadzi automatycznie do większej elastyczności płac, a może nawet wywołać efekt odwrotny.



wystarczającym mechanizmem, mającym niwelować skutki asynchronicznych fluktuacji koniunktury<sup>51</sup>. Kraje strefy euro tworzą zbiorowość zróżnicowaną pod względem językowym i kulturowym.

Niedostatecznym mechanizmem międzynarodowego podziału ryzyka okazała się ponadto integracja finansowa, czyli kryterium OOW, które *de facto* można uznać za spełnione. Wygładzenia wahań cyklicznych nie zagwarantował zarówno kanał rynków kredytowych oraz rynków kapitałowych i dywersyfikacji aktywów<sup>52</sup>. Wynika to z tego, że w pierwszych latach funkcjonowania strefy euro integracja finansowa dotyczyła głównie rynku międzybankowego i rynku obligacji skarbowych, a nie np. rynku akcji (NBP, 2014, s. 25). Należy również podkreślić, że integracja rynku obligacji niejako pogłębiła natężenie się kryzysu zadłużeniowego i recesji. Było to spowodowane tym, że inwestorzy w miarę wzrostu długu publicznego żądają coraz większych premii za ryzyko, co potęguje spekulacyjny wzrost rentowności obligacji i oznacza lawinowy przyrost długu (Albiński, 2014, s. 26).

W literaturze przedmiotu nie ma ponadto jednoznaczności w kontekście oddziaływania rozmiarów przepływów kapitałowych na zbieżność cykli koniunkturalnych (NBP, 2009, s. 61). Przepływ kapitału, zamiast przyczynić się do stabilizacji, może być również źródłem nierównowag gospodarczych. W tym aspekcie pewnej lekcji udzielił właśnie miniony kryzys ekonomiczno-finansowy. W przypadku strefy euro transgraniczna aktywność banków przyczyniła się do narastania baniek spekulacyjnych. Wobec tego kanał realnej stopy procentowej mógł oddziaływać procyklicznie na wahania koniunktury na skutek integracji finansowej (NBP, 2014, s. 19–20), gdyż mobilność pieniądza nie zawsze odzwierciedla procesy realne w gospodarce<sup>53</sup>.

<sup>51</sup> W ramach Unii Europejskiej, mobilność pracowników jest bardzo niska i niezwykle problematyczna. Przykładowo, P.A. Puhani (1999, za: Bukowski, 2007b, s. 93) badając migrację względem stopy bezrobocia oraz PKB, wyciąga wniosek, że mobilność pracowników, mająca na celu łagodzenie szoku popytowego, jest niska i występuje średnio w ciągu 1,66 roku po jego wystąpieniu. Okres ten jest różny w zależności od kraju. M. Mucha (2012, s. 497) za brak występowania pełnej mobilności siły roboczej podaje przykład zjednoczonych Niemiec, których dwa obszary mające wspólną historię, język i walutę, po 1990 r. charakteryzują się dywergencją w zakresie stóp bezrobocia.

<sup>52</sup> Jak wskazują D. Furceri i A. Zdzienicka (2013, s. 14), kanał oparty na rynkach kredytowych uznaje się za relatywnie słabo skuteczny w łagodzeniu wahań asynchronicznych. Jego efektywność zmniejszyła się ponadto po recesji z 2008 r. Kanał rynków kapitałowych i dywersyfikacji aktywów (których wartość jest uzależniona od sytuacji makroekonomicznej w innych krajach) również nie stanowią istotnych mechanizmów stabilizacyjnych, gdyż wygładzają jedynie 34% wstrząsów. W USA natomiast jest to 75% (NBP, 2014, s. 21–22).

<sup>53</sup> Zdaniem P. Krugmana (1993, s. 247), wysoka mobilność kapitału zwiększa regionalne wahania gospodarcze i powoduje z czasem rozbieżny wzrost gospodarczy. Ponadto, jak zaznacza S.I. Bukowski (2007b, s. 89), przepływ kapitału nie zawsze kieruje się potrzebami krajów bądź regionów dotkniętych kryzysem, a wręcz odwrotnie — wycofuje się z nich. Jest to spowodowane relacją stopy zwrotu inwestycji do ryzyka. Korporacje transnarodowe ponadto kierują się swoją strategią, a nie problemami gospodarczymi danego kraju. Mechanizm dostosowawczy oparty na mobilności kapitału może być też zniekształcony przez konkurencję podatkową między krajami, która powoduje lokowanie inwestycji niekoniecznie w krajach, w których występują naturalnie najlepsze warunki do inwestycji. Państwa starają się maksymalizować dochód publiczny, a nie dobrobyt społeczny. Dylematy te sprawiają, że oddziaływanie mobilności kapitału na stabilizację makroekonomiczną, w krótkim i średnim okre-

Zdaniem A. Koronowskiego (2008, s. 81), twórcy europejskiej unii monetarnej przyjęli postawę pragmatyczną, wprowadzając nominalne kryteria zawarte w traktacie z Maastricht, i nie próbowali zgłębić potencjalnych mechanizmów dywergencji ani kłaść nacisku na kryteria TOOW. Taki sposób umożliwił empiryczną weryfikację, czy integrujące się kraje mogą wprowadzić wspólną walutę bez poważnych kosztów. A. Koronowski podkreśla, że taką weryfikacją nie może być analiza spełnienia kryteriów konwergencji. Po pierwsze, test musiałby dotyczyć dłuższego okresu, aby była możliwa identyfikacja rezultatów potencjalnych procesów dokonujących się w tym czasie. Po drugie, zbieżność inflacji w poszczególnych krajach musi być utrzymana bez stosowania instrumentów polityki monetarnej (których użycie było niemożliwe po przystąpieniu do obszaru walutowego). Wobec tego konwergencja, która została osiągnięta w procesie przygotowań utworzenia strefy euro, okazała się niewystarczająca. A. Koronowski dodaje, że przez ustanowienie kryteriów z Maastricht, PSW oraz PND, twórcy europejskiej unii ekonomicznej i monetarnej wykluczyli możliwość pojawienia się asymetrycznych szoków fiskalnych w strefie euro. K. Iszkowski (2012, s. 58, 61) stwierdza, że ulegli oni prostocie teorii neoliberalnej zgodnie, z którą zachowawcza polityka monetarna miała być gwarancją średnio- i długookresowego rozwoju. Rozpatrując strefę euro w kategoriach ekonomicznych, stała się ona koronnym dowodem wadliwości tej doktryny. Zdaniem J.K. Galbraitha (2016, s. 68), Europa stworzyła rynki, które okazały się silniejsze od państw. Natomiast, aby system funkcjonował sprawnie, niezbędne jest funkcjonowanie instytucji, która jest od nich silniejsza i cechuje się bezwarunkową kontrolą sfery monetarnej. Świat, który „wylonił się” po kryzysie ekonomiczno-finansowym, przestał opierać się na dogmatycznym monetaryzmie oraz „zamrożonej w czasie” koncepcji wolnego rynku. W tym kontekście niezwykle trafne jest stwierdzenie M. Muchy (2012, s. 487–498), że w przypadku uchylania fundamentalnych kryteriów OOW, mających prowadzić do konwergencji, logicznym następstwem jest dywergencja.

Powyższe dylematy, z którymi ówczesnie musiały zmierzyć się kraje strefy euro, wymusiły debatę nad kondycją ekonomiczną europejskiej unii monetarnej. Podobnie jak w okresie szoków naftowych i załamania systemu z Bretton Woods, kryzys ekonomiczno-finansowy oraz kryzys zadłużenia postawiły władze europejskie przed dwoma możliwościami: uznania integracji ekonomicznej za porażkę i rozpad strefy euro albo podjęcie nadzwyczajnych przedsięwzięć i utrzymanie dotychczasowych efektów integracji. Zdecydowano się na drugie rozwiązanie.

## **2.5. Reformy i przedsięwzięcia służące poprawie zarządzania budżetowego i integracji fiskalnej po kryzysie ekonomiczno-finansowym a realizacja polityki antycyklicznej**

Kryzys ekonomiczno-finansowy był w pewnym sensie punktem zwrotnym w podejściu do polityki gospodarczej i doprowadził do „odnowienia” antykryzysowej teorii J.M. Keynesa

---

się, może być „problematyczne”. W. Malecki, (1994, s. 176) dokonując analizy różnych form przepływu kapitału, stwierdza, że mają one charakter procykliczny, a więc wzmacniają wewnętrzne impulsy koniunkturalne i przyczyniają się do przedłużania zarówno recesji i ekspansji.

(Gasz, 2014, s. 78; Hein, Truger, 2014, s. 28; Szymańska, 2014a, s. 332; Przesławska, 2015, s. 195). Po ustaniu najdotkliwszych skutków recesji, najważniejszym priorytetem UE stała się jednak ścisła dyscyplina fiskalna, gdyż narastanie nierównowagi budżetowej oraz długu publicznego postrzegano jako zagrożenie dla konkurencyjności i wzrostu ekonomicznego całego ugrupowania. Co więcej, wskazywano, że bez redukcji zadłużenia, unia ekonomiczna i monetarna w Europie nie przetrwa. Wobec tego od 2011 r., rozpoczęto wdrażanie nowego systemu zarządzania gospodarczego, opartego na nowym nadzorze fiskalnym nad szczeblem krajowym (Bukowski 2017, s. 5; Moździerz, 2018a, s. 48).

Szczegółowe zasady dotyczące charakteru ram budżetowych krajów członkowskich zostały uregulowane dyrektywą Rady z 8 listopada 2011 r. Sprecyzowano w niej pojęcie tych ram jako zbiór uzgodnień i procedur leżących u podstaw prowadzenia polityki fiskalnej sektora instytucji rządowych i samorządowych (Moździerz, 2018b, s. 81). Jedną z najistotniejszych zasad (pkt 18), która została tam sformułowana, brzmi: „Państwa członkowskie powinny unikać procyklicznej polityki budżetowej, a w okresach dobrej koniunktury gospodarczej działania na rzecz konsolidacji fiskalnej powinny być bardziej intensywne. Osiągnięciu tych celów sprzyjają precyzyjnie określone numeryczne reguły fiskalne; reguły te powinny być uwzględniane w uchwalanej corocznie przez poszczególne państwa członkowskie ustawie budżetowej” (Dyrektywa Rady..., 2011).

W kontekście podejmowanej problematyki badawczej, należy zaznaczyć, że wprowadzony system zarządzania gospodarczego miał służyć m.in. antycyklicznemu nastawieniu polityk fiskalnych i zwiększeniu ich koordynacji w celu uzyskania ich optymalnego kursu na poziomie zagregowanym (NBP, 2014, s. 9; Urbanowicz, 2015, s. 18; Bénassy-Quéré i in., 2016, s. 11; Tabellini, 2016, s. 120–124). Konieczne jest zatem przybliżenie mechanizmów, które miały temu sprzyjać.

Jak wynika z informacji zawartych w Tabeli 4., w której zamieszczono najważniejsze reformy wprowadzone w odpowiedzi na kryzys, w europejskiej unii ekonomicznej i monetarnej zwiększono przede wszystkim nacisk, aby budżety instytucji rządowych były zrównoważone bądź wykazywały się nadwyżką. Zaostrzono więc Procedurę Nadmiernego Deficytu i rozszerzono zakres sankcji finansowych. Wzrost egzekwowalności reguł fiskalnych miał nastąpić poprzez ustalenie nowych sankcji i nowy system głosowania (odwrócona większość kwalifikowana). W nowym systemie zarządzania gospodarczego jeszcze bardziej wzrosło znaczenie MTO, co miało przyczynić się do wzrostu stabilności finansów publicznych (Moździerz, 2018b, s. 83). Osiągnięcie średniookresowego celu budżetowego miało zapewnić krajom margines bezpieczeństwa względem wartości referencyjnej 3% PKB podczas niekorzystnej koniunktury. Obligatoryjność utrzymywania salda strukturalnego w wysokości indywidualnego średniookresowego celu budżetowego (co zostało zaimplementowane w zmienionym PSW w 2005 r.) została podtrzymana, ale roczny dolny pułap deficytu strukturalnego ustalono na 0,5% PKB w cenach rynkowych. Dla krajów charakteryzujących się długiem publicznym poniżej 60% PKB, maksymalny deficyt strukturalny określono w wysokości 1% PKB (Kotliński, 2013, s. 15; Moździerz, 2018b, s. 84).

Jednocześnie zwiększono elastyczność przepisów kładących nacisk na zmienne strukturalne, co pozwala uwzględnić różne sytuacje gospodarcze w krajach członkowskich, w tym pogorszenie aktywności ekonomicznej. Zdefiniowano w tym celu, o ile, w ujęciu ilości-

wym, może wynieść odstępstwo od średniookresowego celu budżetowego oraz od ścieżki dostosowawczej. Zdecydowano, że nie jest ono znaczące w przypadku, gdy kraj zrealizował MTO z nadwyżką lub znalazł się w nadzwyczajnej sytuacji (Kotliński, 2013, s. 18; NBP, 2014, s. 9–11; Gajda-Kantorowska, 2017, s. 92; Możdzierz, 2018b, s. 84).

Tabela 4.

Wybrane reformy wprowadzone po kryzysie ekonomiczno-finansowym

Reforma (rok wprowadzenia)	Główne założenia
Traktat o stabilności, koordynacji i zarządzaniu w Unii Gospodarczej i Walutowej (Pakt Fiskalny) (2013)	wzrost dyscypliny budżetowej; sukcesywne ograniczanie długu publicznego przewyższającego 60% PKB; dbanie, aby saldo sektora instytucji rządowych i samorządowych było zrównoważone bądź charakteryzowało się nadwyżką, co oznacza, że roczne saldo musi odpowiadać średniookresowemu celowi budżetowemu, który wynika ze zrewidowanego PSW; automatyczny mechanizm korygujący uruchamiany w przypadku znacznych odchyień od MTO lub ścieżki dostosowawczej; wzrost koordynacji polityk gospodarczych dzięki implementacji programu partnerstwa budżetowego zawierającego opis reform strukturalnych
„sześciopak” (5 rozporządzeń i 1 dyrektywa) (2011)	koordynacja polityk gospodarczych; kontrola zadłużenia publicznego; wdrożenie kar finansowych w związku z nieprzestrzeganiem reguł budżetowych; przyśpieszenie Procedury Nadmiernego Deficytu; zapobieganie i korygowanie zaburzeń równowagi makroekonomicznej
„dwupak” (2 rozporządzenia) (2013)	bardziej precyzyjny mechanizm nadzoru budżetowego; wzmocnienie procedury monitoringu polityk budżetowych oraz ich spójności z wytycznymi (wspólne zasady budżetowe, wspólny harmonogram budżetowy)
Semestr Europejski* (2011)	cykl działań skupiający się na reformach strukturalnych oraz polityce budżetowej mający na celu monitorowanie sytuacji gospodarczej wraz z dokonywaniem bieżącej analizy o charakterze <i>ex ante</i>
Europejski Mechanizm Stabilności (2012)	pomoc finansowa dla krajów, które doświadczają problemów gospodarczych

Uwagi:

\* Rozpoczyna się w listopadzie, kiedy to Komisja Europejska (KE) określa wytyczne dla polityk gospodarczych. Przez kolejne kilka miesięcy wytyczne te są omawiane na forum Rady Europejskiej (RE) i Parlamentu Europejskiego (PE), a kraje członkowskie przedstawiają swoje plany gospodarcze i budżetowe. Po wydaniu zaleceń przez KE i RE, Semestr kończy się w lipcu, gdy Rada Ecofin zatwierdza plany i zalecenia.

Źródło: opracowanie własne na podstawie: *Traktat o stabilności...*, 2012; <https://www.consilium.europa.eu/pl/policies/european-semester.02.11.2018>; NBP, 2014.

Teoretycznie powyższe zmiany, opierające się na wzmocnieniu reguł fiskalnych, powinny zniwelować ryzyko wynikające z braku wystarczającej przestrzeni do nastawienia antycyklicznego na szczeblu krajowym w okresie niekorzystnej koniunktury, przynajmniej w krajach, które nie były nadmiernie zadłużone (NBP, 2014, s. 9, 23). Takie podejście odzwierciedla fakt, że Komisja Europejska, uznając za priorytet konsolidację fiskalną, zwróciła większą uwagę na stabilność makroekonomiczną (Owsiak, 2012, s. 54). Decydenci europejscy skoncentrowali się na wdrożeniu holistycznej koncepcji w podejściu do nadzoru

gospodarczego. Podkreślono, że równowaga budżetowa jest tylko częścią równowagi ekonomicznej i należy ją oceniać w szerszym kontekście, czyli w odniesieniu do sytuacji gospodarczej danego kraju. W celu precyzyjnej diagnozy sytuacji fiskalnej krajów członkowskich, lista czynników branych pod uwagę została poszerzona m.in. o takie aspekty jak: średniookresowy rozwój gospodarczy, cykliczne zmiany koniunktury, produktywność czynników produkcji, oszczędności netto w sektorze prywatnym, realizacja polityk w celu zapobiegania zaburzeniom równowagi makroekonomicznej, zdolność obsługi długu długoterminowego i ukryte zobowiązania, np. wynikające ze starzenia się społeczeństwa (Moździerz, 2018b, s. 78, 114). Mechanizmem, który od tej pory miał służyć w wykrywaniu zakłóceń równowagi oraz wskazywać sposoby ich zapobiegania i korygowania, została Procedura Nadmiernej Nierównowagi Makroekonomicznej (*Macroeconomic Imbalance Procedure* — MIP).

Kolejną ważną zmianą w nowym systemie zarządzania budżetowego, istotną z perspektywy możliwości realizacji polityki antycyklicznej, było zwiększenie akcentu na proces ograniczania długu publicznego<sup>54</sup>. Został on wsparty nową regułą wydatkową stanowiącą, że wydatki publiczne nie powinny rosnać szybciej aniżeli wzrost potencjalnego PKB (w krajach, które nie osiągnęły MTO wydatki muszą rosnać w mniejszym stopniu niż potencjalny PKB). Służy to zapewnieniu przeznaczania nadzwyczajnych dochodów (wpływających do budżetu w okresie pomyślnej koniunktury) na ograniczanie zadłużenia, a nie na dalszy wzrost wydatków (NBP, 2014, s. 9; Moździerz, 2018b, s. 87). Ogranicza to prawdopodobieństwo procykliczności ekspansywnej polityki fiskalnej.

Reasumując, dzięki wdrożonym zmianom dyscyplina fiskalna miała być zachowana na przestrzeni całego cyklu koniunkturalnego, a nie tylko w sytuacji przekroczenia 3% PKB bieżącego deficytu. Tym samym wysiłki na rzecz spełnienia tego kryterium miały być pozbawione ryzyka, że spowodują one procykliczność polityki fiskalnej w okresie słabego tempa wzrostu gospodarczego lub wzrostu zbyt intensywnego. Służyć temu miało również wydłużenie terminu korekty nadmiernego deficytu w sytuacji wstrząsów gospodarczych, gdy kraje podejmują wystarczające działania fiskalne w ujęciu strukturalnym. Uogólniając, wprowadzone rozwiązania w unii ekonomicznej i monetarnej teoretycznie powinny ograniczać procykliczność polityk fiskalnych i sprzyjać nastawieniu antycyklicznemu (NBP, 2014, s. 9–10).

Kolejnym oczekiwanym rezultatem wprowadzonych reform był wzrost koordynacji narodowych polityk fiskalnych. Wprowadzone regulacje gwarantujące stabilne finanse państw członkowskich w połączeniu z monitorowaniem sytuacji gospodarczej i dokonywaniem bieżącej analizy *ex ante*, miały przyczynić się do podejmowania adekwatnych działań jeszcze przed ostatecznymi decyzjami budżetowymi w danym kraju bądź przed nasileniem się wykrytego negatywnego zjawiska makroekonomicznego (Kotliński, 2013, s. 5, 18; Albiński, 2014, s. 16; Giżyński, 2016 s. 82; NBP, 2014, s. 7–11). Pożądanym efektem takich działań miało być obranie odpowiedniego zagregowanego stanowiska fiskalnego wobec cyklu koniunkturalnego całego ugrupowania oraz zgodność z nastawieniem ponadnardo-

<sup>54</sup> Sygnatariusze Paktu Fiskalnego zobowiązali się do wzmocnienia dyscypliny budżetowej poprzez systematyczne ograniczanie długu publicznego przekraczającego 60% PKB (w średniej wysokości jednej dwudziestej rocznie). Warto podkreślić, że przy ocenie tempa redukcji długu jest brany pod uwagę wpływ czynników cyklicznych (Moździerz, 2018b, s. 89).

wej polityki monetarnej (*policy-mix*). Kryzys uświadomił bowiem władzom europejskim, że dotychczasowe mechanizmy nie gwarantowały uzyskania odpowiedniego wariantu koordynacji fiskalno-monetarnej. Relacje tych dwóch polityk wynikały z powszechnego twierdzenia, że każda z nich ma różne sfery oddziaływania. Ponadto twierdzono, że wspólna polityka pieniężna dba o wachania szczebla ponadnarodowego, a polityka fiskalna powinna być dostosowana do warunków specyficznych dla danego kraju (Hettig, Müller, 2017, s. 80). Uznanie tak nakreślonego podziału mogło skutkować stłumieniem celowości koordynacji. W debacie ekonomicznej podkreślano ponadto, że jednolity obszar walutowy nie intensyfikuje konieczności współdziałania. Jak podkreślali A. Alesina, O. Blanchard, J. Gali, F. Giavazzi oraz H. Uhlig (2001, za: Barczyk, Lubiński, 2009, s. 77, 242), koordynacja jest zbyt cenna w sytuacji, gdy zadania obu polityk są wykonywane systematycznie. W tym kontekście trzeba ponownie podkreślić, że europejska unia ekonomiczna i monetarna została utworzona wg koncepcji neoliberalnej. R. Barczyk (2012, s. 160–161) twierdzi natomiast, że akceptacja hipotez odnoszących się do polityki stabilizacyjnej wywodzących się z tego nurtu w praktyce eliminuje sposobność wewnętrznej koordynacji fiskalno-monetarnej. Godne uwagi jest to, że taką możliwość uwzględniają jedynie teorie keynesowskie<sup>55</sup>. Zwrot ku tym nurtom w ostatniej dekadzie spowodował, że koordynacja fiskalno-monetarna uzyskała nowe argumenty merytoryczne i została uznana za warunek skutecznej stabilizacji makroekonomicznej w strefie euro (Skrzypczyńska, 2012, s. 297; Hein, Truger, 2014, s. 27; Corsetti i in., 2016, 157–159; Tabellini, 2016, s. 120–122; Corsetti i in., 2019, s. 24).

Kryzys zadłużeniowy w Europie wymusił również szereg reform strukturalnych na poziomie krajowym, które miały na celu wzmocnienie stabilizującego oddziaływania kanału realnego kursu walutowego i osłabienie destabilizującego efektu oddziaływania kanału realnej stopy procentowej. W krajach najbardziej dotkniętych kryzysem zadłużeniowym zintensyfikowano reformy rynku pracy i produktów w celu likwidacji istotnych różnic w poziomie produktywności i konkurencyjności. Skupiono się na poprawie funkcjonowania rynków, deregulacji, realokacji zasobów, nasileniu powiązań między wydajnością pracy a ustalaniem cen, wsparciem dostosowań na rynku pracy oraz redukcją administracyjnych obciążeń dla firm (Luc, 2011, s. 151; NBP, 2014, s. 20). W kontekście poprawy konkurencyjności należy również wspomnieć o Pakcie Euro Plus, którego jednym z zamierzeń było wsparcie koordynacji podatkowej w UE (Chrzanowski, 2014, s. 160–161).

W drugiej dekadzie funkcjonowania unii ekonomicznej i monetarnej, można było zaobserwować pewną korektę stanowiska wobec zasadności stosowania polityki stabilizacyjnej oraz samej koncepcji procesów integracyjnych. Krajowym politykom fiskalnym, na gruncie teoretycznym, coraz śmielej zaczęto przypisywać największe znaczenie spośród wszystkich krótkookresowych mechanizmów stabilizacyjnych w akomodacji asynchronicznych wahań koniunktury. Podkreślano, że powinna ona być zdolna do obrania nastawienia adekwatnego na specyficzne braki popytowe dla danego kraju, gdyż leży to w interesie stabilizacji

<sup>55</sup> I. Świącicki oraz J.J. Michałek (2014, s. 150) akcentują, że modele te wpisują się w założenia nowej ekonomii keynesowskiej. Na przykład model De Bonisa i Della Posty (2009), który opiera się na teorii gier, wykazuje, że kraje unii walutowej przez koordynację swoich działań mogą zwiększać dobrobyt nawet w sytuacji wstrząsu asymetrycznego (również w sytuacji, gdy różnią się wielkością gospodarek).



cyklu koniunkturalnego całej unii. W przypadku braku spełnienia tej funkcji, zasadne staje się rozwiązanie oparte na ponadnarodowym mechanizmie stabilizacyjnym, opartym np. na zintegrowanych wspólnych strukturach podatkowych, które gwarantowałyby realizację funkcji antycyklicznej oraz ciągły przepływ funduszy od regionów charakteryzujących się nadwyżkami do regionów z deficytem (Bénassy-Quéré, Ragot, 2015, s. 12; Urbanowicz, 2015, s. 13; Furman, 2016; Galbraith, 2016, s. 68–69; Tabellini, 2016, s. 129; Monacelli, 2016, s. 171; Markowski, 2018, s. 88; Pekanov, 2018, s. 35; Corsetti i in., 2019, s. 14; Dallari, Ribba, 2020, s. 228–232). W literaturze proponowano wachlarz propozycji dotyczących pogłębienia integracji fiskalnej w krajach strefy euro. Wnioskowano, że nawet niewielkie zmiany we właściwym kierunku spowodowałyby duży wzrost dobrobytu, gdyż lepsza koordynacja antycyklicznej polityki fiskalnej nie oznaczałaby konieczności ratyfikacji nowego traktatu w sprawie transferów fiskalnych<sup>56</sup> (Gürkaynak, 2016, s. 177). Najczęściej przywoływanymi rozwiązaniami były różne formy funduszy<sup>57</sup> i uwspólnotowanie długów<sup>58</sup>.

Po kryzysie ekonomiczno-finansowym, coraz bardziej umacniało się również twierdzenie, że stabilne funkcjonowanie strefy euro może zagwarantować jedynie federalizm fiskalny (Valiante, 2011, s. 9; Dunin-Wąsowicz i in., 2012, s. 63; Kawalec, 2017, s. 45). Warto podkreślić, że inicjatywy przekonujące do „ostrzejszego” zwrotu w kierunku oparcia integracji europejskiej na nurcie federacyjnym, znajdują uzasadnienie w fakcie, że współcześnie sprawnie funkcjonujące konfederacje nie występują. Historyczne przykłady takie jak Ameryka Północna (1776–1789 oraz 1865), Związek Niemiecki (1815–1866) oraz Szwajcaria<sup>59</sup> (1648–1848), z czasem przekształciły się w federację (Kubin, 2007, s. 261). Wobec tego w li-

<sup>56</sup> Warto zaznaczyć, że już przy utworzeniu EMS, do Traktatu o funkcjonowaniu Unii Europejskiej w artykule 136 został dodany paragraf 3, który brzmi: „Państwa Członkowskie, których walutą jest euro, mogą ustanowić mechanizm stabilności uruchamiany, jeżeli będzie to niezbędne do ochrony stabilności strefy euro jako całości. Udzielenie wszelkiej niezbędnej pomocy finansowej w ramach takiego mechanizmu będzie podlegało rygorystycznym warunkom” (Rezolucja Parlamentu Europejskiego... (2011). Kwestia utworzenia ponadnarodowego mechanizmu dostosowawczego wymaga oczywiście konsultacji w zakresie unormowań prawnych, co zależy m. in. od takich aspektów, jak źródło finansowania czy wybór organu zarządzającego środkami.

<sup>57</sup> Jednym z nich jest fundusz *Rainy-day*. Mechanizm ten opierałby się na przekazywaniu w czasie wysokiej koniunktury rocznych składek państw członkowskich wahających się w przedziale 1,5–2,5% PKB. Zdaniem C. Allarda i in. (2013, s. 19–20), gdyby taki fundusz został utworzony od momentu powstania strefy euro, zebrane środki byłyby wystarczające w celu osiągnięcia stabilności makroekonomicznej. W odróżnieniu od EMS, wsparcie w ramach tego mechanizmu byłoby zapewniane *ex ante*. Innym rodzajem mechanizmu opierającym się na transferach fiskalnych jest system ubezpieczeń w związku ze stopą bezrobocia. Warunkuje on wypłatę środków nie od zagregowanego popytu danego kraju, lecz od stopy bezrobocia. Takie rozwiązanie proponuje m. in. A. Bénassy-Quéré, X. Ragot oraz G.B. Wolff (2016).

<sup>58</sup> Mechanizmy odnośnie emisji wspólnych obligacji były wielokrotnie uszczegóławiane i modyfikowane. Do najważniejszych z nich należy zaliczyć propozycje P. De Grauwe i W. Moesena (2009), koncepcje obligacji czerwonych i niebieskich J. Delpla i J. von Weizsäcker’a (2011) oraz Bofingera, L. Felda, W. Franza, C. Schmidta i B. Weder di Mauro (2011). Ciekawy jest również projekt obligacji stabilizacyjnych stworzony przez A. Ubide (2015) i rozszerzony przez G. Tabelliniego (2016).

<sup>59</sup> Oficjalna nazwa tego kraju (Konfederacja Szwajcarska) to jedyna pozostałość po okresie funkcjonowania systemu konfederacyjnego (Kubin, 2007, s. 261).



teraturze konfederację wymienia się nie jako docelową strukturę, lecz jako formę pośrednią między dwoma stabilnymi strukturami integracyjnymi: federacją i sojuszem międzynarodowym. Tym samym konfederacja może być utożsamiana jako struktura tymczasowa lub po prostu system niestabilny gospodarczo (Galbraith, 2016, s. 71–72, 173). Potwierdzeniem tego jest fakt, że historyczne unie, takie jak Łacińska Unia Monetarna oraz Skandynawska Unia Monetarna, upadły *de facto* na skutek braku cech charakterystycznych dla federacji<sup>60</sup>. Wymowne jest również to, że problemy strefy euro były rezultatem autonomicznej polityki fiskalnej poszczególnych krajów, a nie ponadnarodowej polityki monetarnej<sup>61</sup> (Kotliński, 2012, s. 129). Wobec tego formułowane perspektywy dalszej integracji strefy euro po kryzysie ekonomiczno-finansowym, charakterystyczne dla wizji federacji wydają się uzasadnione. W przeciwnym razie, jak wynika z doświadczeń historycznych, strefie euro grozi upadek. Kwestia ta nabiera jeszcze większego znaczenia w obliczu braków wypełnienia kryteriów OOW, zabezpieczających przed asynchronicznymi wahaniami koniunktury oraz szokami asymetrycznymi.

Przywódcy europejscy niewątpliwie mieli świadomość powyższych kwestii, czego potwierdzeniem jest to, że w analizowanym w niniejszej książce okresie badawczym, tj. pomiędzy kryzysem ekonomiczno-finansowym i tym wywołanym pandemią, wymienione reformy w Tabeli 4., nie były jedynymi zmianami i próbami ingerencji w przestrzeń fiskalną krajów członkowskich. Pewne propozycje utworzenia odrębnego budżetu dla krajów posiadających walutę euro, przedstawiono w 2012 r. w raporcie pod tytułem *W kierunku faktycznej Unii Gospodarczej i Walutowej* (tzw. Raport Czterech Prezydentów). W dokumencie jednoznacznie podkreślono, że sama dyscyplina fiskalna w strefie euro nie jest wystarczająca, a docelowym projektem powinno być utworzenie unii politycznej, która posiadałaby odpowiednią legitymację demokratyczną w podejmowanych decyzjach. Wspólny budżet miałby pełnić dwie istotne funkcje. Po pierwsze, stabilizacyjną z poziomu centralnego, a po drugie, miałby on sprzyjać wdrożeniu reform strukturalnych poprawiających potencjał wzrostu krajów strefy euro. Etapy budowy unii fiskalnej zostały doprecyzowane w *Planie działań na rzecz pogłębionej i rzeczywistej unii gospodarczej i walutowej*. Na fundamentach w postaci ścisłej dyscypliny fiskalnej, konwergencji gospodarek, koordynacji polityk gospodarczych i unii bankowej, ponadnarodowy budżet strefy miałby zostać utworzony maksymalnie w pięć lat po 2017 r. (do tego czasu przewidziana była realizacja poprzednich etapów) (Kawecka-Wyrzykowska, 2015, s. 22–24).

Z wyjątkiem unii bankowej, postanowienia powyższych dokumentów nie skutkowały istotnymi działaniami. W pewnym stopniu wynikało to z tego, że realizacja planów wymagała zmian traktatowych, co utrudniało proces unifikacji (Moździerz, 2018b, s. 69). Na gruncie praktycznym impuls do tych zmian dał w 2017 r. prezydent Francji, E. Macron,

<sup>60</sup> W przypadku pierwszej z nich upadek zaufania do systemu spowodowały różnice polityczne i gospodarcze, a także liczne fałszerstwa wspólnego pieniądza (obniżanie zawartości kruszcu), dokonywane m. in. przez Grecję. W przypadku drugiej wymienionej unii za przyczynę rozpadu należy uznać brak wspólnego banku centralnego, spadek realnej wartości korony (w Danii i Norwegii na skutek wzrostu podaży pieniądza) i uwolnienie korony szwedzkiej od kursu złota z powodu wybuchu I wojny światowej.

<sup>61</sup> Z drugiej strony, coraz więcej obaw jest związanych z jednolitą stopą procentową i zróżnicowaniem inflacji w krajach strefy euro, powstałym w wyniku szoku podażowego po ataku Rosji na Ukrainę.

gdy, przedstawiając plan reformy UE, nawiązał do ustanowienia odrębnego budżetu strefy euro. Debaty krajów członkowskich „zaowocowały” porozumieniem w 2019 r. co do budowy i jego konstrukcji. W tym aspekcie różnice w nastawieniu i woli politycznej krajów członkowskich również odegrały istotną rolę, ponieważ projekt planowanego budżetu przewidywał, że nie będzie miał on żadnych dodatkowych źródeł dochodu (jak choćby proponowany podatek od transakcji finansowych lub zysków wypracowanych w internecie). Budżet strefy euro miał być jedynie częścią nowego, wieloletniego budżetu Unii Europejskiej na okres 2021–2027. Z tego względu uzgodniony kompromis pozostawił pewien niedosyt<sup>62</sup>.

Innym aspektem intensyfikującym integrację w sferze fiskalnej w minionej dekadzie było ustanowienie w 2015 r. Europejskiej Rady Budżetowej. Jednym z jej głównych celów jest ocena adekwatności bieżącego i przyszłego kursu polityki fiskalnej dla unii monetarnej i ekonomicznej jako całości oraz w odniesieniu dla polityk szczebla krajowego. Ocena ta ma odbywać się w ramach PSW. Rada ma ponadto składać propozycje dotyczące przyszłego rozwoju ram budżetowych oraz dokonywać oceny obecnych ram. Europejska Rada Budżetowa ma realizować swoje zadania we współpracy z niezależnymi radami fiskalnymi poszczególnych krajów<sup>63</sup>. Jednak organ ten nie ma uprawnień do zarządzania sytuacją budżetową krajów członkowskich i może udzielać porad jedynie w zakresie zasad PSW. Ponadto Komisja Europejska nie jest zobowiązana do uwzględnienia sugestii Rady przy podejmowaniu decyzji w sprawie zaleceń dla strefy euro i poszczególnych krajów. Nawet przy poparciu zaleceń Rady przez Komisję, w strefie euro od krajów członkowskich można wymagać jedynie ograniczenia zadłużenia i deficytu zgodnie z przepisami PSW. Nie ma zaś mechanizmu za pomocą, którego można wymagać wprowadzenia ekspansji fiskalnej<sup>64</sup>. Proces ten może być wsparty zastosowaniem Procedury Nadmiernej Nierównowagi w krajach o zbyt dużych nadwyżkach na rachunku bieżącym (na przykład przez wymaganie zwiększenia inwestycji publicznych). Takie rozwiązania zajęłyby jednak kilka lat, a optymalna sytuacja budżetowa powinna zostać osiągnięta dość szybko. Ponadto nie wszystkie kraje z przestrzenią fiskalną mają nadmierne nadwyżki na rachunku obrotów bieżących (Darvas, Leandro, 2015, s. 16).

Charakteryzując efekty przemian, które dokonały się w sferze fiskalnej w analizowanym okresie badawczym, należy stwierdzić, że rekonstrukcja została przeprowadzona w oparciu o istniejące rozwiązania instytucjonalne oraz efektywniejszą realizację tych samych kryteriów, na których zbudowano unię ekonomiczną i monetarną. K. Kotliński (2013, s. 19) podkreśla, że Traktat o Stabilności, Koordynacji i Zarządzaniu, nie jest przełomem w koordynacji polityk fiskalnych. Stanowi on raczej powtórzenie i skromną ewolucję PSW. Jak natomiast zaznacza T.G. Grosse (2013, s. 3), kryzys z 2008 r. stał się katalizatorem zmian systemowych, które wzmocniły rolę instytucji międzyrządowych. Było tak m.in. w przy-

---

<sup>62</sup> Ustalenia te podważył w późniejszym czasie kryzys gospodarczy wywołany zamknięciem gospodarek z powodu pandemii.

<sup>63</sup> [https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/economic-and-fiscal-policy-coordination/european-fiscal-board-efb\\_pl#zakres-uprawnien](https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/economic-and-fiscal-policy-coordination/european-fiscal-board-efb_pl#zakres-uprawnien). 26.08.2020.

<sup>64</sup> Przykładem mogą być nieudane próby nakłonienia Niemiec przez Komisję Europejską (w ramach wydawanych zaleceń) do korzystania z przestrzeni fiskalnej (Darvas, Leandro, 2015, s. 17–18).

padku Paktu Fiskalnego, „sześciopaku” i EMS<sup>65</sup>. Umocnienie takiej formy ustrojowej nie sprzyjało inicjatywom nawołującym do utworzenia centralnych mechanizmów stabilizacji krótkookresowych wahań gospodarczych i związanej z tym intensyfikacji integracji fiskalnej opartej na federalizmie pozytywnym (wyjątkiem jest wzrost uprawnień instytucji ponadnarodowych nad kontrolą polityk fiskalnych krajów członkowskich w ramach Semestru Europejskiego<sup>66</sup>). Polityki fiskalne były nadal prowadzone na szczeblu narodowym i podlegały zmodyfikowanym zasadom PSW oraz nowym restrykcjom<sup>67</sup>. Sposób realizacji polityk fiskalnych w strefie euro w analizowanym okresie badań, można więc określić jako rozwiązanie pośrednie pomiędzy pierwszymi dwoma możliwościami, scharakteryzowanymi w podrozdziale 2.2 niniejszej książki, tj. pomiędzy realizacją niezależnych narodowych polityk fiskalnych (ponieważ to decyzje szczebla narodowego odpowiadają za wykorzystanie instrumentów budżetowych w celu interwencji w gospodarce), a koordynacją niezależnych polityk fiskalnych (forma koordynacji oparta na negatywnym federalizmie).

Mimo że przyjęty w niniejszej monografii okres badawczy kończy się na 2019 r., w rozważaniach nie sposób pominąć faktu, że krok milowy w integracji fiskalnej został jednak postawiony w 2020 r., kiedy to podjęto decyzję o emisji wspólnych obligacji. Przyczyną tej inicjatywy nie było jednak wypracowane porozumienie podparte wieloletnimi negocjacjami i *spill-over* polityczny. Po raz kolejny impuls do działań intensyfikujących proces integracji ekonomicznej wywołały silne zewnętrzne bodźce i nadzwyczajne okoliczności (co potwierdza istotność politycznego wymiaru integracji). Mowa o potężnej recesji gospodarczej wywołanej pandemią. Od 2020 r. rozpoczęto emisję obligacji w wysokości 100 mld EUR, służących sfinansowaniu programu SURE (*Support to mitigate Unemployment Risks in an Emergency*) mającego na celu wsparcie utrzymania zatrudnienia po pandemii<sup>68</sup>. Jest to

---

<sup>65</sup> Wprowadzone zmiany powstały poza prawem unijnym, co oznacza, że od czasu kryzysu mała znaczenie takich instytucji ponadnarodowych jak KE (a także Parlament Europejski). Rosła natomiast rola organów międzyrządowych. Świadczy o tym fakt, że „sześciopak” został opracowany przez zespół międzypaństwowy (na którego czele stał przewodniczący Rady Europejskiej). Podobnie było w przypadku innych umów: traktatu ustanawiającego EMS oraz Paktu Fiskalnego. Same instytucje UE uległy znacznemu upolitycznieniu, przez co należy rozumieć zwiększenie ich uzależnienia od rządów krajowych (Grosse, 2015, s. 75).

<sup>66</sup> Semestr Europejski przekazuje część władzy nad politykami fiskalnymi instytucjom ponadnarodowym — w tym KE. T.G. Grosse (2015, s. 79) zaznacza jednak, że polityczna autonomia Komisji nie zwiększyła się, ponieważ wzrósł nadzór nad jej pracą ze strony instytucji międzyrządowych. Nie do końca tendencję tę można więc uznać za federalizm technokratyczny (przekazujący realną władzę organom ponadnarodowym).

<sup>67</sup> Warto jednak zaznaczyć, że automatyczny mechanizm korygujący, ustanowiony w ramach Paktu Fiskalnego, nie może naruszać uprawnień rządów narodowych. To parlamenty krajowe muszą wdrożyć tę procedurę (oczywiście na uzgodnionych zasadach z Komisją Europejską). W takim ujęciu prawo ponadnarodowe jest jedynie inspiracją do określonych działań krajów członkowskich (Kotliński, 2013, s. 17).

<sup>68</sup> Obligacja społeczna SURE została notowana na giełdzie w Luksemburgu na platformie *Luxembourg Green Exchange*, która jest poświęcona tylko papierom wartościowym o zrównoważonym charakterze. Warto podkreślić, że emisja charakteryzowała się nadsubsykcją, co świadczy o zaufaniu rynków finansowych do nowej inicjatywy w integracji europejskiej.

jednak instrument jedynie tymczasowy i opierający się na pożyczkach<sup>69</sup> (udzielanych na korzystniejszych warunkach od tych, które indywidualnie uzyskaloby wiele państw członkowskich). Większa skala emisji wynika z finansowania Funduszu Odbudowy (750 mld EUR) za pośrednictwem tzw. instrumentu *Next Generation EU*<sup>70</sup>. Niewątpliwie jest to bezprecedensowe przedsięwzięcie, jednak w kontekście podejmowanej problematyki badawczej, należy zauważyć, że cały mechanizm ma charakter *ex post* i nie jest ukierunkowany na stabilizację krótkookresowych wahań (środki mogą być wydawane na eliminację skutków „koronakryzysu”). Wspomniany instrument jest ponadto utworzony na określony czas, a niemal połowę środków stanowią pożyczki (360 mld EUR). Wobec tego wydaje się, że fundusz ten nie rozwiąże wszystkich dylematów, z jakimi może mierzyć się strefa euro w przyszłości. Mimo powyższych dziejowych przemian, stabilizacja krótkookresowych wahań koniunktury we względnie stabilnych czasach (po ustaniu konsekwencji pandemii i wojny w Ukrainie), może opierać się na modelu utworzonym po kryzysie ekonomiczno-finansowym<sup>71</sup>.

Należy również zaznaczyć, że recesja z 2020 r. spowodowała, że „bogatsze” kraje Europy mogą w większym stopniu solidaryzować się z krajami „biedniejszymi” i odczuwać większą odpowiedzialność za radzenie sobie z kryzysem (Kołodko, 2020, s. 33). W takiej sytuacji redystrybucja środków między krajami może nie budzić już tak istotnych kontrowersji. Podjęte działania mające na celu utworzenie Funduszu Odbudowy potwierdzają więc polityczny wymiar integracji europejskiej i mogą stanowić „przetarcie drogi” do zbudowania ponadnarodowego mechanizmu dostosowawczego w oparciu o uwspólnotwienie długu, emisję wspólnych obligacji, zwiększenia dochodów własnych lub przeznaczenia na ten cel części składek członkowskich. Tak jak w przypadku historycznych przedsięwzięć integracyjnych, dla których impulsem były nadzwyczajne, często kryzysowe, okoliczności, tak po kryzysie wywołanym pandemią następstwem może być zacieśnienie integracji w zakresie fiskalnej funkcji dostosowawczej.

W celu podjęcia próby oceny, czy istnieje potrzeba takiej inicjatywy, jest wskazana weryfikacja empiryczna realizacji polityki stabilizacyjnej na obecnym etapie integracji (opartym na reformach po kryzysie ekonomiczno-finansowym). Zgodnie z zasadą subsydiarności, każdy szczebel władzy realizuje tylko te zadania, które nie mogą być realizowane w sposób skuteczny przez szczebel niższy. Wobec tego, jak już zaakcentowano w poprzednich częściach monografii, uzasadnienie dla takiego przedsięwzięcia, jak utworzenie ponadnarodowego mechanizmu dostosowawczego, może wynikać głównie z analiz empirycznych, obejmujących wystarczająco długi okres badawczy.

Podsumowując, za główne oczekiwane rezultaty wdrożonych reform po kryzysie z końca pierwszej dekady XXI w. można uznać: antycykliczne nastawienie krajowych po-

<sup>69</sup> [https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/economic-and-fiscal-policy-coordination/financial-assistance-eu/funding-mechanisms-and-facilities/sure\\_pl](https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/economic-and-fiscal-policy-coordination/financial-assistance-eu/funding-mechanisms-and-facilities/sure_pl). 26.04.2021.

<sup>70</sup> [https://ec.europa.eu/info/strategy/recovery-plan-europe\\_pl](https://ec.europa.eu/info/strategy/recovery-plan-europe_pl). 26.04.2021.

<sup>71</sup> W ostatnim kwartale 2021 r. rozpoczęły się prace w zakresie zmian uwarunkowań budżetowych w UE. Dotyczyły one głównie reformy Paktu Stabilności i Wzrostu, a ich konsekwencją były m. in. zmiany w sposobie oceny długu publicznego. Przedsięwzięcia te wydają się konieczne, ale nie rozwiązują całkowicie problemu poruszanego w niniejszej książce — możliwości realizacji polityki antycyklicznej.

lityk fiskalnych (lub ograniczenie procykliczności), wzrost ich koordynacji i w konsekwencji antycykliczne nastawienie na poziomie ponadnarodowym (skoordynowane z polityką EBC). Próbując dokonać oceny powyższych reform w świetle utworzenia uwarunkowań realizacji polityki stabilizacyjnej, należy jednak podkreślić, że w literaturze przedmiotu dość szybko zaczęto wytaczać wobec nich szereg wątpliwości. Co więcej, wynikający z nich sceptycyzm dotyczy zarówno polityki fiskalnej, jak i monetarnej. Ze względu na wieloaspektowy i złożony charakter książki, kwestie te zostaną przybliżone w części empirycznej pracy wraz z wprowadzającą analizą realizacji polityki monetarnej EBC oraz wstępną charakterystyką sytuacji fiskalnej badanych krajów (podrozdział 4.1 oraz 5.1). Pozwoli to na zachowanie spójności oraz uporządkowane następstwo rozważań. Upřednio jednak zostaną przedstawione założenia metodyczne badań.

### 3. Założenia metodyczne procesu badawczego

#### 3.1. Metody badań, zakres i źródła danych

W pracy zastosowano ilościowe metody badawcze. Wykorzystano głównie analizę statystyczną, która polega na ilościowym opisie zjawisk gospodarczych, ustaleniu charakteru i natężenia powiązań między zjawiskami oraz analizie szeregów czasowych za pomocą instrumentów ekonometrycznych (Burnewicz, 2007, s. 11).

Badaniami objęto dwanaście krajów członkowskich strefy euro (jedenaście, które utworzyły ugrupowanie w 1999 r. i Grecję, która dołączyła w 2001 r.), a także strefę euro jako całość (składającą się z niezmiennej liczby dwunastu członków). Dobór krajów był podyktowany ich długim okresem funkcjonowania w warunkach unii ekonomicznej i monetarnej.

Zakres czasowy analizy objął okres od 1. kw. 1999 r. do 2. kw. 2019 r. w częstotliwości kwartalnej oraz lata 1999–2018 w częstotliwości rocznej. Wybór okresu, od którego rozpoczęto analizę, wynika z daty utworzenia unii ekonomicznej i monetarnej, a okresu kończącego badanie — z dostępności danych statystycznych w momencie dokonywania obliczeń. W zależności od analizowanego kontekstu badań oraz weryfikowanej hipotezy, przedział czasowy został podzielony na dwa podokresy: 1. kw. 1999 r.–4. kw. 2007 r. oraz 1. kw. 2011 r.–2. kw. 2019 r. W większości analiz z badań został wyłączony okres kryzysu ekonomiczno-finansowego. Takie podejście ma zarówno wady i zalety. Z jednej strony, eliminuje to możliwość oceny reakcji polityki makroekonomicznej na bardziej nieprzewidywane zdarzenia. Z drugiej strony jednak, to właśnie specyfika tego okresu uzasadnia jego pominięcie. Takie kryzysy niezwykle rzadko towarzyszą wahaniom cyklicznym w relatywnie stabilnych czasach (Borowiec, 2017a, s. 14), do których w swoich rozważaniach, hipotezach i celach badawczych odnosi się autor. Głównym przedmiotem rozważań w pracy jest bowiem realizacja polityki stabilizacyjnej, nie antykryzysowej. O stosowaniu pierwszej z nich można mówić we względnie stabilniejszych okresach. Czas recesji z końca pierwszej dekady XXI w.

wiąże się natomiast z realizacją polityki *stricte* antykryzysowej<sup>1</sup>. Wobec tego w celu zachowania poprawności wnioskowania co do nastawienia danego instrumentu makroekonomicznego w pewnym przedziale czasowym, interwencjonizm stabilizacyjny (antycykliczny) i interwencjonizm antykryzysowy powinny być analizowane oddzielnie<sup>2</sup>. Uwzględnienie tak głębokiej recesji w badaniu (włączenie do jednego z dwóch podokresów badawczych) mogłoby w dużym stopniu wpłynąć na uzyskane wyniki.

Dokonanie powyższego podziału umożliwiło więc przeprowadzenie analizy porównawczej dwóch, względnie stabilnych z perspektywy intensywności wahań koniunkturalnych, podokresów funkcjonowania strefy euro. Pierwszy kończy się przed wybuchem kryzysu<sup>3</sup>, a drugi rozpoczyna się w stosunkowo ustabilizowanej sytuacji, w dobie rozpoczęcia wprowadzania reform<sup>4</sup>. Zastosowany podział pozwala więc na porównanie dwóch etapów funkcjonowania unii ekonomicznej i monetarnej, rozdzielonych najważniejszymi reformami szczebla ponadnarodowego. Ten argument jest szczególnie zasadny w przypadku analizy nastawienia polityk fiskalnych. Oba podokresy badawcze liczą ponadto niemal tyle samo obserwacji (36 i 34 kwartały). Należy również podkreślić, że dokonanie jednoznacznego i niebudzącego dyskusji podziału jest trudne, gdyż reformy ukierunkowane na poprawę zarządzania fiskalnego i gospodarczego były wprowadzane w różnych latach (np. Semestr Europejski wprowadzono w 2011 r., a tzw. dwupak w 2013 r.). Poza tym ich rezultaty mogą być zaobserwowane dopiero w kolejnych okresach. Zdecydowano, że początek drugiego podokresu badawczego będzie stanowił rok, od którego zaczęła obowiązywać pierwsza reforma.

Wyłączenie lat 2008–2010 z badań jest podyktowane również aspektem metodycznym. Zastosowanie wielu wybranych metod i narzędzi badawczych nie znajduje uzasadnienia w analizie tak głębokiego załamania koniunktury jak kryzys ekonomiczno-finansowy (np. reguła Taylora, analiza alternatywnego mechanizmu dostosowawczego, którym jest realny kurs walutowy, czy też samo modelowanie ekonometryczne ze względu na brak rozkładu normalnego składnika losowego). Szczegółowe uzasadnienia pominięcia tego okresu zostały zamieszczone w dalszej części rozdziału przy omówieniu poszczególnych metod badawczych.

Dane statystyczne pozyskano z Europejskiego Urzędu Statystycznego (Eurostat), bazy Europejskiego Banku Centralnego (*ECB Statistical Data Warehouse*) oraz bazy danych Organizacji Współpracy Gospodarczej i Rozwoju (*Organisation for Economic Co-operation and*

---

<sup>1</sup> Różnice między polityką stabilizacyjną a antykryzysową zostały szczegółowo przedstawione w podrozdziale 1.2.

<sup>2</sup> Kompleksowa ocena reakcji polityki makroekonomicznej w odpowiedzi na kryzys ekonomiczno-finansowy jest zawarta np. w: Albiński (2014).

<sup>3</sup> W literaturze ekonomicznej rok 2008 jest powszechnie utożsamiany z początkiem kryzysu światowego (Arestis, Karakitsos, 2011, s. 15; Engelen i in., 2011, s. 22).

<sup>4</sup> W drugim podokresie badawczym strefa euro przechodziła przez kryzys zadłużeniowy. Doświadczyla ponadto recesji w latach 2012–2013. Nie wynikała ona jednak z żadnego zewnętrznego, niespodziewanego szoku tak jak recesja spowodowana kryzysem finansowym. Była również zdecydowanie „plytsza”.



*Development* — OECD). Wykorzystane zostały również liczne raporty Komisji Europejskiej, Europejskiego Trybunału Obrachunkowego i EBC.

### 3.2. Metody wyodrębniania wahań cyklicznych

Za główną miarę cykliczności gospodarek przyjęto lukę produktową, która jest najpowszechniejszym i najczęściej stosowanym wskaźnikiem z perspektywy oceny realizacji polityki stabilizacyjnej. Interpretuje się ją jako odchylenie poziomu rzeczywistego realnego PKB od poziomu produkcji potencjalnej lub trendu, wyrażone w % (Krugman, Wells, 2012, s. 681; Mourre i in., 2013, s. 9, 11). Ze względu na to, że cykl koniunkturalny jest zjawiskiem średniookresowym (Piłat, 2017, s. 203), w celu oszacowania wartości luki produktowej wykorzystano kwartalne szeregi wartości PKB badanych krajów w ujęciu nominalnym (ceny bieżące), które urealniono deflatorem PKB oraz poddano oczyszczeniu z wahań sezonowych metodą TRAMO/SEATS, która jest rekomendowana przez Eurostat (Kufel, 2013, s. 97). Procedura ta została opracowana przez V. Gomeza i A. Maravalla (2001) i przebiega dwuetapowo. W pierwszym etapie — TRAMO (*Time Series Regression with ARIMA Noise, Missing Values, and Outliers*) jest wykonywana eliminacja wstępna, kiedy to następuje dobór rzędu autoregresji, rzędu różnicowania, a także wielkości opóźnienia średniej ruchomej dla kombinacji czynników sezonowych i niesezonowych. Następnie przy użyciu metody największej wiarygodności są wykrywane obserwacje nietypowe wraz z estymacją zmiennych niezależnych. Obserwacje nietypowe są usuwane. Następnie podczas procedury SEATS (*Signal Extraction in ARIMA Time Series*) następuje dekompozycja szeregu i estymacja każdego z nieobserwowalnych składników<sup>5</sup>.

Z tak przygotowanych szeregów czasowych należało następnie wyodrębnić składnik cykliczny oraz wyrazić go w % produkcji potencjalnej lub trendu. W tym celu wykorzystano filtr Hodricka-Prescotta (HP), który został zaproponowany przez R. Hodricka i E. Prescottta (1997). Jest on filtrem wysokoprzepustowym, co oznacza, że „przepuszcza” on wahania o częstościach wyższych od tej wybranej przez badacza (Adamowicz i in., 2008, s. 18; Łuczyński, 2013, s. 270). Mimo że filtr ten powstał w obrębie nowej ekonomii klasycznej i metodologicznie koresponduje z interpretacją cyklu Lucasa (Beck, 2017, s. 6), to nie powinien być traktowany jako teoria, lecz jako narzędzie uniwersalne i standardowa procedura ekonometryczna (Kasperowicz, 2010, s. 69). Powyższe stanowisko znajduje potwierdzenie w wielu badaniach literatury przedmiotu, poświęconych zarówno realizacji polityki monetarnej, jak i fiskalnej<sup>6</sup> (Gawel, 2004; Belke, Polleit, 2006; Zawojka, Pisa, 2007; Michałek, 2009; Krajewski, Piłat, 2012; Urbanowicz, 2014; Gajewski, 2015; Carnazza i in., 2020).

<sup>5</sup> Procedurę przeprowadzono za pomocą pakietu GRETl.

<sup>6</sup> Główną zaletą tego filtra jest prostota, gdyż oprócz wyboru parametru wygładzenia, jest wymagane jedynie posiadanie danych realnego PKB. Narzędzie to nie jest jednak wolne od niedoskonałości. Jedną z nich jest to, że filtr „nie rozpoznaje” strukturalnych szoków w gospodarce, a skutki dużych załamień rozprzestrzenia na kilka lat (w niniejszej monografii problem ten zminimalizowano poprzez wyłączenie z okresu badawczego czasu kryzysu finansowego). Niemniej jednak, chociaż istnieje wiele metod obliczania trendu lub produktu potencjalnego i odpowiednich luk produktowych, żadna z nich nie jest pozbawiona pewnych „niedociągnięć”. Z tego powodu wszystkie szacunki luki produktowej są

Punktem wyjścia w wykorzystaniu filtra HP jest założenie, że szereg czasowy składa się z dwóch składowych: trendu oraz komponentu cyklicznego (komponent sezonowy musi być zatem usunięty za pomocą odrębnej procedury). Filtr przybiera formę sumy kwadratów przyrostów szeregu czasowego. Estymacja trendu następuje poprzez rozwiązanie poniższej funkcji (Kufel i in., 2014, s. 42; Beck, 2017, s. 7):

$$\min \left[ \sum_{t=1}^T (y_t - g_t)^2 + \lambda \sum_{t=3}^T (\Delta^2 g_t)^2 \right]. \quad (1)$$

$g_t$  to trend, a  $\lambda$  to tzw. parametr wygładzenia.

Jedyną składową równania, które musi być ustalone przez badacza, jest parametr  $\lambda$  (Beck, 2017, s. 7). Wysokość parametru wygładzenia ustalono zgodnie z sugestią M.O. Ravna i H. Uhliga (2001, s. 1), którzy zaproponowali, że wartość ta powinna być wynikiem następującego równania: liczba okresów danej częstotliwości w roku podzielona przez cztery, podniesiona do czwartej potęgi i następnie pomnożona przez 1600. Dla danych kwartalnych I wynosi 1600. Uzyskane wartości składnika cyklicznego<sup>7</sup> przez użycie filtra HP (interpretowane jako luka produktowa) podzielono przez wartości trendów HP i pomnożono przez 100, dzięki czemu otrzymano wartości luki produktowej wyrażonej w % trendu.

W zależności od kontekstu przeprowadzonego badania (np. synchronizacja cykli), stosowanej metody (np. modelowanie VAR) lub w celu dokonania porównania i potwierdzenia uzyskanych wyników (np. reguła Taylora), w badaniach wykorzystano również alternatywną miarę cykliczności gospodarczej, a mianowicie komponent cykliczny tempa wzrostu realnego PKB. Należy podkreślić, że w wielu opracowaniach termin „luka produktowa” odnosi się zarówno do klasycznie wyznaczonej luki jako % trendu lub potencjału, jak i do komponentu cyklicznego dynamiki realnego PKB, co nie jest błędem. W niniejszej monografii pojęcia te są jednak interpretowane odmiennie ze względu na inny obraz cyklu koniunkturalnego powstającego przy wykorzystaniu tych dwóch koncepcji. Wobec tego inna może być też ocena nastawienia polityki fiskalnej lub innych mechanizmów stabilizacyjnych względem przebiegu cyklu.

Wybrana koncepcja wyodrębnienia komponentu cyklicznego jest metodą „odchyle-niowo-wzrostową”, a identyfikacja tzw. cykli wzrostu łączy „cykliczne” i „wzrostowe” aspekty dynamiki (Hübner i in., 1994, s. 18–20). Ponadto pozwala na zidentyfikowanie fluktuacji cyklicznych nawet, gdy gospodarka charakteryzuje się długim okresem nieprzerwanego wzrostu (Ważała, 2016, s. 143). Jako szereg surowy wykorzystano dane reprezentujące kwartalną dynamikę realnego PKB w ujęciu rok do roku. Odchylenia tempa wzrostu produkcji od linii trendu otrzymano poprzez użycie filtra HP, po uprzednim oczyszczeniu szeregów metodą TRAMO/SEATS.

---

obarczone niepewnością. Filtr HP jednak, mimo wszelkiej krytyki, jest najczęściej stosowanym instrumentem do identyfikacji składnika trendu i cyklu w szeregach czasowych.

<sup>7</sup> Procedura dekompozycji szeregów została przeprowadzona za pomocą pakietu GRETLL.

### 3.3. Metody oceny realizacji polityki monetarnej

Podstawą oceny realizacji funkcji stabilizacyjnej polityki monetarnej, a zarazem weryfikacji pierwszej hipotezy szczegółowej, był wybór zmiennych odzwierciedlających wykorzystanie instrumentów pieniężnych. Do wstępnej i szczegółowej oceny wykorzystano poziom stopy podstawowych operacji refinansujących, stopy depozytu i kredytu w EBC, poziom stopy rynku międzybankowego, poziom realnych stóp procentowych, agregat pieniężny M3 oraz sumę bilansową EBC. W celu porównawczym, analizie poddano również alternatywny mechanizm dostosowawczy w strefie euro w postaci realnego efektywnego kursu walutowego (*Real Effective Exchange Rate* — REER).

Stopień potencjalnej nieadekwatności ponadnarodowej polityki EBC zmierzono za pomocą tzw. reguły Taylora, która pozwala wyznaczyć odpowiednią krótkoterminową stopę procentową, uwzględniającą zarówno stopę inflacji, jak i lukę produktową lub komponent cykliczny dynamiki realnego PKB. Miara ta została zaproponowana przez J. Taylora (1993), podsekretarza skarbu w administracji G.W. Busha. Znalazła duże uznanie, gdyż całkiem dobrze odzwierciedlała politykę pieniężną Rezerwy Federalnej w okresie 1988–1992 (Święcicki, Michałek, 2014, s. 159). Ze względu na liczne zalety, reguła ta stała się standardowym podejściem do analizy prowadzonej polityki pieniężnej oraz jej restrykcyjności (Wojtyna, 2008, s. 14), dlatego z czasem zaczęto ją szeroko wykorzystywać również do oceny realizacji polityki EBC (Flaig, Wollmershäuser, 2007; Reichenbachas, 2013; Święcicki, Michałek, 2014; Van Poeck, 2010). „Prostą” regułę Taylora można zapisać poniższym wzorem (Święcicki, Michałek, 2014, s. 159):

$$i_{it} = i^* + \alpha_{\pi} (\pi_{it} - \pi^*) + \alpha_y y_t. \quad (2)$$

$i_{it}$  to nominalny poziom „optymalnej” krótkoterminowej stopy procentowej w danym kraju,  $i^*$  to stopa procentowa równowagi,  $\pi_{it}$  to bieżący poziom inflacji w danym kraju,  $\pi^*$  to cel inflacyjny,  $y_t$  to luka produktowa zaś  $\alpha_{\pi}$  oraz  $\alpha_y$  to parametry.

Obliczeń dokonano w częstotliwości kwartalnej. Istotną kwestią był wybór odpowiednich zmiennych do równania. Za bieżący poziom inflacji przyjęto zharmonizowany indeks cen konsumpcyjnych (HICP) obrazujący zmiany roczne<sup>8</sup>. Metodyka tego wskaźnika jest taka sama we wszystkich krajach UE, co umożliwia ich porównanie. Inflacja HICP jest też głównym punktem odniesienia realizacji polityki monetarnej EBC, którego najważniejszym celem w badanym okresie było utrzymanie tempa wzrostu cen „blisko, ale poniżej 2%”. Przyjęcie wartości 2% jako celu inflacyjnego EBC jest zatem wyborem optymalnym i zgodnym ze specyfikacjami w literaturze przedmiotu.

Kolejną zmienną jest luka produktowa. W tej kwestii wybór odpowiedniej miary nie jest w literaturze przedmiotu wolny od dyskusji. W oryginalnej wersji J. Taylor zaproponował zastosowanie odchyżeń od trendu liniowego. Takie podejście jest jednak poddawane częstej krytyce, ponieważ poważne załamanie koniunktury może zmieniać obraz przeszłych cykli koniunkturalnych. Jednym ze sposobów wyeliminowania tego problemu jest zasto-

<sup>8</sup> Szeregi zostały oczyszczone za pomocą procedury TRAMO/SEATS.

sowanie technik wyznaczania luki produktowej, gdzie trend szacuje się w oparciu o średnie ruchome. Przykładem jest stosowany w niniejszej książce filtr HP (Michalek, 2009, s. 268; Reichenbachas, 2013, s. 44–45). Oszacowując regułę Taylora, zamiast procentowego odchylenia PKB realnego od potencjału (klasyczna definicja luki produktowej) można wykorzystać również odchylenie tempa wzrostu realnego PKB od średniego wzrostu (Grabia, 2019, s. 36). Zdaniem autora ujęcie to jest odpowiednie, gdyż wówczas obie zmienne makroekonomiczne w równaniu (inflacja oraz realny PKB) odzwierciedlają zmiany roczne, co nadaje dynamiczny charakter badanemu zjawisku. Wobec tego w analizie dotyczącej stopnia adekwatności jednolitej stopy procentowej dla poszczególnych krajów strefy euro wykorzystano dwa ujęcia. W pierwszym posłużono się wartościami oszacowanej w częstotliwości kwartalnej luki produktowej, a w drugim — komponentu cyklicznego dynamiki realnego PKB w ujęciu rok do roku. Zgodnie z argumentacją w poprzedniej części rozdziału, analizy dokonano z podziałem na dwa wyodrębnione podokresy badawcze<sup>9</sup> (pierwszy objął przedział czasowy od 1. kw. 1999 r. do 4. kw. 2007 r., a drugi — od 1. kw. 2011 r. do 2. kw. 2019 r.). W ten sposób analiza porównawcza dotyczy dwóch, względnie stabilnych z perspektywy wahań koniunkturalnych, okresów funkcjonowania strefy euro.

Ostatnią składową równania jest stopa procentowa równowagi. Podobnie jak luka produktowa jest ona nieobserwowalna. W wielu badaniach empirycznych wykorzystujących regułę Taylora realna stopa procentowa równowagi jest ustalana na poziomie 2%, zarówno na płaszczyźnie analizy całej strefy euro, jak i jej członków. Taki poziom wynika z badań autora równania. W sytuacji, gdy wartość realnego PKB jest równa wartości PKB potencjalnego (który jest rozumiany jako średnia wieloletnia), a inflacja pokrywa się z celem inflacyjnym (obie wartości wynoszą 2%), to realna stopa procentowa równowagi wynosi 2%, a nominalna stopa procentowa równowagi 4% (Rogoff, 2017, s. 50; Grabia, 2019, s. 25).

<sup>9</sup> W tym przypadku wyłączenie lat 2008–2010 z badań jest podyktowane również aspektem metodycznym. Po pierwsze, sam J. Taylor wskazywał, że stworzona reguła nie ma zastosowania w przypadku silnych wstrząsów realnego PKB, tak jak ten w strefie euro w 2008 r. Reguła sugeruje wówczas wysoką nieadekwatność oficjalnej stopy procentowej, co może doprowadzić do błędnej interpretacji. Wysoka obniżka stóp procentowych, choćby do poziomu 0% już w 2009 r., mogłaby spowodować w konsekwencji szereg niekorzystnych zjawisk (pułapka płynności, finansowanie nierentownych podmiotów, spadek zysków lub jeszcze większy wzrost długów publicznych i deficytów krajów członkowskich niż to miało miejsce w rzeczywistości). Ponadto ich zbyt wczesne obniżenie całkowicie pozbawiłoby EBC instrumentów konwencjonalnych w walce z kryzysem (Grabia, 2019, s. 40–41). Reguła jest więc bardziej odpowiednia dla okresów stabilniejszych pod względem oscylacji koniunktury. Wyłączenie lat 2008–2010 z badania wynika również z tego, że w niektórych krajach (Grecja, Portugalia, Włochy, Hiszpania) kryzys był tak silny, że w okresie tym wystąpiły tendencje spadkowe w trendzie realnego PKB. Analiza luki produktowej nie wykazała w tym czasie recesji, ponieważ była ona dodatnia. Jest to rezultat „interpretowania” silnych załamań jako spadku tendencji rozwojowej przez filtr HP. Analiza luki produktowej w tym przedziale czasowym mogłaby zatem doprowadzić do błędnych konkluzji. Zdaniem K. Becka (2017, s. 12) analogiczne wnioski co do załamania trendu uzyskuje się również w przypadku stosowania innego filtra — Christiano-Fitzgeralda. Wobec tego, że nie ma żadnego zadowalającego sposobu na wyeliminowanie tej niedoskonałości w metodyce HP (Günaydin, Uğraş Ülkü, 2002, s. 10), oszacowanie luki produktowej dla dwóch nienakładających się podokresów jest uzasadnione.

Z powyższych założeń wynika, że stopa nominalna równowagi jest w przybliżeniu sumą stopy realnej oraz celu inflacyjnego (Hayo, 2006, s. 5).

W literaturze podkreśla się, że pierwszy składnik nominalnej stopy procentowej równowagi, stopa realna, jest zbliżony do trendu stopy wzrostu realnego PKB. Drugi składnik natomiast to trend, który odzwierciedla cel inflacyjny (Flaig, Wollmershaeuser, 2007, s. 18; Alcidi i in., 2016, s. 6). Podobnie wypowiadają się K. Holston, T. Laubach i J.C. Williams (2016, za: Grabia, 2019, s. 26), którzy wskazują, że stopa procentowa równowagi to stopa zapewniająca przyrost realnego PKB, który jest zgodny z jego tempem (trendem) oraz utrzymaniem stałej stopy inflacji. Zgodnie z powyższym, jak wskazują I. Święcicki oraz J.J. Michałek (2014, s. 160), nominalną stopę procentową równowagi można w przybliżeniu uznać za sumę docelowej inflacji oraz średniego tempa wzrostu realnego PKB. Przyjmując powyższe założenia, wartość nominalnej stopy procentowej równowagi oszacowano dla każdego kraju strefy euro z osobna. Takie podejście wydaje się właściwe z tego względu, że przyjęcie jednakowej nominalnej stopy procentowej w wysokości 4% dla wszystkich badanych krajów mogłoby być zbytnim uproszczeniem. Kraje unii ekonomicznej i monetarnej charakteryzowały się bowiem zróżnicowanym tempem wzrostu realnego PKB w analizowanym okresie.

Wiele badań opierających się na regule Taylora zakłada, że nominalna stopa procentowa równowagi jest stała w czasie (Flaig, Wollmershaeuser, 2007, s. 17). Przy długich szeregach czasowych takie rozwiązanie rodzi pewne wątpliwości, szczególnie w okresach charakteryzujących się dużym spadkiem lub wzrostem inflacji. Ustalenie stopy procentowej równowagi za pomocą średnich długoterminowych wymaga względnie stabilnych uwarunkowań makroekonomicznych (Michałek, A., 2012, s. 167). Za takie można uznać pierwsze lata funkcjonowania strefy euro, jednak po ustaniu recesji wywołanej przez kryzys finansowy, trudno stwierdzić, że stopa procentowa równowagi była jednakowa w okresie 2011–2019. Przyjęcie niezmiennej stopy mogłoby prowadzić do dużych niedokładności w wynikach.

Jak już wspomniano, w wielu badaniach empirycznych opartych na regule Taylora, stopa procentowa równowagi jest ustalana na poziomie 2%. Analizy te dotyczyły zazwyczaj pierwszej dekady funkcjonowania strefy euro. Szacunki dla kolejnych lat wskazują, że mogła ona wynosić nawet 0% (Beyer, Wieland, 2019, s. 17). W wielu opracowaniach poziom stopy realnej jest dobierany arbitralnie z podziałem na pewne podokresy (Alcidi i in., 2016). Przeprowadzona wstępna analiza realizacji polityki EBC w podrozdziale 4.1, pozwoliła zauważyć, że w ramach całego analizowanego przedziału czasowego, jest możliwe wyodrębnienie trzech podokresów charakteryzujących się różnymi uwarunkowaniami monetarnymi. Pierwszy okres to lata 1999–2007, który można określić czasem względnej stabilizacji makroekonomicznej. Polityka monetarna była wówczas ukierunkowana głównie na cel inflacyjny i realizowana w stosunkowo komfortowych warunkach. Drugi podokres, na który składają się lata 2008–2013, to czas zachwianej równowagi w strefie euro wywołanej kryzysem finansowym i zadłużeniowym. Niepewne warunki wymusiły rozpoczęcie serii obniżek stóp procentowych, a także sięgnięcie po instrumenty polityki niekonwencjonalnej. Ostatni podokres badawczy, 2014–2019 (do drugiego kwartału) to lata specyficznych uwarunkowań makroekonomicznych, charakteryzujących się m.in. realizacją polityki niskich stóp procentowych (wprowadzenie stopy depozytowej na poziom ujemny), wdrożeniem dłuższych ukierunkowanych operacji refinansujących (*targeted longer-term refinan-*

cing operations — TLTRO), a także rozpoczęciem „luzowania ilościowego”. Okres ten kończy stopniowe wycofywanie się EBC z polityki skrajnie akomodacyjnej i niemal pokrywa się z końcem kolejnego etapu funkcjonowania strefy euro na skutek kryzysu na początku 2020 r. Dla każdego z tych podokresów i dla każdego kraju z osobna, oszacowano stałą w czasie nominalną stopę procentową równowagi (jako sumę celu inflacyjnego i średniego tempa wzrostu realnego PKB), którą przyjęto do dalszych badań<sup>10</sup>. We wzorze wykorzystano oryginalne wartości parametrów równania, tj. 0,5 przy luce produktowej i komponencie cyklicznym tempa wzrostu realnego PKB oraz 1,5 przy inflacji. Są one *de facto* wykorzystywane w większości badań<sup>11</sup> (Van Poeck, 2010; Reichenbachas, 2013).

W celu określenia, czy nastawienie realnego efektywnego kursu walutowego i realnej stopy procentowej, miało charakter anty- czy procykliczny, wykorzystano dwie niezależne metody: współczynnik korelacji i konkordancji, które są jednymi z najczęściej używanych narzędzi do oceny nastawienia danego mechanizmu stabilizacyjnego względem cyklu koniunkturalnego<sup>12</sup> (Krajewski i in., 2012; Pronobis, 2017; Borowiec, 2017a; Borowiec, 2017b; Carnazza i in., 2020).

Współczynnik korelacji liniowej Pearsona pozwala na ocenę stopnia współzależności między zmiennymi ( $x$  i  $y$ ) i mieści się w przedziale  $[-1,1]$ . Korelacja ujemna oznacza odwrotną zależność między badanymi cechami, a korelacja dodatnia oznacza zmiany „w tym samym kierunku”. Im większa wartość bezwzględna, tym zależność jest silniejsza. Współczynnik dany jest wzorem (Pronobis, 2017, s. 306):

$$r_{xy} = \frac{\sum_{i=1}^n (x_i - \bar{x})(y_i - \bar{y})}{\sqrt{\sum_{i=1}^n (x_i - \bar{x})^2} \sqrt{\sum_{i=1}^n (y_i - \bar{y})^2}}. \quad (3)$$

W celu ustalenia istotności statystycznej współczynników korelacji dla różnych poziomów (0,01; 0,05 oraz 0,1) wykorzystano statystykę:

<sup>10</sup> Drugi podokres objął *de facto* lata 2011–2013 z powodu wyłączenia z badań lat związanych z kryzysem ekonomiczno-finansowym.

<sup>11</sup> Zdaniem T. Reichenbachasa (2013, s. 44) próba oszacowania innych wartości parametrów rodzi wiele dylematów. Trudno jest bowiem ocenić, czy są one optymalne. Może się to wiązać ze zmianą priorytetów banku centralnego, a to niejako wypacza sens reguły Taylora. Należy jednak pamiętać, że równanie zostało opracowane dla Rezerwy Federalnej, która charakteryzuje się dualnością celów (dąży również do pełnego zatrudnienia). Z drugiej strony, w momencie opracowywania reguły przez J. Taylora, FED nie precyzował swojego celu inflacyjnego na poziomie 2% (Grabia, 2019, s. 25).

<sup>12</sup> Ekonomiści są zgodni co do tego, że kanał realnego efektywnego kursu walutowego jest zbyt słaby w celu ograniczenia dużych załamań koniunktury i powinien spełniać swoje zadanie w warunkach krótkookresowych wahań cyklicznych. Stanowi to kolejny argument na rzecz wyłączenia z badania lat 2008–2010.

$$t = r_{xy} \sqrt{\frac{n-2}{1-r_{xy}^2}}. \quad (4)$$

Wskaźnik konkordancji J. Borowiec (2017b, s. 10) definiuje jako stosunek liczby okresów, które charakteryzowały się analizowanym zjawiskiem, do liczby okresów całego przedziału badawczego. Innymi słowy jest to udział liczby kwartałów z nastawieniem łągodzącym lub pogłębiającym wahania koniunktury danego mechanizmu stabilizacyjnego w całkowitej liczbie branych pod uwagę kwartałów.

Spośród wielu metod możliwych do zastosowania w celu oceny transmisji polityki monetarnej, zdecydowano się na wielowymiarowy model wektorowej autoregresji (*vector autoregression model* – VAR), który pozwala na bezpośrednie powiązanie zmian w narzędziach polityki pieniężnej ze zmianami w końcowych kategoriach makroekonomicznych. Estymacja umożliwia również oszacowanie szybkości transmisji monetarnej przez wygenerowanie funkcji reakcji danej zmiennej na impuls. Metoda ta jest szeroko wykorzystywana w literaturze przedmiotu do oszacowania wpływu polityki monetarnej na gospodarkę, w tym polityki EBC na poszczególne kraje strefy euro<sup>13</sup> (Brózda-Wilamek, 2017a; Bukowski, Bukowska, 2017; Peersman, Smets, 2003; Mojon, Peersman, 2001). Postać modelu można zapisać w następującej postaci (Osińska, Stempińska, 2007a, s. 368–369):

$$Z_t = \sum_{i=1}^q A_0 D_t + A_i Z_{t-i} + \varepsilon_t. \quad (5)$$

$A_0$  to macierz parametrów,  $D_t$  to wektor zmiennych deterministycznych (wyraz wolny, zmienna sezonowa, zmienna czasowa, zmienne zero-jedynkowe),  $Z_t$  to wektor obserwacji wartości bieżących wszystkich zmiennych,  $A_i$  to macierze autoregresyjnych operatorów poszczególnych procesów (w których nie zakłada się *a priori* żadnych elementów zerowych),  $\varepsilon_t$  to wektor procesów resztowych (w odniesieniu do którego zakłada się, że poszczególne składowe nie zawierają autokorelacji i są jednocześnie ze sobą skorelowane), a  $q$  to rząd modelu VAR.

W celu porównania transmisji polityki monetarnej oszacowano dwa modele<sup>14</sup>. W badaniu, w ślad za literaturą, wykorzystano trzymiesięczną stopę procentową rynku międzybankowego. Ze względu na niską zmienność EURIBOR od końca 2016 r., drugi podokres badawczy został skrócony. Obserwacje te mogłyby zniekształcić ostateczny obraz funkcji reakcji zmiennej na impuls. W celu uzyskania większej zmienności szeregu badanie oparto

<sup>13</sup> Podstawy modelowania przedstawił C.A. Sims (1980). Modele wektorowo-autoregresyjne są alternatywą dla skomplikowanych wielorównaniowych modeli strukturalnych. Każda zmienna konstryuuje osobne równanie i nie ma podziału na zmienne endo- i egzogeniczne. Zmienne objaśniające to opóźnione zmienne objaśniane. Jest to więc model prosty, w którym nie trzeba nakładać zerowych restrikcji, aby uzyskać identyfikowalność modelu, a jego parametry można oszacować klasyczną metodą najmniejszych kwadratów osobno dla każdego równania (Wójcik, 2014, s. 113–114).

<sup>14</sup> Obliczeń dokonano w pakiecie GRETL.



na rocznych przyrostach<sup>15</sup>. Tym samym za drugą zmienną endogeniczną było wskazane przyjąć również miarę obrazującą zmiany roczne. Wobec tego w badaniu został wykorzystany komponent cykliczny dynamiki realnego PKB w ujęciu rok do roku. Różnicowanie szeregów czasowych w modelowaniu VAR (w oparciu o sezonowe czy też pierwsze różnice) pozwala ponadto na uzyskanie stacjonarności szeregów czasowych (Hamulczuk i in., 2012, s. 57; Brózda-Wilamek, 2013, s. 218; Bednarczyk, Misztal, 2016, s. 557; Bukowski, Bukowska, 2017, s. 167).

Modelowanie przeprowadzono w oparciu o procedurę zastosowaną przez A. Wójcika (2014, s. 113–114) wg następujących etapów: wybór zmiennych, badanie stacjonarności szeregów, wybór rzędu opóźnień, testowanie identyfikowalności, a następnie autokorelacji oraz normalności składników losowych. Przetestowano ponadto istotność rzędu opóźnienia oraz zweryfikowano pierwiastki równania charakterystycznego (Kufel, 2013, s. 170).

Parametry modeli oszacowano za pomocą klasycznej metody najmniejszych kwadratów (współczynniki determinacji wyniosły kolejno 0,86 oraz 0,97). Obydwa modele przeszły pozytywnie weryfikację statystyczną<sup>16</sup>. Została ona przeprowadzona w oparciu o najczęściej wykorzystywane w literaturze testy (Osińska, Stempińska, 2007b; Hamulczuk i in., 2012; Wójcik, 2014; Warzecha, Wójcik, 2014; Kufel, 2013; Brózda-Wilamek, 2013; Bukowski, Bukowska, 2017). Stacjonarność szeregów zbadano za pomocą testu KPSS przy poziomie istotności 0,05. Rząd opóźnień modeli wybrano w oparciu o trzy kryteria informacyjne: kryterium Akaike'a (AIC), Schwartz-Bayesian (BIC) oraz Hannan-Quinna (HQC) (wyniosło ono dwa kwartały). W celu oceny identyfikowalności wykorzystano statystykę F Fishera-Snedecora dla wszystkich równań. Zgodnie z literaturą przedmiotu, autokorelację składników losowych zbadano za pomocą testu Ljunga-Boxa (zbadano autokorelację nie tylko stopnia pierwszego, ale też stopni wyższych, do stopnia równego wybranemu opóźnieniu). Badanie normalności składnika losowego dla poszczególnych równań przeprowadzono w oparciu o test Jarque-Bera. Do zbadania normalności wielowymiarowego rozkładu reszt wykorzystano test Doornika-Hansena. Za pomocą testu F zweryfikowano także przyjęty rząd opóźnienia. Pierwiastki równania charakterystycznego okazały się mniejsze od jedności, co pozwoliło na praktyczne wykorzystanie modeli.

Wstępne badanie zależności komponentu cyklicznego dynamiki realnego PKB od zmian stopy procentowej rynku międzybankowego zostało przeprowadzone za pomocą testu przyczynowości Grangera. Polega on na sprawdzeniu, czy dodanie opóźnionych wartości zmiennej  $x$  do modelu — gdzie zmienną objaśnianą jest  $y$ , a zmiennymi objaśniającymi są jej opóźnienia — powoduje lepsze dopasowanie modelu niż bez dodania tych zmiennych (Charemza, Deadman, 1997, s. 157–158). Znaczenie przyczynowe zmiennej  $x$  w odniesieniu do zmiennej  $y$  występuje, gdy łączny wpływ zmiennych jest statystycznie istotny

<sup>15</sup> W przypadku poziomów zmiennej i pierwszych różnic, wartości praktycznie nie zmieniają się od 4. kw. 2016 r. Natomiast w przypadku sezonowych przyrostów uzyskuje się większą zmienność, gdyż wartości są porównywane do analogicznego okresu roku poprzedniego. Zatem dopiero ostatnie sześć obserwacji charakteryzuje się niskim poziomem zmienności. W ostateczności pierwszy model (Model I) objął okres od 1. kw. 1999 r. do 4. kw. 2007 r., a drugi (Model II) — od 1. kw. 2011 r. do 4. kw. 2017 r.

<sup>16</sup> Wyniki przeprowadzonych testów są zamieszczone w aneksie.

(Salamaga, 2018, s. 366). W analizie może być wykorzystany test F, który służy do badania restrykcji. Formalnie test sprawdza, czy wprowadzenie do modelu zmiennych, zmniejsza istotnie wariancję resztową (Hamulczuk i in., 2012, s. 55). Kolejnym etapem była analiza funkcji odpowiedzi na impuls. Pozwala ona na określenie jaki rezultat wywoła zmiana (szokowy wzrost) jednej ze zmiennych na pozostałe zmienne w modelu (kierunek i siła oddziaływania oraz rozkład w czasie) (Gędek, 2015, s. 64).

### 3.4. Metody oceny realizacji polityki fiskalnej

Weryfikacja drugiej hipotezy szczegółowej wymagała wybrania odpowiednich zmiennych, reprezentujących realizację stabilizacyjnej funkcji polityki fiskalnej. Dokonując wyboru miernika, należy przyjąć, że zastosowanie określonych instrumentów ma odzwierciedlenie w saldzie budżetu (Marszałek, 2009, s. 38–39). Jak zaakcentowano w podrozdziale 1.3, dużą popularnością cechuje się koncepcja salda strukturalnego (CAB). W ramach tej metody punktem wyjścia jest oszacowanie komponentu cyklicznego salda budżetowego na podstawie luki produktowej oraz przyjętej całkowitej „wrażliwości” salda budżetowego na wielkość produkcji. Wykorzystując ten komponent, dokonuje się korekty rzeczywistego salda budżetowego kraju (tzw. metoda „luka produktowa + elastyczność”)<sup>17</sup>. Ten najbardziej powszechny sposób pomiaru dyskrejonajnej polityki fiskalnej jest wykorzystywany m.in. przez Komisję Europejską, Organizację Współpracy Gospodarczej i Rozwoju oraz Międzynarodowy Fundusz Walutowy. Przyjmuje się tu założenie wrażliwości finansów publicznych na fluktuacje PKB (Kot, 2005, s. 23; Krajewski i in., 2012, s. 14; Giżyński, 2016, s. 171; Szymańska, 2014b, s. 161). W kategoriach algebraicznych CAB można zapisać wg poniższego wzoru (European Commission, 2019, s. 50; Mourre i in., 2013, s. 11):

$$CAB_t = B_t - \varepsilon OG_t. \quad (6)$$

$B_t$  to saldo nominalne rządu w relacji do PKB w okresie  $t$ ,  $\varepsilon$  to parametr „wrażliwości” lub „pólelastyczności” wskazujący, o ile punktów procentowych zmieni się saldo budżetowe przy wzroście produkcji w gospodarce o 1%, a  $OG_t$  to luka produktowa w okresie  $t$ .

Do oceny nastawienia polityki fiskalnej, w badaniach jest uwzględniane także cyklicznie skorygowane saldo pierwotne (CAPB) (Neves, Sarmento, 2001; Hnatyszyn-Dzikowska, 2009; Świąćicki, Michałek, 2014; Kotliński, Warżała, 2018; Braz i in., 2019). Jest ono równe wartości CAB skorygowanemu o koszty obsługi zadłużenia publicznego (European Commission, 2019, s. 111). Zdaniem wielu ekonomistów, jak i Komisji Europejskiej, miara CAPB jest bardziej odpowiednia do badania nastawienia fiskalnego (Brunila i in., 1999, s. 13; Świąć-

<sup>17</sup> Alternatywną metodą jest tzw. podejście zdezagregowane (preferowane przez EBC oraz System Europejskich Banków Centralnych), gdzie łączna luka produktowa nie jest tak istotna, ponieważ komponenty cykliczne są szacowane dla poszczególnych składowych sald budżetowego, które wiążą się z określonymi makroekonomicznymi agregatami (np. konsumpcja jest podstawą dla podatków pośrednich) (Szymańska, 2014a, s. 160–161).

cicki, Michałek, 2014, s. 154; Szymańska, 2014a, s. 165). Wskazuje skalę oddziaływania polityki fiskalnej na zagregowany popyt<sup>18</sup> (Krajewski i in., 2012, s. 40).

Komisja Europejska publikuje wartości CAPB w częstotliwości rocznej. Analiza nastawienia polityki fiskalnej w ujęciu *ex post* na danych rocznych może jednak w pewnym stopniu zniekształcać ocenę realizacji tej polityki. Po pierwsze, cykl koniunkturalny jest zjawiskiem średniookresowym, co wskazuje na to, że analizowane dane powinny mieć co najmniej częstotliwość kwartalną. Po drugie, respektowanie reguł budżetowych obliguje kraje do utrzymania poziomu danej zagregowanej kategorii ekonomicznej w skali roku. Państwa, które mają skłonność do realizacji nieodpowiedzialnej polityki, mogą natomiast łatwo obejść wszelkie numeryczne reguły (Giżyński, 2013, s. 43–44). Utrzymanie deficytu na poziomie niższym niż wartość referencyjna może bowiem „maskować” pewne manipulacje w ciągu roku (Dziemianowicz, Kargol-Wasiluk, 2018, s. 60). Zatem w celu precyzyjnej analizy powiązań i zależności pomiędzy nastawieniem fiskalnym a stanem koniunktury, zdecydowano o oszacowaniu kwartalnych wartości sald pierwotnych skorygowanych cyklicznie.

Punktem wyjścia i podstawą szacowania zarówno CAB, jak i CAPB, jest komponent cykliczny salda budżetowego. Pierwszym czynnikiem tego komponentu w równaniu (6) jest luka produktowa. W tym przypadku wskazane jest użycie wartości luki produktowej rozumianej jako odchylenie produkcji rzeczywistej od potencjału, ponieważ odjemna (saldo nominalne rządu) i odjemnik (komponent cykliczny) równania na CAB powinny mieć takie same miana. W badaniu wykorzystano więc oszacowane wartości luki produktowej analizowanych krajów za pomocą filtra HP. Filtr ten jest w literaturze ekonomicznej powszechnie stosowany do wyznaczania luki produktowej, mającej zastosowanie w wyznaczaniu sald skorygowanych cyklicznie (Günaydin, Uğraş Ülkü, 2002; González-Mínguez i in., 2003; Socol, Chiriacescu, 2008; Larch, Turrini, 2009; Parkyn, 2010; Krajewski i in., 2012; Camelia, 2014; Kabashi, 2016; *Cyclical Adjustment of Budget...*, 2019; Carnazza i in., 2020).

Drugim czynnikiem komponentu cyklicznego jest  $\epsilon$ , określane jako „pólelastyczność” salda budżetu sektora instytucji rządowych i samorządowych na wahania produkcji. Wskazuje ona, o ile punktów procentowych zmieni się nadwyżka lub deficyt przy wzroście PKB o 1%, a jego wartości mieszczą się w przedziale od 0 do 1. Parametr pólelastyczności wyznaczany jest przez Komisję Europejską dla każdego kraju i podlega rewizji co dziewięć lat (Potocka, 2017, s. 104; European Commission, 2019, s. 39). W metodyce KE, kategorię „pólelastyczności” wykorzystuje się jednak dopiero od 2013 r., kiedy to nastąpiła modyfikacja sposobu wyznaczania CAB<sup>19</sup> (Mourre i in., 2013, s. 8–9; Moździerz, 2015, s. 61). Wobec tego

<sup>18</sup> Należy zaznaczyć, że zmiany CAPB nie zawsze muszą oznaczać dyskrecjonalną zmianę polityki fiskalnej. Wydatki publiczne rosną wraz ze wzrostem inflacji lub liczby ludności. Jeśli tempo wzrostu PKB jest inne, skutkuje to zmianą relacji wydatków do produkcji (Krajewski i in., 2012, s. 9). W największym stopniu zmiany CAPB odzwierciedlają jednak realizowaną politykę uznaniową i w takim rozumieniu są one analizowane w niniejszej monografii.

<sup>19</sup> Kategoria „pólelastyczności” zastąpiła kategorię „wrażliwości”, która analizowała wpływ cyklu na saldo budżetowe bez uwzględnienia jednoczesnego oddziaływania fluktuacji koniunktury na wielkość produkcji (Mourre i in., 2013, s. 5–9; Moździerz, 2015, s. 61–72; Giżyński, 2016, s. 172). Jak wskazuje G. Mourre (2014, s. 25–26), wpływ zastosowania zaktualizowanej „pólelastyczności” (zamiast starszej „wrażliwości”) pozostaje ograniczony, nawet jeśli luka produktowa staje się bardzo duża. Zmiana metodyki KE miała bowiem większe znaczenie dla poszczególnych komponentów — do-

w 2014 r. wartości parametru  $\varepsilon$  zostały zrewidowane, opublikowane wstecz i uwzględnione w ustaleniu wymogów fiskalnych dla krajów członkowskich na lata późniejsze. W pracy przyjęto zatem wartości parametrów  $\varepsilon$  opublikowanych przez KE w 2014 r. dla wszystkich badanych lat<sup>20</sup> (European Commission, 2014, s. 45).

Odjemną równania (6) na CAB jest saldo nominalne. W celu oszacowania wielkości CAPB w częstotliwości kwartalnej, zamiast deficytu rzeczywistego ( $B_t$ ) we wzorze (6) na CAB, wykorzystano kwartalne wartości salda pierwotnego (nieuwzględniającego płatności z tytułu odsetek lub spłaty długu) udostępniane w bazie danych Europejskiego Banku Centralnego. Wartości te prezentują całkowite, skonsolidowane saldo sektora publicznego (sektor instytucji rządowych i samorządowych — *general government*). Jest to zatem wybór uzasadniony, gdyż, jak wskazuje A. Wernik (1998, s. 9), tylko takie saldo ma znaczenie ma-

chodów i wydatków. Po stronie wpływów budżetowych, pólelastyczność reprezentuje zmianę relacji dochodów do PKB spowodowaną cyklem koniunkturalnym, podczas gdy wrażliwość odzwierciedla wpływ w cyklu koniunkturalnym na poziom przychodów, pomijając w ten sposób wpływ na mianownik (tj. PKB). Analogiczny argument dotyczy wydatków. Ze względu na to, że wydatki na bezrobocie związane z cyklami stanowią stosunkowo niewielką część wydatków ogółem, cykliczna korekta wskaźnika wydatków przy użyciu pólelastyczności jest wzmacniana (a nie zmniejszana, jak w przypadku dochodów) w porównaniu z korektą opartą na „wrażliwości”. W efekcie te dwie zmiany kompensują się, a różnice w obu parametrach („wrażliwości” i „pólelastyczności”) są znikome (Mourre, 2014, s. 25–26). Zatem dla badaczy, którzy opierają się na tych danych i analizują zmiany salda budżetowego (a nie poszczególnych kategorii dochodów i wydatków), korekta metodyki KE zmienia w istocie niewiele. Problem staje się jeszcze mniej znaczący, gdy badanie nie dotyczy próby oceny przekroczenia jakiejś wartości krytycznej salda, lecz analizowana jest jedynie tendencja i kierunek zmian w celu określenia, czy nastąpiło zacieśnienie czy poluzowanie fiskalne.

<sup>20</sup> Wybór taki wydaje się uzasadniony, gdyż z jednej strony wartości  $\varepsilon$  są oszacowane na podstawie danych od początku funkcjonowania strefy euro (do 2013 r.), a z drugiej są to najbardziej aktualne wartości uwzględniane w wyznaczaniu wymogów fiskalnych po 2014 r. Następną korektą owych wartości ma zostać opublikowana do końca 2024 r., co będzie wyznacznikiem wymogów fiskalnych od 2025 r. (European Commission, 2019, s. 39). Alternatywnym rozwiązaniem mogłoby być wykorzystanie korygowanych wartości parametrów „pólelastyczności” na skutek aktualizacji wag poszczególnych komponentów przychodów i wydatków budżetowych, które są rewidowane co sześć lat. Ostatnia aktualizacja została dokonana w 2018 r. (Potocka, 2017, s. 104; European Commission, 2019, s. 39). Jednak wartości tej aktualizacji opierają się jedynie na danych z okresu 2008–2017, a więc nie odnoszą się do pierwszych dziewięciu lat istnienia strefy euro. Co więcej, z analizy KE wynika, że zaktualizowane wagi nie wpływają istotnie na wartości parametrów „pólelastyczności” indywidualnych, które nie uległy szczególnej zmianie w stosunku do wartości parametrów wykorzystanych w niniejszej monografii (European Commission, 2019, s. 39). Według szacunków Komisji Europejskiej różnice między nimi dla analizowanych w niniejszej książce krajów są bardzo małe: 0,005 dla Włoch; 0,006 dla Irlandii; 0,008 dla Finlandii; 0,009 dla Austrii; 0,01 dla Belgii; 0,017 dla Luksemburga; 0,027 dla Francji; 0,032 dla Portugalii; 0,041 dla Grecji i Holandii; 0,047 dla Niemiec oraz 0,058 dla Hiszpanii. Średnia różnica dla wszystkich badanych krajów strefy euro wyniosła 0,022. Wobec tego autor zdecydował się na przyjęcie tak niewielkiego marginesu błędu. Warto jednak podkreślić, że dość rzadka częstotliwość aktualizacji tego parametru przez KE jest czynnikiem, który może w pewnym stopniu ograniczać wiarygodność szacowanych sald skorygowanych cyklicznie. Jak wskazuje się w literaturze przedmiotu, w celu poprawy szacowania tego wskaźnika kluczowe znaczenie ma zwiększenie owej częstotliwości (Moździerz, 2015, s. 71).

kroekonomiczne. Niweluje ono pewne operacje *quasi* fiskalne (działania, które „nie mieszczą się” w budżecie centralnym), czy też tzw. kreatywną księgowość.

EBC publikuje dane wyrażone w % PKB, jak i wartości bezwzględne wyrażone w cenach bieżących. W badaniach ekonomicznych występują dwa podejścia do oszacowania CAPB — w cenach aktualnych lub stałych<sup>21</sup>. Wykorzystując pierwsze podejście, wartościom zmiennych finansów publicznych w cenach bieżących, konsekwentnie powinny odpowiadać nominalne wartości luki produktowej i produkcji potencjalnej (Mourre i in., 2014, s. 5). Z tego względu zdecydowano się na drugie rozwiązanie, czyli urealnieniu bezwzględnych wartości salda pierwotnego za pomocą deflatora PKB. Po oczyszczeniu danych z sezonowości (TRAMO/SEATS), otrzymane dane wyrażono jako % trendu PKB<sup>22</sup>. Tak wyselekcjonowane zmienne pozwoliły na oszacowanie wielkości CAPB w częstotliwości kwartalnej w oparciu o wzór (6) na saldo strukturalne (CAB).

<sup>21</sup> Pierwsze podejście zastosowali m. in. G. Mourre, C. Astarita i S. Princen (2014) argumentując wybór tym, że zmiany cen, technicznie ujmowane przez zmiany deflatora PKB, nie wpływają znacząco na dostępne zmienne finansów publicznych, ponieważ są wyrażone jako % (potencjalnej) produkcji. Efekt cenowy w dużej mierze minimalizuje się przy rozsądnym założeniu, że zmiany cen wpływają na pozycje dochodów i wydatków w zasadniczo taki sam sposób jak zmienne produkcji. Drugim sposobem, uwzględniającym ceny stałe, CAPB szacowali m. in. G. Carnazza, P. Liberati i A. Sacchi (2020) oraz P. Krajewski, K. Piłat i M. Mackiewicz (2012). W tych badaniach autorzy koncentrowali się również na poszczególnych kategoriach dochodów i wydatków państwa, wpływających na saldo budżetowe.

<sup>22</sup> Ze względu na to, że w literaturze przedmiotu wartości te wyraża się zarówno jako % trendu lub poziomu potencjalnego produkcji oraz nie ma jednoznacznego stanowiska, która kategoria jest bardziej odpowiednia, istotne jest przybliżenie terminu „potencjału gospodarki”. Poziom potencjalny produkcji daje zrównoważone tempo wzrostu. Chociaż pojęcie to jest szeroko stosowane w analizie ekonomicznej. Istnieją znaczne rozbieżności w opiniach co do jego dokładnej definicji i najlepszej metody pomiaru, a terminy „potencjalna stopa wzrostu” i „stopa trwałego wzrostu” są często używane zamiennie. Produkcja potencjalna dosłownie może oznaczać maksymalną możliwą produkcję gospodarki, jeśli wszystkie jej zasoby są w pełni wykorzystane. W takim rozumieniu produkt potencjalny można zdefiniować jako poziom PKB, który mógłby powstać, gdyby wszyscy w wieku produkcyjnym pracowali całą dobę, każdego dnia w roku. Alternatywnym ujęciem jest definicja, że jest to pewien „normalny” poziom produkcji przy „średnich” wskaźnikach wykorzystania czynników produkcji. Pojęcie pełnego zatrudnienia nie jest sztywne, ponieważ czynniki produkcji nie mogą być w pełni wykorzystywane przez cały czas w sensie fizycznym. Oznacza to, że pełne wykorzystanie czynników produkcji w definicji produktu potencjalnego należy traktować jako koncepcję ekonomiczną, a nie fizyczną. Termin „produkt potencjalny” można więc rozumieć jako poziom, który można osiągnąć przez przetworzenie czynników produkcji przy pewnych rozsądnych średnich stopach wykorzystania w ramach istniejącego poziomu ograniczeń technologicznych (Dornbusch, Fischer, 1994, s. 14; Günaydin, Uğraş Ülkü, 2002, s. 8). Z tego względu w badaniach empirycznych za lukę produktową przyjmuje się odchylenia od oszacowanego trendu (Michalek, 2009; Günaydin, Uğraş Ülkü, 2002; Socol, Chiriacescu, 2008). Taką możliwość daje właśnie filtr Hodricka-Prescotta, za pomocą którego oszacowany trend interpretuje się jako potencjalny poziom realnego PKB (Socol, Chiriacescu, 2008; Parkyn, 2010). Z drugiej strony, niektórzy ekonomiści argumentują, że szacunki wg tej metody należy interpretować wyłącznie jako trend, gdyż filtry są narzędziem czysto statystycznym i nie uwzględniają struktury ekonomicznej (Lopresto, Young, 2019, s. 106).

W celu określenia, czy nastawienie polityki fiskalnej miało charakter anty- czy procykliczny wykorzystano dwie niezależne metody: współczynnik korelacji i konkordancji (w sposób analogiczny jak przy analizie realnego kursu walutowego i realnej stopy procentowej). Podstawą oceny nastawienia polityki fiskalnej był również indeks restrykcyjności fiskalnej (*Fiscal Condition Index* – FCI), który jest szeroko wykorzystywany w badaniach empirycznych (Kot, 2003; Święcicki, Michałek, 2014; Borowiec, 2017b). Jest to różnica wartości pierwotnego salda skorygowanego cyklicznie w okresie bieżącym oraz w okresie bazowym. Zmiana dodatnia jest interpretowana jako zacieśnienie fiskalne w danym czasie, a zmiana ujemna – jako poluzowanie<sup>23</sup>. Można go zapisać wg poniższej formuły:

$$FCI_t = CAPB_t - CAPB_{t-1}. \quad (7)$$

$CAPB_t$  to cyklicznie skorygowane saldo pierwotne w roku  $t$ , a  $CAPB_{t-1}$  to cyklicznie skorygowane saldo pierwotne w roku  $t-1$ .

W celu uchwycenia zamierzeń i intencji rządów co do kierunku polityki fiskalnej, z wykorzystaniem oficjalnych prognoz Komisji Europejskiej, przeprowadzono tzw. analizę w czasie rzeczywistym. Badanie polega na wykorzystaniu informacji (prognoz), które były znane rządzącym w momencie podjęcia decyzji budżetowych. Ustalania odnośnie wydatków i dochodów państwa są bowiem uzgadniane w roku poprzedzającym ich faktyczną realizację. Takie ujęcie jest interesujące, ponieważ może dać odpowiedź na pytanie, czy celowe decyzje o zacieśnieniu bądź poluzowaniu polityk miały charakter antycykliczny czy procykliczny.

Większość badań realizacji polityki fiskalnej w czasie rzeczywistym opiera się na wykorzystaniu prognozy dotyczącej cyklicznie skorygowanego salda pierwotnego jako wyznacznika przyszlórocznego kursu działań dyskrecjonalnych (Cimadomo, 2012; Święcicki, Michałek, 2014; Paloviita, Ikonen, 2016). W niniejszej pracy wykorzystano oficjalne, publikowane przez Komisję Europejską, prognozy zarówno CAPB, jak i luki produktowej<sup>24</sup>. Są one prezentowane dwa razy w roku – wiosną i jesienią. W trakcie opracowywania koncepcji badania „w czasie rzeczywistym” pojawił się istotny dylemat dotyczący tego, które prognozy powinny być wykorzystane tak, aby w najlepszy sposób uchwycić zamierzenia i intencje rządzących co do kierunku polityki fiskalnej.

Zgodnie z założeniami Semestru Europejskiego, kraje strefy euro konstruują i przesyłają swoje plany dotyczące średniookresowej strategii budżetowej oraz reformy na rzecz zatrudnienia i wzrostu gospodarczego do końca kwietnia. Następnie w maju, czerwcu i lipcu, projekty te są oceniane przez KE, a zalecenia do nich są omawiane przez Radę UE. Po ich akceptacji przez Radę Europejską, Rada UE przesyła wytyczne dla poszczególnych państw. Od lipca do połowy października rządy przedstawiają projekty planów budżetowych i uchwalają je do końca roku<sup>25</sup>. Wobec powyższych sekwencji zdarzeń, w celu przeprowa-

<sup>23</sup> Interpretacja FCI nie powinna odnosić się do jego poziomów, lecz do skali i kierunku zmian (Kot, 2003, s. 25).

<sup>24</sup> Kolejne edycje *Statistical Annex to European Economy* oraz *European Economic Forecast*.

<sup>25</sup> <https://www.consilium.europa.eu/pl/policies/european-semester/how-european-semester-works>. 02.11.2020.



dzenia analizy „w czasie rzeczywistym” wykorzystano jesienne prognozy luki produktowej z roku  $t-1$  na rok  $t$ , które są z reguły publikowane w październiku, a więc są to najbardziej aktualne i dostępne informacje w czasie, gdy trwają jeszcze ostateczne prace nad kształtem przyszłorocznego budżetu<sup>26</sup>.

Jak już zaznaczono powyżej, restrykcyjność polityki fiskalnej najlepiej mierzyć indeksem FCI. We wzorze (7) na indeks restrykcyjności fiskalnej<sup>27</sup>, jako wartości CAPB w okresie  $t$ , wykorzystano jesienne prognozy CAPB z roku  $t-1$  na rok  $t$  (ponieważ budżet na rok  $t$  jest planowany na jesień w roku  $t-1$ ). Wybór wydaje się naturalny, ponieważ w stosunku do wcześniejszych, wiosennych prognoz, wartości te odzwierciedlają szeroki zestaw planowanych uznaniowych działań rządów w roku następnym i są publikowane już po analizie wstępnych strategii budżetowych krajów członkowskich przez KE z uwzględnieniem zaleceń wydanych przez instytucje unijne.

W celu określenia, czy wartości te oznaczają zacieśnienie czy poluzowanie fiskalne, dane należało odnieść do okresu poprzedniego (odjąć „faktyczne” CAPB z wcześniejszego okresu). Kwestią dyskusyjną jest to, jakie wartości należy przyjąć za okres „bazowy”. Mogą to być na przykład wartości rzeczywiste. Nie jest jednak bezsporne, czy powinny to być dane publikowane w roku  $t$  za okres  $t-1$  czy też wartości ukazywane w późniejszych publikacjach, po aktualizacji i korekcie danych statystycznych. Ze względu na fakt, że prace nad budżetem na rok  $t$  i jego uchwalenie odbywa się z reguły na jesień w roku  $t-1$  oraz fakt, że w momencie tych prac nie ma jeszcze 100% pewności, ile wyniesie saldo budżetowe w roku  $t-1$ , czyli roku bieżącym, za wartość „bazową” we wzorze przyjęto jesienne prognozy CAPB w roku  $t-1$  na ten sam rok ( $t-1$ ). Dane te odzwierciedlają najbardziej aktualne informacje, jakie posiadają politycy w momencie podejmowania decyzji w kwestii dochodów i wydatków na przyszły rok. Rządzący posiadają też prawdopodobne prognozy jaką wartością CAPB będzie charakteryzowało się w bieżącym roku. Na tej podstawie można podjąć próbę oceny, czy ich intencją było zacieśnienie bądź poluzowanie dyscypliny fiskalnej. W konsekwencji zmodyfikowany wzór na indeks FCI „w czasie rzeczywistym” przyjął postać:

$$FCI_t = \text{prognoza}_{t-1}CAPB_t - \text{prognoza}_{t-1}CAPB_{t-1}. \quad (8)$$

$\text{prognoza}_{t-1}CAPB_t$  to prognoza na rok  $t$  cyklicznie skorygowanego salda pierwotnego opublikowana na jesień w roku  $t-1$ , a  $\text{prognoza}_{t-1}CAPB_{t-1}$  to prognoza cyklicznie skorygowanego salda pierwotnego opublikowana na jesień w roku  $t-1$  na rok  $t-1$ .

Powyższy wzór można zinterpretować następująco: wskaźnik wskazuje, czy politycy, mając świadomość, ile prawdopodobnie wyniesie CAPB w danym roku (na podstawie prognozy), zaplanowali zacieśnienie czy poluzowanie fiskalne na następny rok. W celu odpowiedzi na pytanie, czy takie zamierzenia miały charakter anty- czy procykliczny, za J. Bo-

<sup>26</sup> W celu zachowania spójności metodycznej z własnymi szacunkami luki produktowej wykorzystanymi w innych częściach książki, wybrano prognozy wyznaczone za pomocą filtra HP. Komisja Europejska używa również funkcji produkcji Cobba-Douglasa do estymacji tych wartości. Jednak, jak zaznaczają P. Krajewski i K. Piłat (2012, s. 74), produkcja potencjalna oszacowana na podstawie funkcji produkcji jest wykorzystywana głównie do badań inflacji, a nie deficytu strukturalnego.

<sup>27</sup> Wzór ten odnosi się do analizy *ex post*.



rowcem (2017b, s. 13) przyjęto następujące założenie: politykę określono jako antycykliczną w sytuacji, gdy zmiana CAPB (FCI) w okresie  $t$  była dodatnia (ujemna), a prognoza luki produktowej w okresie  $t-1$  na okres  $t$  również była dodatnia (ujemna). W takim ujęciu fazy pomyślnej koniunktury powinno towarzyszyć zacieśnienie fiskalne, a fazy niekorzystnej koniunktury — poluzowanie. Analogicznie sytuację odwrotną (poluzowanie fiskalne w okresach dodatniej luki produktowej lub zacieśnienie w przypadku luki ujemnej) interpretowano jako politykę procykliczną<sup>28</sup>.

W ślad za literaturą przedmiotu, do oceny stopnia koordynacji krajowych polityk fiskalnych wykorzystano indeks FCI oraz współczynnik korelacji (Święcicki, Michałek, 2014, s. 166). Koordynację fiskalno-monetarną na szczeblu strefy euro przedstawiono natomiast za pomocą mapy restrykcyjności (*policy mix*). W tym celu wykorzystano wskaźnik FCI<sup>29</sup> oraz wskaźnik warunków pieniężnych (*Monetary Condition Index* — MCI), który jest publikowany przez Komisję Europejską. Indeks jest średnią ważoną realnego kursu walutowego i realnej krótkoterminowej stopy procentowej<sup>30</sup>. Publikowany przez KE wskaźnik MCI w częstotliwości miesięcznej jest określony wzorem<sup>31</sup>:

$$MCI = (R_t - R_0) + \frac{1}{6}(e_t - e_0). \quad (9)$$

$R_t$  to realna stopa procentowa w okresie  $t$ ,  $R_0$  to realna stopa procentowa okresu bazowego,  $e_t$  to realny efektywny kurs walutowy w okresie  $t$ , a  $e_0$  to realny efektywny kurs walutowy w okresie bazowym.

<sup>28</sup> Z analizy wyłączono lata 2008–2010 zgodnie z argumentacją zamieszczoną w poprzedniej części rozdziału. Dodatkowym argumentem na korzyść tego rozwiązania jest fakt, że publikowane prognozy są bardziej wiarygodne we względnie stabilnych okresach, a plan dochodów i wydatków jest z reguły realizowany wg zamierzeń. Tymczasem szok popytowy, który uderzył strefę euro już pod koniec 2008 r., był trudny do przewidzenia, a w dokumentach KE na ten rok dla wielu krajów prognozowana luka produktowa była dodatnia. Zestawienie przebiegu FCI charakteryzującego się dużym poluzowaniem fiskalnym w tym czasie z prognozowaną dodatnią luką produktową (która *de facto* była ujemna), prowadziłyby do błędnej interpretacji zamierzeń rządzących.

<sup>29</sup> Oszacowano hipotetyczną wartość cyklicznie skorygowanego salda pierwotnego dla całego ugrupowania. W związku z tym zsumowana wartość urealnionych i odsezonowanych sald pierwotnych wszystkich badanych członków strefy euro została podobnie jak w przypadku analizy szczebla krajowego wyrażona w % trendu realnego PKB. Następnie hipotetyczne saldo zostało skorygowane o składnik cykliczny po uprzednim oszacowaniu luki produktowej (za pomocą procedury TRAMO/SEATS i filtra HP). Za parametr „półelastyczności” przyjęto średnią wartość parametrów wszystkich dwunastu krajów.

<sup>30</sup> Wskaźnik ten znalazł szerokie zastosowanie wśród banków centralnych, które realizują strategię BCI. W realizacji polityki pieniężnej wykorzystywały go m. in. banki Norwegii, Szwecji, Kanady czy Nowej Zelandii. Dla wielu krajów MCI szacowany jest również przez MFW oraz OECD (Ericsson i in., 1998, 237–238; Kucharki, 2012, s. 221).

<sup>31</sup> [https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/indicators-statistics/economic-databases/monetary-conditions-index\\_en](https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/indicators-statistics/economic-databases/monetary-conditions-index_en). 14.11.2020.

### 3.5. Metody oceny spełnienia kryteriów OOW

Weryfikacja trzeciej hipotezy szczegółowej wymagała zmierzenia postępów w wypełnianiu kryteriów OOW przez kraje strefy euro. W celu oceny stopnia synchronizacji cykli koniunkturalnych, wykorzystano komponenty cykliczne dynamiki realnego PKB wyodrębnione poprzez użycie filtra HP, który jest jednym z powszechnie stosowanych narzędzi w badaniach dotyczących zbieżności wahań aktywności gospodarczej i analizy ich cech morfologicznych<sup>32</sup> (Adamowicz i in., 2008; Krajewski, Piłat, 2012; Warżała, 2013). Zdaniem T. Kufla, M. Osińskiej, M. Błażejowskiego oraz P. Kufla (2014, s. 49), filtr HP posiada najbardziej preferowane własności w analizie synchronizacji cykli koniunkturalnych.

Zbieżność wahań aktywności gospodarczej została zbadana za pomocą analizy spektralnej (współczynnika koherencji i korelacji krzyżowych), analizy punktów zwrotnych, a także korelacji rekursywnej<sup>33</sup>. W celu wyznaczenia punktów zwrotnych zastosowano procedurę Bry-Boschan, która opiera się na poniższej regule<sup>34</sup> (Warżała, 2016, s. 151):

- górny punkt zwrotny w (t):  $\{Y_t > Y_{t-k}, Y_t > Y_{t+k}, k=1, \dots, K\}$ ;
- dolny punkt zwrotny w (t):  $\{Y_t < Y_{t-k}, Y_t < Y_{t+k}, k=1, \dots, K\}$ .

Wstępne punkty zwrotne są badane z perspektywy nałożonych restrykcji określonych w procedurze. Przyjęto założenie, że faza cyklu powinna trwać co najmniej dwa kwartały, a cały cykl – minimum sześć kwartałów, co jest zgodne ze specyfikacjami w literaturze przedmiotu (Adamowicz i in., 2008).

Pozostałe wybrane kryteria OOW zostały zmierzone odpowiednimi wskaźnikami używanymi powszechnie w literaturze ekonomicznej. W celu określenia stopnia podobieństwa struktur gospodarczych krajów UE, wykorzystano miary dyspersji oraz analizę skupień, która jest hierarchiczną, aglomeracyjną metodą segmentacji. Pozwala ona na podział zbioru badanych jednostek na pewne podzbiory, które charakteryzują się przynależnością obiektów podobnych do siebie ze względu na badane cechy. Punktem wyjścia procedury badawczej było stworzenie macierzy podobieństwa obiektów, które tworzą badaną zbiorowość. W pierwszym etapie badania dokonano normalizacji zmiennych (regulą standaryzacji). Jej celem jest doprowadzenie zmiennych do porównywalności dzięki pozbawieniu mian wyników pomiaru oraz ujednoczenie ich rzędów wielkości (Walesiak, 2014, s. 363). Kolejny etap to stworzenie macierzy podobieństwa obiektów. W literaturze przedmiotu za podstawową miarę uznaje się odległość euklidesową, czyli odległość geometryczną w wielowymiarowej

<sup>32</sup> Wśród innych popularnych filtrów wykorzystywanych w badaniach dotyczących synchronizacji cykli należy wymienić filtr Christiano-Fitzgeralda, Butterwortha oraz Baxter-Kinga.

<sup>33</sup> Analiza spektralna oraz analiza punktów zwrotnych wg procedury Bry-Boschan została przeprowadzona za pomocą pakietu BUSY.

<sup>34</sup> Oryginalna procedura dotyczy cykli klasycznych. Jest ona wieloetapowa i polega na poszukiwaniu punktów zwrotnych w przebiegu wygładzonego szeregu czasowego przez ważne i nieważne średnie ruchome, jako lokalne wartości maksymalne lub minimalne. W przypadku, gdy analizie są poddane wahania w ujęciu cyklu wzrostowego (po procesie deszezonalizacji) wiele etapów z oryginalnej procedury Bry-Boschan można pominąć (Warżała, 2016, s. 151).

przestrzeni. Im jej wartość jest bliższa zera, tym badane obiekty są do siebie bardziej podobne. Oblicza się ją wg poniższego wzoru (Rószkiewicz, 2002, s. 236):

$$d_{ij} = \sqrt{\sum_{k=1}^p (x_{ik} - x_{jk})^2} \quad (10)$$

$d_{ij}$  to odległość euklidesowa między jednostkami o numerach odpowiednio  $i$  oraz  $j$ , a  $x_{ik}$  to wartość  $k$ -tej cechy statystycznej dla  $i$ -tej jednostki w zbiorowości.

Oszacowane odległości euklidesowe między poszczególnymi jednostkami utworzyły macierz będącą podstawą dalszej procedury badawczej (Rysunek 2.).

Rysunek 2.

Macierz odległości między badanymi jednostkami

$$D = \begin{bmatrix} d_{11} & d_{12} & \dots & d_{1n} \\ d_{21} & d_{22} & \dots & d_{2n} \\ \vdots & \vdots & \vdots & \vdots \\ d_{n1} & d_{n2} & \dots & d_{nn} \end{bmatrix}$$

Źródło: opracowanie własne.

Analiza skupień rozpoczyna się od wyboru najmniejszej wartości w macierzy, która reprezentuje najbardziej podobne obiekty w danej metryce. Następnie dla zredukowanego zbioru jednostek (w którym utworzone skupienie występuje jako odrębny obiekt) wyznacza się nowe odległości. W literaturze można znaleźć wiele sposobów na ich obliczenie. W niniejszym badaniu wykorzystano metodę Warda, którą uznaje się za bardzo efektywną. W ramach tego narzędzia odległość między skupieniami to różnica między sumami kwadratów odchyień poszczególnych obiektów od środka ciężkości zbiorów, do których należą te punkty. Miarą zróżnicowania jest ESS (*Error of Sum Square* – błąd sumy kwadratów)<sup>35</sup> (Rószkiewicz, 2002, s. 245–246):

$$ESS = \sum_{i=1}^k x_i^2 - \frac{1}{k} \left( \sum_{i=1}^k x_i \right)^2 \quad (11)$$

$x_i$  to wartość cechy stanowiącej kryterium segmentacji, która charakteryzuje  $i$ -tą jednostkę, a  $k$  to liczba jednostek w grupie.

W celu oceny zbieżności stóp inflacji zastosowano wybrane miary dyspersji (klasyczne i pozycyjne). Stopień dywersyfikacji produkcji przy założeniu odzwierciedlenia jej w eksporcie, zmierzono wskaźnikiem Herfindahla. Jest on dany wzorem (Misztal, 2011, s. 692):

<sup>35</sup> Procedurę przeprowadzono za pomocą pakietu Statistica.

$$SPEC_{jt} = \sum_i \left( \frac{E_{jit}}{\sum_j E_{jit}} \right)^2. \quad (12)$$

$E_{jit}$  to wartość eksportu w gałęzi  $i$  w kraju  $j$  w okresie  $t$ .

Wskaźnik przybiera wartości z przedziału  $(0-1)$ . Im jego wartości są wyższe, tym większa jest specjalizacja danego kraju.

Udział handlu wewnątrzgałęziowego zmierzono multilateralnym indeksem Grubela-Lloyda. Wskaźnik skorygowany o saldo wymiany handlowej ma następującą formułę (NBP, 2008, s. 21):

$$IIT = \frac{\sum_i \left( \sum_j X_{ij} + \sum_j M_{ij} \right) - \sum_i \left| \sum_j X_{ij} - \sum_j M_{ij} \right|}{\sum_i \left( \sum_j X_{ij} + \sum_j M_{ij} \right) - \left| \sum_i \left( \sum_j X_{ij} - \sum_j M_{ij} \right) \right|} * 100. \quad (13)$$

$X_{ij}$  to eksport gałęzi  $i$  kraju  $j$ , zaś  $M_{ij}$  — import gałęzi  $i$  kraju  $j$ .

W przypadku, gdy wartość wskaźnika wynosi 100%, handel ma całkowicie charakter wewnątrzgałęziowy, natomiast, gdy wynosi 0 — handel między danym krajem a resztą ugrupowania jest międzygałęziowy.

W celu uzupełnienia analizy dotyczącej znaczenia wymiany wewnątrzgałęziowej w niwelowaniu ryzyka powstawania wahań asynchronicznych, zwrócono uwagę na jeszcze jedną istotną kwestię. W literaturze przedmiotu rozróżnia się wewnątrzgałęziowy handel pionowy (wertikalny) dotyczący dóbr o różnej jakości (*vertical intra-industry trade* — VIIT) oraz poziomy (horyzontalny) handel wewnątrzgałęziowy dotyczący dóbr o podobnej jakości (*horizontal intra-industry trade* — HIIT). W przypadku, gdy towary wymieniane w ramach danej gałęzi są zróżnicowane pod względem jakościowym, to ryzyko generowania szoków asymetrycznych wciąż istnieje (Borowski, 2001, s. 200).

Zgodnie z najpowszechniejszą interpretacją wspomnianego zagadnienia w literaturze przedmiotu, którą zaproponowali D. Greenaway, R. Hine oraz C. Milner (1995, s. 1505–1510), różnice jakościowe mają odzwierciedlenie w cenach. Handel poziomy występuje, gdy relacja wartości jednostkowej eksportu do wartości jednostkowej importu danego produktu lub gałęzi nie przekracza arbitralnie wyznaczonego zakresu. Warunek ten przedstawiono poniżej:

$$1 - \alpha \leq \frac{xUV_i}{mUV_i} \leq 1 + \alpha. \quad (14)$$

$UV$  to wartość jednostkowa eksportu i importu określonego produktu, zaś  $\alpha$  — dyspersja wartości jednostkowych.

Wartości, które nie spełniają tego warunku są klasyfikowane jako handel wertykalny. Dyspersja wartości jednostkowych jest najczęściej przyjmowana na poziomie 15% (NBP, 2008; Talar, 2012; Śledziwska, Czarny, 2015; Klimczak, 2016). Wartość ta została zaproponowana przez L. Fontagné, M. Freudenberga oraz N. Péridy`ego (1997, s. 35) i opiera się na założeniu, że większe różnice w cenach (niż 15%) są rezultatem zróżnicowanej jakości. Przyjmując powyższe założenia, dokonano analizy jakości dóbr uczestniczących w handlu krajów strefy euro.



## **4. Realizacja polityki pieniężnej w krajach europejskiej unii ekonomicznej i monetarnej**

### **4.1. Wstępna charakterystyka realizacji polityki EBC i jej dylematy**

Dobrym punktem wyjścia w ocenie realizacji polityki stabilizacyjnej w strefie euro jest analiza polityki monetarnej. Jest ona prowadzona niezależnie oraz jest jednolita dla wszystkich członków ugrupowania, co stanowi „wspólny mianownik” dla realizacji polityk fiskalnych szczebla krajowego.

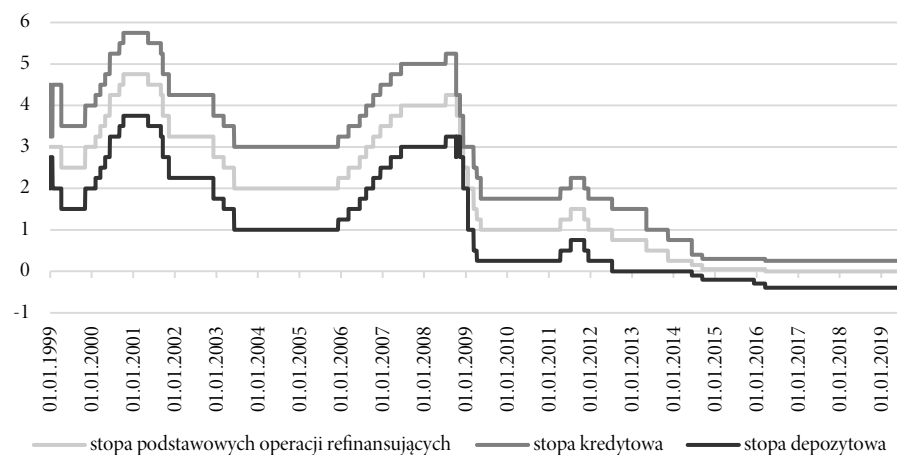
Podjmując próbę oceny realizacji polityki pieniężnej, należy przede wszystkim podkreślić jej transparentność. Przejrzystość działań EBC jest bardzo duża, ponieważ Rada Prezesów realizuje politykę z dbałością o ten aspekt od początku istnienia unii monetarnej. Jeszcze na początku lat 90. XX w., wskazywano, że komunikowanie decyzji rynkowi może być odebrane jako zbyt silne zobowiązanie. Współcześnie większość banków centralnych, w tym EBC, uważa zasadę przejrzystości za kwestię o fundamentalnym znaczeniu. Transparentność odnosi się do komunikowania rynkowi i opinii publicznej, decyzji monetarnych oraz informowania o możliwej ścieżce wyznaczania stóp procentowych, co pozwala na skrócenie procesu transmisji do sfery realnej. Europejski Bank Centralny dba o powyższe kwestie, co potwierdzają wyniki badań w literaturze przedmiotu (Eijffinger, Geraats, 2006; Dincer, Eichengreen, 2007). Z tego względu w niniejszej pracy przyjęto założenie o stosunkowo wysokiej przejrzystości działań EBC.

Podstawowym kanałem transmisji pieniężnej jest kanał stóp procentowych, a oddziaływanie impulsu monetarnego rozpoczyna się wraz ze zmianą tych stóp przez Europejski Bank Centralny. Wśród nich można wymienić stopę podstawowych operacji refinansujących, depozytu oraz kredytu w banku centralnym, których wartości w całym okresie badawczym zamieszczono na Wykresie 1.



Wykres 1.

Poziom oficjalnych stóp procentowych EBC w okresie 01.01.1999–30.06.2019 (%)

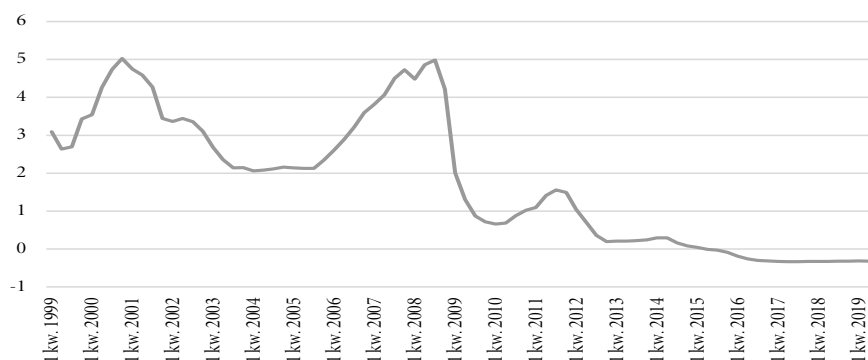


Źródło: opracowanie własne na podstawie danych EBC.

Oficjalne stopy procentowe są wyznacznikiem realizacji polityki monetarnej dla banków komercyjnych, a ich wysokość wpływa na wartość krótkoterminowej stopy procentowej na rynku międzybankowym. Za najważniejsze w ocenie nastawienia polityki monetarnej EBC uznaje się zmianę stopy podstawowych operacji refinansujących (która jest podstawową stopą EBC – *policy rate*) oraz końcową krótkoterminową stopę rynku międzybankowego (EURIBOR). W literaturze przedmiotu najczęściej wykorzystywaną zmienną w analizie jest stopa dla kontraktów trzymiesięcznych – Wykres 2. (Polański, 2014, s. 66; Święcicki, Michałek, 2014, s. 155; Pietrucha, 2015b, s. 239; Bukowski, Bukowska, 2017, s. 162; Żywiecka, 2017, s. 140).

Wykres 2.

Poziom trzymiesięcznej stopy procentowej rynku międzybankowego (EURIBOR) w okresie od 1. kw. 1999 r. do 2. kw. 2019 r. (%)

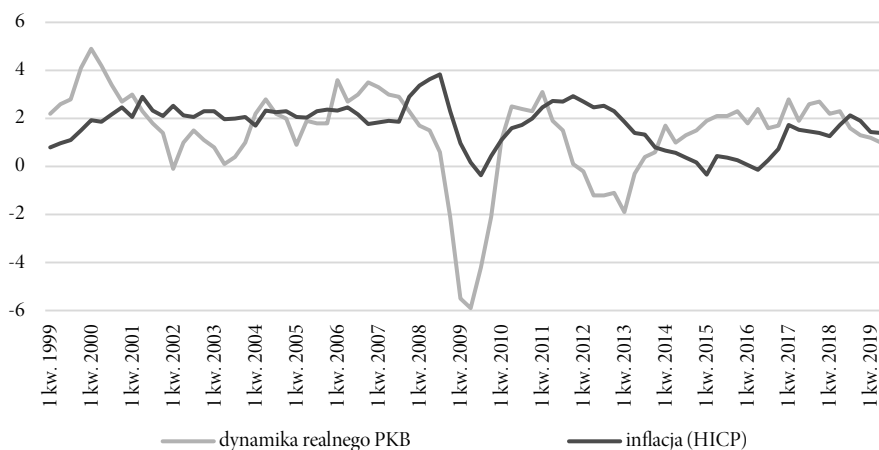


Źródło: opracowanie własne na podstawie danych OECD.

Wstępną charakterystykę polityki pieniężnej w strefie euro należy rozpocząć od analizy kształtowania się powyższych zmiennych wraz ze zmiennymi makroekonomicznymi, odzwierciedlającymi rezultaty tejże polityki. Takimi wielkościami są najczęściej inflacja (sfera nominalna) i realny PKB (sfera realna). Na Wykresie 3. zamieszczono przebieg tempa wzrostu realnego PKB (rok do roku) w strefie euro oraz roczne zmiany stopy inflacji. Za zmianę tempa wzrostu cen przyjęto zharmonizowany indeks cen konsumpcyjnych (*Harmonised Index of Consumer Prices* — HICP), który jest punktem odniesienia realizacji polityki EBC. Głównym celem władz monetarnych w analizowanym okresie było utrzymanie tempa wzrostu cen „blisko, ale poniżej 2%”.

Wykres 3.

Dynamika realnego PKB w ujęciu rok do roku oraz stopa inflacji HICP w okresie od 1. kw. 1999 r. do 2. kw. 2019 r. (%)



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Eurostat.

W pierwszym roku funkcjonowania strefy euro EBC najpierw obniżył stopę podstawowych operacji refinansujących na skutek słabych perspektyw wzrostu gospodarczego, a następnie rozpoczął systematyczne podwyżki, związane z narastającą presją inflacyjną, spowodowaną głównie wzrostem cen ropy naftowej. Zahamowanie tempa wzrostu gospodarczego w latach 2001–2003, spowodowane głównie recesją w USA, wymusiło stopniowe obniżanie stopy procentowej, która osiągnęła poziom 2% w połowie 2003 r. Należy podkreślić, że w tym czasie, z perspektywy celowości pobudzenia koniunktury, interwencje EBC były nierzadko oceniane jako niewystarczające (Polański, 2014, s. 67–68; Blanchard 2017, s. 12), aczkolwiek z punktu widzenia celu inflacyjnego, władze monetarne nie mogły pozwolić sobie na bardziej ekspansywną politykę (inflacja oscylowała około 2%). Od 2004 r. nastąpiła poprawa koniunktury gospodarczej, natomiast tempo wzrostu cen wciąż utrzymywało się nieznacznie powyżej celu inflacyjnego. W celu ograniczenia presji inflacyjnej, EBC rozpoczął serię podwyżek stóp procentowych pod koniec 2005 r. Takie warunki oraz sposób

prowadzenia polityki monetarnej zaczęły zmieniać pierwsze symptomy kryzysu finansowego, które na rynku międzybankowym w USA pojawiały się już w drugiej połowie 2007 r.

Z punktu widzenia realizacji celu inflacyjnego, politykę monetarną do czasu wybuchu kryzysu należy ocenić jako bardzo skuteczną (szczególnie w warunkach silnych wzrostów cen energii na rynku światowym). Przed kryzysem w 2008 r., najważniejszymi działaniami zapewniającymi płynność finansową banków komercyjnych, dokonywanymi z częstotliwością tygodniową, były podstawowe operacje refinansujące (*main refinancing operations* — MRO) o tygodniowym terminie zapadalności. Z większą częstotliwością (miesięczną) były dokonywane także dłuższe operacje refinansujące (*longer-term refinancing operations* — LTRO) (trzymiesięczny termin zapadalności). Również w początkowym etapie narastania kryzysu EBC używał przede wszystkim standardowych instrumentów, które miały zapewnić płynność na rynku międzybankowym<sup>1</sup>. Warto zaznaczyć, że ze względu na wciąż stosunkowo wysoki poziom inflacji, nie obniżono, a nawet dokonano podwyżki stóp procentowych na początku trzeciego kwartału 2008 r. Świadczy to o tym, że władze monetarne w tamtym okresie nie przewidywały jeszcze tak głębokiego załamania koniunktury (Polański, 2014, s. 66–73).

Oficjalnie za początek kryzysu finansowego przyjęto 15.09.2008 r., kiedy to upadł jeden z największych banków inwestycyjnych w USA — Lehman Brothers. Wraz z kryzysem płynności sektora bankowego szok popytowy szybko przeniósł się do Europy. Wynikiem ograniczonego zaufania na rynku międzybankowym był istotny wzrost poziomu krótkoterminowej stopy procentowej, która *de facto* narastała już od połowy 2007 r. (Wykres 2.).

Od tego czasu EBC rozpoczął bardziej ekspansywną politykę monetarną (czemu sprzyjał również spadek inflacji) i w serii obniżek ustalił stopę podstawowych operacji refinansujących na poziomie 1%. Stopa depozytowa osiągnęła wartość 0,25%, a kredytowa 1,75%. W debacie ekonomicznej dominował pogląd, że polityka stóp procentowych bliskich zera, znacznie ogranicza efektywność tego instrumentu, dlatego w tym okresie można mówić o rozpoczęciu prowadzenia przez EBC niestandardowej polityki monetarnej, która początkowo (4. kw. 2008–2. kw. 2009) polegała na modyfikacji wykorzystania instrumentów klasycznych (Bukowski, Bukowska, 2017, s. 162). Zintensyfikowano głównie interwencje zapewniające płynność finansową przez wzrost ich częstotliwości i wydłużenie terminów zapadalności do jednego roku (operacje LTRO), rozszerzono listę aktywów kwalifikowalnych w swoich operacjach, otwarto nowe linie swapowe, a także rozpoczęto program skupu zabezpieczonych obligacji bankowych na zaplanowaną kwotę 60 mld EUR (*Covered Bond Purchase Programme* — CBPP) (Polański, 2014, s. 77–78; Pyka, 2014, s. 8–9; Kozłowska, 2015, s. 25). Cały zestaw działań podjętych przez EBC doprowadził do obniżenia krótkoterminowej stopy procentowej. Mimo tego, oprócz ogromnego spadku PKB w ujęciu realnym, od drugiej połowy 2009 r. w strefie euro wystąpiła deflacja.

Chwilowa poprawa sytuacji pod koniec 2009 r. spowodowała, że EBC zaczął wycofywać niekonwencjonalne instrumenty. Argumentowano to stanowiskiem, że polityka niestan-

<sup>1</sup> Było to głównie zwiększenie częstotliwości operacji MRO oraz LTRO, z tym że coraz większy nacisk został położony na drugie z nich. Utworzona została również linia swapowa z FED, co zapewniło płynność USD. Za nowy instrument można niejako uznać wydłużenie terminu zapadalności operacji LTRO do sześciu miesięcy w kwietniu 2008 r. (Polański, 2014, s. 72).

dardowa powinna mieć krótkoterminowy charakter. Program skupu obligacji bankowych po osiągnięciu limitu 60 mld EUR został zakończony, a częstotliwość i liczba operacji refinansujących była stopniowo ograniczana (Pyka, 2014, s. 9). Sytuacja makroekonomiczna pogorszyła się jednak znacznie w połowie 2010 r., co było związane z rozpoczęciem kryzysu zadłużeniowego w strefie euro. Niekorzystna sytuacja fiskalna niektórych krajów unii ekonomicznej i monetarnej (Grecja, Hiszpania, Portugalia, Włochy, Irlandia) została przez inwestorów oceniona jako zagrażająca równowadze finansów publicznych, z czym wiązało się ryzyko ich niewypłacalności. Wyprzedaż papierów wartościowych owych państw oraz obniżenie ich *ratingów* skutkowało pogorszeniem sytuacji na rynku międzybankowym (banki były nabywcami tych papierów), ponownym kryzysem zaufania, a także wzrostem oprocentowania dziesięcioletnich obligacji, co potęgowało trudności w obsłudze długu publicznego. W tym aspekcie narastała również dysproporcja między krajami strefy euro. Istniało ponadto ryzyko, że stopy krótkoterminowe zaczną mieć ograniczone przełożenie na stopy długoterminowe.

Warto podkreślić, że w tym okresie zainicjowana została faktyczna „przebudowa” strefy euro i rozpoczęto wypracowywanie mechanizmów i reform, o których wspomniano w poprzedniej części monografii. Ponadto kraje o najgorszej sytuacji fiskalnej zostały objęte programami pomocowymi, bez których najprawdopodobniej musiałyby ogłosić niewypłacalność, co *de facto* oznaczałoby rozpad unii monetarnej. Równoległe do tych wszystkich wydarzeń, EBC rozpoczął wdrażanie szeregu interwencji, mających głównie na celu zapewnienie długoterminowej płynności, stabilności cen i poprawy transmisji monetarnej. Mowa o uruchomieniu programu zakupu papierów wartościowych (*Securities Markets Programme* — SMP)<sup>2</sup> (2010 r.), wznowieniu programu skupu zabezpieczonych obligacji bankowych (CBPPII) (2011 r.), zintensyfikowaniu operacji LTRO (dokonywanych po stałej stopie procentowej, co miało zapewnić jej wysokość na rynku międzybankowym<sup>3</sup>), zredukowaniu stopy rezerw obowiązkowych z 2% do 1% (2011 r.), odnowieniu linii swapowych z FED oraz rozszerzeniu wachlarza aktywów kwalifikowanych jako zabezpieczenie kredytowe dla podmiotów finansowych. Ponadto we wrześniu 2012 r. utworzono program bezpośrednich transakcji monetarnych (*Outright Monetary Transactions* — OMT), który gwarantował nieograniczone możliwości w kwestii skupu obligacji rządowych na rynku wtórnym (jednakże przy pewnych uwarunkowaniach realizacji polityki gospodarczej danego kraju, który wystąpi z prośbą o pomoc). Jak się okazało, ogłoszenie OMT uspokoiło rynki bez konieczności faktycznego kupowania obligacji przez EBC<sup>4</sup> (Owsiak, 2012, s. 59; Polański, 2014, s. 130–131; Driffill, 2016, s. 390; Bukowski, Bukowska, 2017, s. 162–164).

<sup>2</sup> Celem tego programu była poprawa sytuacji segmentu rynku dłużnych papierów wartościowych i poprawa transmisji monetarnej. Nadmierna płynność była absorbowana przez specjalne operacje dostrajające.

<sup>3</sup> Standardowo transakcje są realizowane po zmiennej stopie procentowej. Oznacza to, że bank centralny wyznacza minimalny próg rentowności przetargu, wobec czego rzeczywiste oprocentowanie może być od tej granicy nieco wyższe (Polański, 2014, s. 130–131).

<sup>4</sup> W rezultacie doświadczeń z kryzysu, EBC wzmocnił również swoją pozycję w odniesieniu do dbałości o stabilność finansową. Jednym z aspektów tej zmiany jest współpraca z Europejską Radą ds. Ryzyka Systemowego od 2011 r. (Urbanowicz, 2015, s. 7). Poza tym zintensyfikowano prace nad powstaniem unii bankowej, której struktura opiera się na trzech elementach: jednolitym zbiorze przepi-

Względna poprawa koniunktury w 2010 i 2011 r. oraz narastająca presja inflacyjna (mimo wciąż niepewnej sytuacji fiskalnej), skłoniła władze monetarne do dwukrotnej podwyżki stóp procentowych w kwietniu i lipcu 2011 r., jednak jeszcze w listopadzie i grudniu stopy zostały ponownie obniżone z powodu słabych prognoz wzrostu gospodarczego. Ostatecznie strefę euro w latach 2012–2013 ponownie dotknęła recesja. Oprócz dalszego sukcesywnego obniżania oficjalnej stopy procentowej, od lipca 2013 r., EBC zmienił swoją strategię komunikacji, gdyż wraz z bieżącym informowaniem o dokonanej ocenie aktualnych warunków gospodarczych i stabilności cen, zintensyfikował działania polegające na dostarczaniu wytycznych na temat przyszłego kierunku polityki stóp procentowych<sup>5</sup>. Koncepcja ta miała na celu wzmocnienie wiarygodności EBC oraz silniejsze zarządzanie oczekiwaniami podmiotów gospodarczych w strefie euro co do inflacji oraz wzrostu gospodarczego (*forward guidance*).

W latach 2012–2014 negatywne tendencje utrzymywały się. Wiele krajów charakteryzowało się zjawiskami typowymi dla fazy stagnacji i recesji gospodarczej (nierównowaga na rynku pracy, spadek udziału w rynkach eksportowych, spadek jednostkowych kosztów pracy) (Kotliński, 2014, s. 171). W czerwcu 2014 r., EBC w odpowiedzi na ciągle niekorzystną koniunkturę oraz spadek inflacji (Wykres 3.), wprowadził serię dłuższych ukierunkowanych operacji refinansujących (TLTRO). Służyły one zwiększeniu akcji kredytowej banków dla niefinansowego sektora prywatnego w unii ekonomicznej i monetarnej (EBC, 2016, s. 43). Początkowo operacje te zaplanowano na dwa lata.

Sukcesywnie obniżane były też stopy procentowe. Stopa depozytowa została ustalona poniżej zera w połowie 2014 r., co było przełamaniem „granicy zerowej”<sup>6</sup>. Posunięcie to uznaje się za bezprecedensowe, ponieważ żaden inny duży bank centralny nie stosował wcześniej stóp ujemnych<sup>7</sup>. Praktyczne znaczenie takiej interwencji polityki pieniężnej uzasadniały malejące wówczas poziomy stóp procentowych równowagi na całym świecie oraz tendencja spadkowa stóp wzrostu gospodarczego. Istniało również wysokie prawdopodobieństwo, że takie warunki będą towarzyszyć realizacji polityki pieniężnej przez dłuższy czas. W związku z tym ocena skuteczności polityki ujemnych stóp procentowych zyskała duże znaczenie dla decydentów i naukowców na całym świecie (Demiralp i in., 2019, s. 4). Celem takiej interwencji był wzrost podaży pieniądza i zachęcenie banków do zwiększenia akcji kredytowej sektorowi prywatnemu. W literaturze wskazuje się, że ujemne stopy pro-

---

sów, jednolitym mechanizmie nadzorczym oraz jednolitym mechanizmie restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji. W skład unii bankowej wchodzi obecnie wszystkie kraje strefy euro i pozostałe kraje UE, które wyraziły na to chęć (<https://www.consilium.europa.eu/pl/policies/banking-union>, 12.09.2020).

<sup>5</sup> <https://www.europarl.europa.eu/factsheets/pl/sheet/86/europejska-polityka-pieniezna>, 27.10.2020.

<sup>6</sup> Ujemną stopę stosuje się nie tylko do korzystania z depozytu w banku centralnym, ale także do rachunków bieżących banków w Eurosystemie, przekraczających ich rezerwy obowiązkowe. To samo dotyczy np. oprocentowania depozytów rządowych (Demiralp i in., 2019, s. 4).

<sup>7</sup> Wcześniej (w lipcu 2012 r.) podobną decyzję podjął duński bank centralny. Następnie Szwajcarski Bank Narodowy i szwedzki Riskbank wprowadziły ujemne stopy procentowe odpowiednio w grudniu 2014 r. i lutym 2015 r. (Demiralp i in., 2019, s. 4).

centowe wprowadzone przez EBC miały jasno określony cel: pobudzenie tempa wzrostu gospodarczego (Jobst, Lin, 2016, s. 5; Brózda-Wilamek, 2017b, s. 42).

Krótkoterminowa stopa procentowa rynku pieniężnego zaczęła kształtować się na ujemnym poziomie w 2015 r. (Wykres 2.), co również było zjawiskiem nieszablonowym. Początkowa transmisja obniżek stopy depozytowej do stóp rynku pieniężnego trwała dłużej niż zwykle, prawdopodobnie ze względu na czas potrzebny uczestnikom rynku finansowego na dostosowanie się do nowego otoczenia finansowego (np. zmiany w systemach informatycznych, dokumentacja prawna). Wszystkie obniżki stóp „przeniosły się” jednak na krótkoterminowe stopy procentowe po maju 2015 r. (Demiralp i in., 2019, s. 10).

W celu oddalenia niekorzystnego obrazu gospodarki europejskiej (skutki recesji, niski spadek stopy bezrobocia, a także zagrożenie deflacją pod koniec 2014 r.), w marcu 2015 r. EBC wdrożył masowy program skupu aktywów (*Asset Purchase Programme* — APP), który miał poprawić transmisję polityki pieniężnej oraz złagodzić warunki finansowania w unii ekonomicznej i monetarnej. Ekonomiści twierdzą, że taka interwencja była powszechnie oczekiwana na rynkach finansowych już we wrześniu 2014 r. (Demiralp i in., 2019, s. 10, 15). Inicjatywa składała się z trzeciego programu zakupu obligacji zabezpieczonych (CBP-PIII), programu zakupu papierów wartościowych zabezpieczonych aktywami (*Asset Backed Securities Purchase Programme* — ABSPP) oraz programu skupu listów zastawnych (*Public Sector Purchase Programme* — PSPP). Rozpoczęty skup obligacji rządowych na rynku wtórnym był początkowo zaplanowany średnio na 60 mld EUR miesięcznie i miał trwać do końca września 2016 r. (Claeys, Leandro, Mandra, 2015, s. 2; Driffill, 2016, s. 388). Jednak ze względu na dalszą potrzebę stymulowania aktywności gospodarczej w strefie euro, program był kilkukrotnie przedłużany i rozszerzany<sup>8</sup>. Od kwietnia 2016 r. do marca 2017 r., wartość miesięczna zakupu aktywów wynosiła 80 mld EUR, a następnie kwoty były stopniowo zmniejszane do 15 mld EUR miesięcznie (październik–grudzień 2018 r.). Pod koniec 2018 r.<sup>9</sup> Rada Prezesów EBC zakończyła „luzowanie ilościowe” w strefie euro<sup>10</sup>. Warto podkreślić, że w międzyczasie dwukrotnie były przedłużane operacje TLTRO (marzec 2016 oraz marzec 2019).

Równocześnie do podejmowanych interwencji niekonwencjonalnych, EBC doprowadził ostatecznie podstawową stopę procentową do poziomu 0% (marzec 2016 r.)<sup>11</sup>. Stopa kredytowa wyniosła 0,25%, a stopa depozytowa –0,4%. Stopa rynku międzybankowego systematycznie spadała, co było efektem również niekonwencjonalnych działań EBC i zapewniania płynności sektorowi bankowemu.

Analizę kształtowania się stopy procentowej można uzupełnić o zmienne reprezentujące politykę niestandardową (Gambacorta i in., 2014, s. 616). Jak podkreślono w pierwszym rozdziale monografii, politykę taką można analizować w ramach zmian stanów płynności

<sup>8</sup> W 2016 r. został dodatkowo wdrożony program zakupów w sektorze przedsiębiorstw (*Corporate Sector Purchase Programme* — CSPP).

<sup>9</sup> <https://www.europarl.europa.eu/factsheets/pl/sheet/86/europejska-polityka-pieniezna>. 27.10.2020.

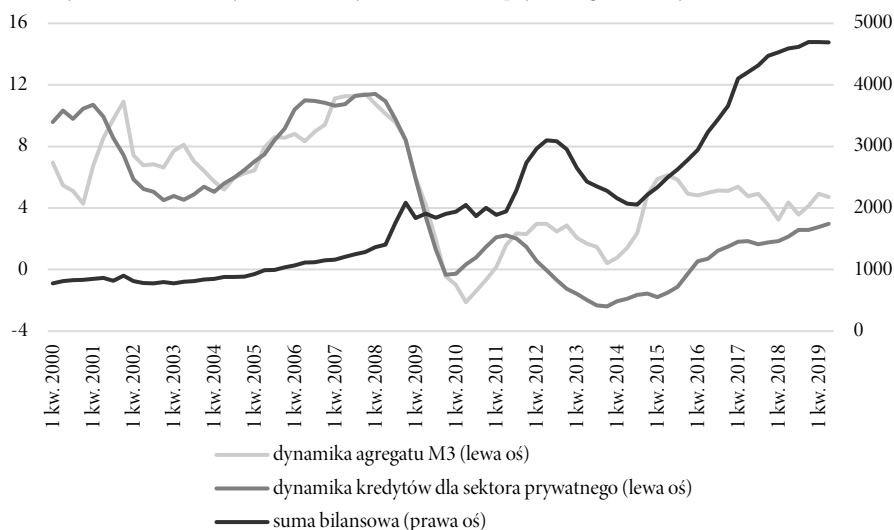
<sup>10</sup> Zostało one wznowione ponownie w okresie nieobjętym badaniem (listopad 2019 r.).

<sup>11</sup> Serię obniżek w listopadzie 2011 r. rozpoczął nowy prezes EBC Mario Draghi. Zastąpił jako prezes, który ani razu za swojej kadencji nie podwyższył stóp procentowych.

sektora bankowego, poziomu aktywów i pasywów bilansu (czy też sumy bilansowej Eurosystemu, który całościowo realizuje politykę EBC) oraz agregatu M3. W literaturze przedmiotu najczęściej wybierane są dwie ostatnie kategorie (Giannone i in., 2012, s. 13; Janus, 2013, s. 4; Polański, 2014, s. 136–137; Pyka, 2014, s. 8; Driffill, 2016, s. 388). Na Wykresie 4. zamieszczono sumę bilansową Eurosystemu oraz dynamikę agregatu monetarnego M3 w okresie 1. kw. 2000–2. kw. 2019. Dodatkowo załączono dynamikę kredytów dla sektora prywatnego.

Wykres 4.

Suma bilansowa Eurosystemu (stan na koniec kwartału, mld EUR), tempo wzrostu agregatu M3 (zmiany roczne, %) oraz dynamika kredytów dla sektora prywatnego (zmiany roczne, %)



Źródło: obliczenia własne na podstawie danych EBC.

Od początku 1999 r. do czasu wybuchu kryzysu w USA (15.09.2008 r.), bilans Eurosystemu rósł średnio o 7,6% rocznie i wyniósł około 1,5 bln EUR. Wraz z rozpoczęciem działań niestandardowych przez EBC, suma bilansowa znacznie wzrosła pod koniec 2008 r. i utrzymywała się na względnie stabilnym poziomie do drugiej połowy 2011 r. Wtedy to, na skutek uruchomienia takich programów jak SMP, CBPPII oraz nasileniu operacji LTRO, zaczęła ona intensywnie rosnąć i w 2012 r. przekroczyła 3 bln EUR. Obserwowany spadek w kolejnych latach był spowodowany wcześniejszą spłatą środków przez banki komercyjne z trzyletnich operacji LTRO z końca 2011 r. i początku 2012 r. (EBC, 2014, s. 52).

Z początkiem 2015 r. bilans Eurosystemu zaczął się jednak ponownie powiększać za sprawą rozpoczęcia masowego programu skupu aktywów i choć pod koniec analizowanego okresu „luzowanie ilościowe” było już „wygaszane”, to suma bilansowa osiągnęła rekordowy poziom (4,7 bln EUR). Warto podkreślić, że na koniec 2018 r. pozycje związane z polityką monetarną obejmowały 72% wszystkich aktywów, a największy udział (82%) wartości papierów zakupionych w ramach masowego programu skupu aktywów miały pozycje



nabyte z PSPP<sup>12</sup>. Świadczy to o istotnej roli EBC jako pożyczkodawcy ostatniej instancji. Zdaniem T.G. Grosse (2015, s. 82), takie działanie EBC skutkowało unikaniem podjęcia przez kraje strefy euro inicjatyw i reform instytucjonalnych, mających na celu centralizację polityki fiskalnej. Zaniechanie wysiłków w tej kwestii oraz nacisk polityczny na EBC spowodował, że niestandardowe działania władz monetarnych niejako spełniły funkcję transferów fiskalnych.

Przyglądając się natomiast dynamice agregatu pieniężnego M3 w pierwszej dekadzie po utworzeniu unii ekonomicznej i monetarnej, można stwierdzić, że władze EBC w praktyce nie przykładały dużej uwagi do kontroli wartości referencyjnej tej zmiennej<sup>13</sup> (stopa wzrostu zgodnie z II filarem strategii EBC to 4,5% rocznie<sup>14</sup>).

Wraz ze spowolnieniem gospodarki realnej w 2008 r., dynamika agregatu M3 odnotowała istotny spadek i osiągnęła wartości ujemne w 4. kw. 2009 r. na skutek stagnacji akcji kredytowej banków. Dopiero w 1. kw. 2011 r. można zaobserwować słabe tempo wzrostu szerokiego agregatu<sup>15</sup>. Takie kształtowanie się dynamiki wzrostu podaży pieniądza miało również odzwierciedlenie w niskim tempie wzrostu kredytów dla sektora prywatnego. Szczególna dysproporcja między agregatem M3 a dynamiką kredytów była widoczna w latach 2012–2013. Przyczyną był niski popyt na pożyczki oraz „ostre” kryteria ich udzielania (EBC, 2014, s. 34).

Po intensywniejszym wzroście w 2015 r., dynamika M3 ustabilizowała się na poziomie około 5% do 3. kw. 2017 r., a następnie oscylowała w granicach 3,24–4,94% rocznie<sup>16</sup>. Wskazuje się, że istotne przełożenie na tempo przyrostu szerokiego pieniądza wywołały niestandardowe interwencje monetarne. Przyrost agregatu M3 w coraz większym stopniu przyczyniał się więc do nasilenia akcji kredytowej, która od 2014 r. zaczęła wykazywać trend rosnący. Jako czynnik stymulujący wzrost wymienia się złagodzenie warunków kredytowania z powodu konkurencji, wzrost popytu (EBC, 2016, s. 15, 52), wprowadzenie ujemnej stopy procentowej, operacje TLTRO oraz rebilansowanie aktywów banków komercyjnych, o czym w dalszej części podrozdziału.

<sup>12</sup> <https://www.ecb.europa.eu/pub/annual/html/ar2019~c199d3633e.pl.html>. 27.10.2020.

<sup>13</sup> Nadmierny wzrost monetarny był spowodowany ucieczką od lokat, zamianą papierów wartościowych na pieniądź płynny (okres 2001–2003), niskimi stopami procentowymi oraz wzrostem kredytów dla gospodarstw domowych (2005–2006). Sytuacja ta miała wpływ na procesy destabilizacyjne w strefie euro poprzez spadek konkurencyjności eksportu niektórych krajów i powstawanie baniek spekulacyjnych (Mucha-Leszko, 2007, s. 158–159).

<sup>14</sup> Wielkość ta wynika z ilościowej teorii pieniądza i określa jaką roczną stopą wzrostu agregatu M3 zapewni stabilność cen (Hnatyszyn-Dzikowska, 2009, s. 75).

<sup>15</sup> Jako czynnik stymulujący wzrost wskazywano powiększanie się agregatu M1, czyli najbardziej płynnej formy podaży pieniądza. Jest to zjawisko normalne w czasach niepewności co do kondycji finansowej banków (takie okoliczności sprzyjały także nasileniu presji inflacyjnej). Jako czynnik hamujący silniejszą ekspansję monetarną wskazywano natomiast „pogoń za zyskiem” inwestorów lokujących środki finansowe w alternatywne aktywa długoterminowe spoza M3 (EBC, 2015, s. 34).

<sup>16</sup> W warunkach niskich stóp procentowych (czyli niskich kosztów utraconych korzyści w związku z posiadaniem depozytów), głównym czynnikiem kreacji dynamiki M3 był przyrost najbardziej płynnego agregatu (M1) oraz wzrost jednodniowych depozytów gospodarstw domowych (EBC, 2016, s. 32–33).

W analizowanym okresie badawczym, szczególnie zainteresowanie ekonomistów wzbudzają uwarunkowania pokryzysowe. Realizacja polityki pieniężnej następowała w skrajnie akomodacyjnych warunkach — w pobliżu granicy zerowej stopy procentowej oraz na jej ujemnym „terytorium”. W ciągu ostatnich lat objętych analizą, w strefie euro występowały więc eksperymentalne warunki do pobudzenia koniunktury.

W kontekście podejmowanej problematyki należy podkreślić, że ciągle utrzymywanie niskich stóp procentowych może oznaczać zwiększanie nieadekwatności polityki monetarnej EBC względem krótkookresowych wahań cyklicznych na poziomie poszczególnych krajów. W konsekwencji może to sprzyjać procyklicznemu nastawieniu realnej stopy procentowej i dywergencji w strefie euro. Zdaniem M. Muchy (2012, s. 487–498), powodem jest jednolita stopa procentowa, która nie jest stopą równowagi dla wszystkich krajów. Inflacja i tempo wzrostu jednostkowych kosztów pracy mogą być wtedy zróżnicowane. Tam, gdzie tempo wzrostu cen jest względnie wyższe, może dochodzić do spadku konkurencyjności, a w rezultacie do wzrostu bezrobocia i spadku tempa wzrostu gospodarczego. Kraje podejmując interwencje fiskalne doprowadzają do wzrostu deficytu i długu publicznego, co w konsekwencji oznacza dalszy wzrost inflacji i spadek konkurencyjności oraz konsumpcji. Bezrobocie może więc nadal wzrastać, a PKB spadać. Proces dywergencji przybiera na sile.

Nominalnie niskie lub ujemne stopy procentowe prowadzą również do niskich kosztów finansowania wewnętrznego, co z kolei może opóźnić reformy strukturalne. Intensywna ekspansja monetarna znajduje uzasadnienie w krótkim okresie, jednak utrzymujące się przez kilka lat zerowe lub ujemne stopy procentowe, sprzyjają pozostawaniu na rynku firm skrajnie nierentownych, co w skali całej gospodarki może tłumić produktywność (Rzońca, 2014, s. 178–179; Brózda-Wilamek, 2017b, s. 42). Zjawisko może przybrać różną siłę w poszczególnych krajach, co utrudnia proces konwergencji pod względem kluczowych aspektów teorii OOW, czyli struktur gospodarczych i tempa wzrostu produktywności pracy. A. Rzońca (2014, s. 178–179) zwraca ponadto uwagę, że niskie lub ujemne stopy procentowe mogą zwiększać niepewność w gospodarkach strefy euro oraz ich wrażliwość na szoki negatywne. To w konsekwencji sprzyja desynchronizacji wahań koniunkturalnych.

Istotną kwestią w ocenie stabilizacyjnej funkcji polityki pieniężnej w tych specyficznych warunkach, jest weryfikacja jej efektów. Debata na temat skutków obniżania stóp procentowych do poziomów bliskich zera, a następnie przekroczenia tego progu, stała się przedmiotem szczególnego zainteresowania badaczy i jest daleka od rozstrzygnięcia. Po pierwsze, wynika to z braku precedensu. Po drugie, niewykluczone, że w przyszłości, gdy banki centralne będą potrzebować przestrzeni na obniżanie stóp procentowych, ich redukcja na ujemnym poziomie może stanowić nowy „standard” w polityce pieniężnej (Bubeck i in., 2020, s. 198).

Z teoretycznego punktu widzenia wpływ niskich i następnie ujemnych stóp procentowych na gospodarkę jest niejasny. Można wyodrębnić dwa alternatywne scenariusze (Bottero i in., 2019, s. 1). Po pierwsze, przekroczenie dolnej granicy w postaci zerowej stopy procentowej wywołuje powszechny sceptycyzm. Brak możliwości dostosowania przez banki niektórych kosztów finansowania może wynikać z siły konkurencji, a także z istnienia waluty papierowej, która stanowi alternatywny sposób przechowywania wartości. Celem banków komercyjnych jest osiągnięcie zysku, który przy spadających stopach procento-

wych jest coraz mniejszy, a koszty finansowe pozostają niezmiennione lub rosną (Demiralp i in., 2019, s. 4–5). Jeśli banki centralne naliczają ujemne stopy procentowe od poziomu rezerw, prywatnym bankom może być trudno przenieść te koszty na deponentów (Rogoff, 2017, s. 61). W praktyce bowiem stopy depozytów detalicznych pozostają zerowe. Ujemne stopy mogą więc obniżyć marże odsetkowe i zyski netto banków, co prowadzi do erozji ich kapitału<sup>17</sup>. Zjawisko to powinno być bardziej widoczne w przypadku banków, które są w większym stopniu zależne od depozytów detalicznych. W konsekwencji prowadzi to do ograniczenia podaży kredytu (Bottero i in., 2019, s. 3–4). M.K. Brunnermeier oraz Y. Koby (2018, s. 1) twierdzą, że istnieje graniczny poziom obniżania stóp procentowych. Niekoniecznie jednak jest on równy zeru. Może być to zarówno stopa ujemna, jak i zbyt niski poziom stopy dodatniej. Po przekroczeniu tego poziomu, możliwości udzielania pożyczek przez banki komercyjne spadają, a ekspansywna, konwencjonalna polityka monetarna znacznie słabnie lub nawet przynosi skutki odwrotne od zamierzonych. Kanał pożyczek bankowych ulega wówczas załamaniu (Eggertsson i in., 2017, s. 37). W konsekwencji oznacza to, że EBC nie ma wpływu na to, że środki, które przez „tani kredyt” stara się skierować do sfery realnej, w rzeczywistości tam pozostaną<sup>18</sup> (Holko, 2017, s. 125). Zgodnie z tym stanowiskiem, ciągle obniżanie stóp procentowych po szoku gospodarczym może ograniczać politykę konwencjonalną.

Inne wyjaśnienie traktujące o skutkach przekroczenia dolnej granicy zerowej stopy procentowej sugeruje, że zabieg ten może zwiększać zagregowany popyt i wpływać na sferę realną gospodarki. Wynika to z kanału transmisji działającego przez równoważenie portfela banków. Ujemne stopy procentowe wpływają negatywnie na posiadanie płynnych, bezpiecznych aktywów. Na skutek spadku ich rentowności zwiększa się różnica między dochodami z ich posiadania a dochodami z bardziej ryzykownych, mniej płynnych pozycji. Zachęca to banki do zmiany równowagi swoich portfeli z aktywów płynnych, o niskim lub ujemnym dochodzie (jak krótkoterminowe wierzytelności międzybankowe), w kierunku aktywów o wyższym dochodzie (takich jak kredyty korporacyjne lub pożyczki dla bardziej ryzykownych i mniejszych firm). Zgodnie z tą logiką obniżka stóp procentowych na „ujemnym terytorium” działa inaczej niż obniżki stóp procentowych w „obszarze dodatnim”. Redukcja stóp procentowych na poziom ujemny ma silniejszy wpływ na banki o wyższym

<sup>17</sup> S. Demiralp i in. (2019, s. 10) wskazują jednak, że niektóre banki w strefie euro wprowadzały stopy procentowe poniżej zera dla gospodarstw domowych i przedsiębiorstw niefinansowych.

<sup>18</sup> Możliwe jest również ich zaabsorbowanie przez sferę finansową. Jak stwierdził prezes Deutsche Banku, Christian Sewing, obniżenie ceny kredytu o 0,1% (w ówczesnych uwarunkowaniach) nie prowadzi do zwiększenia akcji kredytowej, a jedynie do wzrostu ceny aktywów, co z kolei szkodzi oszczędzającym. Z niskich stóp procentowych korzystają jedynie inwestorzy lub nadmiernie zadłużeni, a nie większość społeczeństwa. W długim okresie niskie stopy procentowe destabilizują więc system finansowy. M. Holko (2017, s. 125) argumentuje, że jeśli polityka podatkowa w warunkach niskich stóp procentowych nie ogranicza nadmiernego wzrostu cen aktywów (przy bierności banku centralnego w obliczu stabilnej inflacji) to istnieje ryzyko powstania bańki spekulacyjnej.

stosunku płynności do aktywów ogółem<sup>19</sup>, natomiast obniżki dodatnich stóp procentowych — na banki o niższym stosunku<sup>20</sup> (Bottero i in., 2019, s. 17).

S. Demiralp i in. (2019, s. 2–3) dowodzą, że banki w strefie euro, które w większym stopniu polegają na depozytach detalicznych, były bardziej zmotywowane do dostosowywania swoich bilansów w celu zmniejszenia pośrednich kosztów ujemnych stóp procentowych. Posiadane przez banki nadwyżki płynności w banku centralnym (ponad rezerwę obowiązkową, od których płać odsetki<sup>21</sup>) były przenoszone w kierunku instrumentów obiecujących wyższe zwroty. Banki te udzielały znacznie więcej pożyczek niefinansowemu sektorowi prywatnemu w okresie ujemnych stóp procentowych w porównaniu z okresem przed ich wprowadzeniem. Również J. Bubeck i in. (2020, s. 198) potwierdzają, że po wprowadzeniu stóp ujemnych, banki w strefie euro z względnie wyższym udziałem depozytów klientów, inwestowały relatywnie więcej w papiery wartościowe przynoszące wyższe zyski. Podmioty te podejmowały również większe ryzyko w zakresie kredytów.

Powyższe działania banków w strefie euro potwierdzają również badania C. Altavilli, M. Boucinha oraz J.L. Peydro (2019, s. 27, 28). W celu zachowania rentowności, banki rebalansują swój portfel przez zwiększenie podaży kredytów. Natomiast firmy z wysokimi aktywami obrotowymi powiązane z bankami oferującymi ujemne stopy procentowe, zwiększają swoje inwestycje w rzeczowe aktywa trwałe i wartości niematerialne i prawne oraz zmniejszają zasoby gotówki, aby uniknąć kosztów związanych ze stopami ujemnymi. Pozwala to rozszerzać działalność, co ma korzystny wpływ na gospodarkę realną. Takie interwencje banków, jak wskazują badania M. Bottero i in. (2019, s. 7), nie są zachowaniem polegającym na podejmowaniu nadmiernego ryzyka, ponieważ autorzy nie zaobserwowali (w analizowanym włoskim systemie bankowym), wzrostu *ex post* kredytów „zagrożonych”. C. Altavilla, M. Boucinha oraz J.L. Peydro (2018, s. 567) dodają, że przedłużający się okres niskich stóp procentowych ma co prawda negatywny wpływ na zyski banków, ale pojawiają się one dopiero w długim okresie i są równoważone przez poprawę warunków makroekonomicznych.

Według przytoczonych wniosków, transmisja monetarna nie ulega osłabieniu wraz z ustaleniem stopy procentowej na ujemnym poziomie, lecz działa inaczej. Taki mechanizm funkcjonuje podobnie do „luzowania ilościowego” biorąc pod uwagę, że towarzyszy mu przesunięcie w dół i jednoczesne spłaszczenie całej krzywej dochodowości (na skutek spadku dochodów z bezpieczniejszych aktywów oraz obniżenia oprocentowania kredytów), czego nie wywołują obniżki stóp procentowych na „dodatnim terytorium”. Jak wskazują badania, takie zjawisko wraz z przywróceniem zdolności do kierowania oczekiwaniami

<sup>19</sup> Dotyczy to zarówno banków o płynnej pozycji bilansowej (obliczanej jako stosunek posiadanych papierów wartościowych do aktywów), jak również o tzw. większej pozycji międzybankowej netto (szacowanej jako pożyczki międzybankowe pomniejszone o depozyty międzybankowe) (Bottero i in., 2019, s. 4).

<sup>20</sup> Bottero i in. (2019) dochodzą do tych wniosków, obserwując gospodarkę włoską.

<sup>21</sup> Podczas gdy rezerwy obowiązkowe są oprocentowane według stopy procentowej równej stopie podstawowych operacji refinansujących, nadwyżki rezerw utrzymywanych przez banki strefy euro były obciążone ujemną stopą depozytową od czerwca 2014 r. Dopiero w październiku 2019 r. EBC wprowadził dwustopniowy system oprocentowania nadwyżek rezerw, który wyłączył część nadwyżki z oprocentowania ujemnego (Bubeck i in., 2020, s. 207).

rynku udało się osiągnąć po wprowadzeniu ujemnej stopy procentowej przez EBC (Cœuré, 2017, s. 1; Bottero i in., 2019, s. 17).

Powyższe stoi w opozycji do powszechnego poglądu, że konwencjonalna polityka pieniężna staje się nieskuteczna, gdy stopy procentowe osiągną „zerową dolną granicę”. Polityka ujemnych stóp procentowych zapewnia dalszy bodziec dla gospodarki przez przywracanie równowagi aktywów (rebilansowanie) i zwiększoną podaż kredytów, a efekt ten staje się tym silniejszy, im stopy procentowe spadają coraz niżej (Altavilla i in., 2019, s. 27,28). Zjawisko to może pośrednio potwierdzać zamieszczona na Wykresie 4. dynamika kredytów w strefie euro, która po wprowadzeniu ujemnej stopy procentowej uległa zwiększeniu (była jednak stosunkowo niska w porównaniu z pierwszą dekadą). Biorąc pod uwagę sekularny trend niskich stóp procentowych na całym świecie w badanym okresie, a także brak możliwości jednoznacznej oceny kierunku oddziaływania takiej polityki na krótkookresowe wahania koniunkturalne, uzasadnione jest zweryfikowanie tego aspektu. Odpowiedź na pytanie, czy prowadzenie polityki pieniężnej w warunkach niskich i następnie ujemnych stóp procentowych zasadniczo zmienia efekty w ostatecznych kategoriach ekonomicznych, pozostaje kwestią empiryczną.

W drugiej dekadzie funkcjonowania strefy euro, w debacie ekonomicznej zgłaszano również wątpliwości w odniesieniu do sposobu realizacji „luzowania ilościowego”. Z perspektywy rozważań w niniejszej książce ważny podkreślenia jest fakt, że mogło to mieć znaczenie dla realizacji stabilizacyjnej funkcji polityki fiskalnej. A. Orphanides (2017, s. 10–16) zaznacza, że po kryzysie ekonomiczno-finansowym EBC przyjął nowe zasady kwalifikowalności obligacji skarbowych do operacji rynkowych i w swych decyzjach dotyczących bezpośredniego posiadania aktywów wybranych krajów, uwzględniał oceny prywatnych agencji ratingowych<sup>22</sup>. Działania te wiążą się z tzw. efektami dystrybucyjnymi polityki monetarnej EBC i w opinii A. Orphanidesa, przynosiły one korzyści wybranym członkom strefy euro. Popyt na aktywa tych krajów, uważane przez inwestorów za bezpieczne, był dzięki temu większy. Rezultaty tak realizowanej polityki wpływały na koszt finansowania długu publicznego, co z kolei miało znaczenie dla polityki fiskalnej<sup>23</sup>. Warto również zaznaczyć, że różnej reakcji krajowych rządów na podejmowanie działania monetarne EBC mogło towarzyszyć zróżnicowanie reakcji cen i produkcji, co w konsekwencji wpływało na heterogeniczność sald handlowych i nasilenie mechanizmu dywergencji (Hachula i in., 2016, s. 23).

Wobec powyższych rozważań, uzasadnione jest dokonanie próby oceny realizacji polityki monetarnej w dwóch podokresach badawczych, charakteryzujących się istotnie różnymi uwarunkowaniami. W dalszej części rozdziału weryfikacji podlega pierwsza hipoteza szczegółowa. Na początku jest analizowany stopień adekwatności jednolitej oficjalnej stopy procentowej dla poszczególnych krajów strefy euro (podrozdział 4.2). Następnie, w podrozdziale 4.3, zostaje poddane analizie nastawienie realnej stopy procentowej na poziomie poszczególnych krajów, które zostało uzupełnione o analizę nastawienia alternatywnego mechanizmu stabilizacyjnego w unii ekonomicznej i monetarnej — realnego efektywnego kursu walutowego. W dalszej części (podrozdział 4.4) badana jest siła i kierunek związku

<sup>22</sup> Przed kryzysem EBC stosował podział zysków i strat z takich operacji niemal proporcjonalnie do wielkości krajów, a dług publiczny był oceniany jednakowo (Orphanides, 2017, s. 10–16).

<sup>23</sup> Powyższa kwestia zostanie jeszcze poruszona w podrozdziale 5.1.

zmian krótkoterminowej stopy procentowej z wahaniami koniunkturalnymi całej strefy euro.

## 4.2. Ocena adekwatności jednolitej stopy procentowej

Istotą w ocenie realizacji jednolitej polityki monetarnej w strefie euro jest weryfikacja jej adekwatności w ujęciu cyklicznym i strukturalnym. Podstawą tej oceny może być oszacowanie „optymalnej” stopy procentowej dla badanych krajów za pomocą reguły Taylora, która uwzględnia zarówno sytuację cykliczną, jak i tempo wzrostu cen. Im niższa jest wartość bezwzględna różnicy między stopą podstawową EBC a stopą oszacowaną, tym polityka monetarna jest bardziej odpowiednia dla danej gospodarki<sup>24</sup> (Urbanowicz, 2015, s. 14).

Oszacowane stopy procentowe odniesiono do stopy podstawowych operacji refinansujących, która jest nominalnie ustalana przez władze monetarne (Tabela 5.). Pozwala to na precyzyjną ocenę nastawienia EBC. Stopa ta jest wykorzystywana w większości badań, gdyż uznaje się ją za najważniejszą w ocenie realizacji polityki pieniężnej (*policy rate*)<sup>25</sup>.

Średnia wartość bezwzględna z różnic dla wszystkich krajów członkowskich była wyższa w okresie od 1. kw. 2011 r. do 2. kw. 2019 r. W drugim podokresie badawczym względem pierwszego stopa procentowa była mniej odpowiednia dla siedmiu krajów (Austria, Belgia, Finlandia, Francja, Holandia, Niemcy, Włochy). Dla Grecji i Portugalii stopień adekwatności zmienił się stosunkowo niewiele, a w przypadku Hiszpanii, Irlandii i Luksemburga uległ poprawie. Analiza wariancji jednoczynnikowej (przeprowadzony test F na poziomie istotności 0,05) wykazała, że średnie wartości z dwóch podokresów badawczych były istotnie różne dla Austrii, Belgii, Francji, Grecji, Hiszpanii, Luksemburga i Niemiec<sup>26</sup>.

W celu precyzyjnego ujęcia zmian w czasie stopnia adekwatności oficjalnej stopy EBC, oszacowano średnie różnice w podziale na okresy trzyletnie. Analiza tych wartości sugeruje, że wspólna polityka monetarna była najbardziej odpowiednia w latach 2014–2016. Na podstawie danych zawartych w Tabeli 5. można jednak stwierdzić brak postępów w zwiększaniu adekwatności jednolitej oficjalnej stopy procentowej EBC, gdyż średnie trzyletnie na przemian rosną i maleją. Przedział od 1. kw. 2017 r. do 2. kw. 2019 r. charakteryzuje się ponadto najwyższym stopniem niedopasowania w całym podokresie badawczym dla większości krajów, w tym dla tzw. krajów rdzenia strefy euro (Austria, Belgia, Francja, Holandia, Irlandia, Niemcy, Portugalia, Włochy). W innych krajach stopień nieadekwatności również był stosunkowo wysoki (Finlandia, Hiszpania, Luksemburg). Niezmiennosc stopy podstawowych operacji refinansujących była więc niekorzystna dla warunków gospodarczych krajów strefy euro w ostatnich badanych latach.

<sup>24</sup> Badanie przeprowadzono przy zastosowaniu różnic bezwzględnych, ponieważ dla wyodrębnionych podokresów wykorzystano wartości średnie. Brak ich zastosowania mógł spowodować, że średnie różnice między stopą oficjalną EBC a stopą oszacowaną, byłyby wynikiem kompensujących się wartości dodatnich i ujemnych.

<sup>25</sup> Dane kwartalne na potrzeby badania uzyskano z uśrednienia danych dziennych.

<sup>26</sup> Wyniki przeprowadzonych testów są zamieszczone w aneksie.

Tabela 5.

Srednie wartości bezwzględne z różnic między stopą EBC a oszacowanymi stopami wynikającymi z reguły Taylora (wersja z luką produktową) (p.p.)

Kraj	1. kw. 1999–4. kw. 2007	1. kw. 2011–2. kw. 2019	1. kw. 1999–4. kw. 2001	1. kw. 2002–4. kw. 2004	1. kw. 2005–4. kw. 2007	1. kw. 2011–4. kw. 2013	1. kw. 2014–4. kw. 2016	1. kw. 2017–2. kw. 2019
Austria	1,30	3,22	0,95	1,28	1,67	3,62	2,01	4,03
Belgia	1,53	2,71	1,33	1,19	2,05	2,43	1,87	3,83
Finlandia	1,96	2,09	2,80	1,52	1,56	2,85	0,97	2,45
Francja	1,22	1,86	0,53	1,84	1,28	1,99	0,68	2,89
Grecja*	4,04	4,00	1,33	5,86	4,94	7,57	1,77	1,44
Hiszpania	4,43	2,19	3,37	4,96	4,94	1,21	0,86	4,50
Holandia	2,23	2,45	3,18	2,55	0,97	2,13	1,24	3,97
Irlandia	7,55	7,30	7,83	8,02	6,81	1,88	9,26	10,75
Luksemburg	5,21	3,82	4,56	5,16	5,91	3,89	2,52	5,06
Niemcy	0,64	2,81	0,78	0,56	0,59	2,85	1,74	3,83
Portugalia	2,23	2,17	2,14	2,93	1,62	2,00	1,30	3,21
Włochy	1,09	1,28	0,57	1,70	1,00	1,55	0,39	1,89
średnia	2,79	2,96	2,45	3,13	2,78	2,83	2,05	3,98

Uwagi:

\* Analiza rozpoczyna się od 1. kw. 2001 r. (faktyczna data przystąpienia do strefy euro).

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych Eurostat.

W celu potwierdzenia powyższych wyników, w regule Taylora wykorzystano również drugą miarę warunków cyklicznych gospodarki, a mianowicie komponent cykliczny tempa wzrostu realnego PKB. Wartości bezwzględne z różnic między stopą podstawowych operacji refinansujących a stopami estymowanymi zamieszczono w Tabeli 6.

W tym ujęciu średnia wartość bezwzględna z różnic między stopą EBC a stopami oszacowanymi dla poszczególnych krajów nieznacznie maleje w drugim podokresie badawczym (o 0,04 p.p.). Badanie na poziomie poszczególnych krajów wskazuje, że sytuacja pogorszyła się w Austrii, Belgii, Francji, Holandii i w Niemczech. W tym ujęciu analiza wariancji jednoczynnikowej (test F na poziomie istotności 0,05) wykazała, że średnie wartości z dwóch podokresów badawczych były istotnie różne dla Austrii, Belgii, Grecji, Hiszpanii, Luksemburga i Niemiec<sup>27</sup>.

Przebieg stopnia nieadekwatności stopy EBC z perspektywy okresów trzyletnich potwierdza, że ostatni badany przedział to czas charakteryzujący się najbardziej niedopasowanym poziomem stopy procentowej dla większości krajów (Austria, Belgia, Francja, Holandia, Irlandia, Niemcy, Portugalia). Potwierdzono więc, że „kraje rdzenia” strefy euro ponoszą w tym aspekcie pewne koszty.

<sup>27</sup> Wyniki przeprowadzonych testów są zamieszczone w aneksie.



Tabela 6.

Srednie wartości bezwzględne z różnic między stopą EBC a oszacowanymi stopami wynikającymi z reguły Taylora (wersja z komponentem cyklicznym tempa wzrostu realnego PKB) (p.p.)

Kraj	1. kw. 1999–4. kw. 2007	1. kw. 2011–2. kw. 2019	1. kw. 1999–4. kw. 2001	1. kw. 2002–4. kw. 2004	1. kw. 2005–4. kw. 2007	1. kw. 2011–4. kw. 2013	1. kw. 2014–4. kw. 2016	1. kw. 2017–2. kw. 2019
Austria	1,37	3,17	0,67	1,35	2,10	3,30	2,33	3,88
Belgia	1,60	2,72	1,08	1,41	2,31	2,37	2,03	3,75
Finlandia	2,13	1,99	2,48	1,56	2,33	2,77	1,18	2,04
Francja	1,33	1,89	0,65	1,86	1,49	2,02	0,78	2,86
Grecja*	4,92	3,27	1,38	5,85	5,38	7,56	1,17	1,08
Hiszpania	4,48	2,25	3,29	4,83	5,32	1,14	1,60	4,00
Holandia	2,28	2,43	2,82	2,39	1,62	1,98	1,63	3,70
Irlandia	7,59	6,90	7,57	8,13	7,07	0,50	9,80	10,40
Luksemburg	5,36	3,88	3,97	5,10	7,02	4,13	2,62	4,90
Niemcy	1,12	2,75	0,98	1,06	1,33	2,70	2,03	3,51
Portugalia	2,26	2,18	1,95	2,74	2,11	1,79	1,79	2,95
Włochy	1,18	1,00	0,73	1,67	1,13	1,25	0,23	1,54
średnia	2,91	2,87	2,30	3,16	3,27	2,63	2,27	3,72

Uwagi:

\* Analiza rozpoczyna się od 1. kw. 2001 r. (faktyczna data przystąpienia do strefy euro).

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych Eurostat.

Tendencje zmian w stopniu dopasowania polityki monetarnej są z reguły zgodne przy zastosowaniu obu metod (luka produktowa i komponent cykliczny tempa wzrostu realnego PKB). Kraje charakteryzują się bardzo zróżnicowaną tendencją zmian w badanym aspekcie. W kilku krajach można zaobserwować trend pogarszania stopnia adekwatności jednolitej stopy procentowej (Austria, Belgia, Francja, Niemcy). W Hiszpanii po względnie wysoce niedopasowanej stopie w pierwszych trzech podokresach, w kolejnych dwóch sytuacja poprawiła się i ponownie pogorszyła w ostatnim przedziale czasowym. Podobną tendencję zaobserwowano dla Luksemburga. W Holandii po stopniowym wzroście adekwatności jednolitej stopy procentowej w pierwszych trzech okresach i względnej stabilizacji w dwóch kolejnych sytuacja uległa istotnemu pogorszeniu. Stawka oprocentowania podstawowych operacji refinansujących była w Irlandii wysoce nieadekwatna z wyjątkiem lat 2011–2013. Uwarunkowania monetarne w Portugalii najpierw uległy pogorszeniu, następnie poprawie i stabilizacji, a w końcu ponownemu pogorszeniu. Stopień dopasowania stopy procentowej na przemian rósł i malał w Finlandii oraz Włoszech. Grecję charakteryzowała wyraźna nieadekwatność z wyjątkiem dwóch ostatnich podokresów.

Oceniając adekwatność jednolitej polityki monetarnej, należy podkreślić, że reguła Taylora nie uwzględnia aspektu narastającej niestabilności finansowej, która pojawiła się w strefie euro w drugiej dekadzie jej funkcjonowania. Tymczasem na skutek doświadczeń kryzysu

zadłużeniowego, EBC „zwrócił uwagę” również na to zjawisko. W takiej sytuacji może dochodzić do konfliktu celu i preferencji władz monetarnych. Innymi słowy polityka pieniężna może nie być optymalna z punktu widzenia polityki makroostrożnościowej, w którą został zaangażowany EBC, ponieważ cykl koniunkturalny nie jest zsynchronizowany z cyklem finansowym (Marszałek, 2009, s. 28; Urbanowicz, 2015, s. 7–9). Oficjalnie EBC nie reaguje na napięcia na rynkach finansowych i rosnące ceny aktywów, lecz w czasie kryzysu podejmował kroki mające na celu przywrócenie stabilności finansowej<sup>28</sup>. Co więcej, stopy oszacowane wg „prostej” reguły Taylora charakteryzują się dużymi wahaniami z okresu na okres. W rzeczywistości bank centralny nie może pozwolić sobie na takie zmiany, gdyż podważa to jego wiarygodność i źle wpływa na stabilność makroekonomiczną. Sam J. Taylor wskazywał, że w funkcjonowaniu gospodarki mogą zdarzyć się epizody (jak na przykład silny spadek realnego PKB podczas kryzysu ekonomiczno-finansowego), w których reguła może nie mieć zastosowania<sup>29</sup> (Grabia, 2019, s. 40–41). Oceniając politykę ponadnarodowego banku centralnego na podstawie reguły Taylora, należy zachować więc pewną wstrzeźliwość.

Na przestrzeni całego analizowanego okresu można jednak zaobserwować pewien wzrost nieadekwatności oficjalnej stopy EBC dla większości krajów lub co najmniej brak jednoznacznej poprawy sytuacji. Stopa jest szczególnie nieadekwatna w okresie od 1. kw. 2017 r. do 2. kw. 2019 r., co świadczy o tym, że utrzymywanie jej na rekordowo niskim poziomie nie sprzyjało krótkookresowym wahanom aktywności gospodarczej i inflacji. Z tej perspektywy można stwierdzić, że był to czas, który wymagał „normalizacji” polityki monetarnej, nie tylko w kwestii wygaszania „luzowania ilościowego”, lecz także stopniowego podwyższenia stopy procentowej (tym bardziej, że w 2019 r. EBC wyłączył część nadwyżek spod oprocentowania ujemnego). Na ten zabieg nie pozwalała jednak inflacja, która utrzymywała się wówczas względnie blisko celu inflacyjnego EBC. Niewykluczone, że gdyby nie pandemia, która zmusiła banki centralne na świecie do ponownej ekspansji monetarnej na początku 2020 r., EBC zintensyfikowałby proces „normalizacji” polityki pieniężnej (do czego niejednokrotnie nawiązywano w debacie ekonomicznej). Podwyżki stóp procentowych zostały w ostateczności rozpoczęte w wyniku następstw rosyjskiej agresji na Ukrainę i szoku cenowego.

Wobec uzyskanych wyników badań nasuwa się stwierdzenie, że strefa euro w drugiej dekadzie jej istnienia charakteryzowała się nasileniem występowania asynchronicznych wahań koniunktury lub rozbieżnością inflacji. Istotne znaczenie ma również zróżnicowany poziom stopy procentowej równowagi, która z kolei jest determinowana potencjalną dywergencją struktur gospodarek czy też różnym tempem wzrostu wydajności pracy i jednostkowych kosztów pracy. Pamiętając, że relacje między procesami monetarnymi a zmianami koniunktury i tempem wzrostu cen są dwustronne, można również stwierdzić, że zaobserwowana nieadekwatność to nie tylko skutek, ale również przyczyna tych rozbieżności, która

<sup>28</sup> Należy jednak zaznaczyć, że działania EBC w porównaniu z wieloma innymi bankami centralnymi na świecie były ukierunkowane głównie na zapewnienie płynności bankom, a nie rynkom finansowym. Wynika to z tego, że w strefie euro występuje tzw. bankowo-zorientowany system finansowy (tzw. kontynentalny, reński czy też niemiecko-japoński) (Polański, 2014, s. 78).

<sup>29</sup> Z tego względu w literaturze są proponowane modyfikacje reguły.

potęguje działanie mechanizmu dywergencji<sup>30</sup>. Synchronizacja cykli, zbieżność inflacji i struktur gospodarek będą poddane weryfikacji empirycznej w ostatnim rozdziale monografii. W kolejnej części zostanie poddane analizie nastawienie realnej stopy procentowej i realnego kursu walutowego.

### 4.3. Ocena nastawienia realnego kursu walutowego i realnej stopy procentowej w krajach strefy euro

W warunkach integracji ekonomicznej ważne jest funkcjonowanie dwóch przeciwstawnych kanałów stabilizacji makroekonomicznej: rynkowego kanału w postaci realnego kursu walutowego (kanału konkurencyjności, REER) oraz kanału realnych stóp procentowych (NBP, 2014, s. 18). Kluczowe znaczenie w ocenie funkcjonowania tych mechanizmów w krajach unii ekonomicznej i monetarnej ma diagnoza ich nastawienia względem warunków gospodarczych oraz odpowiedź na pytanie, czy mają one charakter anty- czy procykliczny.

W kontekście rozważań w niniejszej monografii należy przypomnieć, że jednym z zamierzeń wprowadzonych po kryzysie reform strukturalnych (dotyczących rynków pracy i produktów) oraz realizacji polityki spójności, było zwiększenie antycyklicznego oddziaływania kanału REER oraz obniżenie potencjalnego procyklicznego oddziaływania kanału realnej stopy procentowej (NBP, 2014, s. 17–20). Istotne jest więc zbadanie kształtowania się tych zmiennych w dwóch wyodrębnionych podokresach badawczych.

Analizę rozpoczyna próba określenia nastawienia mechanizmu alternatywnego do polityki stabilizacyjnej w strefie euro — kanału konkurencyjności<sup>31</sup>. Punktem wyjścia w ocenie kształtowania się REER może być analiza korelacji Pearsona. W Tabeli 7. zamieszczono wartości współczynnika między REER a oszacowaną przez autora w częstotliwości kwartalnej luką produktową.

Na podstawie wyników zamieszczonych w Tabeli 7. można stwierdzić, że w pierwszym podokresie badawczym narastaniu luki produktowej towarzyszyła z reguły deprecjacja REER (spadek wartości wskaźnika), która oznacza wzrost konkurencyjności na skutek spadku cen krajowych względem cen w pozostałych krajach. Aprecjacja REER (wzrost wartości wskaźnika), która odzwierciedla utratę konkurencyjności danego kraju w wyniku wzrostu cen krajowych w stosunku do cen zagranicznych, następowała głównie w czasie spadku luki produktowej. W drugim podokresie natomiast wśród krajów występuje większe zróżnicowanie pod tym względem (korelacje są zarówno dodatnie, ujemne oraz bliskie zera).

Współczynnik korelacji odzwierciedla siłę i kierunek zależności obu zmiennych niezależnie od tego, czy gospodarka znajdowała się w fazie korzystnej lub niekorzystnej koniunktury. Powyższa analiza nie pozwala więc na stwierdzenie czy kształtowanie się REER miało

<sup>30</sup> Problem dotyczący adekwatności jednolitej stopy procentowej zyskał jeszcze większe znaczenie na skutek narastania rozbieżności inflacji krajów strefy euro od 2021 r.

<sup>31</sup> Dane dotyczące REER deflowanego indeksem cen konsumpcyjnych w stosunku do 42 krajów przemysłowych pobrano z bazy danych Eurostatu. Szeregi oczyszczono z wahań przypadkowych metodą TRAMO/SEATS.

charakter pogłębiający lub też wygładzający lukę produktową. Aby kanał konkurencyjności działał antycyklicznie, musi nastąpić jego aprecjacja w warunkach powstania luki inflacyjnej (dodatniej luki produktowej) oraz deprecjacja w obliczu pogorszenia aktywności gospodarczej, a mianowicie w czasie luki recesyjnej (ujemna luka produktowa). Konieczne jest zatem pogłębienie analizy.

Tabela 7.

Korelacja między realnym efektywnym kursem walutowym a luką produktową w krajach strefy euro

Kraj	1. kw. 1999–4. kw. 2007	1. kw. 2011–2. kw. 2019
Austria	-0,65***	0,15
Belgia	-0,52***	-0,57***
Finlandia	-0,76***	-0,09
Francja	-0,63***	0,64***
Grecja	0,43**	-0,12
Hiszpania	-0,21	-0,26
Holandia	-0,85***	0,10
Irlandia	-0,14	-0,36**
Luksemburg	-0,34**	-0,04
Niemcy	-0,70***	0,41**
Portugalia	-0,60***	0,19
Włochy	-0,59***	0,01
średnia <sup>a</sup>	0,36	0,10

Uwagi:

\*\*\* — korelacje istotne statystycznie na poziomie istotności 0,01 \*\* — korelacje istotne statystycznie na poziomie istotności 0,05; \* — korelacje istotne statystycznie na poziomie istotności 0,1. Analiza w przypadku Grecji rozpoczyna się od 1. kw. 2001 r. (faktyczna data przystąpienia do strefy euro).

<sup>a</sup> Ze względu na to, że współczynniki korelacji z zasady nie są addytywne, w celu obliczenia średnich wartości zastosowano transformację Fishera.

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych Eurostat.

J. Borowiec (2012, s. 28–29), wykorzystując w swoim badaniu analizę zmian wskaźnika REER i luki produktowej, wskazuje, że zmiana REER jest antycykliczna, jeśli w warunkach dodatniej luki produktowej następuje aprecjacja kanału konkurencyjności. Ponadto kanał działa antycyklicznie, jeśli zmianie tej towarzyszy zmniejszenie odchylenia luki dodatniej. Natomiast w warunkach ujemnej luki, wskaźnik powinien deprecjonować i prowadzić do zmniejszenia jej odchylenia. Procykliczność zaś występuje wówczas, gdy w warunkach luki recesyjnej następuje aprecjacja REER lub w warunkach luki inflacyjnej — deprecjacja. Ujęcie to jest interesujące, gdyż „identyfikuje” kwartały, w których mógł nastąpić „faktyczny” rezultat aprecjacji lub deprecjacji REER.

Przyjmując powyższe założenia, w Tabeli 8. zamieszczono liczbę kwartałów charakteryzujących się „anty- lub procyklicznym efektem” zmiany REER dla dwóch wyodrębnionych podokresów badawczych. Dodatkowo oszacowano wskaźnik konkordancji, który jest rozumiany jako stosunek liczby kwartałów, charakteryzujących się daną cechą do liczby kwartałów całego przedziału czasowego<sup>32</sup> (Borowiec, 2017b, s. 10).

Uzyskane wyniki badania wskazują na pogorszenie oddziaływania realnego kursu walutowego jako automatycznego mechanizmu dostosowawczego w krajach strefy euro w drugim podokresie badawczym. Dla wszystkich krajów w latach 1999–2007 zaobserwowano 114 kwartałów z „antycyklicznym efektem” zmiany kanału konkurencyjności wobec 202 z „efektem procyklicznym”. Średnie wskaźniki konkordancji wyniosły kolejno 27% i 49%. Od początku 2011 r. do końca badanego okresu liczba kwartałów „antycyklicznych” wyniosła 85, a „procyklicznych” — 201. Średnie wskaźniki konkordancji to 21% i 51%. Dla kwartałów „antycyklicznych” wskaźnik więc spadł, a dla „procyklicznych” — wzrósł.

Zarówno w pierwszym, jak i drugim podokresie badawczym, częściej występowała aprecjacja realnego kursu walutowego niż jego deprecjacja (w latach 1999–2007 liczba okresów z aprecjacją i deprecjacją REER wynosiła kolejno 173 i 143, a w drugim podokresie 150 oraz 136). Zmiany antycykliczne miały miejsce zarówno w warunkach dodatniej i ujemnej luki produktowej, a zmiany z „efektem procyklicznym” dokonywały się częściej w warunkach luki recesyjnej (aprecjacja). Dotyczy to dwóch podokresów badawczych i może świadczyć o sztywności cen w dół w krajach strefy euro. Niska elastyczność cen powoduje, że reakcja REER na zmieniające się warunki koniunktury jest słaba lub dostosowanie następuje z pewnym opóźnieniem. Częstsza aprecjacja w drugim podokresie badawczym może być też w pewnym stopniu wynikiem realizowanej konsolidacji fiskalnej, szczególnie w krajach, gdzie podnoszone zostały podatki dochodowe od osób fizycznych i prawnych<sup>33</sup>. Warto też podkreślić, że zaobserwowana sytuacja, oprócz słabej elastyczności rynku, może wynikać z samej szybkości reakcji luki produktowej na zmiany REER.

Na podstawie przeprowadzonych badań trudno oczekiwać, aby skuteczna stabilizacja krótkookresowych wahań cyklicznych opierała się wyłącznie na kanale konkurencyjności, szczególnie przy uwzględnieniu istniejących barier ku dalszej poprawie tego mechanizmu. Przede wszystkim kraje unii ekonomicznej i monetarnej są pod tym względem dość zróżnicowane, co pokazują powyższe wyniki badań. Należy także wziąć pod uwagę, że współcześnie na rynkach, wszelkie instytucje mogą ograniczać realokację czynników produkcji oraz elastyczność cen i płac w dół w czasie niekorzystnej koniunktury. Nie jest kwestią oczywistą również to, jaki układ tych instytucji zagwarantuje optymalność dostosowań zatrudnienia i nie będzie wywierał negatywnego wpływu na rynek. Kanał realnego kursu walutowego

<sup>32</sup> Wartości wskaźnika konkordancji nie sumują się do 100%, ponieważ występowały również okresy, których (za: Borowiec, 2012, s. 28–29), nie interpretowano jako anty- lub procykliczne (aprecjacja REER, której towarzyszy przyrost dodatniej luki produktowej lub deprecjacja, której towarzyszy pogłębienie luki ujemnej).

<sup>33</sup> Zależność polega na tym, że wzrost PIT i CIT z jednej strony skutkuje zmniejszeniem do pracy i spadkiem podaży pracy, a z drugiej, spadkiem popytu na pracę i wzrostem kosztów krańcowych pracodawców. W związku z tym następuje wzrost cen krajowych i aprecjacja realnego kursu walutowego (Moździerz, 2018a, s. 57).

Tabela 8.

Liczba okresów charakteryzujących się „anty- i procyklicznym efektem” zmiany REER oraz wskaźniki konkordancji (%)

Kraj	Austria		Belgia		Finlandia		Francja		Grecja		Hiszpania		Holandia		Irlandia		Luksemburg		Niemcy		Portugalia		Włochy	
	1.kw. 1999– 2007	2.kw. 2001– 2007	1.kw. 1999– 2007	2.kw. 2001– 2007	1.kw. 1999– 2007	2.kw. 2001– 2007	1.kw. 1999– 2007	2.kw. 2001– 2007	1.kw. 1999– 2007	2.kw. 2001– 2007	1.kw. 1999– 2007	2.kw. 2001– 2007	1.kw. 1999– 2007	2.kw. 2001– 2007	1.kw. 1999– 2007	2.kw. 2001– 2007	1.kw. 1999– 2007	2.kw. 2001– 2007	1.kw. 1999– 2007	2.kw. 2001– 2007	1.kw. 1999– 2007	2.kw. 2001– 2007	1.kw. 1999– 2007	2.kw. 2001– 2007
Dodatnia luka	5	1	4	4	5	3	6	2	0	3	5	4	6	4	10	4	5	6	3	3	3	4	8	3
Procykliczny efekt REER	10	7	8	8	8	8	8	7	4	7	4	8	8	6	9	10	9	4	9	9	8	8	4	10
Ujemna luka produktowa	7	3	5	3	6	4	2	3	3	3	5	5	6	7	2	3	1	2	6	2	4	6	7	3
Wskaznik konkordancji (antycykliczny)	8	10	11	8	9	9	9	10	9	10	10	6	8	9	10	8	13	11	7	9	10	10	9	9
Wskaznik konkordancji (procykliczny)	34	12	26	21	31	21	23	15	11	18	29	27	34	33	34	21	17	24	26	15	20	30	43	18
Wskaznik konkordancji (procykliczny)	51	52	54	48	49	52	49	52	48	52	40	42	46	45	54	55	63	45	46	55	51	55	37	58

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych Eurostat.

może być więc osłabiany (szczególnie w krajach o niskiej otwartości gospodarek). Co więcej, w literaturze przedmiotu istnieją opinie, że reformy kładące nacisk na zwiększenie np. elastyczności płac i cen nie są optymalnym rozwiązaniem w warunkach strefy euro. Z ekonomicznego punktu widzenia elastyczność jest rozwiązaniem. Z punktu widzenia społecznego i politycznego, elastyczność może stać się źródłem problemów i rosnących napięć<sup>34</sup>.

Ostrożność w wyciąganiu jednoznacznych wniosków z badań dotyczących kształtowania się REER jest podparta wieloma czynnikami, które decydują o tendencji zmian tego wskaźnika. Jest to przede wszystkim szybkość i siła reakcji koniunktury na aprecjację lub deprecjację REER, kurs euro względem krajów trzecich, struktura handlu w ramach strefy euro oraz z krajami spoza tego ugrupowania, a także możliwość oparcia oceny kształtowania się REER na innym deflatorze (np. jednostkowych kosztach pracy).

W obliczu powyższych wyników należy przybliżyć kształtowanie się przeciwstawnego mechanizmu stabilizacyjnego w krajach unii ekonomicznej i monetarnej — kanału realnych stóp procentowych, którego to potencjalna procykliczność powinna maleć w miarę zacieśnienia procesów integracyjnych.

Wartości realnych stóp procentowych w ujęciu *ex post* można uzyskać przez pomniejszenie nominalnej stopy procentowej o wartość inflacji danego kraju (Krugman, Wells, 2012, s. 110; Michałek, A., 2012, s. 166). Stopy realne w ujęciu *ex post* dla każdego badanego członka strefy euro oszacowano przy wykorzystaniu kwartalnych wartości krótkoterminowej stopy rynku pieniężnego (EURIBOR) oraz zharmonizowanego indeksu cen konsumpcyjnych (HICP). Za warunki gospodarcze przyjęto wartości oszacowanych luk

---

<sup>34</sup> Generalnie reformy mające na celu uelastycznienie płac i cen oraz zwiększenie mobilności czynników produkcji nie cieszą się popularnością wśród społeczeństwa. Takie działania wymagają silnej woli i determinacji politycznej. Polityka propodażowa może napotykać bariery, które mogą okazać się „nie do pokonania”. Jest to m. in. działalność związków zawodowych, restrykcyjne prawo pracy, bariery społeczne i polityczne, możliwości strajków lub działalność grup interesów gospodarczych przeciwko deregulacji rynku (Bukowski, 2007a, s. 105). P. De Grauwe oraz J. Yuemei (2016 s. 139) zaznaczają, że wiele podmiotów dotkniętych reformami strukturalnymi sprzeciwia się im i poszukuje alternatyw, które opierają się na innych sposobach rozwiązania problemu, m. in. na wyjściu ze strefy euro. Większa elastyczność to bowiem obniżki płac, mniejsze zasiłki dla bezrobotnych lub niższe płace minimalne. Propagowanie elastyczności jako sposobu rozwiązania problemów strefy euro generuje ryzyko wzrostu liczby sceptyków unii monetarnej, które w miarę upływu czasu doprowadzą do rosnącego impulsu politycznego sprzyjającego wyjściu z tego ugrupowania. T. Monacelli (2016, s. 167–170) zaznacza, że w sytuacji, gdy płace i ceny w gospodarce są elastyczne, są również bardziej niestabilne, co jest kosztem. Z drugiej strony, stabilniejsze jest zatrudnienie, co oznacza korzyść. Czynnikiem, który decyduje o przewadze korzyści nad kosztami jest zdolność polityki pieniężnej do zarządzania zregulowanym popytem. Im jest ona większa, tym większe są korzyści w zakresie stabilizacji zatrudnienia w stosunku do kosztów zmienności płac i cen. W europejskiej unii ekonomicznej i monetarnej polityka pieniężna nie reaguje jednak na wstrząsy asymetryczne. Wobec tego nacisk na większą elastyczność może spowodować niemal wyłącznie ich niestabilność, przy ograniczonych korzyściach w zakresie stabilizacji zatrudnienia. T. Monacelli podkreślił więc, że reformy rynku pracy wdrożone po kryzysie w krajach „peryferyjnych” strefy euro, bez wsparcia odpowiedniej polityki zarządzania popytem, mogły przynieść efekt przeciwny do zamierzonego. Ponadto reformy te, chociaż były krokami we właściwym kierunku, posiadały tę samą wadę, która wpłynęła na formę realizacji polityki fiskalnej w strefie euro — brak dostatecznej koordynacji.



produktowych. Podobnie jak w przypadku kanału REER, punktem wyjścia jest analiza współczynnika korelacji (Tabela 9.).

Wartości oszacowanych współczynników korelacji sugerują antycykliczne kształtowanie się realnych stóp procentowych badanych krajów w latach 1999–2007 (wzrost stopy realnej w obliczy narastania luki produktowej). Wynika to z faktu, że w pierwszym podokresie EBC miał szeroki wachlarz i możliwości realizacji konwencjonalnej polityki monetarnej. Jak przedstawiono w podrozdziale 4.1, EBC dokonywał zarówno podwyżek, jak i obniżek stóp procentowych w zależności od sytuacji gospodarczej. W drugim podokresie badawczym natomiast władze monetarne tylko w 2. kwartale 2011 r. podniosły stopy procentowe, po czym do końca okresu badawczego nastąpiła seria obniżek do historycznie niskich poziomów. Współczynnik korelacji dla tego przedziału czasowego wskazuje na procykliczne zmiany realnych stóp procentowych. Obserwacja ta potwierdza spore trudności w realizacji jednolitej polityki monetarnej w krajach strefy euro oraz potencjalną desynchronizację wahań cyklicznych i dywergencję inflacji.

Tabela 9.

Korelacja między realną stopą procentową a luką produktową w krajach strefy euro

Kraj	1. kw. 1999–4. kw. 2007	1. kw. 2011–2. kw. 2019
Austria	0,76***	-0,72***
Belgia	0,48***	-0,54***
Finlandia	0,33**	-0,42**
Francja	0,67***	-0,46***
Grecja	0,17	-0,35**
Hiszpania	0,71***	-0,24
Holandia	0,08	-0,08
Irlandia	0,31*	0,14
Luksemburg	0,63***	0,27
Niemcy	0,76***	-0,38**
Portugalia	0,41**	-0,52***
Włochy	0,71***	-0,31*
średnia <sup>a</sup>	0,33	0,17

Uwagi:

\*\*\* — korelacje istotne statystycznie na poziomie istotności 0,01; \*\* — korelacje istotne statystycznie na poziomie istotności 0,05; \* — korelacje istotne statystycznie na poziomie istotności 0,1. Analiza w przypadku Grecji rozpoczyna się od 1 kw. 2001 r. (faktyczna data przystąpienia do strefy euro).

<sup>a</sup> Ze względu na to, że współczynniki korelacji z zasady nie są addytywne, w celu obliczenia średnich wartości zastosowano transformację Fishera.

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych Eurostat.

Analiza korelacji nie jest jednak właściwym sposobem na definitywną ocenę czy kanał realnej stopy procentowej oddziaływał procyklicznie na poszczególne kraje strefy euro. Po pierwsze, korelacja nie uwzględnia, czy podwyżka następowała w warunkach luki inflacyjnej czy recesyjnej. Po drugie, przyjęto założenie, że bieżąca stopa inflacji w danym kraju przekłada się na oczekiwania inflacyjne. Poziom realnej stopy procentowej nie jest jednak zmienną obserwowalną w bieżącym momencie. Podmioty gospodarcze podejmują decyzje o rozpoczęciu lub wstrzymaniu działalności inwestycyjnej w oparciu o zakotwiczone oczekiwania dotyczące przyszłej wartości inflacji, a co za tym idzie — poziomu realnej stopy procentowej. Po trzecie, należy pamiętać, że po przystąpieniu państwa do wspólnego obszaru walutowego, następuje zmiana kanału realnej stopy procentowej. Determinantem poziomu stopy realnej nie jest już tylko luka produktowa i inflacja w danym kraju (oraz oczekiwania co do niej), lecz również inflacja w całej strefie euro. Jak wskazują bowiem C.J.M. Kool oraz I.J.M. Arnold (2003, s. 62), w unii monetarnej różnice w realnych stopach procentowych są spowodowane regionalnymi różnicami w inflacji, a nie różnicami w odsetkach nominalnych. Procykliczne efekty tego mechanizmu występują, gdy w danym kraju inflacja wynosi więcej niż średnio dla całej unii. Prowadzi to do niższej realnej stopy procentowej, co w konsekwencji może prowadzić do nadmiernego wzrostu produkcji ponad poziom potencjalny. Analogiczna sytuacja występuje, gdy inflacja w danym kraju jest niższa niż przeciętnie w całym ugrupowaniu. Stopa realna jest wtedy stosunkowo wyższa, co prowadzi do „dławienia” inwestycji i wzrostu gospodarczego (Walters, 1990, s. 14; Arnold, Kool, 2003, s. 62; NBP, 2009, s. 182–183; Rogut, 2012, s. 212; NBP, 2014, s. 18).

Wobec powyższego, w Tabeli 10. przedstawiono liczbę kwartałów, w których kanał realnej stopy procentowej mógł oddziaływać procyklicznie na gospodarkę danego kraju. Przyjęto założenie, że oddziaływanie miało charakter destabilizujący, jeśli w warunkach dodatniej luki produktowej inflacja w danym kraju była wyższa (niższa realna stopa procentowa) niż jej średni poziom dla całej strefy euro lub w warunkach ujemnej luki produktowej inflacja w danym kraju była niższa (wyższa realna stopa procentowa) niż poziom przeciętny.

Poprawę sytuacji, tj. zmniejszenie wskaźnika konkordancji dla możliwego procyklicznego oddziaływania kanału realnej stopy procentowej, odnotowano jedynie dla Finlandii, Holandii, Irlandii, Luksemburga i Niemiec. Pogorszenie sytuacji (z wyjątkiem Austrii) nastąpiło w pozostałych krajach. Członkowie unii ekonomicznej i monetarnej są zróżnicowani pod względem analizowanego zjawiska. W tzw. krajach PIIGS (bez Włoch) w pierwszym podokresie badawczym kanał realnej stopy procentowej miał procykliczny charakter głównie w warunkach dodatniej luki produktowej, co prowadziło do „przegrzania” koniunktury. W krajach „rdzenia” natomiast (Austria, Belgia, Finlandia, Francja, Niemcy) kanał mógł działać destabilizująco przeważnie w warunkach luki recesyjnej, co sprzyjałoby tłumieniu aktywności gospodarczej. W drugim podokresie badawczym sytuacja w krajach „peryferyjnych” nieco się odwróciła, gdyż inflacja z reguły była niższa od średniego poziomu w strefie euro. Stan ten implikował potrzebę wsparcia fiskalnego. W krajach stanowiących „trzon” unii tendencja również się zmieniła, ale w znacznie mniejszej skali (w największym stopniu w Belgii i Niemczech). Zmiany na szczęblu poszczególnych krajów członkowskich nie miały większego znaczenia z perspektywy całego ugrupowania. Średni wskaźnik konkordancji dla pierwszego i drugiego podokresu badawczego wyniósł kolejno 46 i 45%.

Tabela 10.

Liczba okresów charakteryzujących się anty- i procyklicznością kanału realnej stopy procentowej oraz wskaźniki konkordancji (%)

Kraj	Okres	Procykliczny charakter kanału realnej stopy procentowej		Wskaźnik konkordancji (procykliczny charakter)
		Dodatnia luka produktowa	Ujemna luka produktowa	
Austria	1. kw. 1999–4. kw. 2007	0	16	44
	1. kw. 2011–2. kw. 2019	0	15	44
Belgia	1. kw. 1999–4. kw. 2007	0	15	42
	1. kw. 2011–2. kw. 2019	22	5	79
Finlandia	1. kw. 1999–4. kw. 2007	3	21	67
	1. kw. 2011–2. kw. 2019	5	4	26
Francja	1. kw. 1999–4. kw. 2007	0	12	33
	1. kw. 2011–2. kw. 2019	5	11	47
Grecja	1. kw. 1999–4. kw. 2007	13	0	46
	1. kw. 2011–2. kw. 2019	2	18	58
Hiszpania	1. kw. 1999–4. kw. 2007	15	0	42
	1. kw. 2011–2. kw. 2019	11	8	56
Holandia	1. kw. 1999–4. kw. 2007	10	14	67
	1. kw. 2011–2. kw. 2019	8	4	35
Irlandia	1. kw. 1999–4. kw. 2007	19	1	56
	1. kw. 2011–2. kw. 2019	0	15	44
Luksemburg	1. kw. 1999–4. kw. 2007	10	4	39
	1. kw. 2011–2. kw. 2019	9	2	32
Niemcy	1. kw. 1999–4. kw. 2007	2	16	50
	1. kw. 2011–2. kw. 2019	11	1	35
Portugalia	1. kw. 1999–4. kw. 2007	12	3	42
	1. kw. 2011–2. kw. 2019	6	9	44
Włochy	1. kw. 1999–4. kw. 2007	1	7	22
	1. kw. 2011–2. kw. 2019	3	10	38

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych Eurostat.

Powyższa analiza również nie jest wolna od niedoskonałości. Pokazuje tylko warunki, które sprzyjały oddziaływaniu realnej stopy procentowej w sposób procykliczny. Co więcej, badanie przeprowadzono dla niezmiennego składu strefy euro. Oprócz tego ważna jest również bezwzględna różnica (skala odchylenia) między inflacją w danym kraju, a średnim poziomem w strefie euro. Na przykład Irlandia, która jest określana jako jeden z naj-

bardziej poszkodowanych krajów w wyniku procyklicznego oddziaływania kanału realnej stopy procentowej przed kryzysem, wcale nie charakteryzuje się najwyższym wskaźnikiem konkordancji w pierwszym podokresie badawczym. Różnica między inflacją w tym kraju a inflacją w strefie euro przez wiele kwartałów była jednak największa spośród wszystkich członków ugrupowania. Ponadto tempo wzrostu cen, aż w 31 na 36 okresów, przewyższało średni poziom dla strefy euro niezależnie od tego, czy występowała luka inflacyjna czy recesyjna.

Wobec powyższych wniosków, uzupełnieniem oceny nastawienia kanału realnej stopy procentowej powinna być analiza zbieżności inflacji. Należy mieć na uwadze, że nawet w obliczu silnej konwergencji tempa wzrostu cen, w rzeczywistości nigdy nie wystąpi ich całkowite zrównanie. Skala procyklicznego działania realnej stopy procentowej, a zarazem mechanizmu dywergencji w strefie euro, może być wtedy jednak mniejsza<sup>35</sup>.

#### 4.4. Transmisja monetarna a wahania koniunkturalne w strefie euro

Uzupełnieniem dotychczasowych rozważań jest badanie dotyczące transmisji polityki monetarnej. W literaturze dominuje pogląd, że w drugiej dekadzie funkcjonowania strefy euro, obniżanie stopy procentowej miało niewielki wpływ na sferę realną, a nawet mogło prowadzić do skutków odwrotnych od zamierzonych. Wynika to z „granicznego poziomu” stopy procentowej, po przekroczeniu którego zmniejsza się poziom udzielanych kredytów (Eggertsson i in., 2017; Brunnermeier, Koby, 2018). Istnieją również przeciwstawne opinie, że problem zerowej granicy nie istnieje, a mechanizm transmisji monetarnej nie ulega istotnemu ograniczeniu, lecz działa inaczej. Badania wskazują, że banki w strefie euro, w celu zrekompensowania strat finansowych, dokonywały równoważenia swoich portfeli przez zastąpienie płynnych i bezpiecznych aktywów pozycjami generującymi wyższy dochód (np. kredyty). Konwencjonalna polityka monetarna może być więc nadal skuteczna (Altavilla i in., 2018; Altavilla i in., 2019; Bottero i in., 2019; Demiralp i in., 2019).

Ciekawym porównaniem i punktem wyjścia w próbie weryfikacji powyższego zagadnienia może być zestawienie kształtowania się funkcji reakcji zmian produkcji na impuls spowodowany zmianą stopy procentowej w dwóch wyodrębnionych w pracy podokresach badawczych. Pierwszy podokres to czas „normalnych” warunków realizacji polityki pieniężnej, natomiast drugi charakteryzuje się specyficznymi uwarunkowaniami, w których stopa procentowa po początkowej podwyżce była stopniowo obniżana do poziomów poniżej zera. W celu porównania transmisji polityki monetarnej oszacowano więc dwa modele VAR<sup>36</sup>.

<sup>35</sup> Badanie stopnia zbieżności inflacji zawarte jest w podrozdziale 6.2.

<sup>36</sup> Należy pamiętać, że poczynione założenia w modelach pomijają pewne związki przyczynowo-skutkowe występujące w rzeczywistości gospodarczej. Badanie koncentruje się bowiem na ostatecznej kategorii ekonomicznej, jaką jest realny PKB. Ze względu na wielość czynników wpływających na mechanizm transmisji monetarnej oraz możliwe różnice w jego wewnętrznym przebiegu w dwóch wyodrębnionych podokresach badawczych, jednoznaczna ocena w tym aspekcie jest zadaniem niezwykle trudnym. Ponadto przeprowadzone badanie nie weryfikuje *stricto*, czy wprowadzanie stóp procentowych na poziom ujemny wpływa na koniunkturę (drugi podokres badawczy obejmuje czas, w którym stopa była zarówno dodatnia i ujemna), lecz ma na celu porównanie transmisji monetarnej

Zgodnie z uzasadnieniem procedury badawczej, zamieszczonym w rozdziale metodycznym, pierwszy model (Model I) objął okres od 1. kw. 1999 r. do 4. kw. 2007 r., a drugi (Model II) — od 1. kw. 2011 r. do 4. kw. 2017 r. Analizę przeprowadzono dla gospodarki całej strefy euro, a nie pojedynczych krajów, gdyż na tej podstawie efekty transmisji monetarnej można ocenić całościowo (EBC reaguje na zmienne makroekonomiczne całego ugrupowania)<sup>37</sup>.

Wstępne badanie zależności komponentu cyklicznego dynamiki realnego PKB od zmian stopy procentowej rynku międzybankowego zostało przeprowadzone za pomocą testu przyczynowości Grangera. W analizie wykorzystano test F<sup>38</sup>. Wyniki przedstawiono w Tabeli 11.

Tabela 11.

Wyniki testu na przyczynowość w sensie Grangera dla Modelu I i II

Model	Statystyka testu	Wartość p
I	2,1776	0,1343
II	1,2524	0,3063

Źródło: opracowanie własne za pomocą pakietu GRETLL.

Na podstawie przeprowadzonego testu można stwierdzić, że zmiany stopy procentowej nie były przyczyną zmian kształtowania się komponentu cyklicznego realnego PKB zarówno w pierwszym, jak i drugim podokresie badawczym. Jest to dość zaskakujący wynik, szczególnie dla pierwszego podokresu. Przyjmując jednak większy poziom istotności, (0,15) można stwierdzić, że jedynie w pierwszym modelu zmiany stopy procentowej wpływały na zmienną objaśnianą.

Kolejny etap badania to analiza funkcji odpowiedzi na impuls. Ze względu na wyniki testu Grangera, analizę tę należy traktować z pewną dozą ostrożności. Na Wykresie 5. przedstawiono reakcję komponentu cyklicznego tempa wzrostu PKB na zmiany stopy procentowej. Na osi odciętych zamieszczony jest czas oddziaływania impulsu, a na osi rzędnych wielkość reakcji.

W pierwszym podokresie badawczym, po zmianie (wzroście) stopy procentowej początkowo obserwuje się przyspieszenie tempa wzrostu gospodarczego. Zjawisko to, które jest sprzeczne z teorią, ekonomiści nazywają *output puzzle*<sup>39</sup> (Waszkowski, 2012, s. 32; Brózn-

---

w dwóch skrajnie odmiennych uwarunkowaniach monetarnych, oraz czy, jak twierdzą M.K. Brunnermeier i Y. Koby (2018), obniżenie stopy procentowej poniżej pewnego poziomu wywołuje skutek odwrotny od zamierzonego.

<sup>37</sup> Poza tym zaskoczeniem nie jest to, że wpływ jednolitej polityki monetarnej na poszczególne kraje strefy euro jest w pewnym stopniu zróżnicowany, co pośrednio potwierdza przeprowadzona w podrozdziale 4.2 analiza stopnia nieadekwatności jednolitej stopy procentowej.

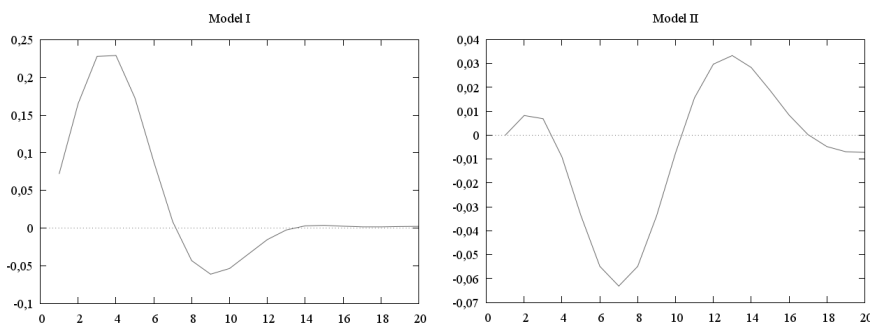
<sup>38</sup> Wartości p mniejsze od przyjętego poziomu istotności (0,05) świadczą o występowaniu przyczynowości w sensie Grangera (Hamulczuk i in., 2012, s. 55).

<sup>39</sup> Zaobserwowane zjawisko jest tłumaczone silniejszym wpływem szoków podaży niż popytowych na produkcję i nie jest wyjątkiem wśród innych opracowań, dotyczących analizy wpływu

da-Wilamek, 2013, s. 223). Maksymalny wpływ zmiany stopy procentowej na zmiany komponentu cyklicznego, zgodny z teorią ekonomii, został zaobserwowany po około dziewięciu kwartałach. W następnych okresach jest widoczne wygasanie impulsu.

Wykres 5.

Funkcje odpowiedzi na impuls komponentu cyklicznego tempa wzrostu realnego PKB w Modelu I i II



Źródło: opracowanie własne za pomocą pakietu GRETTL.

W drugim podokresie badawczym, funkcja reakcji na impuls ma mniej łagodny przebieg, a „zaburzenie” nie jest wygaszane w przyjętym horyzoncie czasowym. W oparciu o przeprowadzony test Grangera można stwierdzić, że komponent cykliczny dynamiki realnego PKB kształtował się w strefie euro niezależnie od zmian stopy procentowej rynku międzybankowego. Maksymalne obniżenie tempa wzrostu występuje w siódmym kwartale. Odmienny kierunek oddziaływania jest obserwowany po dziesiątym okresie, a w siedemnastym kwartale tempo wzrostu ponownie spada.

Obserwacje te pozwalają przypuszczać, że w drugim podokresie badawczym, zmiany stopy procentowej (na obszarach bliskich zera oraz jej wprowadzenie na poziom ujemny) miały mniejsze przełożenie na zmiany komponentu cyklicznego strefy euro. Z przeprowadzonej analizy nie można jednak wyciągać jednoznacznych wniosków. Utrudnieniem w interpretacji jest fakt, że szereg czasowy jest stosunkowo krótki i obejmuje czas realizacji polityki monetarnej zarówno w warunkach dodatniej, jak i ujemnej stopy procentowej. Ponadto wprowadzenie stopy ujemnej i jej dalsze obniżenie następowało równolegle z ogłoszeniem przez EBC innych niestandardowych środków polityki pieniężnej. Pierwsza redukcja do ujemnego poziomu w czerwcu 2014 r. zbiegła się z ogłoszeniem pierwszej fali TLTRO. Kolejne obniżenie (do  $-0,2\%$ ) we wrześniu 2014 r., nastąpiło wraz z ogłoszeniem programu skupu papierów wartościowych zabezpieczonych aktywami (ABSPP) oraz trzeciego programu skupu listów zastawnych (CBPPIII). Obniżki stóp procentowych z grudnia 2015 r. oraz marca 2016 r. zbiegły się w czasie z przedłużeniem rozszerzonego programu skupu aktywów (APP), który rozpoczął się w marcu 2015 r. i był powszechnie oczekiwany przez

stopy procentowej na zmiany PKB za pomocą modeli VAR. Wygenerowany przebieg funkcji reakcji produkcji na impuls zmiany stopy procentowej jest zgodny z innymi tego typu analizami w literaturze przedmiotu (Waszkowski, 2012; Brózda-Wilamek, 2013; Bednarczyk, Misztal, 2016; Bukowski, Bukowska, 2017).

rynki finansowe już we wrześniu 2014 r. Ta zbieżność różnych aspektów miała kluczowy wpływ na decyzje i zachowania banków (na przykład wdrożenie APP sprzyjało zmianom w portfelach, a dostępność TLTRO była zachętą do nabywania aktywów). Ponadto transmisja obniżek stopy depozytowej na stopę rynku pieniężnego (wykorzystanej w badaniu) trwała dłużej (Demiralp i in., 2019, s. 10, 15). Wobec powyższych aspektów, badanie należy traktować jako punkt wyjścia do dalszych analiz dotyczących oddziaływania niskiej i ujemnej stopy procentowej na sferę realną. Weryfikacja tego zagadnienia ma znaczenie nie tylko w charakterze *ex post*, lecz również *ex ante*.

Przeprowadzone badania w całym niniejszym rozdziale pozwalają na pozytywną weryfikację pierwszej hipotezy szczegółowej, w myśl której realizacja polityki monetarnej w warunkach funkcjonowania strefy euro nie była optymalna z perspektywy krótkookresowych wahań koniunkturalnych, gdyż jednolita stopa procentowa stawała się coraz bardziej nieodpowiednia dla poszczególnych gospodarek strefy euro. Zaobserwowana sytuacja mogła więc sprzyjać nasileniu mechanizmu dywergencji<sup>40</sup>. Empiryczna próba identyfikacji efektów tego mechanizmu z perspektywy kryteriów optymalnego obszaru walutowego zostanie podjęta w ostatnim rozdziale monografii. Upřednio jednak konieczna jest ocena realizacji stabilizacyjnej funkcji polityk fiskalnych w warunkach integracji europejskiej.

---

<sup>40</sup> Mimo że okres badawczy kończy się na 2019 r., należy wspomnieć o wydarzeniach kolejnych lat, które istotnie zmieniły uwarunkowania realizacji polityki pieniężnej na świecie. Po zniesieniu *lockdownów* w wyniku wygasającego zagrożenia COVID-19 sądzono, że wzrost cen energii na rynkach jest zjawiskiem tymczasowym, ponieważ wiąże się on z odroczonego popytem. Jeszcze w drugiej połowie 2021 r., największe banki centralne świata zwlekały z podwyżkami stóp procentowych, tolerując wzrost cen przekraczający ich cele inflacyjne. Zmiana nastawienia była stopniowo obserwowana na przełomie 2021 i 2022 r., a atak Rosji na Ukrainę był czynnikiem, który utrwalił wzrost cen surowców na światowych rynkach. „Popandemiczne” odbicie konsumpcji wraz z nowymi podażowymi czynnikami inflacyjnymi spowodowało, że znacznie wzrosło ryzyko trwałego „odkotwiczenia” oczekiwań inflacyjnych. Okoliczności te wywarły silną presję na zmianę dotychczasowego stanowiska banków centralnych i w ostateczności spowodowały rozpoczęcie cyklu zdecydowanego zacieśnienia polityki monetarnej w wielu krajach. Warto zauważyć, że w tym okresie sytuacja była na tyle nieprzewidywalna, iż Prezes EBC, Christine Lagarde, po pierwszej od ponad dekady podwyżce stóp procentowych w lipcu 2022 r., stwierdziła, że od następnego posiedzenia (wrzesień 2022) *forward guidance* „nie obowiązuje”, a decyzje będą podejmowane na podstawie bieżących danych makroekonomicznych. Samo zacieśnianie warunków monetarnych w strefie euro generowało też nowe zagrożenie — mianowicie odnowienie kryzysu zadłużeniowego. Podniesienie stóp procentowych i wycofywanie takich programów jak APP, TLTROIII oraz PEPP odnowił niepokój związany z kosztem obsługi zadłużenia, zmniejszeniem bilansu EBC i ograniczeniem wsparcia rynku obligacji. Wobec tego ryzyka w lipcu 2022 r. EBC przygotował kolejne niekonwencjonalne narzędzie, mające zapobiec fragmentacji strefy euro i potencjalnemu kryzysowi zadłużenia. Instrument Ochrony Transmisji (*Transmission Protection Instrument* — TPI) ma sprzyjać zmniejszeniu zróżnicowania rentowności obligacji pomiędzy krajami „rdzenia” i krajami południa. W momencie oddawania niniejszej monografii do druku (czerwiec 2023), cykl zacieśniania polityki monetarnej w strefie euro nie został zakończony.





## 5. Realizacja polityki fiskalnej w krajach europejskiej unii ekonomicznej i monetarnej

### 5.1. Wstępna charakterystyka sytuacji fiskalnej krajów strefy euro i dylematy realizacji polityki antycyklicznej

Realizacja polityki antycyklicznej wymaga odpowiedniej przestrzeni fiskalnej w warunkach niekorzystnej koniunktury oraz konsolidacji w obliczu wystąpienia luki inflacyjnej. Jak zaprezentowano w podrozdziale 2.5, takiej sytuacji miał sprzyjać nowy system nadzoru budżetowego wprowadzany od 2011 r. Dokonanie próby oceny wdrożonych zmian musi zostać poprzedzone przedstawieniem sytuacji fiskalnej krajów w strefie euro w całym okresie badawczym oraz jej zmian w czasie. Pozwoli to na precyzyjne zidentyfikowanie problemów i dylematów realizacji polityki antycyklicznej w drugim podokresie badawczym, w zestawieniu z szeregiem wątpliwości co do wprowadzonych reform zgłaszanych w literaturze przedmiotu.

Punktem wyjścia w ocenie sytuacji fiskalnej krajów strefy euro może być analiza podstawowych wskaźników makroekonomicznych uwzględnionych w traktacie z Maastricht, a więc salda budżetowego oraz zadłużenia sektora publicznego (instytucji rządowych i samorządowych — *general government*) w % PKB. Podczas budowy strefy euro za kluczowe kryterium uznano saldo budżetu, co znalazło potwierdzenie w zapisach PSW i zasadach wszczynania PND. W Tabeli 12. zamieszczono wartości salda budżetowego w relacji do PKB badanych krajów strefy euro.

Analiza danych wskazuje, że w większości krajów UE w latach poprzedzających kryzys, realizacja polityki fiskalnej nie skutkowałą osiągnięciem stabilnych budżetów. Po pewnych wzrostach nadwyżek lub redukcji deficytów w latach 1999–2000, czemu sprzyjała dobra koniunktura w strefie euro, w następnych trzech latach niemal we wszystkich krajach sytuacja znacznie się pogorszyła. Powodem był spadek wzrostu PKB oraz niedostateczne reformy wydatków publicznych wraz z istotnymi cięciami podatków (głównie od osób fizycznych w takich krajach jak Hiszpania, Francja, Włochy, Grecja, Luksemburg, Holandia) (Oręziak,

2004, s. 18). W 2001 r. i 2002 r. kryterium wysokości deficytu budżetowego spełniało osiem krajów, a w 2003 r. już tylko sześć. W latach 2002–2005, Procedura Nadmiernego Deficytu była nałożona na sześć państw (na Portugalię dwukrotnie) (Tabela 13.).

Tabela 12.

Saldo budżetowe krajów strefy euro w latach 1999–2018 (% PKB)

Rok	Austria	Belgia	Finlandia	Francja	Grecja	Hiszpania	Holandia	Irlandia	Luksemburg	Niemcy	Portugalia	Włochy
1999	-2,6	-0,6	1,7	-1,6	-5,8	-1,2	0,3	3,5	3,1	-1,7	-3,0	-1,8
2000	-2,4	-0,1	6,9	-1,3	-4,1	-1,2	1,2	4,8	5,5	-1,6	-3,2	-2,4
2001	-0,7	0,2	5,0	-1,4	-5,5	-0,5	-0,5	0,9	5,7	-3,0	-4,8	-3,2
2002	-1,4	0,0	4,1	-3,2	-6,0	-0,3	-2,1	-0,5	2,0	-3,9	-3,3	-2,9
2003	-1,8	-1,9	2,4	-4,0	-7,8	-0,4	-3,1	0,3	0,3	-3,7	-5,7	-3,2
2004	-4,8	-0,2	2,2	-3,6	-8,8	-0,1	-1,8	1,3	-1,4	-3,3	-6,2	-3,5
2005	-2,5	-2,7	2,7	-3,4	-6,2	1,2	-0,4	1,6	-0,2	-3,3	-6,1	-4,1
2006	-2,5	0,2	4,0	-2,4	-5,9	2,1	0,1	2,8	1,9	-1,7	-4,2	-3,6
2007	-1,4	0,1	5,1	-2,6	-6,7	1,9	-0,1	0,3	4,4	0,3	-2,9	-1,3
2008	-1,5	-1,1	4,2	-3,3	-10,2	-4,6	0,2	-7,0	3,5	-0,1	-3,7	-2,6
2009	-5,3	-5,4	-2,5	-7,2	-15,1	-11,3	-5,1	-13,8	-0,2	-3,2	-9,9	-5,1
2010	-4,4	-4,1	-2,5	-6,9	-11,2	-9,5	-5,2	-32,1	-0,4	-4,4	-11,4	-4,2
2011	-2,6	-4,3	-1,0	-5,2	-10,3	-9,7	-4,4	-12,8	0,6	-0,9	-7,7	-3,6
2012	-2,2	-4,3	-2,2	-5,0	-8,9	-10,7	-3,9	-8,1	0,5	0,0	-6,2	-2,9
2013	-2,0	-3,1	-2,5	-4,1	-13,2	-7,0	-2,9	-6,2	0,8	0,0	-5,1	-2,9
2014	-2,7	-3,1	-3,0	-3,9	-3,6	-5,9	-2,2	-3,6	1,3	0,6	-7,4	-3,0
2015	-1,0	-2,4	-2,4	-3,6	-5,6	-5,2	-2,0	-2,0	1,3	0,9	-4,4	-2,6
2016	-1,5	-2,4	-1,7	-3,6	0,5	-4,3	0,0	-0,7	1,8	1,2	-1,9	-2,4
2017	-0,8	-0,7	-0,7	-2,9	0,7	-3,0	1,3	-0,3	1,3	1,2	-3,0	-2,4
2018	0,2	-0,8	-0,9	-2,3	1,0	-2,5	1,4	0,1	3,1	1,9	-0,4	-2,2

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Eurostat.

Podjęte działania konsolidacyjne w celu wzmocnienia dyscypliny fiskalnej skutkowały poprawą kształtowania się salda budżetowego do 2007 r. Jednak od tego roku sytuacja znowu zaczęła się pogarszać i już rok później, w większości krajów można zaobserwować spadki salda sektora instytucji rządowych i samorządowych. W przypadku kilku krajów były one znaczące (Irlandia, Grecja, Hiszpania).

Rok 2009 przyniósł znaczną nadwyżkę wydatków sektora publicznego nad dochodami w celu przeciwdziałania recesji, co stanowiło podstawę do uruchomienia Procedury Nadmiernego Deficytu wobec aż dziesięciu badanych krajów członkowskich (Tabela 13.). W wielu państwach procedura ta objęła niemal cały drugi podokres badawczy (Francja —

do 2018 r., Grecja i Portugalia — do 2017 r. Irlandia — do 2016 r., a w przypadku Hiszpanii trwała ona aż do jego końca).

Tabela 13.

Procedura Nadmiernego Deficytu w krajach strefy euro w okresie 1999–2019

Kraj	Data otwarcia PND	Data zamknięcia PND
Austria	2.12.2009	20.06.2014
Belgia	2.12.2009	20.06.2014
Finlandia	13.07.2010	12.07.2011
Francja	3.06.2003	30.01.2007
Grecja	27.04.2009	22.06.2018
	5.07.2004	5.06.2007
Hiszpania	27.04.2009	25.09.2017
	27.04.2009	14.06.2019
Holandia	2.06.2004	7.06.2005
	2.12.2009	20.06.2014
Irlandia	27.04.2009	17.06.2016
Luksemburg	–	–
Niemcy	21.01.2003	5.06.2007
	2.12.2009	22.06.2012
Portugalia	5.11.2002	11.05.2004
	20.09.2005	3.06.2008
	2.12.2009	16.06.2017
Włochy	28.07.2005	3.06.2008
	2.12.2009	21.06.2013

Uwagi:

W przypadku Belgii, po decyzji Rady UE inicjującej wszczęcie procedury w 2015 r., KE wydała sprawozdanie, na mocy którego procedurę zaniechano w tym samym roku. Podobna sytuacja dotyczyła Luksemburga w 2010 r. (Europejski Trybunał Obrachunkowy, 2016, s. 22).

W przypadku Finlandii, procedura została uruchomiona w 2010 r., lecz już rok później KE stwierdziła, że kraj ten spełnia kryteria niskiego deficytu, a procedurę zamknięto (Europejski Trybunał Obrachunkowy, 2016, s. 22).

Źródło: opracowanie własne na podstawie: Europejski Trybunał Obrachunkowy, 2016, s. 22; <https://www.consilium.europa.eu/pl>. 11.08.2019 r.

Wdrożenie szeregu pakietów konsolidacyjnych w latach 2011–2013 skutkowało stopniowym spadkiem deficytów sektora publicznego aż do końca analizowanego okresu. Jak wskazywała jednak KE, głównym czynnikiem powodującym poprawę salda nominalnego budżetu były warunki cykliczne wynikające z korzystnych zmian popytu prywatnego (Eu-

ropean Commission, 2019, s. 8–11). W tym kontekście większe znaczenie w ocenie sytuacji budżetowej krajów strefy euro może mieć saldo strukturalne — CAB (*cyclically adjusted balance*). Istotność tego salda wzrosła w wyniku reformy PSW z 2005 r., gdyż zostało ono wyznaczone jako cel, który kraj członkowski musi osiągnąć, aby zredukować nadmierny deficyt. Poziom deficytu strukturalnego państw UE jest publikowany przez KE w ujęciu rocznym (Tabela 14.).

Tabela 14.

Saldo strukturalne krajów strefy euro w latach 1999–2018 (% PKB)

Rok	Austria	Belgia	Finlandia	Francja	Grecja	Hiszpania	Holandia	Irlandia	Luksemburg	Niemcy	Portugalia	Włochy
1999	-3,0	-0,9	0,9	-1,7	-6,3	-1,8	-0,5	1,1	2,5	-1,8	-3,9	-1,7
2000	-3,2	-0,9	5,5	-2,3	-4,5	-2,3	0,0	3,2	3,9	0,2	-4,3	-3,2
2001	-0,9	0,0	4,2	-2,6	-6,1	-2,4	-1,5	-0,7	4,5	-4,0	-5,8	-4,6
2002	-1,3	0,1	4,3	-4,0	-6,6	-2	-1,7	-1,9	1,2	-4,1	-3,7	-3,7
2003	-1,0	-1,1	3,3	-4,3	-8,9	-1,7	-1,6	0,4	0,1	-3,3	-3,6	-3,6
2004	-4,4	-0,4	2,5	-4,5	-10,4	-1,2	-0,4	0,7	-1,2	-2,8	-5,7	-3,9
2005	-2,1	-3,1	2,8	-4,2	-6,7	0,0	0,7	0,6	0,6	-2,3	-5,6	-4,6
2006	-2,8	-0,5	3,2	-3,7	-8,0	0,7	0,1	1,6	1,8	-1,8	-4,1	-4,7
2007	-2,7	-1,6	2,7	-4,4	-9,3	0,4	-1,2	-2,0	2,0	-0,9	-3,7	-3,0
2008	-2,6	-2,2	2,2	-4,2	-12,1	-5,0	-1,2	-6,3	3,1	-1,1	-4,2	-3,4
2009	-3,8	-4,4	0,4	-5,8	-15	-9,2	-3,4	-10,7	1,9	-0,7	-8,8	-3,2
2010	-3,5	-3,8	-1,2	-6,0	-9,0	-7,1	-4,0	-30,2	0,5	-3,2	-11,2	-3,2
2011	-2,7	-4,3	-0,9	-4,9	-4,8	-6,6	-3,6	-12,7	1,5	-1,4	-6,8	-2,9
2012	-2,2	-3,9	-1,2	-4,3	-1,4	-6,2	-2,2	-7,2	2,5	-0,3	-3,7	-1,2
2013	-1,5	-2,4	-1,2	-3,2	-5,5	-2,2	-0,9	-4,5	2,5	0,2	-2,8	-0,4
2014	-2,1	-2,5	-1,4	-3,0	2,8	-1,9	-0,6	-4,1	2,1	0,7	-5,6	-0,6
2015	-0,3	-2,2	-0,8	-2,8	0,2	-2,8	-0,8	-2,9	1,3	1,0	-3,5	-0,7
2016	-1,2	-2,3	-0,5	-2,8	5,8	-3,3	0,7	-0,9	1,4	0,8	-1,6	-1,3
2017	-0,8	-0,9	-0,2	-2,5	4,9	-2,9	1,2	-0,2	1,6	0,6	-3,3	-1,9
2018	-0,8	-1,1	-0,9	-2,7	3,6	-3,2	0,4	-0,2	1,3	1,2	-1,4	-1,8

Źródło: opracowanie własne na podstawie: *Cyclical Adjustment of...* 2019.

Należy podkreślić, że włożony wysiłek fiskalny krajów strefy euro po kryzysie znajduje odzwierciedlenie w wartościach salda strukturalnego (wykazywało ono tendencję wzrostową, co oznacza, że polityka fiskalna stawała się coraz bardziej restrykcyjna). Do 2014 r. wzrost dyscypliny był względnie intensywny<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> Od 2010 r., kiedy to średni deficyt strukturalny wszystkich krajów był największy, poprawa wynosiła średnio 1,37 p.p. rocznie. Po 2015 r., średnia roczna poprawa dla badanych krajów nie była już tak wysoka (0,22 p.p. rocznie).

Jednoznaczna ocena procesu konsolidacji finansów publicznych w warunkach funkcjonowania unii ekonomicznej i monetarnej jest zadaniem niezwykle trudnym. Po pierwsze, dyscyplinowanie finansów publicznych może opierać się na różnych strategiach: skoncentrowanych na dochodach lub wydatkach, albo też realizowanych zarówno po stronie dochodów, jak i wydatków (Moździerz, 2018a, s. 51). Wszelkie instrumenty wpływają na gospodarkę różnymi kanałami, a skuteczność polityki konsolidacyjnej jest zależna od cech danej gospodarki, struktury oraz skuteczności poboru podatków. „Ścieżki” konsolidacji finansów publicznych są też zróżnicowane ze względu na skuteczność prowadzonych działań, ponieważ zastosowane narzędzia fiskalne dotyczą różnych sektorów gospodarki. Te z kolei charakteryzują się innymi mechanizmami redystrybucji środków<sup>2</sup> (Salamaga, 2017a, s. 38). W efekcie postępy w procesach konsolidacji są zróżnicowane na poziomie poszczególnych krajów strefy euro. Na przykład w Portugalii, Grecji i Hiszpanii, nawet w okresie trwania PND, saldo na przemian rośnie i maleje, więc ciężko mówić tu o wyraźnej prawidłowości<sup>3</sup>. Przypadek Włoch jest szczególny. Saldo ulega intensywnej obniżce w okresach następujących po zamknięciu Procedury Nadmiernego Deficytu. W 2013 r. (zamknięcie PND) CAB wyniosło -0,4% PKB i po nieprzerwanym spadku, w 2017 r. osiągnęło poziom -1,9% PKB.

Z drugiej strony, w strefie euro występują również kraje, które nawet w okresach, kiedy nie były objęte PND, poprawiały stan swoich finansów publicznych. „Największym przedstawicielem” przyjętego po kryzysie postulatu realizacji zrównoważonego budżetu były Niemcy. Poprawę lub co najmniej nie pogarszanie sytuacji fiskalnej po zamknięciu PND widać również w Austrii, Belgii i Holandii. W przypadku dwóch krajów nieobjętych Procedurą (Luksemburg i Finlandia) albo utrzymywała się nadwyżka dochodów nad wydatkami państwa niemal w całym badanym okresie (Luksemburg), albo deficyt kształtował się na „bezpiecznym” poziomie nawet po 2009 r. (Finlandia).

G. Baldi i K. Staehr (2016, s. 19) wskazują, że takie podejście wynikało z ostrożniejszych reakcji fiskalnych po wybuchu europejskiego kryzysu zadłużenia, zwiększonej świadomości ryzyka i braku płynności na rynkach długu publicznego. J.K. Galbraith (2016, s. 250) zaznacza także, że mimo ujawnionej przez kryzys ekonomiczno-finansowy wadliwości dotychczasowej doktryny w ekonomii, nadmierna polityka oszczędności i finansowy reżim były dalej forsowane i uznawane za jedyną słuszną receptę na przetrwanie strefy euro. Tymcza-

<sup>2</sup> Na podstawie badań przeprowadzonych przez M. Salamagę (2017a, s. 35) warto zaznaczyć, że w analizowanych w niniejszej monografii krajach można było wyróżnić następujące kierunki polityki konsolidacji fiskalnej: Hiszpanię i Portugalię wyróżniała redukcja wydatków na opiekę zdrowotną, bezpieczeństwo, mieszkalnictwo i ochronę środowiska; Irlandię — redukcja wydatków związanych z gospodarką; Grecję — obniżka wydatków na usługi publiczne i obronność oraz wzrost podatków od importu i produkcji; Holandię, Włochy, Francję i Belgię — wzrost składek na ubezpieczenia społeczne; Niemcy, Finlandię, Austrię i Luksemburg — redukcja wydatków na zabezpieczenie społeczne i edukację, wzrost stawki podatku dochodowego oraz od towarów i usług.

<sup>3</sup> Jak wskazują A. Moździerz oraz S. Owsiak (2018, s. 158), wynika to ze zjawiska „randomizmu”, które było spowodowane nie tylko intensywnymi zmianami koniunktury, lecz również zmianami w sferze społecznej (strajki, protesty, zubożenie społeczeństwa), a także uwarunkowaniami politycznymi (polityczny cykl koniunkturalny). Te ostatnie można tłumaczyć tym, że nagromadzonych oszczędności (uzyskanych z tytułu zwiększenia wiarygodności i niższych płatności odsetkowych po wdrożeniu programów pomocowych) nie przeznaczono na redukcję długów, lecz na zwiększenie wydatków pierwotnych.

sem coraz większe znaczenie zyskiwały poglądy, że dyscyplinowanie finansów publicznych nie może być celem tylko egzogenicznym, a kryterium ich równowagi — być uznawane za bezwzględnie wiążące dla każdego kraju i okresu. Takie podejście może prowadzić do pogłębienia recesji i wywołać negatywne skutki w sferze społecznej (Owsiak, 2018, s. 15–16). Konsolidacja finansów publicznych w dobie kryzysu bywa bowiem bardziej szkodliwa niż pomocna (Łaski, Osiatyński, 2013, s. 22).

W tym kontekście słuszne wydaje się stwierdzenie J. Giżyńskiego (2013, s. 43–44), że rządy, które chcą prowadzić politykę oszczędności, prowadzą ją niezależnie od narzuconych reguł. Kraje, które mają natomiast skłonność do realizacji polityki nieodpowiedzialnej, będą to czynić permanentnie, ponieważ mogą takie reguły łatwo obejść. R. Dziemianowicz oraz A. Kargol-Wasiluk (2018, s. 54) podkreślają, że skuteczność restrykcyjnych jest ograniczona i nie należy ich traktować jako panaceum na nieodpowiednią politykę fiskalną.

W literaturze wskazuje się, że to właśnie permanentne podleganie regułom fiskalnym (zwłaszcza tym dotyczącym salda budżetu) jest potencjalnym źródłem procykliczności, gdyż restrykcyjne budżetowe przyczyniają się do neutralizowania procesu podejmowania autonomicznych decyzji co do stabilizacji wahań koniunkturalnych<sup>4</sup> (Sørensen i in., 2001; Ayuso-i-Casals i in., 2007; Gajewski, Skiba, 2010; Mucha, 2012; Szymańska, 2014b; Dziemianowicz, Kargol-Wasiluk, 2018). Kraje członkowskie są w takich warunkach pozbawione najważniejszych instrumentów, którymi są adekwatne zmiany podatkowe i wydatki publiczne (Hein, Truger, 2014, s. 22). Z tego powodu w krajach znajdujących się w trudnej sytuacji finansowej narasta zagrożenie pogłębienia bądź przedłużenia stagnacji gospodarczej<sup>5</sup> (Holko, 2017, s. 124; Urbanowicz, 2015, s. 17). Ponadto nakładanie kar finansowych na takie kraje wcale nie poprawia ich pozycji. Istotna kwestia to także niewielka przejrzystość reguł fiskalnych, co utrudnia ostateczną ocenę, czy zasady zostały w istocie złamane (Kotliński, 2013, s. 19). Zdaniem K. Marchewki-Bartkowiak (2012, s. 67), rozwiązania budżetowe wprowadzone po kryzysie ekonomiczno-finansowym były bardziej skomplikowane. Tym samym weryfikacja ich egzekwowania została utrudniona. W efekcie czynnikiem komplikującym stosowanie polityki dyskrecyjnej w unii ekonomicznej i monetarnej oraz jej koordynację są specyficzne procedury wydawane dla poszczególnych krajów (Borowiec, 2011, s. 384). W dyskusji ekonomicznej zwracano również uwagę na stosunkowo wysokie ryzyko wydawania błędnych rekomendacji dla krajów członkowskich (głównie zaciesnienia fiskalnego w obliczu spowolnienia wzrostu gospodarczego), z powodu ograniczeń stosowanych metod co do szacowania produkcji potencjalnej lub średniookresowego celu budżetowego (Moździerz, 2018b, s. 104).

<sup>4</sup> Już w roku podpisania traktatu z Maastricht P. Krugman (1993, s. 255–256) podkreślał, że w ramach unii monetarnej polityka stabilizacji musi przyjąć formę interwencji fiskalnej. Twierdził jednak, że krajowe rządy na zintegrowanym rynku o wysokiej mobilności czynników produkcji nie będą w stanie prowadzić antycyklicznej polityki fiskalnej i w konsekwencji na poziomie zagregowanym nastawienie będzie procykliczne. Brak federalnego systemu fiskalnego w Europie miał być zdaniem ekonomisty prawdziwym problemem.

<sup>5</sup> Stwierdzenie to potwierdził kryzys z 2020 r., kiedy to reguły fiskalne zostały na pewien okres zawieszane.



Ścisłe trzymanie się reguł fiskalnych może uniemożliwiać także osiągnięcie odpowiedniego zagregowanego stanowiska fiskalnego (Bénassy-Quéré i in., 2016, s. 11). Niemożność w tym aspekcie jest spowodowana zróżnicowaniem uwarunkowań poszczególnych krajów strefy euro. Dotyczy to na przykład państw, które były objęte Procedurą Nadmiernego Deficytu. Ograniczenia, które utrudniały wówczas osiągnięcie rzeczywistej koordynacji fiskalnej, wynikały z trudności w harmonizacji celów gospodarczych. Kraje strefy euro charakteryzują się ponadto zróżnicowaniem w poziomie rozwoju, skłonnością do inflacji, preferencjami politycznymi i społecznymi (Bukowski, 2007a, s. 96). Ścisła i długotrwała koordynacja polityk fiskalnych wymaga w istocie działań na rzecz upodabniania systemów podatkowych. W strefie euro pełne ich ujednolicenie okazało się niemożliwe ze względu na silny interes narodowy poszczególnych państw. W takich warunkach kraje mogą prowadzić różnokierunkową politykę fiskalną. Z perspektywy całej strefy euro stabilizacja koniunktury może być wtedy stłumiona. P. De Grauwe oraz J. Yuemei (2016, s. 145) twierdzą, że wysiłki stabilizacyjne szczebla krajowego są nieefektywne i są źródłem niestabilności, ponieważ kraje, które doświadczają wstrząsu asymetrycznego nie są w stanie samodzielnie mu przeciwdziałać.

Jak zaznaczono w podrozdziale 2.5, istotne z perspektywy ograniczenia procykliczności ekspansji fiskalnej w krajach strefy euro było wprowadzenie nowej reguły wydatkowej, która stanowi, że wydatki nie mogą rosnąć szybciej niż wzrost potencjału gospodarki. Dzięki temu miała następować również systematyczna redukcja zadłużenia<sup>6</sup>. Na Wykresie 6. zamieszczono kształtowanie się wskaźnika długu publicznego krajów strefy euro w okresie 1999–2018.

Dokonując próby oceny konsolidacji fiskalnej z perspektywy redukcji zadłużenia publicznego, można zauważyć, że pewna tendencja spadkowa jest widoczna dopiero od 2014 r. Wskazuje się, że sprzyjającymi warunkami ku temu było polepszenie dynamiki wzrostu gospodarczego oraz rekordowy niski poziom stóp procentowych ustalonych przez EBC<sup>7</sup> (European Commission, 2019, s. 7–11). Intensywną redukcją zadłużenia charakteryzowały się jedynie Niemcy, Irlandia oraz Holandia. W kilku państwach członkowskich wskaźnik długu był wciąż bliski historycznym rekordom (Grecja, Włochy, Portugalia). Utrzymujące się wysokie zadłużenie w większości krajów strefy euro mogło istotnie ograniczać możliwość zapewnienia odpowiedniej przestrzeni fiskalnej dla realizacji polityki stabilizacyjnej.

Trudności w redukcji zadłużenia, pomimo prób sprostania regułom fiskalnym, mogą wynikać z kosztów obsługi długu. Skalę tego zjawiska obrazują wartości tzw. salda pierwotnego budżetu, które koryguje wartości salda bieżącego o wspomniane koszty (Tabela 15.).

<sup>6</sup> Przed reformą zapisy dotyczące potencjalnych sankcji w ramach PSW odnosiły się wyłącznie do wartości deficytu, a określony limit zadłużenia w wysokości 60% PKB nie był uwzględniany w ocenie (Giżyński, 2013, s. 83). Należy również pamiętać, że kraje, które w listopadzie 2011 r. były już objęte PND, nie musiały od razu dostosowywać się do reguł Paktu Fiskalnego, lecz mogły kontynuować wcześniej uzgodnioną ścieżkę dostosowawczą z Komisją Europejską (Kotliński, 2013, s. 17).

<sup>7</sup> Komisja Europejska jeszcze w 2019 r. prognozowała dalszy spadek zadłużenia, jednak na skutek kryzysu z 2020 r. dług publiczny krajów strefy euro znacznie wzrósł.

Tabela 15.

Saldo pierwotne krajów strefy euro w latach 1999–2018 (% PKB)

Rok	Austria	Belgia	Finlandia	Francja	Grecja	Hiszpania	Holandia	Irlandia	Luksemburg	Niemcy	Portugalia	Włochy
1999	0,8	6,3	4,6	1,4	1,7	2,2	4,1	5,9	3,4	1,4	-0,1	4,6
2000	1,2	6,6	9,6	1,6	2,8	2,0	4,5	6,8	5,8	1,6	-0,2	3,7
2001	2,9	6,8	7,5	1,6	0,8	2,5	2,4	2,4	6,0	0,0	-1,8	2,9
2002	2,1	5,8	6,1	-0,2	-0,5	2,3	0,4	0,8	2,3	-0,9	-0,5	2,6
2003	1,4	3,6	4,2	-1,2	-2,9	1,9	-0,8	1,6	0,5	-0,8	-3,0	1,7
2004	-1,8	4,6	3,9	-0,8	-4	1,9	0,5	2,4	-1,2	-0,5	-3,6	1,1
2005	0,7	1,7	4,3	-0,7	-1,5	3	1,8	2,6	0,0	-0,6	-3,6	0,4
2006	0,6	4,4	5,5	0,2	-1,5	3,7	2,1	3,8	2,2	1,1	-1,4	0,8
2007	1,8	4,1	6,5	0,1	-2,2	3,5	1,9	1,3	4,7	2,9	0,1	3,4
2008	1,5	2,9	5,6	-0,4	-5,4	-3	2,2	-5,7	3,9	2,6	-0,6	2,4
2009	-2,2	-1,5	-1,2	-4,6	-10,1	-9,6	-3,1	-11,8	0,1	-0,5	-6,9	-0,7
2010	-1,6	-0,5	-1,2	-4,4	-5,2	-7,6	-3,5	-29,2	0,0	-1,9	-8,5	0,0
2011	0,2	-0,8	0,4	-2,5	-2,7	-7,3	-2,6	-9,5	1,1	1,6	-3,3	1,1
2012	0,5	-0,8	-0,7	-2,4	-3,6	-7,7	-2,2	-3,9	1,0	2,3	-1,3	2,2
2013	0,7	0,2	-1,3	-1,8	-9,1	-3,6	-1,4	-1,9	1,4	1,9	-0,3	2,0
2014	-0,3	0,2	-1,8	-1,8	0,4	-2,5	-0,7	0,3	1,6	2,2	-2,5	1,6
2015	1,3	0,5	-1,3	-1,6	-2,1	-2,2	-0,7	0,7	1,7	2,4	0,1	1,6
2016	0,6	0,3	-0,6	-1,8	3,7	-1,6	1,2	1,6	2,2	2,4	2,2	1,5
2017	1,0	1,6	0,3	-1,2	3,8	-0,5	2,3	1,7	1,8	2,3	0,8	1,3
2018	1,8	1,3	0,1	-0,6	4,3	-0,1	2,3	1,8	3,4	2,8	2,9	1,5

Źródło: opracowanie własne na podstawie: *Cyclical Adjustment of...* 2019.

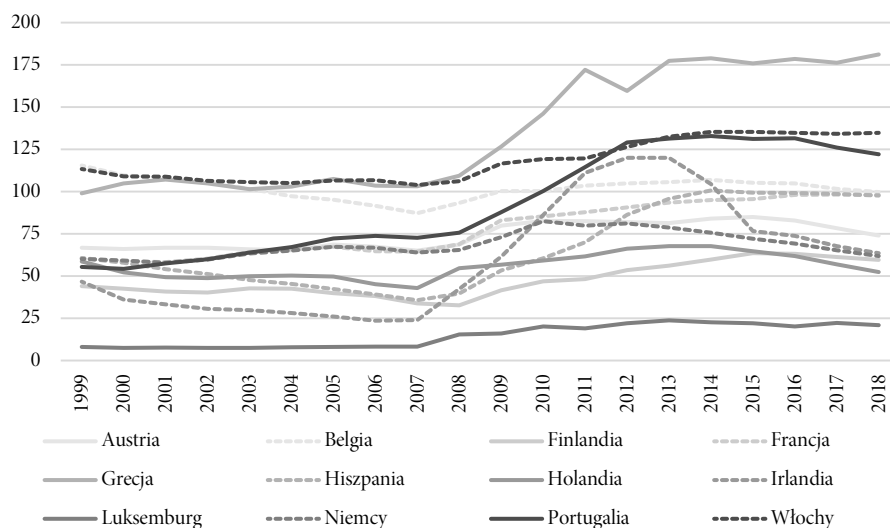
Najlepszym przykładem, jak koszty obsługi długu mogą wpływać na stan finansów publicznych, są Włochy. Niemal przez cały badany okres (z wyjątkiem 2009 r.) kraj ten charakteryzował się dodatnim saldem pierwotnym. Mimo to zadłużenie finansów publicznych sukcesywnie rosło i na koniec 2018 r. wyniosło blisko 135% PKB (Wykres 6.). Pewna tendencja spadkowa (średnio rzędu 1,6 p.p. rocznie) wystąpiła tylko do 2004 r. Podobne zjawisko, w nieco mniejszej skali, można zaobserwować również w przypadku innych krajów. Podaje to w wątpliwość nie tylko „aktualność” kryterium konwergencji odnoszące się do konieczności utrzymywania długu publicznego poniżej 60% PKB, ale też praktycznego podejścia do tego warunku, gdzie pod uwagę bierze się tendencję zmian poziomu zadłużenia, a nie samą wartość.

W kontekście powyższych obserwacji oraz kwestii związanych z realizacją polityki stabilizacyjnej, istotne znaczenie ma analiza kształtowania się długoterminowych stóp procentowych. Wysokie oprocentowanie obligacji skarbowych to wyższe koszty obsługi zadłużenia, które mogą być istotną przeszkodą do stosowania ekspansywnej polityki fiskalnej. Jak wska-

zuje A. Orphanides (2017, s. 10–13), przed 2008 r. rentowności długów krajów strefy euro były zbliżone i w „opini” inwestorów nie stanowiły istotnego ryzyka. Było ono podobne dla wszystkich krajów, a długoterminowe stopy zwrotu były uwarunkowane bieżącymi i oczekiwanymi stopami krótkoterminowymi. Wartości stopy długoterminowej i ich zbieżność wskazuje bowiem na stopień dyscypliny finansów publicznych, który jest odpowiednio dostosowany do pozostałych analizowanych krajów unii oraz na ogólne ryzyko finansowe kraju. Stopa długoterminowa ujmując więc nie tylko uwarunkowania rynkowe (inflacja i jej oczekiwania, premia za ryzyko), ale także uwarunkowania, które mają źródło w jakości polityki gospodarczej (wiarygodność władz, cel inflacyjny) (Michalczyk, 2014, s. 93, 100). W przeciwieństwie do stóp krótkoterminowych, nie występuje tu jednak żaden formalny mechanizm, który gwarantuje zrównanie ich poziomu. Nie obowiązuje do tego prawo wspólnotowe, a stopień przeniesienia tendencji zmian stóp krótkoterminowych jest zmienny i ograniczony. Uczestnictwo w obszarze walutowym powinno jednak sprzyjać zbieżności oczekiwań inflacyjnych oraz premii za ryzyko (Pietrucha, 2015b, s. 239).

Wykres 6.

Zadłużenie sektora publicznego krajów strefy euro w okresie 1999–2018 (% PKB)



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Eurostat.

Po kryzysie ekonomiczno-finansowym, powyższe założenia zostały jednak zachwiane. Istotnie wzrosło wówczas zagrożenie, że w momencie rozpadu strefy euro, denominacja długów krajów członkowskich uznanych za „słabe ogniwa”, spowoduje ogromne straty finansowe dla inwestorów zagranicznych, ponieważ zadłużenie musiałoby zostać spłacone w „nowej” zdeprecjonowanej walucie. Kraje te były więc obciążone dodatkowym ryzykiem wynikającym z poziomu długu publicznego, a którego przed recesją — nie brano pod uwagę (Orphanides, 2017, s. 10–13). Średni poziom nominalnej długoterminowej stopy procentowej dla dwóch wyodrębnionych w niniejszej monografii podokresów badawczych zamiesz-

czono w Tabeli 16. Jako stopę długoterminową przyjęto oprocentowanie dziesięcioletnich obligacji skarbowych, co jest zgodne z postanowieniami traktatu z Maastricht.

Tabela 16.

Sredni poziom nominalnej długoterminowej stopy procentowej w krajach strefy euro (%)

Kraj	1999–2007	2011–2018
Austria	4,42	1,45
Belgia	4,45	1,77
Finlandia	4,40	1,31
Francja	4,39	1,58
Grecja	4,65	10,43
Hiszpania	4,37	3,08
Holandia	4,36	1,30
Irlandia	4,39	3,20
Luksemburg	3,93	1,21
Niemcy	4,29	1,02
Portugalia	4,48	5,16
Włochy	4,55	3,26

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych Eurostat.

W warunkach funkcjonowania strefy euro istotna jest nie tylko wysokość długoterminowych stóp procentowych, ale również ich potencjalna dywergencja, która w konsekwencji zagraża stabilności fiskalnej całej strefy oraz generuje zróżnicowane uwarunkowania realizacji polityki stabilizacyjnej. Zamieszczone w Tabeli 17. oszacowane wybrane miary dyspersji dla nominalnych długoterminowych stóp procentowych badanych krajów wskazują, że istotna dywergencja w tym zakresie rozpoczęła się w 2008 r. Warto podkreślić, że nawet pod koniec analizowanego okresu wartości wszystkich wybranych miar są znacznie wyższe od ich wartości z pierwszej dekady funkcjonowania unii ekonomicznej i monetarnej. Nawet po wyłączeniu z analizy Grecji, której rentowności obligacji były najwyższe od 2010 r. (w 2012 r. wyniosły nawet 22,5%), tendencja ta się nie zmienia. W obliczu stwierdzonej, utrzymującej się rozbieżności w powyższej kwestii, należy zaznaczyć, że W. Michalczyk (2012, s. 257) słusznie wskazuje, że wzrost zróżnicowania stopy procentowej wśród krajów strefy euro oznacza, że bardziej istotna dla jej poziomu jest premia za ryzyko niż wspólna waluta. Przynależność do obszaru walutowego, w przypadku krajów mniej wiarygodnych, nie gwarantuje więc trwałego obniżenia oprocentowania obligacji. Tendencja ta utrzymuje się wraz z upływem lat. W tym kontekście trafne jest także spostrzeżenie P. Della Posty (2017, za: Moździerz, Owsiak, 2018, s. 154), który twierdzi, że nawet jeśli dług emitowany we wspólnej walucie jest nabywany przez nierezydentów, to i tak zawsze jest traktowany

jako dług zagraniczny<sup>8</sup>. Globalny popyt na aktywa poszczególnych krajów znacznie się więc różni<sup>9</sup> (Kołodko, 2020, s. 41).

Tabela 17.

Wybrane miary dyspersji długoterminowych nominalnych stóp procentowych w krajach strefy euro w latach 1999–2018

Rok	Średnia (%)	Odchylenie standardowe (p.p.)	Współczynnik zmienności (%)	Rozstęp (p.p.)
1999	4,82	0,47	9,8	1,81
2000	5,54	0,20	3,6	0,84
2001	5,05	0,14	2,8	0,50
2002	4,94	0,12	2,3	0,42
2003	4,09	0,25	6,1	0,95
2004	4,03	0,38	9,4	1,42
2005	3,34	0,30	9,1	1,18
2006	3,80	0,19	5,0	0,77
2007	4,35	0,09	2,1	0,28
2008	4,42	0,23	5,1	0,82
2009	4,11	0,59	14,4	2,01
2010	4,19	1,82	43,5	6,35
2011	5,74	4,07	71,0	13,14
2012	5,47	5,99	109,6	21,00
2013	3,57	2,51	70,2	8,48
2014	2,41	1,62	67,3	5,77
2015	1,79	2,55	143,1	9,30
2016	1,46	2,34	160,4	8,27
2017	1,46	1,64	111,9	5,66
2018	1,29	1,12	86,5	3,79

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych Eurostat.

<sup>8</sup> W obliczu problemów gospodarczych następuje wyprzedaż obligacji, co skutkuje „samospelniającym się” kryzysem. Taka sytuacja wystąpiła np. w Portugalii i Grecji, gdzie udział nierzysdentów w finansowaniu zadłużenia wyniósł od 60 do 70% (Moździerz, Owsiak, 2018, s. 154).

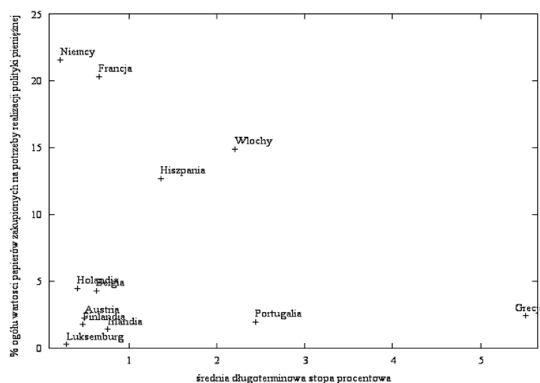
<sup>9</sup> W tym kontekście należy podkreślić słusność obaw P. De Grauwe, który twierdził, że wprowadzenie od stycznia 2013 r. klauzuli CAC — *Collective Action Clause* (obejmującej wszystkie nowe obligacje rządowe z terminem wykupu powyżej jednego roku emitowane przez kraje unii ekonomicznej i monetarnej), zamiast doprowadzić do zmniejszenia zróżnicowania oprocentowania papierów wartościowych, będzie skutkować zwiększeniem różnorodności pod tym względem, m. in. z powodu nasilenia spekulacji (Giżyński, 2013, s. 126–127).

Kraje o stosunkowo wyższym oprocentowaniu obligacji są obciążone wyższymi kosztami obsługi długu publicznego, co wiąże się z bardziej rygorystycznymi warunkami fiskalnymi i trudnością w obraniu odpowiedniego stanowiska fiskalnego w obliczu bieżącej koniunktury. W warunkach niskiej aktywności gospodarczej polityki te mogą w konsekwencji być restrykcyjne i procykliczne. Co więcej, występujące zróżnicowanie w poziomie długoterminowych stóp procentowych wraz z dysproporcjami w okresach trwania PND przekładają się na heterogeniczność warunków makroekonomicznych w poszczególnych krajach. Wprowadza to dysharmonię w celach gospodarczych, a tym samym utrudnia koordynację polityk na szczeblu całej strefy euro.

A. Orphanides (2017, s. 10–16) podkreśla, że dla takiego zróżnicowania długoterminowych stóp procentowych nie bez znaczenia pozostawała polityka Europejskiego Banku Centralnego, o czym wspomniano już w podrozdziale 4.1. W podobnym tonie wypowiada się również M. Holko (2017, s. 125). Autor wskazuje, że o ile sama idea „luzowania ilościowego” była dobra (ponieważ umożliwiła rządowi zwiększenie wydatków i stymulację popytu), to realizacja już nie do końca poprawna. Na przykład Grecja, która najbardziej potrzebowała takich operacji (Produkt Narodowy Brutto w latach 2007–2013 spadł o 25%), została z nich wyłączona, natomiast najwięcej skupionych zostało obligacji niemieckich, które cechują się najniższą rentownością. Na Wykresie 7. zamieszczono udział wartości papierów wartościowych nabytych na potrzeby realizacji polityki pieniężnej<sup>10</sup> (w podziale na poszczególne kraje) w ogóle aktywów Eurosystemu (przeznaczonych na ten cel<sup>11</sup>).

Wykres 7.

Odsetek ogółu wartości papierów wartościowych zakupionych na potrzeby realizacji polityki pieniężnej w poszczególnych krajach, a średnia długoterminowa stopa procentowa (%)



Źródło: obliczenia własne na podstawie danych Eurostat oraz EBC.

<sup>10</sup> W tej pozycji bilansowej są wykazywane papiery nabyte w ramach programu SMP, CBPPI, CBP-PII, CBPPIII, ABSPP oraz PSPP. Największy udział (na koniec 2018 r. ponad 82%) ma program PSPP.

<sup>11</sup> Wartości aktywów dotyczą stanu na koniec analizowanego okresu badawczego, czyli 2. kw. 2019 r. Odniesiono je do średniej długoterminowej stopy procentowej w danym kraju (średnią wyliczono z okresu od 2. kw. 2016 r. do 2. kw. 2019 r., ponieważ tylko w tym zakresie czasowym są dostępne dane dotyczące nabytych papierów wartościowych).

Efekty dystrybucyjne polityki EBC w największym stopniu mogły objąć Niemcy i Grecję. W pierwszym kraju wartość posiadanych papierów była najwyższa, a średnia długoterminowej stopy procentowej — najniższa. Odwrotna sytuacja wystąpiła w Grecji. Krajem, który również mógł „skorzystać” z tak realizowanej polityki, była Francja, natomiast „stracić” — Portugalia. Warto zaznaczyć też, że Włochy, które są gospodarką porównywalną pod względem wielkości z gospodarką francuską, „sprzedały” EBC mniej papierów wartościowych, charakteryzując się przy tym wyższą średnią stopą procentową. Z powyższej analizy nie można wyciągać jednoznacznych wniosków ze względu na różnice w wielkościach poszczególnych gospodarek. Należy jednak przyznać, że taki sposób realizacji polityki „luzowania ilościowego” mógł oddziaływać na możliwości stworzenia odpowiedniej „przestrzeni fiskalnej” dla działań stabilizacyjnych.

Negatywne wnioski dla uwarunkowań polityk fiskalnych wypływają również z opracowań, dotyczących analiz pozostałych zmian wdrożonych po kryzysie. Na przykład M. Darvas i Á. Leandro (2015, s. 3, 11), oceniając procedurę Semestru Europejskiego, wskazywali wprost, że zalecenia dla strefy euro „są tylko pustą retoryką”, ponieważ ani Komisja, ani Rada Europejska nie precyzują, na czym ma polegać „optymalna polityka fiskalna”, której to konieczność stosowania została wyraźnie zaakcentowana przez decydentów europejskich. Nie jest też jasne, jak rozumiane ma być „zagregowane stanowisko fiskalne” wobec „równoważonego rozwoju i zgodności z cyklicznymi warunkami”. Zdaniem tych ekonomistów, Semestr Europejski nie jest szczególnie efektywny w zwalczaniu nierównowag fiskalnych i makroekonomicznych<sup>12</sup>. Rekomendacje, nawiązujące do celów gospodarczych w strefie euro, nie mają odzwierciedlenia w wytycznych kierowanych do pojedynczych państw. Zagregowane nastawienie fiskalne w strefie euro jest więc „przypadkowe”, ponieważ jest to suma specyficznych stanowisk fiskalnych poszczególnych krajów.

T.G. Grosse (2013, s. 6–8) zauważył, że procedura Semestru Europejskiego, mimo że nakłada na kraje nowe obowiązki, to nie dostarcza żadnych środków pomocowych. Jest to klasyczny przejaw federalizmu „negatywnego” przy braku federalizmu „pozytywnego”, gdzie zbyt dużą wagę skupiono na konsolidacji fiskalnej, a praktycznie nie wsparto pobudzenia wzrostu gospodarczego. Ponadto zalecenia wydawane w ramach Semestru często charakteryzują się sprzecznością<sup>13</sup>. Problem ten wynika z faktu, że niemożliwe jest stworzenie reguł, które wyznaczałyby adekwatną i optymalną politykę fiskalną dla każdej okoliczności.

Również Europejska Rada Budżetowa nie jest oceniana bezkrytycznie jako instytucja poprawiająca skuteczność realizacji polityk fiskalnych. Zdaniem M. Darvasa i Á. Leandro (2015, s. 16), instytucja ta powinna promować dyskusję na temat zagregowanej polityki budżetowej w strefie euro i przyczynić się do poprawy koordynacji dzięki wskazaniu, które

<sup>12</sup> Zdaniem autorów korekty mechanizmu Semestru Europejskiego wprowadzone w 2015 r., polegające m. in. na skróceniu zaleceń oraz ich publikacji trzy miesiące wcześniej niż w latach poprzednich, to zmiany w dobrym kierunku (Darvas, Leandro, 2015, s. 17).

<sup>13</sup> Autor jako przykład podaje zalecenie wydane Polsce w 2013 r., w którym wskazano na problem malejącego wzrostu gospodarczego i nadmierne oszczędności w ramach inwestycji prorozwojowych. Jednocześnie wydaną rekomendacją było przyspieszenie konsolidacji fiskalnej (Grosse, 2013, s. 7).



kraje mają „przestrzeń fiskalną” i mogą przyjąć nastawienie bardziej ekspansywne. Rola doradcza i opiniotwórcza nie wiąże się natomiast z żadnymi wiążącymi działaniami<sup>14</sup>.

Reasumując powyższe rozważania, należy przypomnieć, że po kryzysie z końca pierwszej dekady XXI w. ekonomiści coraz śміiej podnosili stwierdzenie, że to polityka fiskalna powinna odgrywać kluczową rolę w stabilizacji wahań cyklicznych strefy euro<sup>15</sup>. Jak wskazuje M. Pronobis (2013, s. 2), to w gestii rządów poszczególnych krajów członkowskich i od efektywności ich polityk zależy gwarancja sprawnego funkcjonowania strefy euro. Jest to kwestia niezwykle istotna, gdyż pasywna polityka fiskalna w warunkach unii monetarnej, może okazać się niewystarczająca<sup>16</sup>. Tymczasem można przypuszczać, że mimo wprowadzonych reform w odpowiedzi na recesję z 2009 r., kraje strefy euro miały spore trudności w objęciu nastawienia antycyklicznego. E. Hein oraz A. Truger (2014, s. 22) stwierdzili wprost, że przyjęte rozwiązania oraz wydarzenia, które zaistniały po kryzysie w unii ekonomicznej i monetarnej, całkowicie pominęły wymagania polityk fiskalnych i doprowadzą w efekcie do procykliczności ich nastawienia oraz destabilizacji gospodarek. A. Bénassy-Quéré, X. Ragot oraz G.B. Wolff (2016, s. 7) wskazują, że skłonność do akcentowania fluktuacji koniunkturalnych nie jest rezultatem wyłącznie kryzysu ekonomiczno-finansowego i nie dotyczy tylko strefy euro. Wielka Brytania, Kanada i Australia również charakteryzowały się procyklicznością. Europejska unia monetarna, zdaniem ekonomistów, wydawała się jednak nadzwyczajnie nieudolna w swych decyzjach.

<sup>14</sup> Większy optymizm wśród ekonomistów wzbudził natomiast Europejski Mechanizm Stabilności. Rozwiązanie to ma na celu *stricte* przywracanie ogólnej stabilności, lecz nie jest wolne od zastrzeżeń. Po pierwsze, instrument ma charakter finansowania kryzysowego i nie prowadzi do uwspólnotwienia ryzyka makroekonomicznego. EMS umożliwia ponadto jedynie wsparcie *ex post*. Rozwiązania w uniach fiskalnych opierają się natomiast na rozwiązaniach *ex ante*, które pozwalają na wygładzanie negatywnych wahań asynchronicznych jeszcze przed ich wystąpieniem i poniesienie w związku z tym niższych kosztów makroekonomicznych (NBP, 2014, s. 15; Allard i in., 2013, s. 19). Ch. Pissarides (2016, s. 135) zaznaczał, że niewielkie transfery z EMS służyły w większym stopniu dokapitalizowaniu banków, a nie stabilizacji gospodarki. Poza tym J. Pisani-Ferry, E. Vihriala oraz G.B. Wolff (2013, s. 4) twierdzili, że państwa mogą rezygnować z pomocy w ramach tego mechanizmu ze względu na „piętno” warunkowej pomocy finansowej, co w efekcie może skutkować procyklicznym nastawieniem fiskalnym. W istocie rynek może takie kraje ocenić jako niestabilne, a inwestycje w nich jako ryzykowne, co wiąże się z odpływem kapitału z tych obszarów. Mechanizmy finansowania kryzysowego (jak EMS) mogą być skuteczne jedynie w sytuacji, gdy podmioty rynkowe wierzą, że beneficjent będzie w stanie spłacić swoje zobowiązanie. W przeciwnym razie, w celu zapobiegnięcia wyprzedzący obligacji, udzielona pożyczka musi wypełniać nie tylko lukę dla finansowania bieżących potrzeb, ale także musi pokrywać część lub całość długu (NBP, 2014, s. 15).

<sup>15</sup> Nacisk na stymulację fiskalną był przedmiotem debat w wielu krajach europejskich. Sztandarowym przykładem są tutaj Niemcy, w których kanclerz A. Merkel znajdowała się pod dużą presją, aby porzucić dogmat zrównoważonego budżetu i pobudzić koniunkturę za pomocą instrumentów fiskalnych (szczególnie w czasie pogłębiającej się zapaści w niemieckim przemyśle od początku 2019 r.).

<sup>16</sup> J. Borowiec (2011, s. 384) zauważa, że działanie automatycznych stabilizatorów może być zróżnicowane w zależności od stopnia otwartości gospodarki oraz jej wielkości. W małych i otwartych gospodarkach krajów UE ich rola jest niewielka. Jest to spowodowane dużymi deficytami handlowymi zmniejszającymi efektywność strategii fiskalnej. Aby uzyskać zbliżony poziom stabilizacji, jak kraje o zamkniętych gospodarkach, państwa te potrzebują większych zmian w wydatkach i podatkach.

Dalsza część rozdziału koncentruje się na weryfikacji drugiej hipotezy szczegółowej. W pierwszej kolejności jest oceniany faktyczny charakter realizowanych polityk względem warunków cyklicznych gospodarek w ujęciu *ex post*. Następnie (podrozdział 5.3) przeprowadzono analizę „w czasie rzeczywistym” przy wykorzystaniu prognoz, które były dostępne dla rządzących w momencie podejmowania decyzji budżetowych. W podrozdziale 5.4 zmierzono koordynację polityk fiskalnych w dwóch wyodrębnionych podokresach badawczych. Ostatnią analizowaną kwestią (podrozdział 5.5) jest ocena nastawienia „zagregowanego kursu fiskalnego” w strefie euro oraz koordynacja fiskalno-monetarna.

## 5.2. Identyfikacja nastawienia krajowych polityk fiskalnych

Najpowszechniejszym sposobem oceny nastawienia polityki fiskalnej, wykorzystywanym w literaturze ekonomicznej, jest pomiar współczynnika korelacji między cyklicznie skorygowanym saldem pierwotnym a wartością luki produktowej. Dodatnia korelacja oznacza, że saldo rośnie w warunkach wzrostu luki produktowej i maleje podczas jej spadku. Charakteryzuje to funkcję antycykliczną (dyskrecjonalnej) polityki fiskalnej (Krajewski i in., 2012, s. 45; Carnazza i in., 2020, s. 1137). Korelacja ujemna oznacza procykliczne kształtowanie się salda<sup>17</sup>.

W celu oceny i porównania nastawienia polityki fiskalnej oszacowano współczynniki korelacji pomiędzy CAPB a estymowaną luką produktową dla dwóch podokresów badawczych<sup>18</sup>. Należy przypomnieć, że w tym przypadku uzasadnieniem dla dokonanego podziału szeregów czasowych jest to, że od 2011 r. zaczęła obowiązywać pierwsza reforma nowego zarządzania budżetowego (Semestr Europejski).

Na podstawie otrzymanych wyników (Tabela 18.), można przychylić się do stwierdzenia, że w pierwszym podokresie badawczym CAPB kształtowało się przeważnie antycykliczne (korelacja powyżej 0,1). Taka sytuacja zaistniała w ośmiu badanych krajach. W drugim podokresie badawczym aż w siedmiu krajach kształtowanie się salda można zinterpretować jako procykliczne. W większości przypadków oszacowane korelacje należy jednak uznać za słabe lub umiarkowane.

Tabela 18.

Korelacja między CAPB a luką produktową w krajach strefy euro

Kraj/okres	1. kw. 1999–4. kw. 2007	1. kw. 2011–2. kw. 2019
Austria	0,28	-0,21
Belgia	0,16	0,02
Finlandia	0,71***	0,16
Francja	0,43***	-0,40**

<sup>17</sup> W ślad za literaturą przedmiotu przyjęto, że wartości współczynnika mniejsze od 0,1 są korelacją nikłą.

<sup>18</sup> Ze względu na dostępność danych statystycznych analiza w przypadku Niemiec i Irlandii rozpoczyna się od 1. kw. 2002, a Austrii — od 1. kw. 2001 r.

Kraj/okres	1. kw. 1999–4. kw. 2007	1. kw. 2011–2. kw. 2019
Grecja	-0,64***	0,39**
Hiszpania	0,07	-0,09
Holandia	0,19	0,02
Irlandia	0,19	-0,55***
Luksemburg	0,63***	-0,10
Niemcy	0,28	-0,44***
Portugalia	0,06	-0,22
Włochy	-0,12	-0,74***
średnia <sup>a</sup>	0,16	0,13

Uwagi:

\*\*\* — korelacje istotne statystycznie na poziomie istotności 0,01; \*\* — korelacje istotne statystycznie na poziomie istotności 0,05; \* — korelacje istotne statystycznie na poziomie istotności 0,1.

<sup>a</sup> Ze względu na to, że współczynniki korelacji z zasady nie są addytywne, w celu obliczenia średnich wartości zastosowano transformację Fishera.

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych Eurostat i EBC.

Uzyskane wyniki badania są w dużym stopniu zgodne z innymi opracowaniami literatury przedmiotu, dotyczącymi realizacji stabilizacyjnej funkcji polityki fiskalnej w krajach strefy euro (Krajewski, Piłat, 2012; Szymańska, 2014b; Arsic, Nojkovic, Randjelovic, 2017; Borowiec, 2017b; Carnazza i in., 2020; Dallari, Ribba, 2020). Badania te skupiają się jednak głównie na pierwszej dekadzie funkcjonowania unii ekonomicznej i monetarnej, okresie kryzysowym i kilku latach następujących po recesji.

Należy zaznaczyć, że ocena charakteru polityki fiskalnej w oparciu o współczynnik korelacji nie jest wolna od wad. Przede wszystkim metoda ta nie pozwala na ocenę, czy wzrost lub spadek CAPB następują w warunkach luki inflacyjnej czy recesyjnej<sup>19</sup>. W celu weryfikacji uzyskanych wyników, podjęto więc próbę określenia zmian kierunku realizacji polityk fiskalnych w oparciu o wskaźnik konkordancji. W badaniu przyjęto założenia analogiczne do tych z przypadku analizy nastawienia kanału REER. Za podstawę oceny realizacji polityk fiskalnych krajów strefy euro przyjęto indeks restrykcyjności FCI (zmiana CAPB w stosunku do okresu poprzedniego) (Borowiec, 2017b, s. 10). Przyjęto, że oddziaływanie antycykliczne zaistniało w przypadku, gdy zacieśnieniu fiskalnemu (wzrost indeksu) towarzyszyło zmniejszenie luki inflacyjnej lub poluzowaniu (spadek indeksu) towarzyszyło zmniejszenie odchylenia luki recesyjnej. Poluzowanie fiskalne w warunkach dodatniej luki produktowej lub zacieśnienie w warunkach luki ujemnej interpretuje się jako oddziaływanie procykliczne. Ujęcie to jest ciekawe, ponieważ „identyfikuje” kwartały, w których mógł nastąpić „faktyczny” efekt zmiany CAPB (Tabela 19.).

<sup>19</sup> Skrajnym przykładem w tej analizie wydaje się być Grecja, w której współczynnik korelacji wskazuje na antycykliczne zmiany CAPB, co wynika z tego, że od drugiej połowy 2012 r. ujemna luka produktowa zaczęła stopniowo rosnąć, a polityka fiskalna była wciąż zacieśniana.

Tabela 19.

Liczba okresów charakteryzujących się „anty- i procyklicznym efektem” zmiany C/APB oraz wskaźniki konkordancji (%)

Kraj	Austria		Belgia		Finlandia		Francja		Grecja		Hiszpania		Holandia		Irlandia		Luksemburg		Niemcy		Portugalia		Włochy		
	1.kw. 1999– 4.kw. 2007	1.kw. 2001– 4.kw. 2007	1.kw. 1999– 4.kw. 2007	1.kw. 2001– 4.kw. 2007	1.kw. 1999– 4.kw. 2007	1.kw. 2001– 4.kw. 2007	1.kw. 1999– 4.kw. 2007	1.kw. 2001– 4.kw. 2007	1.kw. 1999– 4.kw. 2007	1.kw. 2001– 4.kw. 2007	1.kw. 1999– 4.kw. 2007	1.kw. 2001– 4.kw. 2007	1.kw. 1999– 4.kw. 2007	1.kw. 2001– 4.kw. 2007	1.kw. 1999– 4.kw. 2007	1.kw. 2001– 4.kw. 2007	1.kw. 1999– 4.kw. 2007	1.kw. 2001– 4.kw. 2007	1.kw. 1999– 4.kw. 2007	1.kw. 2001– 4.kw. 2007	1.kw. 1999– 4.kw. 2007	1.kw. 2001– 4.kw. 2007	1.kw. 1999– 4.kw. 2007	1.kw. 2001– 4.kw. 2007	1.kw. 1999– 4.kw. 2007
Dodatnia luka	5	5	2	4	3	2	1	4	0	2	1	5	3	3	2	12	2	4	1	5	2	6	5	6	
Antycykliczny efekt FCI																									
Produkcyjny efekt FCI	6	7	7	12	7	7	14	6	9	8	11	10	11	9	7	4	2	6	3	7	8	4	8	7	
Antycykliczny efekt FCI																									
Produkcyjny efekt FCI	4	4	6	4	6	3	3	4	4	5	2	3	3	5	5	3	3	4	4	3	5	6	5	6	
Antycykliczny efekt FCI																									
Produkcyjny efekt FCI	8	9	7	5	12	8	7	10	7	9	11	9	10	10	4	14	9	11	9	10	9	10	8	7	
Antycykliczny efekt FCI																									
Wskaznik konkordancji (antycykliczny)	33	27	23	24	26	15	11	24	15	21	9	24	17	24	30	45	22	24	22	24	20	36	29	36	
Antycykliczny efekt FCI																									
Produkcyjny efekt FCI	52	48	40	52	54	45	60	48	59	52	63	58	60	58	48	55	48	52	52	49	42	46	42		
Wskaznik konkordancji (procykliczny)																									

Źródło: opracowanie i obliczenia własne na podstawie danych Eurostat.

W wyniku przeprowadzonej analizy zaobserwowano przewagę liczby kwartałów z „procyklicznym efektem zmian” polityki fiskalnej zarówno w pierwszym, jak i drugim podokresie badawczym. W trzech krajach „procykliczny” wskaźnik konkordancji wzrósł (Belgia, Irlandia, Luksemburg), w ośmiu spadł (Austria, Finlandia, Francja, Grecja, Hiszpania, Holandia, Portugalia, Włochy), a w jednym pozostał bez zmian (Niemcy). Wskaźnik z „efektem antycyklicznym” natomiast wzrósł z wyjątkiem dwóch krajów (Austria, Finlandia). Skala zmian była jednak zróżnicowana wśród poszczególnych państw i niejednokrotnie można ją ocenić jako znikomą (np. wzrost „antycyklicznego” wskaźnika dla Belgii). Średni udział liczby kwartałów charakteryzujących się „procyklicznością” CAPB nieznacznie zmalał w drugim podokresie badawczym z 53 do 50%. Dla zmian z „efektem antycyklicznym” natomiast wzrósł z 21 do 27%, co wynika w dużym stopniu ze zwiększenia liczby kwartałów charakteryzujących się zacieśnieniem fiskalnym w warunkach dodatniej luki produktowej (dla wszystkich krajów w pierwszym podokresie badawczym zaobserwowano ich 128, a w drugim 170). W podokresie tym zacieśnienie fiskalne występowało też częściej w warunkach luki recesyjnej. Świadczy to o wadze realizowanej polityki konsolidacyjnej po kryzysie. Przed recesją dochodziło bowiem częściej do poluzowania fiskalnego. Nadmierną, procykliczną ekspansją w latach 1999–2007 charakteryzowały się takie kraje, jak Francja, Grecja, Hiszpania, Portugalia i Włochy. W tym okresie, biorąc pod uwagę wszystkich badanych członków strefy euro, „procykliczne efekty” zaobserwowano jednak częściej w warunkach luki ujemnej.

Analiza wskaźnika konkordancji w powyższym ujęciu również nie jest pozbawiona bezdyskusyjnych założeń. Najważniejszym z nich może być pominięcie potencjalnych opóźnień w reakcji luki produktowej na zmianę CAPB<sup>20</sup> oraz faktu, że zmiany salda mogą być dokonywane z wyprzedzeniem w oparciu o przewidywaną sytuację gospodarczą. Wskaźniki konkordancji i korelacji mogą być traktowane nie tylko jako alternatywne metody badania tego samego zjawiska, ale również jako metody uzupełniające się.

Powyższe wyniki badań pozwoliły na uprawdopodobnienie przypuszczenia, że nastawienie krajowych polityk fiskalnych w drugim podokresie badawczym miało głównie charakter procykliczny. Trudno jednak na ich podstawie ocenić, czy wprowadzone reformy sprzyjały nastawieniu antycyklicznemu ze względu na długi czas podlegania PND przez wiele krajów oraz specyficzne uwarunkowania w latach 2011–2019. Wobec tego warto weryfikacji kwestią może być „analiza w czasie rzeczywistym”, która w pewnym stopniu odzwierciedla intencje polityków co do planowanych działań w sferze fiskalnej.

---

<sup>20</sup> Badania wskazują, że opóźnienia zewnętrzne polityki fiskalnej są różne w zależności od podjętych działań. Najkrótsze są opóźnienia transferów rządowych. Zmiana podatku dochodowego od osób fizycznych przynosi efekt już po jednym lub dwóch miesiącach, a od osób prawnych — nawet po dwunastu. Najdłuższymi opóźnieniami zewnętrznymi charakteryzują się wydatki rządowe (Marszałek, 2006, s. 60). Badania empiryczne dowodzą również, że wpływ zmian deficytu jest zróżnicowany wśród krajów, co wynika z odmiennych struktur gospodarek, odmiennego potencjału produkcyjnego, a także odmiennej struktury budżetów krajowych (Salamaga, 2018, s. 386).

### 5.3. Ocena nastawienia krajowych polityk fiskalnych „w czasie rzeczywistym”

W Tabeli 20. zamieszczono wyniki przeprowadzonego badania nastawienia polityk fiskalnych „w czasie rzeczywistym” wg procedury opisanej w podrozdziale 3.4. Za J. Borowcem (2017b, s. 13) przyjęto, że roczna bezwzględna zmiana salda pierwotnego skorygowanego cyklicznie musi wynieść co najmniej 0,2% PKB, aby politykę scharakteryzować jako antycykliczną lub procykliczną. W przeciwnym wypadku stanowisko fiskalne klasyfikowano jako neutralne. Jasnym zacięciem obszarem zaznaczono politykę antycykliczną, a ciemnym — procykliczną. Dodatkowo pogrubionym obramowaniem wyróżniono okresy, w których kraj podlegał Procedurze Nadmiernego Deficytu (zaznaczono również lata, w których PND została nałożona oraz zamknięta).

W pierwszym podokresie badawczym celowe decyzje rządów dotyczące kierunku realizacji polityki fiskalnej miały w większości przypadków charakter procykliczny. Wskaźnik konkordancji, rozumiany jako udział procentowy liczby lat z nastawieniem pogłębiającym wahania koniunktury w tym podokresie (dla wszystkich krajów), wyniósł 42%. Zamiar prowadzenia polityki antycyklicznej odnotowano dla 33% wszystkich okresów, a neutralnej dla 23%. Wartości nie sumują się do 100%, ponieważ wystąpiły również lata, w których polityki miały charakter neutralny lub nastawienia nie interpretowano ze względu na prognozowaną „domkniętą” lukę produktową (np. Finlandia w 2004 r.).

Analizując zmiany charakteru realizowanych polityk fiskalnych, można zauważyć, że w drugim podokresie badawczym (2011–2018), wskaźnik konkordancji dla okresów z zamiarem realizacji procyklicznej polityki fiskalnej dla wszystkich krajów wzrósł do 58%. Stosunek ten zwiększył się w Austrii, Finlandii, Francji, Hiszpanii, Irlandii, Portugalii i Włoszech. Natomiast w Holandii i Niemczech udział lat z procyklicznym nastawieniem fiskalnym zmniejszył się, a w Belgii i Grecji pozostał na niezmiennym poziomie<sup>21</sup>. Dodatkowo w latach 2011–2018 odnotowano spadek wskaźnika konkordancji dla polityki antycyklicznej i neutralnej kolejno do 26 i 16%. Wzrost liczby lat z zamiarem realizacji polityki łagodzącej wahania produkcji w stosunku do pierwszego podokresu badawczego, zaobserwowano jedynie dla Holandii i Niemiec.

W okresie podlegania Procedurze Nadmiernego Deficytu zarówno w pierwszym, jak i drugim podokresie badawczym, zamierzenia zacieśnienia polityki w celu spełnienia wymogów fiskalnych, miały w zdecydowanej większości charakter procykliczny. Jest to szczególnie widoczne w latach 2011–2014. Ze względu na to, że czas podlegania PND jest specyficzny, warto przyjrzeć się okresom, w których kraje mają większą swobodę w ustalaniu budżetu. W celu sprawdzenia, czy w tych latach dominującymi rzeczywistymi intencjami i zamierzeniami rządzących były zmiany antycykliczne czy procykliczne, oszacowano wskaźniki konkordancji z wyłączeniem wszystkich okresów, w których obowiązywała PND. W pierwszym podokresie badawczym, wskaźnik wyniósł 40% dla „lat antycyklicznych” oraz 34% dla „procyklicznych”. W drugim natomiast obie te wartości wyniosły 40%.

<sup>21</sup> Zmiany charakteru polityk fiskalnych trudno ocenić dla Luksemburga ze względu na brak danych.

Tabela 20.  
 Charakter decyzji dotyczących uznaniowej realizacji polityk fiskalnych krajów strefy euro

Kraj	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Austria	AE	AR	PR	PR	PR	AE	N	N	-	-	-	PR	PR	PR	PR	PR	AE	N	PE
Belgia	N	N	PR	AE	AE	AE	AE	AE	-	-	-	N	AE	AE	N	N	N	PR	AE
Finlandia	AR	N	AR	AE	X	PE	AE	N	-	-	-	PR	PR	PR	N	N	PR	AE	AE
Francja	PR	N	PR	N	PR	PR	N	N	-	-	-	PR	PR	PR	PR	N	PR	PR	X
Grecja	PE	PE	AR	PE	PE	AR	PE	PE	-	-	-	PR	PR	PR	PR	AE	PR	N	PR
Hiszpania	AR	AR	AR	AE	N	PR	N	AE	-	-	-	PR	PR	PR	PR	N	AE	AE	PE
Holandia	PE	PE	PR	PR	PR	PR	AE	AE	-	-	-	PR	PR	PR	AE	AE	AE	PR	PE
Irlandia	PE	N	AR	X	PR	N	PR	N	-	-	-	PR	PR	PR	PR	N	AR	AR	AR
Luksemburg	b.d.	PE	N	b.d.	b.d.	PE	N	AR	-	-	-	PR	AE	PR	AE	AE	AR	PR	PE
Niemcy	PR	AE	PR	PR	PR	PR	N	PR	-	-	-	PR	PR	PR	AE	N	AE	PE	N
Portugalia	N	AR	AR	PR	AE	AE	PR	PR	-	-	-	PR	PR	PR	PR	PR	AE	AE	PE
Włochy	AE	AE	PR	N	AE	N	AE	PR	-	-	-	PR	PR	PR	N	AE	AE	AE	PE

Uwagi:

AE — antycykliczna ekspansywna (poluzowanie fiskalne w warunkach ujemnej luki produktowej); AR — antycykliczna restrykcyjna (zaciśnienie fiskalne w warunkach dodatniej luki produktowej); PE — procykliczna ekspansywna (poluzowanie fiskalne w warunkach dodatniej luki produktowej); PR — procykliczna restrykcyjna (zaciśnienie fiskalne w warunkach ujemnej luki produktowej); „b.d.” brak danych; N — neutralna, X — prognoza luki produktowej wyniosła 0, co wskazuje, że gospodarka znajdowała się w stanie równowagi długo- i krótkookresowej. W związku z tym nie interpretowano zamierzenia realizacji polityki fiskalnej dla tego okresu.

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Eurostat i EBC.



Warto również zwrócić uwagę na poszczególnych członków strefy euro. Kraje, które zostały dotknięte kryzysem zadłużenia względnie w większym stopniu, mogły i tak nie mieć wystarczającej przestrzeni fiskalnej do antycyklicznej ekspansji. W Grecji w drugim podokresie badawczym wystąpił tylko jeden rok, w którym nie obowiązywała PND, ale zamierzenia były i tak restrykcyjne o charakterze procyklicznym. Może to wynikać z ciągłego monitoringu i nadzoru ponadnarodowego nad finansami Grecji i konieczności utrzymania przez rządzących tego kraju określonych wartości nadwyżki pierwotnej w stosunku do PKB<sup>22</sup>. W Portugalii, również dla jednego roku bez PND, zaplanowano procykliczną ekspansję. W Irlandii dla dwóch lat bez podlegania Procedurze było planowane antycykliczne zacieśnienie, a we Włoszech — raz nastawienie neutralne, raz procykliczna ekspansja i trzy razy ekspansja antycykliczna. W przypadku Hiszpanii cały drugi podokres badawczy pokrył się z podleganiem PND.

W pozostałych krajach, charakteryzujących się względnie stabilniejszymi finansami publicznymi, sytuacja była odmienna. Poza latami, w których nałożona była PND, w Austrii i Finlandii zaobserwowano przewagę planowania procyklicznego, a w Belgii, Holandii, Luksemburgu i Niemczech, liczba planowanych lat z nastawieniem anty- i procyklicznym była taka sama. Francja natomiast podlegała PND do końca badanego okresu. Procykliczność miała głównie charakter restrykcyjny, co może świadczyć o tym, że kraje te podchodziły z wyjątkową ostrożnością do stymulacji fiskalnej w obliczu kryzysu zadłużenia w strefie euro. Warto odnotować, że w pierwszym podokresie badawczym „planowanie” miało często charakter antycykliczny lub neutralny (Austria, Belgia, Finlandia).

Z powyższego prostego porównania nie można wyciągać jednoznacznych wniosków m.in. ze względu na różnice między prognozą produkcji w momencie budżetowania a stanem faktycznym. Stanowisko, które obserwuje się *ex post*, może się znacznie różnić od tego, które było zaplanowane i ujęte w rejestrze środków ustawodawczych (Cimadomo, 2012, s. 447–451). Co więcej, zamknięcie Procedury Nadmiernego Deficytu nie oznaczało, że kraj osiągnął swój średniookresowy cel budżetowy<sup>23</sup>. Powyższa analiza może jednak wskazywać na rzeczywiste intencje polityków w momencie planowania dochodów i wydatków państwa przy ówczesnie znanych i dostępnych informacjach. Można więc pokusić się o sformułowa-

---

<sup>22</sup> Procedury konsolidacji finansów publicznych w Grecji, tworzone i monitorowane przez tzw. Trójkę (Komisja Europejska, Europejski Bank Centralny i Międzynarodowy Fundusz Walutowy) od początku kryzysu zadłużenia były przedmiotem sporu. Wielu ekonomistów twierdziło, że połowę długu tego kraju należy umorzyć, gdyż wymuszanie wywiązania się z niego jest nierealne i wpędza kraj w jeszcze większy kryzys. Wskazywano ponadto, że problemy Grecji nie były wyłącznie skutkiem fałszowania statystyki dotyczącej finansów, zbyt wczesnego wstąpienia do strefy euro czy też zbyt rozbudowanej administracji i polityki opartej na patronacie. Pogłębianie niekorzystnych zjawisk to również rezultat lokowania nadwyżek strukturalnego bilansu handlowego w tym kraju głównie przez Niemcy, Holandię oraz Austrię. Grecja była swoistym rynkiem zbytu dla tych krajów i miejscem lokowania krótkoterminowych inwestycji spekulacyjnych (Galbraith, 2016, s. 76–77; Kołodko, 2020, s. 207–210).

<sup>23</sup> W przypadku Belgii wyznaczoną datą na osiągnięcie MTO był 2021 r., Irlandii — 2020 r., Włoch, Hiszpanii i Portugalii — 2019 r., Finlandii, Francji i Holandii — 2018 r., Niemiec i Luksemburga — 2016 r., a Austrii — 2015 r. (European Commission, 2016, s. 44).

nie, że wdrożone reformy po kryzysie ekonomiczno-finansowym miały ograniczony wpływ na zamiar realizacji polityki antycyklicznej.

Zestawiając rezultaty dotychczasowych badań i analiz (Tabele: 14., 16., 19. oraz 20.), na gruncie teoretycznym można podjąć próbę wskazania potencjalnych źródeł procykliczności w całym drugim podokresie badawczym<sup>24</sup>. Należy jednak mieć na uwadze, że analiza w czasie rzeczywistym została przeprowadzona na danych KE, a badanie *ex post* — na wartościach CAPB i luki produktowej oszacowanych przez autora.

W przypadku Francji procykliczności niewątpliwie sprzyjały nałożone restrykcje fiskalne i długi okres podlegania PND (procedura uchylona w 2018 r.). Potwierdza to przeżycie wskaźnika konkordancji dla zmian CAPB z „efektem procyklicznym” w warunkach luki recesyjnej. Również w przypadku Austrii zamiar prowadzenia procyklicznie restrykcyjnej polityki został zaobserwowany w okresie podlegania PND. Wskaźnik konkordancji dla liczby kwartałów z „efektem procyklicznym” w warunkach ujemnej luki produktowej wykazał jednak niewielką przewagę w stosunku do zmian CAPB z „efektem procyklicznym” w warunkach luki dodatniej. Po okresie PND zaobserwowano również zamiar ekspansji fiskalnej, która prawdopodobnie w obliczu poprawy koniunktury, obrała nastawienie procykliczne. Podobną sytuacją charakteryzowała się Holandia.

W Hiszpanii, Portugalii oraz Irlandii, oprócz PND, utrudnieniem w zajęciu adekwatnego stanowiska fiskalnego mogły być stosunkowo wysokie koszty obsługi długu publicznego. Irlandia ponadto w drugim podokresie badawczym dbała o wysoką dyscyplinę finansów publicznych. Mimo że PND została zdjęta w 2014 r., kraj ten wykazywał ciągłą tendencję do wzrostu dodatniego salda strukturalnego, a „analiza w czasie rzeczywistym” wskazała, że właśnie takie były zamiary rządzących. Ponadto wskaźnik konkordancji potwierdził, że procykliczność miała miejsce głównie w warunkach luki recesyjnej. W przypadku krajów z Półwyspu Iberyjskiego, trudno mówić o prawidłowościach w konsolidacji swoich finansów, gdyż saldo strukturalne malało nawet w okresie podlegania tych krajów PND (zwłaszcza w Hiszpanii, czego efektem mogło być to, że procykliczność następowała zarówno w warunkach ujemnej, jak i dodatniej luki produktowej — co wykazał wskaźnik konkordancji). Zaobserwowana sytuacja mogła wynikać również z niestabilności tych krajów w warunkach kryzysu zadłużenia, politycznego cyklu koniunkturalnego oraz zmian w sferze społecznej.

Nastawienie procykliczne w największej gospodarce strefy euro — Niemczech — można wiązać z podleganiem PND oraz realizowanej polityce zrównoważonego budżetu po kryzysie. Niemcy zamierzały również wprowadzić ekspansję fiskalną od 2014 r. W rzeczywistości zrobiły to jednak dopiero w 2016 i 2017 r., kiedy nadwyżka strukturalna nieznacznie spadła. W tym czasie mogło dojść do nastawienia procyklicznego w warunkach luki dodatniej, które wskazał wskaźnik konkordancji.

W przypadku Belgii i Finlandii trudno sprecyzować źródła procykliczności. Analiza „w czasie rzeczywistym” dla Belgii wskazała, że kraj ten nawet w okresie podlegania PND, zamierzał realizować politykę neutralną lub antycykliczną ekspansję. W tym czasie jednak

<sup>24</sup> Tabela 14. — saldo strukturalne krajów strefy euro, Tabela 16. — średni nominalny poziom długoterminowej stopy procentowej, Tabela 19. — wskaźnik konkordancji dla nastawienia polityki fiskalnej, Tabela 20. — analiza „w czasie rzeczywistym”.

saldo strukturalne rosło. Wskaźnik konkordancji natomiast sugeruje, że procykliczność miała głównie charakter potęgujący wzrost luki inflacyjnej. Finlandia, która nie podlegała PND i miała większą swobodę w planowaniu budżetu, z reguły zamierzała zacieśniać politykę w latach 2011–2013. Saldo strukturalne do 2014 r. jednak nieznacznie malało. Zaobserwowany natomiast „procykliczny efekt” zmiany CAPB (wskaźnik konkordancji), następował zarówno w warunkach korzystnej, jak i niekorzystnej koniunktury. Wobec tego można przypuszczać, że w tych przypadkach istniały istotne rozbieżności między prognozami luki produktowej a stanem faktycznym oraz możliwe zmiany w realizacji budżetu. Należy również pamiętać, że wskaźnik konkordancji opiera się na kwartalnych zmianach CAPB, które są „maskowane” przez analizę danych w częstotliwości rocznej.

Adekwatna do koniunktury polityka fiskalna we Włoszech mogła być częściowo utrudniona brakiem przestrzeni fiskalnej (względnie wysokie stopy procentowe) oraz PND, ale tylko do 2013 r. Należy zauważyć, że po zamknięciu Procedury (2013 r.) deficyt strukturalny nieprzerwanie rósł niezależnie od kształtowania się luki produktowej, co świadczy o intensywnej ekspansji. Potwierdza to „analiza w czasie rzeczywistym”, która wskazała, że od 2014 r. zamiarem było ciągłe luzowanie warunków fiskalnych.

W literaturze podkreśla się, że pokusa nadużycia oraz efekt pasażera na gapę dotyczą głównie małych krajów, których wartość udziału PKB w gospodarce całej strefy euro jest mała (podejmowane decyzje fiskalne mają niewielki wpływ na wspólny obszar walutowy i ponadnarodową politykę monetarną). Takie teoretyczne uzasadnienie można w największym stopniu przypisać Luksemburgowi (udział w PKB całej strefy euro wynosi około 0,004%). Kraj ten ponadto nie był objęty PND.

Przypadek Grecji jest szczególnie ze względu na skalę załamania gospodarki w czasie kryzysu, późniejsze problemy tego państwa na rynku finansowym oraz konieczność wypełnienia szeregu określonych warunków w celu otrzymania pomocy od instytucji ponadnarodowych. Papiery wartościowe tego kraju charakteryzowały się najwyższą stopą procentową, a polityka fiskalna była wciąż zacieśniana.

Reasumując, należy stwierdzić, że uzyskane wyniki badań, zarówno te o charakterze *ex ante* i *ex post*, podają w wątpliwość stosowanie uznaniowych polityk fiskalnych w stabilizacji koniunktury gospodarczej na szczeblu krajowym. Wobec zaobserwowanej sytuacji istotnym aspektem jest analiza kolejnych, oczekiwanych rezultatów wzmocnienia ram fiskalnych w strefie euro oraz wdrożenia mechanizmów *ex ante* monitoringu sytuacji gospodarczej.

## 5.4. Ocena koordynacji krajowych polityk fiskalnych

Do oceny stopnia koordynacji krajowych polityk fiskalnych wykorzystano indeks FCI oraz współczynnik korelacji. W Tabeli 21. zamieszczono wyniki pomiaru dla dwóch podokresów badawczych<sup>25</sup>. Górna wartość dotyczy przedziału czasowego 1. kw. 2003–4. kw. 2007, a dolna przedziału 1. kw. 2011–2. kw. 2019. Jasny zacieniowany obszar oznacza wzrost

<sup>25</sup> Indeks FCI dla strefy euro był możliwy do oszacowania dopiero od 2003 r. ze względu na brak wcześniejszych danych niektórych krajów (Niemcy, Irlandia).

Tabela 21.  
Koordynacja nastawienia polityk fiskalnych krajów strefy euro (korelacja pomiędzy FCI poszczególnych krajów i całą strefą euro)

	Austria	Belgia	Finlandia	Francja	Grecja	Hiszpania	Holandia	Irlandia	Luksemburg	Niemcy	Portugalia	Włochy	strefa euro	Kraj/obszar
Austria	1												0,21	
Belgia	0,83***	1											0,49***	
Finlandia	-0,29	0,32*	1										0,29	
Francja	0,21	0,32*	0,27	1									0,42**	
Grecja	0,11	-0,01	0,01	0,43**	1								0,38**	
Hiszpania	0,11	0,01	0,05	0,74***	0,50***	1							0,52**	
Holandia	0,07	0,13	-0,14	0,47***	0,25	0,40**	1						0,46**	
Irlandia	0,68***	0,01	0,08	0,35**	0,36**	0,31*	0,31*	1					0,50***	
Luksemburg	0,24	0,57***	0,14	0,15	-0,38*	-0,24	0,00	0,04	1				0,47***	
Niemcy	0,13	0,44***	0,06	0,40**	0,03	0,17	0,16	0,16	0,08	1			0,31	
Portugalia	-0,37*	0,39**	0,07	0,44***	0,40**	0,55***	0,27	0,22	-0,09	0,03	1		-0,1	
Włochy	0,07	0,50***	-0,03	0,27	-0,07	0,33*	-0,12	0,33**	-0,09	0,70***	0,15	1	0,65***	
strefa euro														1

Uwagi:

\*\*\* — korelacje istotne statystycznie na poziomie istotności 0,01; \*\* — korelacje istotne statystycznie na poziomie istotności 0,05; \* — korelacje istotne statystycznie na poziomie istotności 0,1.

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Eurostat i EBC.

koordynacji w drugim podokresie w stosunku do pierwszego, a ciemny — spadek<sup>26</sup>. W celu zagregowania wskaźnika FCI dla strefy euro, zostały użyte wagi odpowiadające udziałom poszczególnych krajów członkowskich w PKB całego ugrupowania<sup>27</sup>.

Drugi podokres badawczy charakteryzował się silniejszą koordynacją nastawienia polityki fiskalnej z całą strefą euro dla ośmiu krajów: Austrii, Belgii, Francji, Hiszpanii, Holandii, Irlandii, Portugalii i Włoch. Spadek zaobserwowano zaś w przypadku Finlandii, Grecji, Luksemburga oraz w niewielkim stopniu Niemiec. Biorąc pod uwagę koordynację FCI między poszczególnymi członkami unii ekonomicznej i monetarnej, należy zaznaczyć, że w okresie od 1. kw. 2011 r. do 2. kw. 2019 r. wzrosła ona w 59% możliwych związków. Siła korelacji jest jednak dość zróżnicowana wśród badanych krajów. Dokonując podziału strefy euro na grupę PIIGS (Portugalia, Irlandia, Włochy, Grecja, Hiszpania) oraz grupę „państw rdzenia” (Belgia, Francja, Holandia, Luksemburg, Niemcy), można zauważyć, że na dziesięć możliwych związków w pierwszej grupie wzrost koordynacji nastąpił w siedmiu przypadkach, a w drugiej — w czterech. Między krajami z dwóch wyodrębnionych skupień wzrost korelacji wystąpił w 68% możliwych powiązań. Nie można więc jednoznacznie stwierdzić, że „kraje rdzenia” charakteryzują się względnie silnie skoordynowaną polityką fiskalną względem krajów „peryferyjnych”.

Ze względu na wzrost koordynacji polityk fiskalnych krajów strefy euro, a także zaobserwowaną dominację procyklicznego charakteru zmian CAPB (podrozdział 5.2), można przypuszczać, że skoordynowane działania fiskalne mają również charakter pogłębiający odchylenia produkcji od trendu na szczeblu całego ugrupowania. Wobec tego należy zwrócić uwagę na kolejną kwestię związaną ze stabilizacją koniunktury gospodarczej w warunkach integracji ekonomicznej. Z punktu widzenia funkcjonowania strefy euro jako jednej gospodarki, rozstrzygające znaczenie ma „zbiorcze nastawienie fiskalne” wszystkich badanych krajów względem luki produktowej całej unii. Zdaniem wielu ekonomistów (Darvas, Leandro, 2015, s. 3, 11; De Grauwe, Yuemei, 2016, s. 144–145) jest ono przypadkowe, co wyklucza możliwość nastawienia antycyklicznego na poziomie ponadnarodowym. Dotychczasowe wyniki analizy empirycznej również skłaniają do takiego przypuszczenia.

## 5.5. Ocena nastawienia zagregowanego stanowiska fiskalnego oraz koordynacji fiskalno-monetarnej w strefie euro

W celu oceny czy „zagregowane nastawienie fiskalne” badanych krajów strefy euro miało charakter anty- czy procykliczny, oszacowano hipotetyczną wartość cyklicznie skorygowanego salda pierwotnego dla całego ugrupowania<sup>28</sup>. Wyniki zamieszczono w Tabeli 22.

<sup>26</sup> Bezwzględny wzrost korelacji jest rozumiany jako wzrost koordynacji polityk fiskalnych.

<sup>27</sup> Metodę tę wykorzystali m.in. I. Święcicki i J.J. Michałek (2014). Niniejszy i kolejny podrozdział monografii stanowi rozszerzenie analizy zawartej w: Markowski, Ł. (2019).

<sup>28</sup> Pierwszy podokres w przypadku analizy strefy euro, składającej się z dwunastu badanych krajów, rozpoczyna się od 2002 r. ze względu na niedostępność danych statystycznych dla wszystkich członków ugrupowania dla lat wcześniejszych (Austria, Irlandia, Luksemburg, Niemcy).

Tabela 22.

Korelacja między „hipotetycznym” CAPB a luką produktową strefy euro

Obszar	1. kw. 2002–4. kw. 2007	1. kw. 2011–2. kw. 2019
strefa euro	0,38*	-0,25*

Uwagi:

\* — korelacje istotne statystycznie na poziomie istotności 0,1.

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych Eurostat i EBC.

Podobnie jak w przypadku oceny pojedynczych krajów za pomocą współczynnika korelacji, drugi podokres badawczy „wypada gorzej” niż pierwszy. W tym ujęciu, z umiarkowanego nastawienia antycyklicznego, „zbiornicze stanowisko fiskalne” przyjęło charakter procykliczny.

Wskaźniki konkordancji, którego wartości zamieszczono w Tabeli 23., również kształtują się analogicznie do tych ze szczebla krajowego. Wskaźnik dla zmian CAPB z „efektem antycyklicznym” wzrósł, natomiast dla „zmian z efektem procyklicznym” spadł. „Wzrost antycykliczności” wynika ze zwiększenia restrykcyjności fiskalnej w warunkach dodatniej luki produktowej, czyli jest efektem realizacji polityki oszczędności. W drugim podokresie badawczym nastawienie potęgujące odchylenia luki produktowej od trendu było jednak nadal dominujące.

Tabela 23.

Liczba okresów charakteryzujących się „anty- i procyklicznym efektem” zmiany „hipotetycznego” CAPB w strefie euro oraz wskaźniki konkordancji (%)

Obszar		strefa euro	
Okres		1. kw. 2002–4. kw. 2007	1. kw. 2011–2. kw. 2019
Dodatnia luka produktowa	Antycykliczny efekt FCI (liczba kwartałów)	0	4
	Procykliczny efekt FCI (liczba kwartałów)	6	6
Ujemna luka produktowa	Antycykliczny efekt FCI (liczba kwartałów)	4	5
	Procykliczny efekt FCI (liczba kwartałów)	8	12
Wskaźnik konkordancji (antycykliczny)		17	27
Wskaźnik konkordancji (procykliczny)		60	55

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych Eurostat i EBC.

Wobec zaobserwowanej sytuacji pozostaje stwierdzić, że przyjęte elementy federalizmu negatywnego w postaci wdrożenia kolejnych restrykcyjnych reguł fiskalnych są niewystarczające w wypełnianiu funkcji stabilizacyjnej na poziomie ponadnarodowym. W literaturze słusznie wskazuje się zatem, że metoda koordynacji krajowych polityk fiskalnych, mających na celu stabilizację wahań cyklicznych, nie jest możliwa. Przy realizacji polityki fiskalnej i zamierzeniu stabilizacji makroekonomicznej całej strefy, należy więc kierować się

perspektywą całego ugrupowania, a nie interesami narodowymi, licząc na to, że zwiększona koordynacja zapewni skuteczność na poziomie zagregowanym (Hein, Truger, 2014, s. 22; Bénassy-Quéré i in., 2016, s. 11; Tabellini, 2016, s. 124; Orphanides, 2017, s. 13–16).

Powyższe obserwacje skłaniają do podjęcia jeszcze jednej ważnej kwestii z punktu widzenia stabilizacji koniunktury gospodarczej w unii ekonomicznej i monetarnej. Mowa o koordynacji fiskalno-monetarnej, której znaczenie istotnie wzrosło po recesji z 2009 r. Jak podkreślają liczni ekonomiści, współdziałanie polityki fiskalnej i monetarnej jest obecnie warunkiem koniecznym do uzyskania stabilizacji makroekonomicznej całego ugrupowania (Skrzypczyńska, 2012, s. 297; Hein, Truger, 2014, s. 27; Corsetti i in., 2016, 157–159; Tabellini, 2016, s. 120–122; Corsetti i in., 2019, s. 24). Zasadne jest więc podjęcie próby zweryfikowania tego zjawiska na poziomie całej strefy euro. W literaturze przedmiotu w analizie *policy-mix* najczęściej wykorzystuje się indeks restrykcyjności fiskalnej FCI oraz indeks warunków pieniężnych (*Monetary Condition Index* — MCI). W niniejszej książce za stanowisko fiskalne przyjęto oszacowany w ujęciu kwartalnym FCI (wykorzystany w podrozdziale 5.4), a za miarę nastawienia monetarnego — wskaźnik warunków pieniężnych publikowany przez KE. Jest to bardziej precyzyjny miernik aniżeli obserwacja pojedynczych zmiennych reprezentujących stanowisko polityki monetarnej. Ocena kształtowania się tego indeksu powinna dotyczyć skali i kierunku zmian. Ujemne wartości oznaczają poluzowanie monetarne, natomiast dodatnie — zacieśnienie. W celu analizy koordynacji w ujęciu kwartalnym wartości miesięczne zostały uśrednione<sup>29</sup>.

W literaturze najczęściej do analizy koordynacji fiskalno-monetarnej wykorzystuje się tzw. mapę restrykcyjności. Została ona użyta również w niniejszej monografii (Wykres 8.). Na osi pionowej został zamieszczony indeks restrykcyjności fiskalnej (FCI), a na osi poziomej — wskaźnik warunków pieniężnych (MCI). Wypadkową obu wskaźników jest indeks *policy-mix* (PMI), który obrazuje zbiorcze nastawienie polityki makroekonomicznej. Interpretacja indeksu, analogicznie do indeksów FCI oraz MCI, powinna dotyczyć tylko kierunku i skali zmian. Mapa pozwala na wyróżnienie czterech wariantów *policy-mix*: połączenie obu ekspansywnych polityk (III ćwiartka), połączenie obu restrykcyjnych polityk (I ćwiartka), połączenie ekspansji fiskalnej z restrykcją monetarną (IV ćwiartka) i ekspansję monetarną z restrykcją fiskalną (II ćwiartka).

Definitywna ocena kształtowania się wskaźnika PMI wymyka się jednoznaczności i nie jest wolna od wątpliwości i dyskusji. A. Kot (2003, s. 26) wskazuje, że najbardziej pożądana sytuacja to taka, w której ruch wskaźnika odbywa się po linii o nachyleniu –45 stopni. Wówczas poluzowaniu monetarnemu towarzyszy zacieśnienie fiskalne i odwrotnie. P. Marszałek (2009, s. 103–104) podkreśla jednak, że mimo powszechnego uznania powyższej kombinacji polityk za wariant optymalny (ze względu na nieosłabianie popytu inwestycyjnego oraz brak zagrożenia dla budżetu), polityka skoordynowana nie oznacza tylko tego jednego wariantu. Na przykład w okresie recesji, a w szczególności w przypadku pułapki płynności lub przy niskich nominalnych stopach procentowych (problem *zero bound*), oczekuje się połączenia polityk ekspansywnych. Przy konieczności schłodzenia koniunktury natomiast

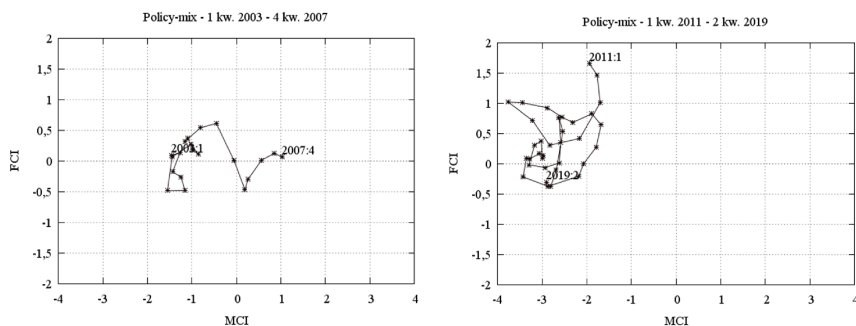
<sup>29</sup> Należy pamiętać, że interpretacja MCI nie może być jednoznacznie wykorzystana do oceny nastawienia polityki EBC, gdyż realny kurs walutowy reaguje na wiele innych czynników oprócz decyzji władz monetarnych.



może być wskazane zarówno restrykcyjne stanowisko fiskalne, jak i monetarne. Wynika z tego, że „optymalne” warianty *policy-mix* mogą się zmieniać.

Wykres 8.

*Policy-mix* w strefie euro w okresach: 1. kw. 2003 r.–4. kw. 2007 r. oraz 1. kw. 2011 r.–2. kw. 2019 r.



Źródło: obliczenia własne na podstawie danych Eurostat i EBC.

Od początku analizowanego okresu do 4. kw. 2006 r. (punkt położony niemal w środku układu na pierwszej mapie) warunki pieniężne były akomodacyjne. Sytuacji tej towarzyszyły na przemian restrykcyjne (do 2. kw. 2003 r. oraz od 3. kw. 2004 r. do 3. kw. 2006 r.) oraz ekspansywne warunki fiskalne (3. kw. 2003 r.–2. kw. 2004 r. oraz 4. kw. 2006 r.–1. kw. 2007 r.). Ostatnie trzy kwartały pierwszego podokresu badawczego to połączenie restrykcyjnych warunków fiskalnych i monetarnych.

Zgodność nastawienia fiskalno-monetarnego może być mierzona współczynnikiem korelacji (Święcicki, Michałek, 2014, s. 170). Dla lat 2003–2007 wynosi on  $-0,01$ , co oznacza, że warunki fiskalne i monetarne dla strefy euro kształtowały się niezależnie<sup>30</sup>. Dla całego pierwszego podokresu badawczego nie można wyodrębnić więc żadnego teoretycznego wariantu *policy-mix*. Na gruncie teoretycznym można stwierdzić, że w tych względnie stabilnych czasach byłaby pożądana korelacja ujemna, kiedy to ekspansji monetarnej towarzyszy restrykcyjna polityka fiskalna.

Od początku drugiego podokresu badawczego można zaobserwować restrykcyjne warunki fiskalne, które trwały do 3. kw. 2014 r. na skutek wprowadzanych mechanizmów ograniczenia kryzysu zadłużeniowego. Następnie warunki te ulegały minimalnemu poluzowaniu w okresach: 4. kw. 2014 r.–2. kw. 2015 r., 2. i 3. kw. 2017 r. oraz 4. kw. 2018 r.–2. kw. 2019 r. Przez cały drugi podokres badawczy warunki monetarne były zdecydowanie ekspansywne. Korelacja obu indeksów wyniosła w tym okresie  $0,33$ , co świadczy o podobnych kierunkach zmian<sup>31</sup>. Pozornie więc koordynację fiskalno-monetarną należałoby ocenić pozytywnie. Współczynnik korelacji nie uwzględnia jednak tego, czy warunki fiskalne uległy poluzowaniu (zmiana indeksu na wartość ujemną) czy też zacieśnienie miało mniejszą skalę (malejące dodatnie wartości indeksu). Drugi podokres badawczy to utrzymująca się

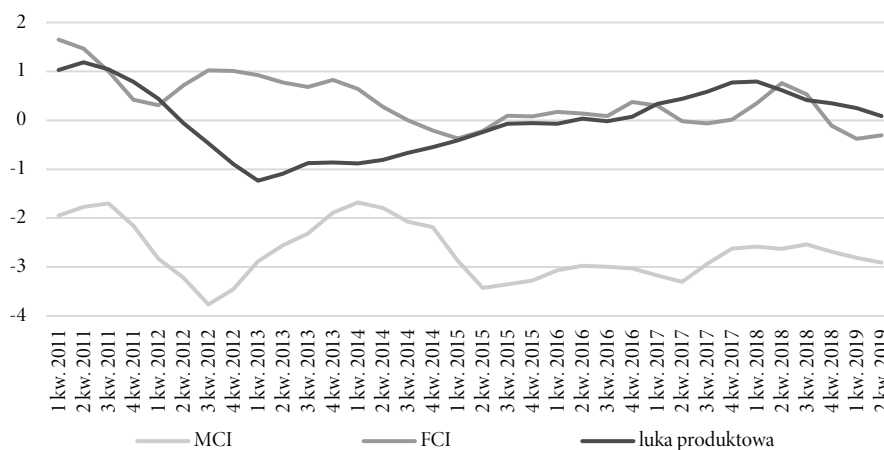
<sup>30</sup> Korelacja nieistotna statystycznie.

<sup>31</sup> Korelacja istotna statystycznie na poziomie istotności  $0,1$ .

ekspansja monetarna, która w warunkach nominalnie bliskich zera oraz ujemnych stóp procentowych, zgodnie z teorią, powinna być wsparta ekspansją fiskalną. Jak jednak wspomniano, zbiorcze stanowisko fiskalne przez niemal przez cały drugi podokres badawczy było restrykcyjne. Sytuację tę lepiej obrazuje Wykres 9.

Wykres 9.

MCI, FCI oraz luka produktowa strefy euro w okresie od 1. kw. 2011 r. do 2. kw. 2019 r.



Źródło: obliczenia własne na podstawie danych Eurostat i EBC.

W warunkach, gdy luka recesyjna stopniowo rosła (od 2. kw. 2012 r.), warunki fiskalne były restrykcyjne (dodatnie wartości FCI). Jedynie pod koniec 2014 r. uległy one niewielkiemu poluzowaniu. Po 2015 r. zmiany indeksu FCI są niewielkie, co świadczy raczej o neutralności i bierności „zagregowanego stanowiska fiskalnego” (pod koniec 2017 r. następuje zaś ponowne zacieśnienie, a pod koniec 2018 r. — poluzowanie).

Wobec uzyskanych wyników badań należy podkreślić, że krajowe polityki fiskalne w drugim analizowanym podokresie okazały się bardziej skoordynowane, jednak były w głównej mierze realizowane procyklicznie i restrykcyjne. W konsekwencji utrudniło to skoordynowanie działań fiskalno-monetarnych i wsparcie akomodacyjnej polityki monetarnej ekspansją fiskalną. Dokonana analiza empiryczna pozwala na pozytywną weryfikację drugiej hipotezy szczegółowej. Charakter polityk fiskalnych w strefie euro, mimo wprowadzonych reform, był głównie procykliczny. Dotyczy to szczebla krajowego, jak i całego ugrupowania.



## **6. Identyfikacja dywergencji w krajach unii ekonomicznej i monetarnej z perspektywy kryteriów optymalnego obszaru walutowego**

### **6.1. Synchronizacja cykli koniunkturalnych**

Ostatnim etapem badań jest empiryczna identyfikacja potencjalnych efektów mechanizmów dywergencji z perspektywy kryteriów optymalnego obszaru walutowego. Badanie tego zagadnienia nie jest kwestią prostą. Wynika to z faktu, że literatura przedmiotu nie wskazuje żadnego „granicznego” poziomu, po przekroczeniu którego dane kryterium można uznać za spełnione. Celem niniejszego rozdziału nie jest jednak kwalifikacja i grupowanie krajów na te, które są „optymalnymi” członkami unii ekonomicznej i monetarnej oraz na te, które nimi nie są. Celem jest próba identyfikacji potencjalnych efektów mechanizmu dywergencji, które potęgują ryzyko generowania szoków asymetrycznych i występowania wahań asynchronicznych w przyszłości. Zjawiska te uzasadniają bowiem ewolucję polityki stabilizacyjnej.

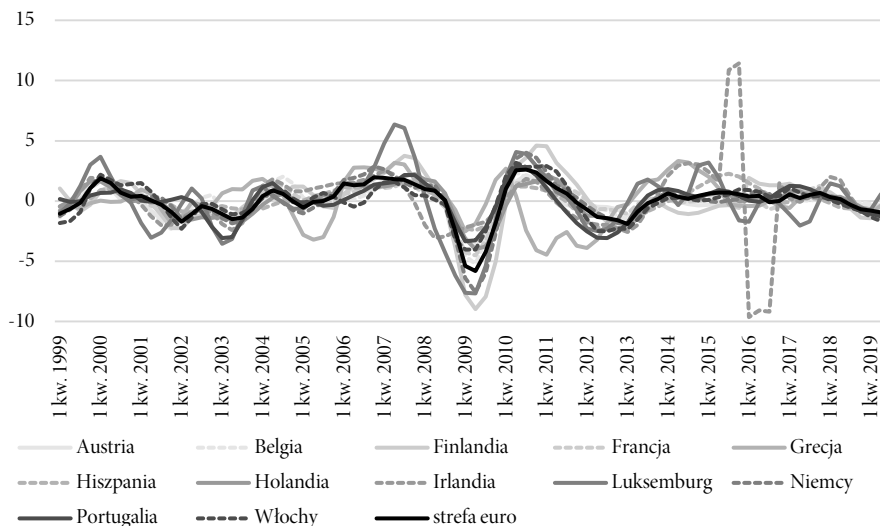
Punktem wyjścia w analizie spełnienia kryteriów OOW jest weryfikacja synchronizacji cykli koniunkturalnych. W literaturze przedmiotu można znaleźć wiele opracowań na ten temat. Na przykład badanie przeprowadzone przez E. Adamowicz, S. Dudka, D. Pachuckiego oraz K. Walczyka (2012, s. 163) wskazuje, że przed kryzysem ekonomiczno-finansowym i tuż po nim, zbieżność wahań cyklicznych krajów strefy euro postępowała, lecz była różna dla poszczególnych gospodarek. Z perspektywy podejmowanej problematyki, kluczowe znaczenie ma podjęcie analizy obejmującej cały wyodrębniony w pracy okres badawczy oraz odpowiedź na pytanie czy w warunkach funkcjonowania unii ekonomicznej i monetarnej zbieżność wahań koniunkturalnych jest kontynuowana.

W badaniach dotyczących synchronizacji fluktuacji aktywności gospodarczej najczęściej stosuje się cykle wzrostowe. Aspekt ten jest szczególnie istotny z perspektywy zbadanego stopnia adekwatności jednolitej stopy procentowej EBC w podrozdziale 4.2. Wobec tego w celu analizy przebiegu i zbieżności wahań aktywności gospodarczej dwunastu kra-

jów strefy euro wykorzystano te same oszacowane komponenty cykliczne dynamiki realnego PKB. Na Wykresie 10. zaprezentowano przebieg wahań koniunkturalnych w formie graficznej<sup>1</sup>.

Wykres 10.

Komponent cykliczny dynamiki realnego PKB krajów strefy euro w okresie od 1 kw. 1999 r. do 2. kw. 2019 r.



Źródło: obliczenia własne na podstawie danych Eurostat.

Na podstawie Wykresu 10. można stwierdzić, że w całym badanym okresie kraje strefy euro charakteryzowały się zróżnicowaniem ze względu na zmienność realnego PKB, a stopa wzrostu tej zmiennej podlegała fluktuacjom wokół trendu<sup>2</sup>. Pierwszym aspektem analizy zbieżności wahań koniunkturalnych jest identyfikacja przesunięć fazowych. Za cykl refe-

<sup>1</sup> Synchronizację cykli zbadano bez wyłączenia lat 2008–2010. Nieprzewidywane i głębokie załamania gospodarcze są również elementem życia gospodarczego i pominięcie tego okresu w tym kontekście badań byłoby niewłaściwe. Uwzględnienie całego szeregu czasowego pozwoliło ponadto lepiej przeanalizować zmianę stopnia synchronizacji cykli w czasie za pomocą korelacji rekursywnych. Co więcej, G. Baldi oraz K. Staehr (2016, s. 305) podkreślają, że zastosowanie tempa wzrostu gospodarczego w ujęciu rok do roku pozwala w dużym stopniu wyeliminować problem obliczonych za pomocą filtra HP, zbyt wielkich dodatnich luk produktowych, estymowanych w okresie przedkryzysowym i kryzysowym dla krajów najbardziej dotkniętych załamaniem.

<sup>2</sup> Intensywny wzrost koniunktury w 2015 r. w Irlandii wynika z czynników jednorazowych oraz z napływu aktywów z USA. Amerykańskie korporacje chętnie realokowały swoje siedziby w tym kraju dzięki atrakcyjnym przepisom podatkowym. Intensywny spadek koniunktury w 2016 r. to m. in. efekt odniesienia tempa wzrostu do analogicznego okresu roku poprzedniego.

rencyjny przyjęto szereg czasowy całej strefy euro o nieziennej liczbie dwunastu krajów w całym badanym okresie<sup>3</sup>. Wyniki pomiaru zamieszczono w Tabeli 24.

Tabela 24.

Charakterystyka przesunięć fazowych cykli koniunkturalnych badanych krajów względem cyklu strefy euro

Kraj	Współczynnik koherencji <sup>*</sup>	Średnie przesunięcie (w kwartałach) <sup>**</sup>	Korelacja krzyżowa		
			$r_0$	$r_{\max}$	$t_{\max}$
Austria	0,87	0,06	0,92	0,92	0
Belgia	0,83	0,24	0,89	0,89	0
Finlandia	0,83	-0,42	0,89	0,89	0
Francja	0,90	0,01	0,93	0,93	0
Grecja	0,31	1,53	0,26	0,36	1
Hiszpania	0,71	0,11	0,79	0,79	0
Holandia	0,87	-0,40	0,91	0,91	0
Irlandia	0,24	0,83	0,36	0,39	1
Luksemburg	0,64	0,74	0,78	0,84	1
Niemcy	0,96	-0,10	0,97	0,97	0
Portugalia	0,69	0,37	0,80	0,80	0
Włochy	0,78	0,25	0,87	0,87	0

Uwagi:

\* Współczynnik koherencji to miara dopasowania dwóch szeregów dla danej częstotliwości. Przyjmuje wartości od 0 do 1, a jego interpretacja jest analogiczna do współczynnika determinacji. Określa w jakim stopniu zmiany wahań koniunkturalnych strefy euro wpływają na fluktuacje danego kraju (Kotliński, Warżała, 2013, s. 56).

\*\* Znak +/- oznacza wyprzedzenie/opóźnienie względem szeregu referencyjnego.

Wszystkie wartości współczynników korelacji są istotne statystycznie na poziomie 0,05. Przy poziomie istotności 0,01 nieistotna jest jedynie korelacja  $r_0$  w przypadku Grecji.

Źródło: opracowanie własne za pomocą pakietu BUSY.

Na podstawie współczynnika koherencji można stwierdzić, że kraje strefy euro są dość zróżnicowane pod względem zbieżności cykli koniunkturalnych z cyklem strefy euro. Naj-

<sup>3</sup> Analizę spektralną poprzedziło badanie stacjonarności szeregów wahań cyklicznych, co jest warunkiem koniecznym przed tego typu analizą (Skrzypczyński, 2008, s. 21; Gradzewicz i in., 2010, s. 47–48). Za pomocą testu KPSS na poziomie istotności 0,05 zweryfikowano, że badane szeregi są stacjonarne. Okres wahań został ustalony od 1,5 roku do 10 lat, co jest zgodne ze specyfikacjami w literaturze przedmiotu. W przypadku korelacji krzyżowych przyjęto wyprzedzenia roczne (+/- 4 kwartały) (Adamowicz i in., 2008, s. 21). Analiza spektralna została przeprowadzona w programie BUSY. Wszystkie wyniki uwzględniają dane dla Grecji dopiero od 2001 r., kiedy to faktycznie przystąpiła ona do strefy euro.

bardziej zsynchronizowanymi wahaniami charakteryzują się Niemcy, a następnie Francja i Austria. Najniższa zbieżność cechuje Irlandię oraz Grecję. Mimo tego zróżnicowania, nie można mówić o istotnych przesunięciach fazowych względem szeregu referencyjnego. Waha się ono od  $-0,42$  kwartału w przypadku Francji, do  $1,53$  kwartału w przypadku Grecji. Podobnie wartości maksymalne współczynnika korelacji z przesunięciem wykazują wyprzedzenie jednokwartalne. Dotyczy to krajów, które mają najniższy współczynnik koherencji.

W przebiegu wahań koniunkturalnych strefy euro udało się zidentyfikować sześć górnych i pięć dolnych punktów zwrotnych<sup>4</sup> (Tabela 25.). Taką samą liczbą cykli koniunkturalnych jak cała strefa euro charakteryzowały się: Austria, Finlandia, Francja, Niemcy i Portugalia. Jeden dodatkowy cykl został zidentyfikowany dla Belgii i Luksemburga, jeden mniej dla Grecji i Włoch, a dwa mniej — dla Hiszpanii, Irlandii i Holandii.

Tabela 25.

Analiza punktów zwrotnych cykli koniunkturalnych badanych krajów względem cyklu strefy euro

Szereg czasowy	Szczyt	Dno	Szczyt	Dno	Szczyt	Dno	Szczyt	Dno	Szczyt	Dno	Szczyt	Liczba dodatkowych cykli
	4. kw. 1999	1. kw. 2003	1. kw. 2004	4. kw. 2004	3. kw. 2006	1. kw. 2009	2. kw. 2010	4. kw. 2012	2. kw. 2015	2. kw. 2016	3. kw. 2017	
strefa euro												
Austria	0	0	-7	-	2	0	0	0	-	-	-3	0
Belgia	0	1	1	2	2	0	-1	0	-1	-2	-3	1
Finlandia	2	-6	2	3	3	0	1	-1	2	-	-	0
Francja	0	0	0	2	3	0	2	0	-7	0	0	0
Grecja	4	-6	-1	1	2	-1	-2	-	-5	10	-	-1
Hiszpania	1	-4	-	-	3	0	-1	-1	0	-	-	-2
Holandia	-1	1	-	-	4	0	2	0	-	-	-2	-2
Irlandia	-1	0	-	-	1	-4	0	0	-	-	1	-2
Luksemburg	0	-1	-1	0	2	0	-1	-3	-2	3	1	1
Niemcy	0	0	0	0	0	0	0	0	3	-5	-	0
Portugalia	2	-1	0	2	3	-1	-1	-2	-6	-1	-3	0
Włochy	0	-5	0	5	2	-1	-1	-2	-	-	-3	-1

Uwagi:

Znak +/- oznacza opóźnienie/wyprzedzenie (w kwartałach) względem szeregu referencyjnego.

Źródło: opracowanie własne za pomocą pakietu BUSY.

Kraje strefy euro są dość zróżnicowane pod względem przesunięć czasowych punktów zwrotnych w odniesieniu do szeregu referencyjnego. Największe przesunięcia wystąpiły w Grecji, Finlandii, Portugalii i Włoszech. Różny jest również średni czas trwania cykli i faz w poszczególnych krajach (Tabela 26.).

<sup>4</sup> Przyjęto założenie, że faza cyklu powinna trwać co najmniej dwa kwartały, a cały cykl — minimum sześć kwartałów.



Tabela 26.  
Średnia długość trwania faz oraz cykli krajów strefy euro (liczba kwartałów)

Kraj	Szczyt–dno	Szczyt–szczyt	Dno–szczyt	Dno–dno
Austria	6,20	12,80	7,40	12,50
Belgia	6,00	10,50	5,33	10,60
Finlandia	6,67	11,60	6,80	13,00
Francja	8,17	13,40	5,40	11,80
Grecja	7,60	12,50	8,50	16,50
Hiszpania	8,33	19,67	12,00	20,50
Holandia	9,67	22,67	13,67	18,50
Irlandia	9,67	23,67	14,67	19,00
Luksemburg	5,71	11,17	5,83	10,83
Niemcy	8,20	12,20	4,80	11,25
Portugalia	7,80	12,40	5,40	12,50
Włochy	8,00	16,25	9,00	13,33
strefa euro	8,00	13,40	6,20	12,50

Źródło: opracowanie własne za pomocą pakietu BUSY.

Z perspektywy realizacji polityki stabilizacyjnej w warunkach jednolitego obszaru walutowego istotna jest również amplituda faz oraz cyklu. Jak wskazują P. De Grauwe oraz J. Yuemei (2016, s. 141), asymetria w tym aspekcie grozi pogłębieniem destabilizacji systemu nawet w sytuacji, gdy synchronizacja cykli byłaby bardzo wysoka. Autorzy podkreślają, że w takich okolicznościach, nawet w obliczu szoku symetrycznego, kraje będą odczuwać skutki kryzysu w zróżnicowanym stopniu. Zostanie to też spotęgowane dodatkowym odpływem kapitału z krajów uznanych za „słabe ogniwa”. Sytuacja ta jest istotną przesłanką do utworzenia pewnej „przestrzeni fiskalnej”, mającej na celu stabilizację cykli koniunkturalnych w strefie euro. Duże różnice w amplitudzie cykli sprawiają, że krajowa stabilizacja fiskalna jest problematyczna, ponieważ prowadzi do dużych rozbieżności w deficytach budżetowych i akumulacji długu między krajami. Różnice te szybko przenikają na rynki finansowe. Średnią amplitudę faz wzrostowych i spadkowych oraz całych cykli badanych krajów zamieszczono w Tabeli 27. Z danych tych wynika, że wśród członków strefy euro istnieje zróżnicowanie pod tym względem. W takich warunkach kraje odczuwają skutki spowolnienia i szoków symetrycznych w różnym stopniu.

Tabela 27.  
Średnia amplituda faz oraz cykli krajów strefy euro (%)

Kraj	Średnia amplituda		
	faz spadkowych	faz wzrostowych	cykli
Austria	4,02	3,73	-0,29
Belgia	3,53	3,26	-0,27
Finlandia	6,32	6,38	0,06
Francja	2,98	2,90	-0,07
Grecja	4,90	5,63	0,73
Hiszpania	3,26	3,67	0,41
Holandia	4,55	4,27	-0,29
Irlandia	4,47	4,49	0,02
Luksemburg	6,99	6,55	-0,44
Niemcy	5,42	5,17	-0,25
Portugalia	3,67	3,72	0,06
Włochy	4,33	4,05	-0,27
strefa euro	3,59	3,34	-0,25

Uwagi:

Amplituda fazy jest rozumiana jako wartość bezwzględna różnicy pomiędzy dwoma wartościami ekstremalnymi, należącymi do danej fazy. Amplituda całego cyklu natomiast to różnica między amplitudą fazy wzrostowej oraz spadkowej (Lubiński, 2004, s. 77).

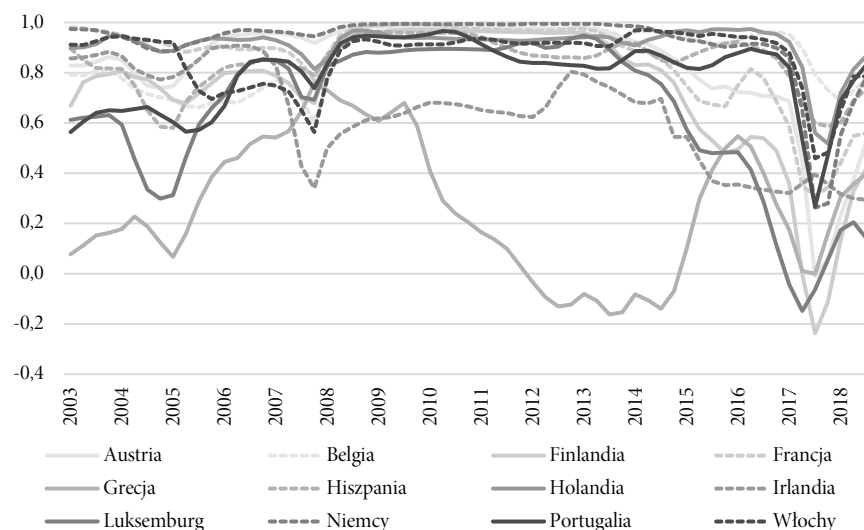
Źródło: opracowanie własne za pomocą pakietu BUSY.

Na podstawie powyższej analizy należy stwierdzić, że stopień synchronizacji cykli koniunkturalnych poszczególnych krajów strefy euro jest zróżnicowany w całym badanym okresie. Dotychczasowa analiza miała jednak charakter statyczny i może być jedynie wprowadzeniem do oceny endogenicznych efektów integracji ekonomicznej. Jak już wspomniano, w kontekście rozważań w niniejszej książce zasadnicze znaczenie ma dynamiczne ujęcie zbieżności wahań aktywności gospodarczej oraz odpowiedź na pytanie, czy synchronizacja cykli koniunkturalnych postępuje w czasie. W tym celu posłużono się analizą korelacji rekursywnej z ruchomym 5-letnim oknem<sup>5</sup>. Obliczone współczynniki przypisano do ostatniej obserwacji. Na Wykresie 11. zaprezentowano ich zmienność.

<sup>5</sup> Okres ruchomego okna jest w badaniach ustalany arbitralnie ze względu na to, że nie ma formalnych kryteriów, które pozwalałyby na jednoznaczne rozwiązanie tej kwestii. Jak jednak wskazuje E. Adamowicz (2008, s. 22), ich wyznaczenie wymaga uwzględnienia pewnych przesłanek statystycznych. Długość okna nie powinna być zbyt krótka, aby nie utrudnić interpretacji zmienności współczynnika korelacji. Z drugiej strony, nie może ono być zbyt długie, ponieważ uniemożliwiłoby to zobrazowanie tej zmienności. Okno powinno być więc na tyle duże, aby obejmowało co najmniej jeden cykl koniunkturalny. Dla danych kwartalnych okno o długości 5–6 lat jest optymalne.

Wykres 11.

Korelacja rekursywna komponentu cyklicznego krajów strefy euro z ruchomym 5-letnim oknem



Źródło: obliczenia własne na podstawie danych Eurostat.

Z analizy przebiegu współczynników korelacji z ruchomym oknem wynika, że synchronizacja wahań cyklicznych jest zmienna. Dla większości krajów współczynnik korelacji wykazywał tendencję rosnącą mniej więcej do czasu wybuchu kryzysu, następnie się stabilizował, a potem zaczął maleć. Można zatem sądzić, że czynnikiem sprzyjającym synchronizacji wahań były warunki kryzysowe. W drugiej dekadzie istnienia strefy euro, można mówić o spadku korelacji (intensywność w zależności od kraju). Pewien wzrost następuje dopiero pod koniec badanego okresu. Warto zaznaczyć, że jedynie w przypadku Grecji i Portugalii końcowa wartość współczynnika korelacji była wyższa niż wartość początkowa.

Z punktu widzenia realizacji polityki stabilizacyjnej istotna jest również weryfikacja, czy zmianie ulega zróżnicowanie amplitud faz wzrostowych i spadkowych badanych krajów, a mianowicie, czy staje się ono mniejsze. W tym celu obliczono współczynniki zmienności dla średnich amplitud faz spadkowych i wzrostowych badanych krajów dla dwóch podokresów<sup>6</sup>. W pierwszej dekadzie funkcjonowania strefy euro oszacowane wartości wyniosły kolejno 26% i 29%, a w drugiej — 35 i 34%. Wskazuje to na wzrost zróżnicowania.

<sup>6</sup> Za granicę pierwszego i drugiego podokresu badawczego przyjęto tym razem 2009 r. Nie zastosowano standardowego podziału (1999–2007 oraz 2011–2019), ponieważ w takim ujęciu dla niektórych krajów liczba obserwacji nie pozwoliłaby na wyodrębnienie co najmniej dwóch faz spadkowych i wzrostowych. Ponadto wybór 2009 r. jako granicznego jest uzasadniony faktem, że w tym czasie wszystkie kraje odnotowały „dno” w swoich cyklach koniunkturalnych (z wyjątkiem Irlandii), co umożliwiło dokonanie pewnej analizy porównawczej ze względu na zakończenie „starego” i rozpoczęcie „nowego” cyklu. Tak więc wszystkie fazy spadkowe, które kończyły się w 2009 r. (niezależnie w którym kwartale) zostały zaliczone do pierwszego podokresu badawczego. Fazy wzrostowe, które nastąpiły bezpośrednio po tym okresie, rozpoczynają drugi podokres badawczy. Zważywszy, że po-

Podsumowując dotychczasową analizę, należy stwierdzić, że w całym analizowanym okresie nie można mówić o postępie w zbieżności wahań cyklicznych badanych krajów<sup>7</sup>. Wciąż charakteryzują się one asynchronicznymi fluktuacjami. Co więcej, tendencja ta wydaje się silniejsza w drugiej dekadzie funkcjonowania strefy euro, kiedy to można było zaobserwować desynchronizację cykli oraz wzrost zróżnicowania amplitud faz koniunktury. W pewnym stopniu wyjaśnia to nieadekwatność jednolitej stopy procentowej EBC. W tym aspekcie hipoteza endogeniczności nie znajduje potwierdzenia, w przeciwieństwie do poglądów P. Krugmana.

## 6.2. Zbieżność inflacji

Kryterium zabezpieczającym kraje unii ekonomicznej i monetarnej przed wahaniami asynchronicznymi jest zbliżony poziom inflacji. Jest to drugi czynnik wchodzący w skład reguły Taylora, pozwalającej na ocenę stopnia adekwatności jednolitej stopy procentowej. O doniosłości tego aspektu mogą świadczyć badania V. Nitscha (2004, s. 21), który rozpatrując przypadki rozpadu unii walutowych w przeszłości, stwierdził, że najczęstszą przyczyną opuszczenia przez kraje takich ugrupowań była właśnie różnica w poziomach tempa wzrostu cen. Z przeanalizowanych kilkudziesięciu zmiennych, to właśnie dywergencja inflacji okazała się istotna w prognozowaniu upadku obszarów walutowych.

W myśl hipotezy o endogeniczności kryteriów OOW, zbieżność poziomu inflacji jest skutkiem, a nie warunkiem przystąpienia do wspólnego obszaru walutowego. Należy również pamiętać, że utrzymanie stabilnego poziomu cen to jedno z kryteriów konwergencji nominalnej ustanowione w traktacie z Maastricht. Naturalnym jest więc, że przed 1999 r. kraje charakteryzowały się konwergencją inflacji. Bardziej problematycznym aspektem może być kształtowanie się tempa wzrostu cen w już funkcjonującej unii ekonomicznej i monetarnej, kiedy to konwergencja powinna wynikać z niewymuszonych administracyjnych procesów integracyjnych.

W celu analizy przebiegu i zbieżności inflacji w krajach strefy euro wykorzystano te same dane, których użyto do analizy stopnia adekwatności jednolitej stopy procentowej za pomocą reguły Taylora (oczyszczone z wahań przypadkowych i sezonowych roczne zmiany wskaźnika HICP). Na podstawie analizy graficznej (Wykres 12.) można stwierdzić, że kraje strefy euro charakteryzowały się stabilną inflacją w całym badanym okresie, z wyjątkiem lat

---

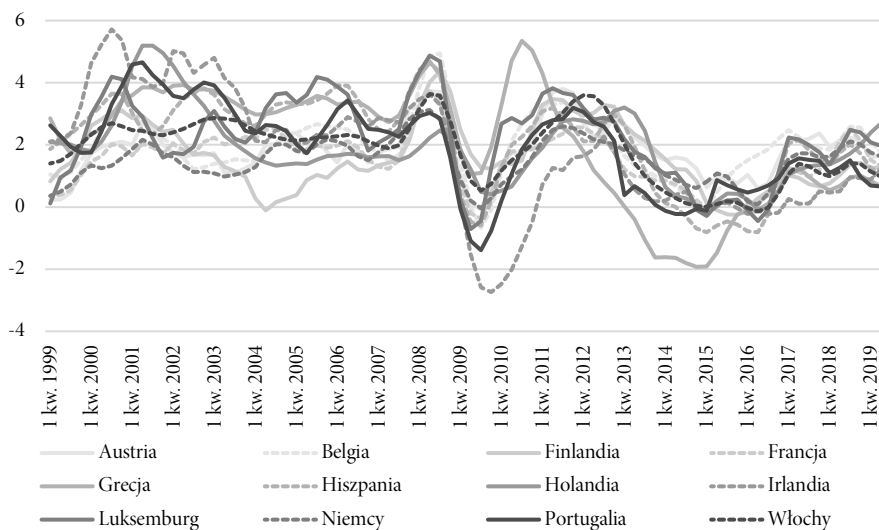
dokresy różnią się liczbą faz wzrostowych i spadkowych, wyniki analizy należy rozpatrywać z pewną dozą ostrożności.

<sup>7</sup> Uzyskane wyniki badań warto odnieść do analizy przeprowadzonej przez T. Papageorgiou, P.G. Michaelidesa oraz J.G. Miliosa (2010, s. 421), którzy dzieląc okres 1960–2009 na trzy podokresy, mierzą synchronizację cykli koniunkturalnych w krajach europejskich. Na podstawie uzyskanych rezultatów stwierdzają, że zbieżność cykli w latach 2000–2009 jest mniejsza niż w latach 1992–1999 w wyniku tzw. efektu Maastricht, kiedy to kraje musiały dostosować się do wymagań tego traktatu. Powyższe ujęcie podaje w wątpliwość trwałość uzyskanej konwergencji na skutek spełnienia kryteriów nominalnych przed przyjęciem wspólnej waluty. Co więcej, uwzględniając uzyskane wyniki badań w niniejszej książce, można stwierdzić, że desynchronizacja ta postępuje nadal po kryzysie ekonomiczno-finansowym.

kryzysowych (tempo wzrostu cen z reguły mieściło się w granicach 0–5%, co można uznać za inflację „pełzającą”). Przez pierwsze dwa lata badanego okresu inflacja rosła niemalże we wszystkich krajach członkowskich. Następnie dla większości państw zaczęła maleć i stabilizować się, by skokowo wzrosnąć pod koniec 2007 r. Recesji w strefie euro towarzyszyła deflacja w dziewięciu krajach (druga połowa 2009 r.). W drugiej fazie kryzysu, tj. po 2010 r., inflacja rosła nieprzerwanie do czasu wystąpienia kolejnej recesji. Spadek tempa wzrostu cen sukcesywnie przeobrażał się w deflację, która na początku 2015 r. dotknęła aż dziesięć krajów (wzrost cen zanotowała jedynie Austria, zaś w Portugalii ceny charakteryzowały się niezmiennym poziomem). Po tym okresie można zaobserwować wzrost inflacji w badanych krajach.

Wykres 12.

Stopa inflacji w krajach strefy euro w okresie od 1. kw. 1999 r. do 2. kw. 2019 r. (%)



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Eurostat.

Punktem wyjścia w próbie oceny zbieżności inflacji może być analiza współczynnika zmienności. Wartości tej miary znacznie rosną w okresach, gdy średnia jest bardzo niska i utrzymuje się przez pewien czas (2009 r., 2014 r. oraz 2016 r.). Utrudnia to przeprowadzenie analizy w formie graficznej, dlatego w celu uzyskania większej przejrzystości prezentowanych informacji, współczynnik obliczono w ujęciu rocznym, a wartości zamieszczono w formie tabelarycznej (Tabela 28.).

Współczynnik zmienności mała aż do nasilenia się kryzysu w 2009 r., co świadczy o konwergencji inflacji. Wzrost wartości został zaobserwowany w okresie kryzysu oraz warunkach pokryzysowych, gdy w strefie euro występowały tendencje deflacyjne. Nie jest to objaw rozbieżności inflacji, lecz niskiej średniej dla całej unii ekonomicznej i monetarnej. Zróżnicowanie w 2017 i 2018 r. jest zbliżone do tego, które charakteryzowało kraje strefy euro w pierwszych sześciu latach po jej utworzeniu.

Tabela 28.

Współczynnik zmienności inflacji dla krajów strefy euro (%)

Rok	Współczynnik zmienności
1999	54
2000	38
2001	37
2002	43
2003	41
2004	41
2005	38
2006	33
2007	27
2008	23
2009	505
2010	92
2011	27
2012	28
2013	89
2014	391
2015	125
2016	431
2017	43
2018	37

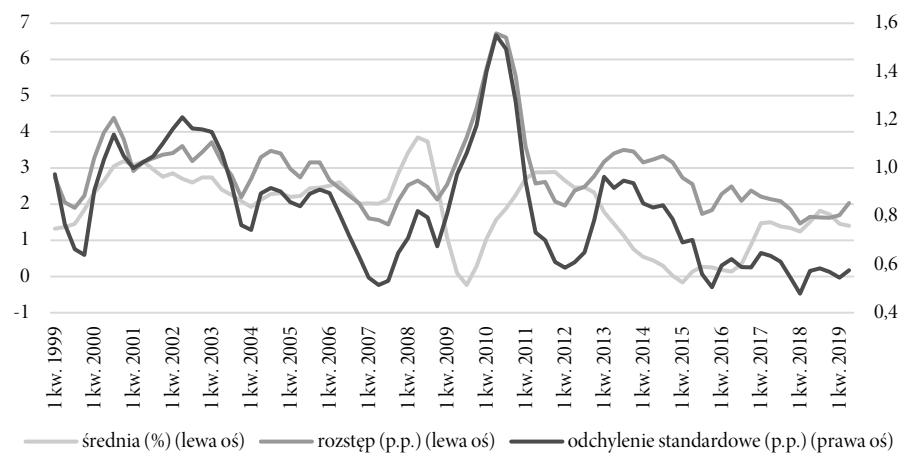
Źródło: obliczenia własne na podstawie danych Eurostat.

Precyzyjnym badaniem zbieżności inflacji może być ocena kształtowania się innych miar dyspersji. Wyniki w formie graficznej przedstawiono na Wykresie 13.

Na podstawie analizy najprostszej z miar zróżnicowania — rozstępu — trudno jednoznacznie stwierdzić, że kraje strefy euro charakteryzowały się unifikacją bądź dywergencją tempa wzrostu cen. Pewną tendencję spadkową pod tym względem można zaobserwować dopiero od 2014 r. Różnica między najwyższą a najniższą wartością inflacji była naturalnie największa w czasie, gdy strefa euro zaczęła wychodzić z recesji (wówczas deflację na poziomie 2,1% zanotowała zmagająca się z efektami załamania na rynku nieruchomości Irlandia, a najwyższe tempo wzrostu cen o wartości 5,1% osiągnęła tracąca wówczas zaufanie uczestników rynku finansowego Grecja). W późniejszych latach istotny wzrost wartości rozstępu można zaobserwować w okresie nawrotu recesji oraz analogicznie, w momencie przywrócenia dodatniego tempa wzrostu PKB w strefie euro (druga połowa 2013 r.).

Wykres 13.

Średnia i wybrane miary dyspersji inflacji w krajach strefy euro w okresie od 1. kw. 1999 r. do 2. kw. 2019 r.



Źródło: obliczenia własne na podstawie danych Eurostat.

Odchylenie standardowe wykazuje nieintensywną tendencję malejącą, co świadczy o niewielkiej konwergencji tempa wzrostu cen w warunkach funkcjonowania unii ekonomicznej i monetarnej. Zaburzenia w zbieżności oraz pojawiające się okresowo dywergencje pokrywają się z okresami słabego wzrostu gospodarczego w strefie euro (3. kw. 2001–3. kw. 2003) oraz recesjami (2. kw. 2009–2. kw. 2010 oraz 1. kw. 2013–2. kw. 2014). Po tych wstrząsach proces unifikacji inflacji jest kontynuowany, a okresowe dywergencje nie są już tak silne. Wydaje się, że użycie odchylenia standardowego jest bardziej wiarygodnym sposobem na ocenę zbieżności inflacji w branym pod uwagę przedziale czasowym ze względu na fakt, że jest to miara bezwzględna. Współczynnik zmienności zaś, będący miarą względną, w obliczu niskiej średniej mylnie sugeruje dywergencję.

W świetle przeprowadzonej w podrozdziale 4.2 analizy adekwatności poziomu oficjalnej stopy procentowej EBC dla poszczególnych gospodarek strefy euro, można więc stwierdzić, że przyczyną zmniejszenia jej dopasowania nie jest dywergencja inflacji, lecz wzrastająca desynchronizacja wahań koniunkturalnych. Ponadto zaobserwowana zbieżność inflacji przyczynia się do tego, że z mniejszą siłą procyklicznie oddziałuje kanał realnej stopy procentowej, ponieważ odchylenia inflacji poszczególnych krajów od średniej są mniejsze.

Podjmując próbę oceny kształtowania się poziomu inflacji w krajach strefy euro, trudno jest jednak jednoznacznie stwierdzić, czy jest ona „wystarczająca” i czy w istotny sposób zmniejsza ryzyko powstawania wahań asynchronicznych koniunktury. Jak wskazuje J. Pietrucha (2015a, s. 48), nawet na obszarach jednolitych pod względem monetarnym (np. USA) występują regionalne różnice w tempie wzrostu cen. Jest oczywiste jednak, że im większa luka, tym większe zagrożenie nierównowagi makroekonomicznej. W wyniku przeprowadzonych badań należy więc przyjąć, że ryzyko generowania wahań asynchronicznych wciąż istnieje, o czym świadczą okresowe dywergencje w zakresie inflacji ujawniające się



w okresach słabej koniunktury. Może to świadczyć o różnej odporności i reakcji gospodarek strefy euro na szoki zewnętrzne i różnicach w ich strukturze, które są przedmiotem analizy następnego podrozdziału.

### 6.3. Struktura gospodarek

W myśl hipotezy endogeniczności kryteriów OOW, kraje z biegiem czasu powinny upodabniać się pod względem struktur gospodarczych. Zbieżność tych struktur prowadzi bowiem do podobnego poziomu rozwoju (Rogut, 2012, s. 216). W takiej sytuacji cykle koniunkturalne są bardziej zsynchronizowane, a ewentualne załamania koniunktury mają coraz bardziej symetryczny charakter. Skutkuje to w konsekwencji zmniejszeniem nieadekwatności jednolitej polityki monetarnej.

Uzyskane wyniki badań dotyczące stopnia dopasowania jednolitej stopy procentowej EBC dla poszczególnych krajów strefy euro oraz zaobserwowana desynchronizacja wahań cyklicznych podają w wątpliwość konwergencję krajów w tym aspekcie, co może być rezultatem działania mechanizmu dywergencji. Zasadne jest zatem poddanie tego aspektu weryfikacji empirycznej.

Proces transformacji strukturalnej oznacza przenoszenie zasobów z branż mniej produktywnych do bardziej produktywnych. Istotnym potwierdzeniem tego zjawiska są zmiany udziałów zatrudnienia w układzie trójsektorowym. Uznając, że przemiany struktur gospodarek mają bezpośrednie odzwierciedlenie w zatrudnieniu, analiza udziału pracujących w poszczególnych sektorach umożliwia ocenę, czy gospodarki charakteryzują się konwergencją bądź dywergencją (Skórska, 2013, s. 64).

Z zamieszczonych w Tabeli 29. wartości udziałów zatrudnienia wg trzech sektorów gospodarki<sup>8</sup> badanych krajów strefy euro (oraz całego ugrupowania składającego się z niemieckiej liczby dwunastu członków) wynika, że we wszystkich krajach zaistniała realokacja zasobów pracy do sektora usług kosztem zatrudnienia w rolnictwie i przemyśle. W 2018 r. największym udziałem zatrudnienia w sektorze usług charakteryzowała się Holandia, Belgia i Francja (ponad 80%), a najmniejszym — Portugalia, Włochy oraz Austria. Największy wzrost pod tym względem w stosunku do 1999 r. odnotowała Portugalia, Hiszpania oraz Irlandia (ponad 13 p.p.).

Zjawisko zwiększania udziału sektora usług określa się mianem serwicyzacji i jest ono ogólnosiwiatowym trendem. Wzrost znaczenia usług oznacza wzrost odporności danej gospodarki na nadmierne wahania koniunkturalne (Drozdowicz-Bieć, 2012, s. 21–22; Warżała 2016, s. 162). Wynika to z trudności odłożenia w czasie nabycia usługi w stosunku do

<sup>8</sup> Sektor rolniczy obejmuje rolnictwo, leśnictwo i rybołówstwo. Sektor przemysłowy to: górnictwo, przetwórstwo, zaopatrzenie w energię elektryczną, gaz, parę i klimatyzację, dostawę wody i gospodarkę odpadami i budownictwo. W skład sektora usług wchodzi natomiast: handel hurtowy i detaliczny, naprawa pojazdów, przewóz, zakwaterowanie i działalność usługowa, komunikacja, działalność finansowa i ubezpieczeniowa, obsługa nieruchomości, profesjonalna działalność naukowa i techniczna, administracja publiczna, obrona narodowa, edukacja, ochrona zdrowia i opieka społeczna, sztuka, rozrywka i rekreacja, działalność gospodarstw domowych jako pracodawców, inne działania usługowe, działalność organizacji eksterytorialnych.

dóbr trwałych. W porównaniu z produkcją, usługi wymagają również mniejszych nakładów kapitału. Ponadto usługodawcy nie mogą „przechowywać swojego produktu końcowego”. W konsekwencji w okresie nadmiernego wzrostu sektor usług rośnie wolniej niż produkcja dóbr, a w czasie niekorzystnej koniunktury – wolniej spada (Wośko, 2007, s. 388).

Tabela 29.

Udział zatrudnienia wg trzech sektorów gospodarki w krajach strefy euro (%)

Kraj	Sektor	1999	2003	2007	2011	2015	2018
Austria	Sektor rolniczy	6,5	5,9	5,2	4,7	4,1	3,5
	Sektor przemysłowy	26,6	25,0	24,0	22,9	22,6	22,6
	Sektor usług	66,9	69,2	70,8	72,3	73,5	73,9
Belgia	Sektor rolniczy	2,1	1,8	1,6	1,4	1,3	1,2
	Sektor przemysłowy	23,1	21,7	20,6	19,3	17,9	17,5
	Sektor usług	74,8	76,4	77,8	79,4	80,9	81,4
Finlandia	Sektor rolniczy	6,2	5,5	4,6	4,3	4,0	3,4
	Sektor przemysłowy	27,3	25,8	25,5	23,5	22,4	22,5
	Sektor usług	66,6	68,9	70,0	72,1	73,8	74,1
Francja	Sektor rolniczy	3,9	3,4	3,0	2,8	2,8	2,7
	Sektor przemysłowy	20,5	19,8	19,1	18,0	17,1	16,5
	Sektor usług	75,6	76,7	77,7	79,3	80,2	80,9
Grecja	Sektor rolniczy	16,8	13,7	11,1	11,4	11,6	11,4
	Sektor przemysłowy	19,0	19,3	19,4	15,8	14,2	14,1
	Sektor usług	64,1	66,9	69,6	72,8	74,2	74,5
Hiszpania	Sektor rolniczy	6,1	5,3	4,0	4,1	4,0	4,0
	Sektor przemysłowy	29,2	28,4	26,7	19,6	17,0	17,5
	Sektor usług	64,7	66,4	69,3	76,3	78,9	78,3
Holandia	Sektor rolniczy	2,9	2,7	2,4	2,3	2,2	2,1
	Sektor przemysłowy	19,0	17,6	16,4	15,5	14,5	14,2
	Sektor usług	78,1	79,6	81,2	82,3	83,2	83,6
Irlandia	Sektor rolniczy	8,5	6,4	5,2	5,9	5,5	4,9
	Sektor przemysłowy	27,9	26,8	26,7	16,6	17,3	18,0
	Sektor usług	63,7	67,1	68,0	77,5	77,1	77,2
Luksemburg	Sektor rolniczy	1,8	1,3	1,2	1,0	0,9	0,8
	Sektor przemysłowy	25,8	24,0	22,6	20,9	19,1	18,5
	Sektor usług	72,3	74,7	76,2	78,1	80,0	80,6

Kraj	Sektor	1999	2003	2007	2011	2015	2018
Niemcy	Sektor rolniczy	2,0	1,8	1,6	1,6	1,5	1,4
	Sektor przemysłowy	29,1	26,8	25,2	24,6	24,3	24,1
	Sektor usług	68,9	71,6	73,3	73,8	74,1	74,6
Portugalia	Sektor rolniczy	12,6	12,5	11,6	11,0	10,0	8,6
	Sektor przemysłowy	33,0	31,0	28,1	24,6	22,8	23,2
	Sektor usług	54,4	56,5	60,5	64,4	67,1	68,3
Włochy	Sektor rolniczy	4,8	4,1	3,9	3,8	3,7	3,7
	Sektor przemysłowy	28,2	27,3	27,1	25,4	23,2	22,8
	Sektor usług	67,1	68,5	68,9	70,9	73,1	73,4
strefa euro	Sektor rolniczy	4,5	4,0	3,5	3,4	3,2	3,0
	Sektor przemysłowy	26,3	24,9	23,9	21,6	20,6	20,3
	Sektor usług	69,3	71,1	72,7	75	76,2	76,6

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Eurostat.

Weryfikację procesu konwergencji bądź dywergencji struktur gospodarczych w czasie można przeprowadzić w oparciu o miary dyspersji (Grodzicki, 2014, s. 105). Obliczone miary statystyczne dla wybranych lat zamieszczono w Tabeli 30.

Tabela 30.

Wybrane miary dyspersji udziału zatrudnienia wg trzech sektorów gospodarki w krajach strefy euro

Sektor	Miary dyspersji	1999	2003	2007	2011	2015	2018
Sektor rolniczy	Średnia (%)	6,18	5,37	4,62	4,53	4,30	3,98
	Odchylenie standardowe (p.p.)	4,58	4,00	3,43	3,44	3,34	3,13
	Współczynnik zmienności (%)	74,00	75,00	74,00	76,00	78,00	79,00
	Rozstęp (p.p.)	15,00	12,40	10,40	10,40	10,70	10,60
Sektor przemysłowy	Średnia (%)	25,73	24,46	23,45	20,56	19,37	19,29
	Odchylenie standardowe (p.p.)	4,42	4,07	3,78	3,61	3,54	3,58
	Współczynnik zmienności (%)	17,00	17,00	16,00	18,00	18,00	19,00
	Rozstęp (p.p.)	14,00	13,40	11,70	9,90	10,10	10,00
Sektor usług	Średnia (%)	68,10	70,21	71,94	74,93	76,34	76,73
	Odchylenie standardowe (p.p.)	6,46	6,18	5,61	4,86	4,51	4,38
	Współczynnik zmienności (%)	9,00	9,00	8,00	6,00	6,00	6,00
	Rozstęp (p.p.)	23,70	23,10	20,70	17,90	16,10	15,30

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych Eurostat.

Analiza wartości miar zróżnicowania (odchylenia standardowego i współczynnika zmienności) pozwala stwierdzić, że udziały zatrudnienia w sektorze usług stopniowo upodabniały się do siebie, co należy ocenić pozytywnie. Z drugiej strony należy zaznaczyć utrzymującą się (pomimo malejącej tendencji) wysoką wartość rozstępu. W 2018 r. udział zatrudnienia w usługach w Holandii wyniósł 83,6%, a w Portugalii jedynie 68,3%. W przypadku rolnictwa i przemysłu, zróżnicowanie pod względem udziału zatrudnienia jest natomiast silniejsze niż w trzecim sektorze. Odchylenie standardowe wykazuje tendencję spadkową, lecz współczynnik zmienności rośnie. Może to wynikać z malejącego średniego udziału zatrudnienia dla tych sektorów.

Ze względu na fakt, że usługi w krajach rozwiniętych odgrywają coraz większą rolę, istotna jest również analiza wewnątrzsektorowa. Wobec tego w ramach trzeciego sektora wyodrębniono cztery podsektory i oszacowano miary dyspersji. Wyniki zamieszczono w Tabeli 31.

Tabela 31.

Wybrane miary dyspersji udziału zatrudnienia w sektorach usługowych w krajach strefy euro

Sektor usług	Miary dyspersji	1999	2003	2007	2011	2015	2018
Sprzedaż hurtowa i detaliczna, transport, zakwaterowanie i usługi gastronomiczne	Średnia (%)	24,85	25,04	25,00	25,28	25,40	25,33
	Odchylenie standardowe (p.p.)	2,81	2,70	2,81	3,34	3,66	3,85
	Współczynnik zmienności (%)	11,00	11,00	11,00	13,00	14,00	15,00
Działalność finansowa i ubezpieczeniowa, działalność związana z nieruchomościami	Średnia (%)	4,27	4,30	4,33	4,29	4,15	3,98
	Odchylenie standardowe (p.p.)	2,44	2,56	2,68	2,57	2,58	2,57
	Współczynnik zmienności (%)	57,00	60,00	62,00	60,00	62,00	64,00
Administracja publiczna, obrona, edukacja, ochrona zdrowia i działalność społeczna, usługi informacyjne i komunikacyjne	Średnia (%)	24,18	25,06	25,28	26,88	27,37	27,39
	Odchylenie standardowe (p.p.)	4,53	4,60	4,40	4,24	4,15	4,11
	Współczynnik zmienności (%)	19,00	18,00	17,00	16,00	15,00	15,00
Działalność profesjonalna, naukowa i techniczna, działalność administracyjna i pomocnicza	Średnia (%)	9,39	10,32	11,71	12,58	13,41	14,18
	Odchylenie standardowe (p.p.)	3,89	3,46	3,62	3,37	3,57	3,85
	Współczynnik zmienności (%)	41,00	34,00	31,00	27,00	27,00	27,00

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych Eurostat.

Dywergencją w strukturze zatrudnienia podsektorów usługowych charakteryzują się: sprzedaż hurtowa i detaliczna, transport, zakwaterowanie i usługi gastronomiczne oraz działalność finansowa i ubezpieczeniowa, a także działalność związana z nieruchomościami. Umiarkowaną konwergencję natomiast widać w przypadku pozostałych dwóch wyodrębnionych działalności usługowych. Można przypuszczać, że najbardziej wrażliwa na wahania koniunktury jest branża obejmująca m.in. sprzedaż hurtową i detaliczną. Ze względu na fakt, że stanowi ona około 25% zatrudnienia w sektorze usług, dywergencję w tym zakresie należy ocenić szczególnie niekorzystnie.

Przy obserwowanym wzroście znaczenia sektora usług w gospodarce należy pamiętać, że proces ten, oprócz generowania wielu zalet, może również potęgować ryzyko stagnacji i wzrostu bezrobocia. Dotyczy to krajów, w których branże usługowe „nie zdołają” całkowicie zaabsorbować wszystkich zasobów pracy, powstałych na rynku w wyniku utraty zatrudnienia w rolnictwie i przemyśle (Skórska, 2013, s. 67). Warto więc zwrócić uwagę na strukturę tworzenia wartości dodanej brutto w poszczególnych działach gospodarki (Tabela 32.). Tendencje kształtowania się tej wartości potwierdzają znaczenie sektora usług w tworzeniu PKB. Jest to możliwe dzięki zwiększaniu wydajności pracy, gdyż jest to czynnik wzrostu produkcji, który rośnie w miarę zmian struktury zatrudnienia (Skawińska, 2015, s. 24). Wraz ze wzrostem wydajności pracy maleje zatrudnienie w rolnictwie i przemyśle, a rośnie w usługach (Puzio-Waławik, 2007, s. 74–75; Grodzicki, 2014, s. 107).

Tabela 32.

Wartość dodana brutto wg trzech sektorów gospodarki w krajach strefy euro (%)

Kraj	Sektor	1999	2003	2007	2011	2015	2018
Austria	Sektor rolniczy	1,9	1,7	1,6	1,6	1,3	1,3
	Sektor przemysłowy	32,0	30,8	30,9	28,5	28,2	28,8
	Sektor usług	66,0	67,6	67,7	69,9	70,5	70,0
Belgia	Sektor rolniczy	1,2	1,1	1,0	0,7	0,8	0,6
	Sektor przemysłowy	27,8	25,9	24,9	23,2	22,0	21,5
	Sektor usług	71,0	73,0	74,2	75,9	77,2	77,9
Finlandia	Sektor rolniczy	3,3	2,9	2,7	2,7	2,6	2,8
	Sektor przemysłowy	35,0	33,9	34,9	28,9	26,9	28,3
	Sektor usług	61,6	63,2	62,5	68,3	70,6	68,9
Francja	Sektor rolniczy	2,5	2,1	1,8	1,8	1,8	1,8
	Sektor przemysłowy	23,7	22,4	21,3	20,0	19,8	19,0
	Sektor usług	73,8	75,4	76,9	78,2	78,5	79,3
Grecja	Sektor rolniczy	6,5	5,6	3,4	3,4	4,3	4,3
	Sektor przemysłowy	21,4	22,8	20,4	15,6	16,0	17,5
	Sektor usług	72,2	71,7	76,1	81,1	79,6	78,3
Hiszpania	Sektor rolniczy	4,2	3,8	2,8	2,6	3,0	3,1
	Sektor przemysłowy	30,7	30,2	29,2	24,0	22,2	22,1
	Sektor usług	65,1	66,0	68	73,5	74,9	74,9
Holandia	Sektor rolniczy	2,6	2,3	2,0	1,8	1,9	1,8
	Sektor przemysłowy	24,2	23,3	23,7	22,3	20,3	20,0
	Sektor usług	73,1	74,5	74,2	76,0	77,9	78,1

Kraj	Sektor	1999	2003	2007	2011	2015	2018
Irlandia	Sektor rolniczy	2,9	1,7	1,2	1,3	1,0	1,0
	Sektor przemysłowy	35,3	36,5	32,2	27,1	41,1	39,3
	Sektor usług	61,8	62,0	66,7	71,6	58	59,6
Luksemburg	Sektor rolniczy	0,8	0,6	0,5	0,3	0,2	0,3
	Sektor przemysłowy	18,8	18,0	16,6	12,5	12,2	13,0
	Sektor usług	80,5	81,5	83,1	87,2	87,5	86,7
Niemcy	Sektor rolniczy	1,1	0,9	0,9	1,0	0,8	0,9
	Sektor przemysłowy	30,7	29,0	30,3	30,2	30,1	30,5
	Sektor usług	68,4	70,1	68,9	68,8	69,1	68,8
Portugalia	Sektor rolniczy	3,8	3,0	2,3	2,1	2,4	2,4
	Sektor przemysłowy	28,5	25,9	24,4	22,1	22,4	22,2
	Sektor usług	67,6	71,1	73,3	75,8	75,2	75,5
Włochy	Sektor rolniczy	3,0	2,6	2,1	2,1	2,3	2,2
	Sektor przemysłowy	27,6	25,9	26,5	24,2	23,2	23,8
	Sektor usług	69,2	71,5	71,4	73,8	74,5	73,9
strefa euro	Sektor rolniczy	2,4	2,1	1,7	1,7	1,7	1,7
	Sektor przemysłowy	28,0	26,7	26,7	24,7	24,6	24,8
	Sektor usług	69,6	71,1	71,7	73,5	73,7	73,5

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Eurostat.

Zróżnicowanie pod względem wartości dodanej brutto w krajach strefy euro jest jednak silniejsze niż w przypadku udziału zatrudnienia i jej nasilenie można zaobserwować od 2011 r. Zarówno odchylenie standardowe, współczynnik zmienności, jak irostęp zaczynają rosnać (Tabela 33.).

Tabela 33.

Wybrane miary dyspersji wartości dodanej brutto wg trzech sektorów gospodarki w krajach strefy euro

Sektor	Miary dyspersji	1999	2003	2007	2011	2015	2018
Sektor rolniczy	Średnia (%)	2,82	2,36	1,86	1,78	1,87	1,88
	Odchylenie standardowe (p.p.)	1,58	1,38	0,87	0,88	1,14	1,16
	Współczynnik zmienności (%)	56,00	59,00	47,00	50,00	61,00	62,00
	Rozstęp (p.p.)	5,70	5,00	2,90	3,10	4,10	4,00

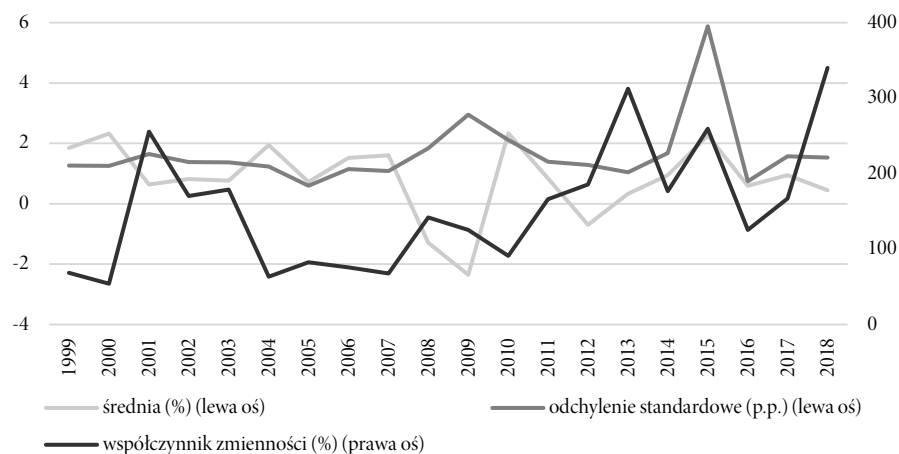
Sektor	Miary dyspersji	1999	2003	2007	2011	2015	2018
Sektor przemysłowy	Średnia (%)	27,98	27,05	26,28	23,22	23,70	23,83
	Odchylenie standardowe (p.p.)	5,17	5,25	5,40	5,32	7,38	6,97
	Współczynnik zmienności (%)	18,00	19,00	21,00	23,00	31,00	29,00
	Rozstęp (p.p.)	16,50	18,50	18,30	17,70	28,90	26,30
Sektor usług	Średnia (%)	69,19	70,63	71,92	75,01	74,46	74,33
	Odchylenie standardowe (p.p.)	5,39	5,43	5,54	5,42	7,15	6,86
	Współczynnik zmienności (%)	8,00	8,00	8,00	7,00	10,00	9,00
	Rozstęp (p.p.)	18,90	19,50	20,60	18,90	29,50	27,10

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych Eurostat.

Dywergencja w tym aspekcie, mimo wyraźnej tendencji zwiększania udziału zatrudnienia w sektorze usług, może wynikać z różnego tempa wzrostu wydajności siły roboczej w poszczególnych krajach. Brak konwergencji w tym zakresie potwierdza analiza miar dyspersji zamieszczonych na Wykresie 14. Zróznicowania w zakresie dynamiki wydajności pracy w krajach strefy euro świadczą o niskiej elastyczności rynków oraz o słabej mobilności siły roboczej (Michalski, 2015, s. 21). Rozbieżność w powyższej kategorii przyczynia się także do różnic w naturalnej stopie procentowej równowagi. Jest to więc jeden z powodów nieadekwatności jednolitej stopy procentowej EBC dla poszczególnych krajów.

Wykres 14.

Wybrane miary dyspersji tempa wzrostu realnej wydajności pracy w krajach strefy euro



Uwagi:

Wartości dla poszczególnych lat uśredniono na podstawie danych kwartalnych obrazujących zmiany w ujęciu rok do roku.

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych Eurostat.



Różne tempo zmian wydajności pracy przekłada się ponadto na zróżnicowanie w tempie zmian jednostkowych kosztów pracy, co również należy ocenić negatywnie (Tabela 34.).

Tabela 34.

Wybrane miary dyspersji zmian nominalnych jednostkowych kosztów pracy w krajach strefy euro

Miary dyspersji	1999	2003	2007	2011	2015	2018
Średnia (%)	1,46	2,36	1,73	0,34	-1,12	1,59
Odczylenie standardowe (p.p.)	0,93	1,44	1,46	1,76	4,56	1,57
Współczynnik zmienności (%)	64,00	61,00	85,00	525,00	409,00	98,00

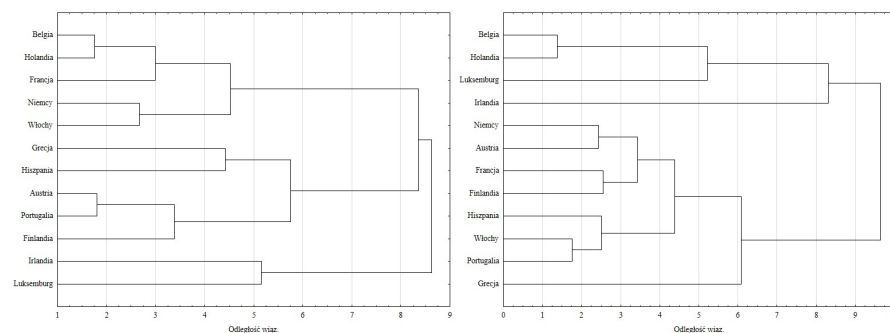
Źródło: obliczenia własne na podstawie danych Eurostat.

Wartościowym ujęciem badania podobieństwa struktur gospodarczych krajów strefy euro może być podjęcie próby pogrupowania krajów. W tym celu wykorzystano klasyczną analizę skupień, pozwalającą na podział badanych jednostek na pewne podzbiory, które charakteryzują się przynależnością obiektów podobnych do siebie ze względu na badane cechy. W niniejszym badaniu były to dane dotyczące dziesięciu podsektorów gospodarczych reprezentujących strukturę tworzenia wartości dodanej brutto<sup>9</sup>.

Wyniki grupowania krajów przedstawiono za pomocą dendrogramów (Rysunek 3.). W celu porównania wyodrębnionych skupień badanie przeprowadzono dla 1999 i 2018 r.

Rysunek 3.

Grupowanie krajów strefy euro ze względu na podobieństwo struktur gospodarczych w 1999 r. (lewa strona) oraz w 2018 r. (prawa strona)



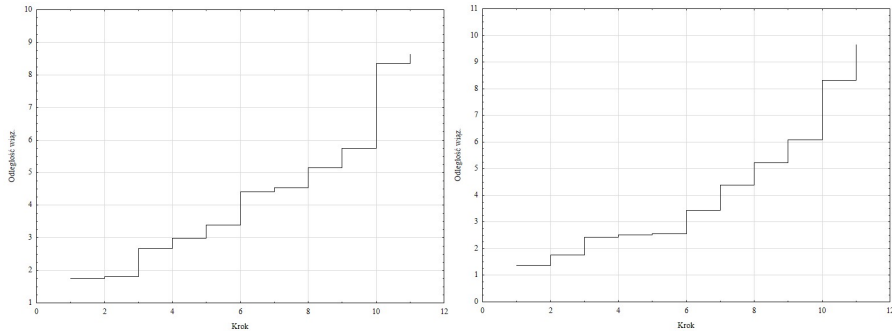
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Eurostat.

<sup>9</sup> Rolnictwo, leśnictwo i rybołówstwo; przemysł; budownictwo; handel hurtowy i detaliczny, transport, zakwaterowanie i gastronomia; informacja i komunikacja; działalność finansowa i ubezpieczeniowa; obsługa rynku nieruchomości; działalność profesjonalna, naukowa i techniczna, działalność administracyjno-obsługowa; administracja publiczna, obronność, edukacja, zdrowie ludzkie i praca socjalna; sztuka, rozrywka i rekreacja; pozostała działalność usługowa; działalność organizacji i organów gospodarstw domowych oraz eksterytorialnych.

Ważnym elementem analizy skupień jest „odcięcie” dendrogramu na określonej wysokości wiązania, co pozwala na dokładny podział obiektów na grupy. W tym celu wykorzystano kryterium pierwszego wyraźnego przyrostu odległości aglomeracyjnej. Na Rysunku 4. przedstawiono kolejne kroki aglomeracji obiektów.

Rysunek 4.

Etapy aglomeracji krajów dla 1999 r. (lewa strona) oraz dla 2018 r. (prawa strona)



Zródło: opracowanie własne na podstawie danych Eurostat.

W wyniku odcięcia dendrogramów na sugerowanej wysokości wiązania, dla 1999 r. należałoby wyodrębnić cztery skupienia, a dla 2018 r. — dwa skupienia i dwa kraje odbiegające (Tabela 35.).

Tabela 35.

Wyniki grupowania krajów ze względu na strukturę PKB

Numer skupienia	1999	2018
1	Belgia, Holandia, Francja, Niemcy, Włochy	Belgia, Holandia, Luksemburg
2	Grecja, Hiszpania	Irlandia
3	Austria, Portugalia, Finlandia	Niemcy, Austria, Francja, Finlandia, Hiszpania, Włochy, Portugalia
4	Irlandia, Luksemburg	Grecja

Zródło: obliczenia własne na podstawie danych Eurostat.

Na podstawie powyższego badania trudno o jednoznaczne wnioski. Z jednej strony o dywergencji świadczy odstępstwo Grecji i Irlandii w stosunku pozostałych krajów strefy euro. W 2018 r. wyraźnie odbiegają również kraje Beneluksu. Przejawów konwergencji natomiast można upatrywać w ramach drugiego wyodrębnionego skupienia dla 2018 r. Należy jednak pamiętać, że odległości euklidesowe dla dwóch różnych lat z zasady nie są porównywalne.

Powyższa analiza pozwala na stwierdzenie, że kraje strefy euro wciąż cechuje rozbieżność strukturalna oraz zróżnicowanie w dynamice wzrostu wydajności pracy i jednostko-

wych kosztów pracy. Wobec tego wszelkie zewnętrzne szoki mogą oddziaływać na kraje członkowskie asymetrycznie. Niewątpliwie zjawiska te są w pewnym stopniu źródłem zwiększania nieadekwatności wspólnej polityki monetarnej (ze względu na różny poziom naturalnej stopy procentowej równowagi) oraz wciąż niedostatecznym działaniem kanału realnego efektywnego kursu walutowego jako mechanizmu dostosowawczego. Z drugiej strony, nieadekwatność jednolitej stopy procentowej, przedłużające się akomodacyjne warunki monetarne oraz procykliczność realnych stóp procentowych nasilają działanie mechanizmu dywergencji i mogą prowadzić do dalszego zróżnicowania krajów strefy euro pod tym względem.

#### 6.4. Dywersyfikacja eksportu i wymiana wewnątrzgałęziowa

Kolejnym kryterium OOW, mającym niwelować ryzyko powstawania wahań asynchronicznych, jest zróżnicowanie produkcji, które ma odzwierciedlenie w eksporcie. Jest to stan wysoce pożądany w obliczu integracji ekonomicznej, gdyż zagregowany popyt zewnętrzny jest wówczas stabilniejszy.

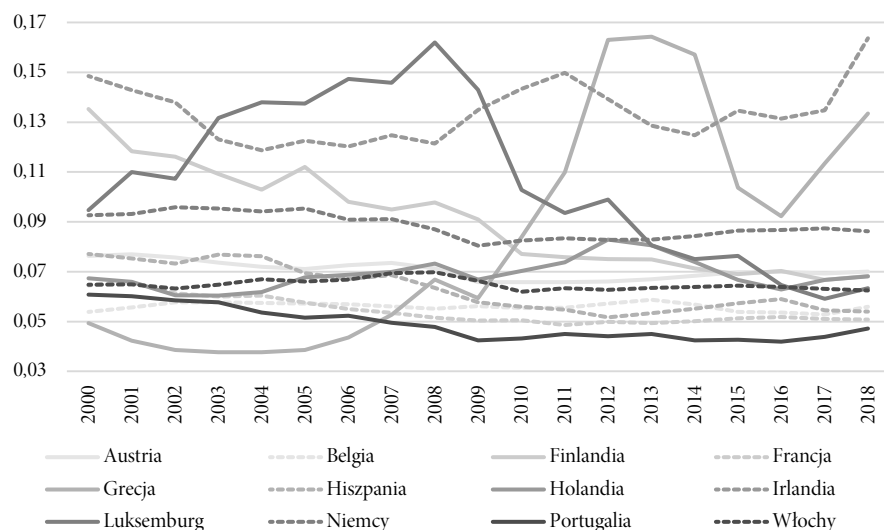
Utworzenie unii celnej oraz liberalizacja przepływu czynników produkcji „zaowocowały” tym, że od początku zacieśniania procesów integracyjnych w krajach europejskich, można było zaobserwować rosnącą integrację handlową wywołaną efektem kreacji handlu, a także dywersyfikację produkcji. Świadczą o tym liczne opracowania oraz badania empiryczne (Lutkowski, 2004, s. 63; Bukowski, 2007b, s. 97; NBP, 2009, s. 59; Borowiec, 2011, s. 195). Wzrost podobieństwa struktury eksportu i importu krajów „starej UE” okazał się jednak nieznaczny w miarę upływu lat (Salamaga, 2017b, s. 14). W świetle podejmowanej problematyki badawczej, zasadna jest weryfikacja, czy tendencja wzrostu dywersyfikacji eksportu jest kontynuowana w już istniejącej unii ekonomicznej i monetarnej, szczególnie w warunkach pokryzysowych. Jak podkreślał bowiem P. Krugman, mimo że w warunkach integracji międzynarodowej tuż po liberalizacji handlu produkcja ulega dywersyfikacji, to z biegiem czasu zaczyna przeważyć jej aglomeracja. Wspomniany proces obrazuje krzywa w kształcie litery „U” (Lutkowski, 2004, s. 63). Wynika to z domniemania, że kraje rozwijające się czerpią korzyści z dywersyfikacji eksportu, w przeciwieństwie do krajów najbardziej rozwiniętych (stanowiące trzon strefy euro), które osiągają lepsze wyniki z jego koncentracji, ponieważ po osiągnięciu określonego poziomu rozwoju gospodarczego zaczynają się specjalizować (Hesse, 2008, s. 1, 3). Stopień dywersyfikacji eksportu zależy więc w pewnym stopniu od poziomu PKB *per capita*. Jak wynika z badań empirycznych (Imbs, Wacziarg, 2003; Hesse, 2008; Aditya, Roy, 2010, za: Misztal, 2011, s. 694–695), kraje wysoko rozwinięte gospodarczo mogą więc osiągać wyższe tempo wzrostu na mieszkańca w wyniku specjalizacji.

Stopień dywersyfikacji eksportu dla lat 2000–2018 został zmierzony za pomocą wskaźnika koncentracji Herfindahla<sup>10</sup>. Wyniki w ujęciu graficznym zostały przedstawione na Wykresie 15.

<sup>10</sup> Rok 1999 został pominięty ze względu na brak danych statystycznych, natomiast 2019 r. — ze względu na niekompletność danych w momencie dokonywania obliczeń. Wskaźnik obliczono w oparciu o dwustopniową klasyfikację HS (*Harmonized Commodity Description and Coding System* —

Wykres 15.

Stożek dywersyfikacji eksportu w krajach strefy euro w latach 2000–2018



Źródło: obliczenia własne na podstawie danych Eurostat.

Na podstawie oszacowanego wskaźnika można stwierdzić, że eksport gospodarek krajów strefy euro jest silnie zdywersyfikowany. Państwem, które przez większość badanego okresu charakteryzowało się największym stopniem zróżnicowania, była Portugalia. Stosunkowo wysoka koncentracja eksportu przez cały badany okres cechowała Irlandię.

W czasie dwóch dekad funkcjonowania strefy euro krajami o wysokim poziomie dywersyfikacji z tendencją do jej zwiększania były: Francja, Hiszpania, Niemcy i Portugalia. Państwem, które natomiast zdywersyfikowało strukturę eksportu w znacznym stopniu względem innych krajów, jest Finlandia (wartość wskaźnika w 2000 r. wynosiła blisko 0,14 natomiast w 2018 r. — 0,07). W przypadku Austrii, Holandii i Belgii trudno o wyciągnięcie jednoznacznych wniosków. W krajach tych wskaźnik Herfindahla na przemian nieznacznie rośnie i maleje, utrzymując się na zbliżonym poziomie. Grecja jest jedynym krajem, w którym przez zdecydowaną większość badanego okresu (wyjątkiem jest 2009 r. oraz lata 2014–2016) dywersyfikacja eksportu zmniejszała się (wartość wskaźnika w 2000 r. wynosiła 0,05, a w 2013 r. — 0,16). Potwierdza to względnie mniej zróżnicowaną bazę wytwórczą, niedorozwinięty sektor eksportowy, poza turystyką, a także uzależnienie od importu oraz kapitału zagranicznego tego kraju (Kołodko, 2020, s. 216).

Odnosząc się do twierdzeń P. Krugmana, należy stwierdzić, że jedynie w przypadku Irlandii krzywa stworzona przez kolejno wyznaczone wartości wskaźnika Herfindahla może w pewnym stopniu przypominać kształt litery „U” (a mianowicie jej dolny fragment). Za-

Zharmonizowany System Oznaczania i Kodowania Towarów wdrożony w ponad 200 krajach na całym świecie). Jest on jednym z najczęściej wybieranych systemów klasyfikacji do oceny dywersyfikacji eksportu w literaturze przedmiotu.

kres czasowy badania nie pozwala na stwierdzenie, czy wzrost aglomeracji produkcji ma trwały charakter.

W świetle analizy handlu krajów strefy euro jako czynnika mającego zmniejszać ryzyko powstawania wstrząsów asymetrycznych, kluczowe znaczenie ma udział handlu wewnątrzgałęziowego. W świetle licznych analiz i opracowań specjalizacja handlu w warunkach integracji europejskiej przybrała właśnie taką formę (NBP, 2004, s. 37; Bukowski, 2007b, s. 97; Borowiec, 2011, s. 195). Względnie wysoki wskaźnik tej wymiany skłania do stwierdzenia, że w danych krajach dobrze rozwinięte są rynki dóbr przetworzonych, które są substytutami (Śledziwska, Czarny, 2015, s. 121).

Za pośredni efekt endogeniczności w warunkach funkcjonowania strefy euro należy uznać wzrost IIT i zbliżanie się jego poziomów między członkami ugrupowania (szczególnie w tych krajach, w których tuż po utworzeniu strefy euro kształtował się on na względnie niskim poziomie). Udział wymiany wewnątrzgałęziowej dla całego badanego okresu został oszacowany na podstawie multilateralnego indeksu Grubela-Lloyda, który jest podstawowym narzędziem służącym do mierzenia IIT<sup>11</sup>. Obliczone wartości zamieszczono na Wykresie 16<sup>12</sup>.

W całym badanym okresie handel wewnątrzgałęziowy stanowił istotną część wymiany dla większości krajów strefy euro. W miarę upływu lat jego udział nie zwiększał się jednoznacznie dla wszystkich badanych członków unii ekonomicznej i monetarnej, co można byłoby uznać za efekt konwergencji. W tym aspekcie można wyróżnić dwie grupy krajów. Pierwszą tworzą państwa, w których występuje niemal ciągła tendencja wzrostowa udziału wymiany wewnątrzgałęziowej. Są to Holandia, Włochy oraz (w zdecydowanie mniejszym stopniu) Finlandia. Drugą grupę krajów stanowią Austria, Francja, Niemcy, Hiszpania, Portugalia i Grecja, dla których IIT rósł do okresu 2004–2010 (rok i intensywność w zależności od kraju), a następnie zaczął spadać. Oczywiście dla pierwszych czterech wymienionych członków strefy euro utrzymywał się on wciąż na bardzo wysokim poziomie. W Portugalii, po skokowym spadku IIT w czasie kryzysu, od 2014 r. można ponownie zaobserwować tendencję wzrostową. W przypadku Grecji taki zwrot nie następuje, co można uznać za zjawisko istotnie niekorzystne. Belgia i Luksemburg to kraje wchodzące w skład Unii Beneluksu

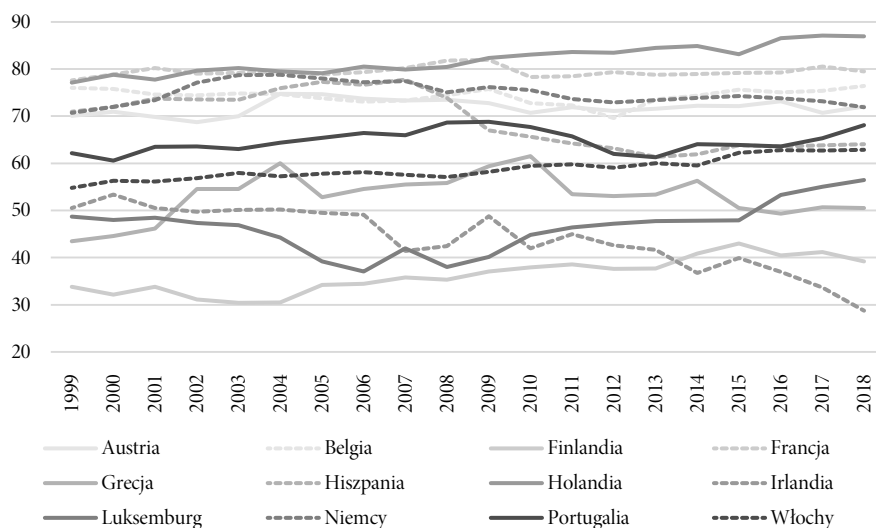
<sup>11</sup> W przypadku, gdy partnerem w handlu jest ugrupowanie gospodarcze, wyróżnia się dwie metody szacowania handlu wewnątrzgałęziowego. Pierwsza z nich opiera się na obliczeniu wskaźnika dla wszystkich krajów osobno, druga natomiast polega na oszacowaniu wskaźnika dla całego ugrupowania. W pierwszym przypadku wyniki są uśredniane, a w drugim sumy obrotów poszczególnych gałęzi oraz wartości bezwzględne różnic eksportu i importu odnoszą się do danych zagregowanych. Zdaniem Ł. Klimczaka (2016, s. 11–12), nie jest uzasadnione preferowanie którejkolwiek z metod ze względu na różnice w wielkościach poszczególnych gospodarek. Stawia to pod znakiem zapytania porównywalność wyników pomiędzy państwami. Mniej dylematów sprawia natomiast analiza wyników w czasie. W niniejszej monografii wykorzystano drugie rozwiązanie, tzn. wskaźnik został obliczony w odniesieniu do całej strefy euro o stałym składzie (dwunastu członków). Jest to uzasadnione, ponieważ przystępowanie do strefy euro nowych krajów, może mieć wpływ na kształtowanie się IIT, a tym samym może zniekształcać ocenę rzeczywistej konwergencji bądź dywergencji gospodarek, które uczestniczą w strefie euro od początku jej istnienia. Takie ujęcie jest ponadto wskazane w świetle weryfikacji postawionej hipotezy.

<sup>12</sup> Wskaźnik obliczono w oparciu o czterostopniową klasyfikację HS.

(wraz z Holandią). Były one silnie powiązane handlowo na długo przed utworzeniem strefy euro. Wobec tego trudno tu o wyciągnięcie jednoznacznych i daleko idących wniosków<sup>13</sup>. Najbardziej niekorzystna sytuacja jest zaś widoczna w przypadku Irlandii, której również nie udało się zakwalifikować do żadnej grupy krajów. Udział wymiany międzygałęziowej dla tego państwa wyraźnie rośnie od 2009 r. Spadek IIT oraz wzrost koncentracji produkcji mierzony wskaźnikiem Herfindahla może stanowić o dywergencji Irlandii od reszty członków strefy euro.

Wykres 16.

Udział wymiany wewnątrzgałęziowej krajów członkowskich w ramach strefy euro w latach 1999–2018 (%)



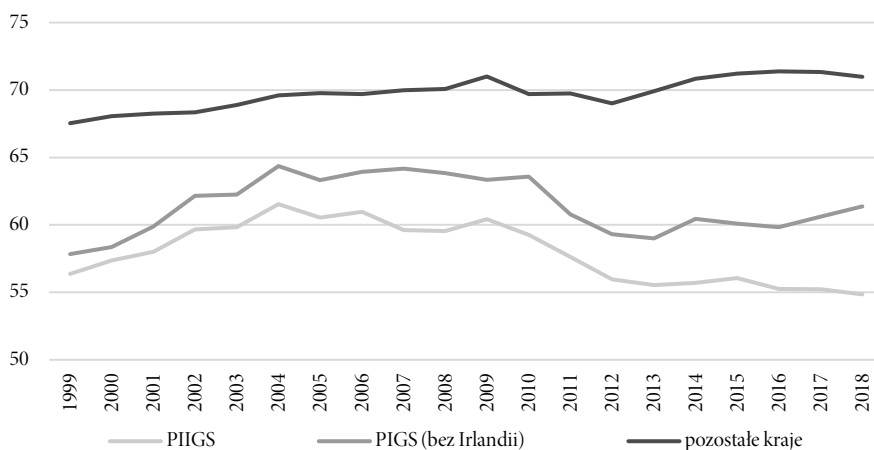
Źródło: obliczenia własne na podstawie danych Eurostat.

Należy pamiętać, że dla kształtowania się udziału handlu wewnątrzgałęziowego nie bez znaczenia pozostawała asymetria powiązań krajów członkowskich strefy euro z innymi krajami (np. Irlandii z Wielką Brytanią lub Finlandii z Rosją). Jak zaznaczają K. Śledziwska oraz E. Czarny (2015, s. 121), endogeniczność może być również badana przez wydzielenie ze strefy euro krajów PIGS, a za jej efekt można uznać znaczny wzrost intensywności handlu wewnątrzgałęziowego tej grupy. W tym celu spośród badanych krajów wydzielono trzy grupy: PIIGS (Portugalia, Irlandia, Włochy, Grecja, Hiszpania), PIGS (bez Irlandii) oraz pozostałe kraje (Austria, Belgia, Luksemburg, Finlandia, Francja, Holandia, Niemcy). Średnie udziały IIT przedstawiono na Wykresie 17.

<sup>13</sup> W przypadku tych dwóch krajów, do 1998 r. statystyka handlu była publikowana łącznie. Wobec tego wiele opracowań empirycznych właśnie w takim ujęciu analizuje udział wymiany wewnątrzgałęziowej tych państw. Ma to z reguły na celu dokonanie porównania kształtowania się wielkości IIT w okresie przed i po wprowadzeniu euro.

Wykres 17.

Srednie wartości wskaźnika wymiany wewnątrzgałęziowej dla krajów PIIGS, PIGS oraz pozostałych krajów strefy euro (%)



Źródło: obliczenia własne na podstawie danych Eurostat.

W tym ujęciu trudno mówić o występowaniu endogenicznych efektów integracji ekonomicznej. Średnie wartości wskaźnika wymiany wewnątrzgałęziowej dla krajów PIIGS znacznie odstają od wartości średniej pozostałych członków strefy euro. Od 2009 r. jest widoczna wyraźna dywergencja w tym zakresie, a od 2016 r. różnica między tymi dwoma grupami krajów osiągnęła ponad 16 p.p. Nawet po wyłączeniu z grupy PIIGS Irlandii, charakteryzującej się istotnym spadkiem IIT, różnica od 2012 r. wynosi około 10 p.p. Na tej podstawie można stwierdzić, że „peryferyjne” kraje strefy euro są pod tym względem szczególnie narażone na asynchroniczne wahania koniunktury. Powyższe potwierdza przeprowadzona w podrozdziale 6.1 weryfikacja cykli koniunkturalnych (dla krajów PIIGS była ona względnie słabsza z wyjątkiem Hiszpanii).

Uzupełnieniem rozważań związanych ze znaczeniem wymiany wewnątrzgałęziowej w niwelowaniu ryzyka powstawania wahań asynchronicznych jest analiza jakości dóbr uczestniczących w handlu. W przypadku, gdy towary wymieniane w ramach danej gałęzi różnią się jakością, to ryzyko generowania szoków asymetrycznych wciąż istnieje (Borowski, 2001, s. 200). Wyniki badania dotyczącego udziału handlu pionowego i poziomego w ramach wymiany wewnątrzgałęziowej dla badanych krajów<sup>14</sup> zamieszczono w Tabeli 36.

<sup>14</sup> Badanie przeprowadzono w oparciu o sześciostopniową klasyfikację HS. Może to sugerować pewną niespójność z poprzednim badaniem dotyczącym udziału handlu wewnątrzgałęziowego (czterostopniowa klasyfikacja). Wybór różnych poziomów nie jest jednak przypadkowy. W literaturze przedmiotu wybór stopnia dezagregacji wzbudza pewne kontrowersje. Decydując się na różny stopień klasyfikacji, uwzględniono, po pierwsze, że im bardziej dezagreguje się dane, tym bardziej handel wewnątrzgałęziowy „zanika”. Badanie udziału IIT w ogóle handlu w oparciu o sześciostopniową skalę stwarzało więc ryzyko, że bardzo podobne produkty nie zostaną ujęte jako handel w ramach jednej gałęzi. Z drugiej strony, analiza handlu wertykalnego i horyzontalnego wymaga maksymalnej dezagregacji. W przeciwnym razie relacja wartości jednostkowych może dotyczyć zróżnicowanych prog-

Tabela 36.

Udział handlu pionowego i poziomego w handlu wewnątrzgałęziowym w krajach strefy euro (%)

Kraj	1999		2002		2006		2010		2014		2018	
	VIIT	HIIT	VIIT	HIIT	VIIT	HIIT	VIIT	HIIT	VIIT	HIIT	VIIT	HIIT
Austria	70,1	29,9	64,8	35,2	69,6	30,4	61,1	38,9	64,7	35,3	65,9	34,1
Belgia	65,6	34,4	57,7	42,3	61,8	38,2	61,9	38,1	59,4	40,6	62,4	37,6
Finlandia	75,9	24,1	76,9	23,1	66,5	33,5	76,0	24,0	73,3	26,7	74,1	25,9
Francja	52,6	47,4	54,1	45,9	61,0	39,0	59,7	40,3	58,7	41,3	60,4	39,6
Grecja	80,4	19,6	74,6	25,4	70,6	29,4	55,4	44,6	83,2	16,8	70,2	29,8
Hiszpania	52,9	47,1	55,8	44,2	68,0	32,0	59,2	40,8	53,0	47,0	65,3	34,7
Holandia	58,7	41,3	60,4	39,6	62,8	37,2	57,7	42,3	58,3	41,7	63,2	36,8
Irlandia	65,8	34,2	73,3	26,7	75,5	24,5	68,6	31,4	86,8	13,2	75,9	24,1
Luksemburg	73,6	26,4	62,7	37,3	69,3	30,7	70,5	29,5	69,7	30,3	67,9	32,1
Niemcy	62,2	37,8	63,0	37,0	55,5	44,5	57,3	42,7	58,4	41,6	58,8	41,2
Portugalia	57,1	42,9	53,1	46,2	74,5	25,5	66,8	33,2	67,5	32,5	60,4	39,6
Włochy	72,5	27,5	64,7	35,3	72,2	27,8	64,4	35,6	71,6	28,4	72,0	28,0

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych Eurostat.

We wszystkich wybranych latach dwanaście analizowanych krajów strefy euro charakteryzowało się przewagą handlu pionowego. Co więcej, żaden kraj nie wykazał wyraźnej tendencji zwiększania HIIT kosztem VIIT. Występują natomiast zjawiska odwrotne (Francja, Holandia, Irlandia). Można zatem stwierdzić, że w warunkach funkcjonowania strefy euro, wzrost handlu wewnątrzgałęziowego wynika raczej ze wzrostu handlu wertykalnego, charakteryzującego się zróżnicowaniem jakościowym produktów. Jak zaznaczają L. Fontagné i M. Fredenberg (2002, za: NBP, 2008, s. 22), handel pionowy jest w większym stopniu rezultatem różnic w przewagach komparatywnych niż podobieństw w strukturach gospodarczych. W tym kontekście ponownie bliższe rzeczywistości wydaje się stanowisko P. Krugmana.

Warto również podkreślić, że wyniki badań w literaturze przedmiotu wskazują na spadek podobieństwa geograficznej struktury eksportu wśród krajów „starej UE”, co jest wynikiem poszukiwania nowych rynków zbytu oraz kierunków eksportu (Salamaga, 2017c, s. 111). Szczególnie po kryzysie ekonomiczno-finansowym wśród większości członków strefy euro nastąpił wzrost eksportu do krajów spoza całej Unii Europejskiej (Tabela 37.). Stanowi to ryzyko generowania wahań asynchronicznych, a więc ograniczenia stabilizacyjnej funkcji realnego kursu walutowego ze względu na jego większą zależność od kształtowania się kursu nominalnego euro względem walut „zewnętrznych” partnerów handlowych.

duktów (Klimaczak, 2016, s. 12). Strumienie handlu poziomego i pionowego obliczono jako udziały w całkowitej wymianie handlu IIT, co jest zgodne z podejściem stosowanym w literaturze przedmiotu (Śledziwska, Czarny, 2015, s. 119). Następnie zostały oszacowane udziały procentowe w stosunku do wartości wskaźnika IIT rozumianego jako suma strumieni handlu poziomego i pionowego.



Jest to szczególnie niekorzystna sytuacja dla małych gospodarek otwartych (np. Holandia, Belgia).

Tabela 37.

Eksport krajów strefy euro poza UE w cenach rynkowych (% PKB)

Kraj	1999	2001	2003	2005	2007	2009	2011	2013	2015	2017	2019
Austria	6,9	8,6	8,7	10,7	11,0	9,3	11,8	12,2	12,0	11,6	11,7
Belgia	14,6	17,6	18,2	20,0	21,7	18,6	25,2	26,9	24,7	24,6	24,6
Finlandia	10,8	13,2	12,3	13,8	15,2	11,0	12,8	12,3	10,6	10,9	11,3
Francja	7,5	8,3	7,0	7,7	7,2	6,7	8,1	8,4	8,6	8,5	8,8
Grecja	2,5	3,0	2,3	2,7	3,0	3,3	5,7	8,0	6,7	7,5	7,8
Hiszpania	4,3	4,8	4,2	4,6	5,0	4,5	6,8	8,7	8,2	8,2	8,4
Holandia	8,9	10,0	10,1	12,0	14,3	13,0	17,1	18,9	18,2	19,6	20,4
Irlandia	23,6	27,1	21,2	18,7	16,4	18,9	22,3	20,9	20,0	20,0	19,3
Luksemburg	4,5	5,3	4,8	5,4	5,5	5,2	6,9	5,7	4,7	4,0	3,9
Niemcy	8,5	10,6	10,4	12,0	13,4	12,2	15,9	16,6	16,5	16,3	16,9
Portugalia	3,0	3,7	3,6	3,9	5,0	4,4	6,2	8,2	7,5	7,4	7,9
Włochy	6,7	8,1	7,0	7,6	8,7	7,7	10,0	11,2	11,3	11,6	12,2

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Eurostat.

Jednoznaczne wskazanie przyczyn takich zmian jest zadaniem dość trudnym. W pewnym stopniu może to wynikać z niestabilnej i dynamicznie zmieniającej się sytuacji politycznej i gospodarczej w wielu regionach świata, a także z globalizacji oraz rozbudowy infrastruktury komunikacyjnej i usług spedycyjnych (Salamaga, 2017c, s. 110–111). Istotnym czynnikiem może być wzrost znaczenia Chin i krajów rozwijających się w wymianie towarów i usług z UE. Coraz częściej podpisywane umowy handlowe z krajami trzecimi powodują, że rynek wewnętrzny nie jest już tak „chroniony” jak w pierwszej dekadzie istnienia strefy euro. Istotną „rolę odegrał” również kryzys ekonomiczno-finansowy, który mógł wpłynąć na zmiany warunków wymiany międzynarodowej (*terms of trade*) wśród krajów strefy euro, co z kolei wyjaśniałoby w pewnym stopniu większą rozbieżność w wahaniami produkcji, szczególnie w krajach znajdujących się na niższym poziomie rozwoju. Wobec powyższych obserwacji można uznać, że w strefie euro wciąż występują, a nawet nasilają się uwarunkowania sprzyjające desynchronizacji wahań koniunkturalnych. Wyniki badań pozwalają na pozytywną weryfikację trzeciej hipotezy szczegółowej.



## Podsumowanie

Niniejsza monografia jest syntetyczną oceną i podsumowaniem realizacji polityki stabilizacji koniunktury gospodarczej i jej uwarunkowań w pewnym zamkniętym etapie istnienia unii ekonomicznej i monetarnej. W toku przeprowadzonych rozważań teoretycznych i badań empirycznych, cel główny oraz cele szczegółowe zostały zrealizowane. Pozwoliło to na wprowadzenie poniższych wniosków:

1. Mimo nieustannej dyskusji, dotyczącej zasadności interwencji państwa w cykl koniunkturalny, polityka stabilizacyjna wzbudza wspólnie mniej kontrowersji i jest ważnym elementem polityki makroekonomicznej w większości krajów. Wynika to z rozwoju teorii ekonomii. Żaden opozycyjny wobec interwencji państwa w gospodarkę nurt nie zakwestionował ostatecznie i definitywnie skuteczności oddziaływania na koniunkturę. W każdej kolejno dominującej doktrynie ekonomicznej teoria polityki stabilizacyjnej podlegała ewolucji, wpływając tym samym na rozwój makroekonomii jako nauki. Zwiększenie zasadności polityki antycyklicznej wynika również z faktu, że z praktycznego punktu widzenia interwencjonizm państwowy jest skuteczny, czego dowodem może być „przeobrażenie” cykli klasycznych, charakteryzujących się absolutnym spadkiem produkcji, w cykle współczesne, w których z reguły dochodzi jedynie do przyhamowania tempa wzrostu gospodarczego. Argumenty na rzecz realizacji polityki stabilizacyjnej wynikają też z uwarunkowań makroekonomicznych ostatnich lat. Kryzys ekonomiczno-finansowy i „pandemiczny” spowodował, że ciągła dyskusja teoretyczna na temat roli państwa w gospodarce zamieniła się w praktykę. Okres poprzedzający wybuch pandemii natomiast to czas specyficzny, w którym kompetencje konwencjonalnej polityki monetarnej w stabilizacji krótkookresowych wahań cyklicznych zostały poddane eksperymentalnym uwarunkowaniom. Uzasadnienie dla stabilizacji koniunktury uzyskała więc na nowo polityka fiskalna. W takich okolicznościach powrót do dominującego paradygmatu z początku XXI w. może okazać się niemożliwy.
2. Integracja ekonomiczna w pierwszej kolejności generuje impulsy na rzecz unifikacji polityki monetarnej, co wynika z logicznych przesłanek *stricte* gospodarczych. Dla realizacji wspólnej polityki pieniężnej nie bez znaczenia pozostaje polityka fiskalna,

która nie może być realizowana bez zawiązania się pewnej współpracy między krajami. W tym przypadku proces integracyjny jest zdecydowanie trudniejszy i stwarza więcej dylematów ze względu na obligatoryjność silnej woli politycznej, która musi towarzyszyć owym przedsięwzięciom. Na każdym etapie integracji ekonomicznej cele polityki stabilizacyjnej są zbliżone, wobec czego w miarę zacieśniania integracji, polityka stabilizacyjna może podlegać ewolucji. Uzasadnienie dla integracji funkcji stabilizacyjnej, a konkretniej, dla utworzenia centralnych mechanizmów dostosowawczych opartych na integracji fiskalnej, wynika z dwóch aspektów. Po pierwsze, jest to potencjalnie niezgodna z oczekiwaniami realizacja polityki stabilizacyjnej w obecnie przyjętej formie (czyli *de facto* weryfikacja zasady subsydiarności). Po drugie, jest to możliwe występowanie asynchronicznych wahań koniunktury gospodarczej oraz brak spełnienia kryteriów OOW, które zabezpieczają przed generowaniem takich wahań. Konsekwencją jest ryzyko nieadekwatności wspólnej stopy procentowej i nasilenie mechanizmu dywergencji.

3. W europejskiej unii ekonomicznej i monetarnej trudności w zakresie integracji polityk fiskalnych były na tyle silne, że została ona oparta głównie na elementach negatywnego federalizmu fiskalnego. Podejścia tego nie zmienił kryzys ekonomiczno-finansowy, w wyniku którego wzmocniono rolę instytucji międzyrządowych, a koordynację narodowych polityk fiskalnych wsparto nowymi regułami ich realizacji oraz mechanizmami kontroli. W strukturę tych zmian wbudowano jednak rozwiązania mające teoretycznie sprzyjać objęciu stanowiska antycyklicznego. Innymi oczekiwanymi rezultatami wdrożonych reform był wzrost koordynacji polityk fiskalnych, wzmocnienie kanału realnego kursu walutowego, osłabienie kanału realnej stopy procentowej oraz odpowiednie zagregowane stanowisko fiskalne względem koniunktury całego ugrupowania, skoordynowane z nastawieniem monetarnym.
4. Przeprowadzone badania empiryczne pozwoliły na pozytywną weryfikację pierwszej hipotezy szczegółowej. Na przestrzeni analizowanego okresu badań, można zaobserwować pewien wzrost stopnia nieadekwatności ponadnarodowej stopy procentowej EBC do warunków gospodarczych większości krajów (szczególnie dla krajów „rdzenia”) lub co najmniej brak jednoznacznej poprawy sytuacji pod tym względem. Niedopasowanie to miało charakter cykliczny, ze względu na zaobserwowaną desynchronizację wahań koniunkturalnych badanych krajów i stopniową zbieżność inflacji. Sytuacja ta była po części spowodowana niską zmiennością oficjalnej stopy EBC w drugim podokresie badawczym, szczególnie od 2017 r., kiedy to odnotowano najwyższy stopień nieadekwatności dla większości badanych członków strefy euro. Zaobserwowane zjawisko należy ocenić jako uwarunkowanie sprzyjające nasileniu mechanizmu dywergencji w unii ekonomicznej i monetarnej.
5. W wyniku przeprowadzonych badań można stwierdzić, że kanał REER w drugim podokresie badawczym nadal w większym stopniu oddziaływał procyklicznie na lukę produktową w analizowanych krajach i nie można go uznać za wystarczający mechanizm stabilizacji. Realny efektywny kurs walutowy częściej aprecjonował, co przekładało się na to, że jego destabilizujące oddziaływanie istniało głównie w warunkach ujemnej luki produktowej. Może być to wynik wciąż słabej elastyczności cen w krajach strefy euro, co pośrednio potwierdza analiza zbieżności wydajności i jednostkowych kosztów pracy.

Czynnikami utrudniającym zwiększenie elastyczności cen i płac w strefie euro mogą być aspekty pozaekonomiczne, w tym społeczne i polityczne (silne związki zawodowe i działalność przeciwko deregulacji wybranych gałęzi). W tym kontekście należy zaznaczyć, że postulaty wzrostu elastyczności mogą w ostateczności prowadzić do narastania nastrojów sceptycznych co do dalszej integracji.

6. Kanał realnej stopy procentowej w drugim podokresie badawczym mógł nadal oddziaływać w sposób procykliczny w krajach strefy euro. Nie zaobserwowano pod tym względem poprawy w stosunku do pierwszego podokresu badawczego, co potwierdza analiza współczynnika konkordancji. Charakter destabilizującego oddziaływania realnej stopy procentowej jest zróżnicowany w poszczególnych krajach. W pierwszym podokresie badawczym, kanał w krajach „peryferyjnych” oddziaływał procyklicznie głównie w warunkach luki inflacyjnej, a w krajach „rdzenia” — w warunkach luki recesyjnej. W drugim podokresie badawczym tendencja ta zmieniła się, szczególnie w krajach PIIGS, w których inflacja była niższa niż średni poziom w całej strefie euro. Sytuacja ta potwierdza potrzebę wsparcia fiskalnego w tamtym okresie. Kanał realnej stopy procentowej mógł przyczynić się do nasilania mechanizmu dywergencji, a więc do potęgowania wahań koniunktury i ich desynchronizacji. Należy jednak zaznaczyć, że, z drugiej strony, efekt destabilizacyjny mógł być nieco mniejszy ze względu na zaobserwowaną zbieżność inflacji badanych krajów w drugiej dekadzie funkcjonowania strefy euro.
7. Zarówno w pierwszym, jak i drugim podokresie badawczym nie zaobserwowano statystycznie istotnego wpływu zmian krótkoterminowej stopy procentowej na komponent cykliczny dynamiki realnego PKB w strefie euro. W przypadku pierwszego podokresu wyniki są pewnym zaskoczeniem. Jednak wygenerowana dla tego przedziału czasowego funkcja reakcji zmiennej na impuls miała przebieg zgodny z teorią ekonomii (w długim okresie) oraz z wynikami innych badań, dotyczących transmisji monetarnej. W drugim podokresie natomiast funkcja ma mniej jednoznaczny przebieg, co sugeruje, że zmiany komponentu cyklicznego dokonywały się niezależnie od zmian stopy procentowej. Należy jednak pamiętać o wielu dylematach towarzyszących podejmowaniu próby oceny transmisji monetarnej, szczególnie w drugiej dekadzie funkcjonowania strefy euro. Wybrany szereg do badań był stosunkowo krótki, obejmował okres, w którym stopa procentowa była zarówno dodatnia, jak i ujemna, a ponadto jej obniżce towarzyszyły inne działania niekonwencjonalnej polityki EBC. Badanie dotyczące transmisji monetarnej stanowi punkt wyjścia do dalszych analiz w tym zakresie.
8. Przeprowadzone badania pozwoliły na pozytywną weryfikację drugiej hipotezy szczegółowej. Nastawienie krajowych polityk fiskalnych, w drugim wyodrębnionym podokresie badawczym, miało głównie charakter procykliczny, co potwierdzono dwoma, niezależnymi metodami — współczynnikiem korelacji i konkordancji. Metody te należy traktować jako uzupełniające się, co wynika z założeń i ograniczeń obydwu z nich. Współczynnik korelacji nie uwzględnia czy zmiany CAPB następowały w warunkach luki recesyjnej czy inflacyjnej, a wskaźnik konkordancji nie uwzględnia np. opóźnień zewnętrznych polityki fiskalnej. Metoda ta pozwala jednak „zidentyfikować” kwartały, w których mogło dojść do „faktycznego efektu” zmiany CAPB — czyli zmniejszenia odchylenia luki dodatniej lub ujemnej. Dzięki temu zaobserwowano, że w drugim po-

dokresie badawczym procykliczność miała głównie charakter zacieśnienia fiskalnego w warunkach luki recesyjnej. Jest to w pewnym stopniu wynik przeprowadzanej konsolidacji fiskalnej i długiego czasu podlegania PND wielu krajów. Utrudnia to odpowiedź na pytanie, czy wdrożone reformy mogły sprzyjać antycyklicznemu nastawieniu w krajach strefy euro. W tym celu przeprowadzono analizę „w czasie rzeczywistym”, która wykazała, że zamierzenia co do realizacji polityk fiskalnych w pierwszym podokresie badawczym miały w większości charakter procykliczny, a przewaga ta wzrosła jeszcze bardziej w drugim podokresie. Wskaźniki konkordancji dla dwóch wyodrębnionych przedziałów czasowych z wyłączeniem lat, w których obowiązywała Procedura Nadmiernego Deficytu, pozwoliły na stwierdzenie, że nawet kraje o względnie stabilniejszej sytuacji finansów publicznych planowały w większości przypadków nastawienie procykliczne o charakterze restrykcyjnym. Należy więc podkreślić, że reakcje fiskalne po kryzysie zadłużenia prawdopodobnie były ograniczone z powodu większej świadomości ryzyka oraz preferowanej polityki oszczędności. Pamiętając o tym, że planowane decyzje budżetowe mogą się całkowicie nie „zrealizować” w wyniku różnic między prognozą danej kategorii makroekonomicznej a rzeczywistością, można pokusić się o przypuszczenie, że wprowadzone reformy po kryzysie ekonomiczno-finansowym, miały ograniczone znaczenie dla realizacji polityki antycyklicznej.

9. Dla każdego kraju, na gruncie teoretycznym, można wskazać potencjalne przyczyny procykliczności (PND, wysoki koszt obsługi zadłużenia, forsowana polityka oszczędności, pokusa nadużycia, efekt pasażera na gapę, niestabilność społeczna, cykl wyborczy, zmiany między prognozami CAPB i luki produktowej a stanem faktycznym, nadmierna ekspansja fiskalna). Reasumując, uzyskane wyniki badań podają w wątpliwość stosowanie polityki fiskalnej w celach stabilizacyjnych w warunkach europejskiej integracji ekonomicznej.
10. W wyniku przeprowadzonych badań nie można jednoznacznie stwierdzić, że restrykcje fiskalne są wystarczającym sposobem do respektowania dyscypliny finansów publicznych. Kraje, które mają tendencję do realizacji nieodpowiedzialnej polityki, prowadziły ją mimo nałożenia PND (Portugalia, Hiszpania). Z drugiej strony, kraje które chciały realizować politykę polegającą na zaostrzeniu dyscypliny fiskalnej, prowadziły ją nawet w latach bez podlegania PND (Niemcy, Austria, Belgia, Holandia, Irlandia).
11. W drugim podokresie badawczym odnotowano utrzymującą się dyspersję długoterminowych stóp procentowych. Oznacza to, że popyt na papiery wartościowe poszczególnych krajów był zróżnicowany, a dla inwestorów ważniejsza jest indywidualna ocena wiarygodności danego kraju i premia za ryzyko niż wspólna waluta. Do takiej sytuacji przyczyniła się też polityka EBC i związane z nią efekty dystrybucyjne. Były one szczególnie widoczne w przypadku zakupu papierów wartościowych Niemiec i Grecji. Zjawisko to przypuszczalnie nasilało mechanizm dywergencji w strefie euro oraz powodowało ograniczenie przestrzeni fiskalnej do działań antycyklicznych w niektórych krajach.
12. W drugim podokresie badawczym polityka fiskalna krajów strefy euro była silniej skoordynowana, co potwierdza współczynnik korelacji indeksu FCI. Wzrost nastąpił zarówno w większości przypadków między poszczególnymi krajami, jak i danego kraju z całą strefą euro. Kraje „rdzenia” nie charakteryzują się względnie silniejszą koordyna-

cją niż kraje „peryferyjne”. Wzrostowi koordynacji nastawienia fiskalnego w okresie od 1. kw. 2011 r. do 2. kw. 2019 r. towarzyszy procykliczne stanowisko polityk fiskalnych. W efekcie zbiorcze nastawienie całej strefy euro miało również charakter procykliczny wobec luki produktowej. Wydaje się więc, że stopień integracji, oparty na koordynacji narodowych działań fiskalnych, nie zapewnia realizacji funkcji antycyklicznej na poziomie ponadnarodowym.

13. Zarówno w pierwszym, jak i drugim podokresie badawczym nie można pozytywnie ocenić koordynacji fiskalno-monetarnej na szczeblu całej strefy euro. W latach 2003–2007 warunki fiskalne i warunki monetarne kształtowały się niezależnie, co oznacza, że nie było możliwe zidentyfikowanie żadnego teoretycznego wariantu *policy-mix*. W drugim podokresie badawczym ekspansji monetarnej nie towarzyszyła ekspansja fiskalna, w literaturze przedmiotu wskazywana jako konieczna w warunkach niskich lub ujemnych stóp procentowych. Stanowisko fiskalne było przez większość tego okresu restrykcyjne, a zmiany indeksu FCI były stosunkowo niewielkie.
14. Przeprowadzone badania pozwoliły na pozytywną weryfikację trzeciej hipotezy szczegółowej. Dywergencja w badanych krajach objawiała się występowaniem asynchronicznych wahań koniunkturalnych i desynchronizacją cykli, rozbieżnością w wartości dodanej brutto w układzie trójsektorowym oraz we wzroście wydajności pracy i jednostkowych kosztach pracy. Sytuacja ta sprzyjała dywergencji w zakresie stóp procentowych równowagi i w konsekwencji mogła prowadzić do zwiększenia nieadekwatności jednolitej oficjalnej stopy procentowej. Mimo że handel wewnątrzgałęziowy miał duży udział w ogóle handlu badanych krajów, to jednak nie można mówić o występowaniu endogenicznych efektów integracji ekonomicznej, gdyż między krajami PIIGS a pozostałymi członkami strefy euro występowała pod tym względem dywergencja. Kraje te jednocześnie charakteryzowały się względnie słabszą synchronizacją wahań cyklicznych. Poza tym handel wewnątrzgałęziowy w państwach strefy euro miał głównie charakter pionowy, który oznacza wymianę dóbr zróżnicowanych jakościowo. Na gruncie teoretycznym można przypuszczać, że czynnik ten, w połączeniu ze zwiększeniem eksportu badanych krajów poza UE po kryzysie, sprzyjał desynchronizacji wahań aktywności gospodarczej oraz ograniczeniu stabilizacyjnej funkcji REER. Kryteriami OOW, charakteryzującymi się zbieżnością lub wysokim stopniem spełnienia, okazała się inflacja, udziały zatrudnienia w układzie trójsektorowym oraz dywersyfikacja eksportu (poza Irlandią i Grecją). Konwergencja w tym zakresie, w zestawieniu z kryteriami charakteryzującymi się rozbieżnością, nie pozwala jednak na stwierdzenie, że kraje strefy euro są w coraz mniejszym stopniu narażone na asynchroniczne wahania koniunktury i szoki asymetryczne.

Sformułowanie powyższych wniosków było możliwe w oparciu o dokonaną weryfikację empiryczną, obejmującą dostatecznie długi okres funkcjonowania strefy euro. Przeprowadzona analiza pozwoliła w ostateczności na pozytywną weryfikację głównej hipotezy badawczej. W europejskiej unii ekonomicznej i monetarnej realizacja polityki stabilizacyjnej jest niezgodna z oczekiwaniami, co uzasadnia pogłębienie integracji w sferze fiskalnej, czyli utworzenie centralnego mechanizmu dostosowawczego.

Należy podkreślić, że uzyskane wyniki badań, choć opierają się na ocenie *ex post*, mają również wartość *ex ante*. Przeprowadzona analiza może stanowić bowiem punkt wyjścia do rozwoju zagadnień związanych z dalszą integracją ekonomiczną, ewolucją polityki stabilizacyjnej oraz kreowaniem nowych inicjatyw, które nabierają szczególnego znaczenia w obliczu recesji z 2020 r. oraz wzrostu inflacji w 2022 r. Obok kryzysu z końca pierwszej dekady XXI w., są to największe wyzwania, z jakimi musi się zmierzyć unia ekonomiczna i monetarna.

Obserwując rzeczywistość ekonomiczną, nie sposób oprzeć się wrażeniu, że warunki funkcjonowania strefy euro po ustaniu tych zagrożeń ulegną istotnej zmianie<sup>1</sup>. Koncepcje, na bazie których oparto budowę tego ugrupowania, mogą okazać się niewystarczające. W związku z tym konieczna jest dyskusja na temat dalszego kierunku rozwoju. Ze względu na nietuzinkowe znaczenie projektu integracji dla poziomu dobrobytu oraz dla stabilności gospodarczej i politycznej Europy, strefa euro musi funkcjonować sprawnie. Wobec tego powinna też podlegać ciągłym przemianom, gdyż pozostawienie niezmiennej struktury może oznaczać w konsekwencji zastój i upadek. W wyniku przeprowadzonych badań, autor przychylił się do stanowiska, że funkcjonowanie unii ekonomicznej i monetarnej w Europie bez wprowadzania elementów pozytywnego federalizmu fiskalnego w dłuższej perspektywie czasowej będzie bardzo trudne. Wobec tego docelowa struktura ugrupowania powinna zmierzać w stronę federacji na skutek działania efektu politycznego *spill-over*. Ze względu na fakt, że osiągnięcie kolejnych etapów integracji ekonomicznej nie zmienia oczekiwanych rezultatów interwencji państwa w cykl koniunkturalny, jest wskazane utworzenie ponadnarodowego mechanizmu dostosowawczego o charakterze *ex ante*. W opinii autora krajowe polityki fiskalne powinny przede wszystkim zapewnić wiarygodność i stabilność finansów publicznych poszczególnych krajów, a ewentualna funkcja stabilizacyjna powinna być wsparta działaniem mechanizmu centralnego.

Taki mechanizm nie jest bynajmniej receptą na wszystkie problemy europejskiej unii ekonomicznej i monetarnej, a krótkookresowe sterowanie koniunkturą i bezustanna stymulacja w myśl ortodoksyjnego keynesizmu nie może być jego celem. Rozwiązanie to powinno być uzupełnieniem szerszej koncepcji, opartej na stopniowym wdrażaniu elementów charakterystycznych dla federalizmu pozytywnego, a także zawierającej strategię inwestycyjne, środowiskowe oraz związane z edukacją i ochroną zdrowia. Taki mechanizm sprzyjałby jednak szybszemu niwelowaniu ujemnych luk produktowych w poszczególnych krajach, szczególnie w obliczu nieefektywności dotychczasowego rozwiązania opartego na koordynacji narodowych polityk fiskalnych. Jest to szczególnie ważne w obliczu trudnej sytuacji, z jaką przyjdzie się w ostateczności zmierzyć krajom Unii Europejskiej po ustaniu konsekwencji pandemii i wojny w Ukrainie. Finanse publiczne w końcu będą musiały zostać ponownie poddane stopniowej konsolidacji, wobec czego krajowe polityki fiskalne mogą znowu oka-

---

<sup>1</sup> Potwierdzeniem może być stanowisko Komisji Europejskiej wobec zagrożenia pandemicznego, gdyż było ono całkowicie odmienne niż to obserwowane w odpowiedzi na kryzys ekonomiczno-finansowy. W marcu 2020 r., w odpowiedzi na „zamknięcie gospodarek”, Rada uruchomiła „ogólną klauzulę wyjścia” w ramach Paktu Stabilności i Wzrostu, która pozwoliła na odejście przez Radę i Komisję od reguł fiskalnych. Znamienna była również przestroga Komisji, dotycząca możliwości zbyt szybkiego wycofywania wsparcia fiskalnego.



zać się „niewystarczające” w przeciwdziałaniu krótkookresowym asymetrycznym „brakom popytowym”.

Oczywiście wszelkie inicjatywy ograniczające autonomię w realizacji polityk fiskalnych wymagają ogromnej determinacji i dalekosiężnej analizy. Do tej pory wszelkie inicjatywy pogłębiające procesy integracyjne były przede wszystkim rezultatem nadzwyczajnych i kryzysowych okoliczności, m.in. skutki II wojny światowej nadały impuls do inicjacji współpracy gospodarczej w Europie, kryzysy naftowe — do utworzenia Europejskiego Systemu Walutowego, a kryzys ekonomiczno-finansowy — do wdrożenia nowego systemu zarządzania budżetowego. Prawdą jest, że postęp procesu integracyjnego w Europie zawsze wymagał woli politycznej, ale obecnie, jak wskazują P. Banaszyk oraz M. Gorynia (2022, s. 156), należy poświęcać więcej uwagi racjonalności globalnej, a także urzeczywistnieniu metafory „wspólnego dobra”. W kwestii projektu integracji europejskiej można to rozumieć nawet jako częściowe przełożenie interesu wspólnotowego ponad interes narodowy. Stawianie takich postulatów w okolicznościach pandemii i wojny może się wydawać przesadnie wygórowane, niemniej jednak są to kwestie niezwykle istotne.

Warto podkreślić, że „test na solidarność” krajów członkowskich UE w obliczu wyzwań z początku trzeciej dekady XXI w. został „zdany”. Podjęte działania w związku z przeciwdziałaniem kryzysowi zdrowia publicznego dowiodły, że „bogatsze” kraje Europy odczuwają odpowiedzialność za walkę z negatywnymi zjawiskami (Kołodko, 2020, s. 33). Również kraje „południa” charakteryzują się solidarnością<sup>2</sup>. Zdaniem autora, obecne uwarunkowania są sprzyjające, aby „pójść jeszcze dalej” w procesie integracji ekonomicznej i podjąć działania, mające na celu utworzenie wspomnianego ponadnarodowego mechanizmu, ukierunkowanego na stabilizację asynchronicznych wahań koniunktury. Kryzys z 2020 r. zainicjował, co prawda, prace w zakresie zmian uwarunkowań budżetowych w UE, emisję obligacji opartych na długu oraz utworzenie takich instrumentów i inicjatyw jak program SURE oraz Fundusz Odbudowy po pandemii. Wymienione działania to oczywiście kolejny „milowy krok” w integracji europejskiej, który jest niezbędny w celu odbudowy gospodarek. Mechanizmy te mają jednak charakter *ex post*. Nie są odpowiedzią na wciąż występujące asynchroniczne wahania koniunkturalne krajów strefy euro we względnie stabilnych czasach, które sukcesywnie potęgują działanie mechanizmu dywergencji. Wydaje się, że utworzenie ponadnarodowego mechanizmu stabilizacyjnego jest uzasadnione również ze względu na możliwość zastąpienia koncepcji „luzowania ilościowego” w strefie euro, które *de facto* wypełniało funkcję transferów fiskalnych w badanych latach. Długotrwałe stosowanie polityki „luzowania”, prędzej czy później przynosi „skutki uboczne”. Po kryzysie ekonomiczno-finansowym nadmiar pieniądza był częściowo „wchłonięty” przez rynki finansowe i ceny aktywów, natomiast w sytuacji po kryzysie „pandemicznym”, zwiększona masa pieniądza miała już przełożenie na wzrost inflacji w sferze realnej.

---

<sup>2</sup> Dowodzi tego osiągnięte w lipcu 2022 r. polityczne porozumienie w kwestii zmniejszenia indywidualnego zapotrzebowania na gaz. Początkowo ograniczeniu sprzeciwiała się Hiszpania, Portugalia, Grecja, Cypr i Malta. Warto podkreślić, że w tym przypadku to największa gospodarka UE — Niemcy, była uzależniona od woli krajów „biedniejszych”, w przeciwieństwie do okoliczności z okresu kryzysu zadłużeniowego.

Kwestia oceny, jaki mechanizm stabilizacji nadmiernych asynchronicznych wahań koniunktury byłby optymalny w strefie euro, pozostaje otwarta. Wskazanie rodzaju takiego mechanizmu nie było celem monografii. Zdaniem autora, spośród koncepcji wymienionych w poprzedniej części książki, najbardziej prawdopodobnym scenariuszem są transfery fiskalne oparte na międzyregionalnej redystrybucji w krótkim okresie, bez polegania na koordynacji krajowych polityk fiskalnych. Kraje, które znajdowałyby się w warunkach ujemnej luki produktowej, otrzymywałyby wsparcie w celu pobudzenia zagregowanego popytu. Transfery byłyby mechanizmem o charakterze *ex ante*, działającym na zasadzie automatycznego stabilizatora. Płatności wspierałyby narodową politykę fiskalną, która podobnie jak dzieje się to obecnie, ukierunkowana byłaby przede wszystkim na utrzymanie wiarygodności i stabilności finansów publicznych oraz wzmożoną konsolidację fiskalną w warunkach luki inflacyjnej (co zapewnia realizację funkcji antycyklicznej wobec ryzyka przegrzania gospodarki). W przypadku silnych symetrycznych recesji, transfery mogłyby być wsparte działaniami dyskrejonalnymi. Mechanizm taki miałby charakter „asymetryczny”, co znaczy, że jego zastosowanie zapewniałoby zajęcie odpowiedniego stanowiska na braku popytowe dla konkretnego kraju. Kwestia redystrybucji środków między krajami nie wydaje się istotnym argumentem przeciwko powyższemu rozwiązaniu. Taka redystrybucja i tak odbywa się już w trakcie realizacji podstawowego budżetu UE. Natomiast w kwestii ryzyka pojawienia się pokusy nadużycia, warto zastanowić się nad uwarunkowaniem dokonywania wypłat środków w zależności od np. stopy bezrobocia lub jej prognozy w danym kraju. Procedura warunkująca wypłaty mogłaby być wsparta również oceną wynikającą z Procedury Nadmiernej Nierównowagi Makroekonomicznej. Cały proces nie mógłby być jednak długi i trudny w interpretacji. W aspekcie zapewnienia źródła finansowania transferów fiskalnych należy podkreślić, że obecne warunki są sprzyjające do oparcia ich części nawet na wspólnym zadłużeniu krajów strefy euro. Unia Europejska już pogłębiła integrację w tym zakresie i wyemitowała wspólny dług. Dlatego droga ku wypracowaniu pewnej formy uwspólnotwienia zadłużenia tylko dla krajów strefy euro wydaje się „przetarta”. Należy również kontynuować działania, mające na celu zwiększanie własnych źródeł dochodu strefy euro, co wypełnia również funkcję redystrybucyjną polityki fiskalnej oraz w większym stopniu upodabnia mechanizm do działania automatycznych stabilizatorów. Mechanizm w pewnym stopniu mógłby być też wsparty składkami państw członkowskich (to rozwiązanie zwiększa jednak rolę aspektów politycznych). Kwestia podstaw i unormowań prawnych utworzenia mechanizmu dostosowawczego jest zależna od sposobu jego finansowania oraz od tego, jaki organ zarządzałby środkami. Zagadnienie pozostaje obecnie otwarte na dyskusję. Reasumując, projekt wspomagający kraje strefy euro w stabilizacji wahań koniunktury, które w przyszłości mogą okazać się w jeszcze większym stopniu asynchroniczne, powinien być ważnym elementem integracji europejskiej.

## Bibliografia

- Adamowicz, E. (2001). *Użyteczność badań koniunktury dla polityki ekonomicznej*. W: E. Adamowicz, M. Męczarski, M. Podgórska (red.). *Analiza tendencji rozwojowych w polskiej gospodarce na podstawie testu koniunktury. Metody i wyniki*. Warszawa: IRG SGH.
- Adamowicz, E., Dudek, S., Pachucki, D., Walczyk, K. (2008). *Synchronizacja cyklu koniunkturalnego polskiej gospodarki z krajami strefy euro w kontekście struktury tych gospodarek*. Warszawa: IRG SGH. Pobrane 15.07.2018 z [https://www.nbp.pl/badania/seminaria\\_bise/irg\\_sghO.pdf](https://www.nbp.pl/badania/seminaria_bise/irg_sghO.pdf).
- Adamowicz, E., Dudek, S., Pachucki, D., Walczyk, K. (2012). Synchronizacja wahań cyklicznych w strefie euro. Stan po kryzysie finansowym. W: K. Opolski, J. Górski (red.). *Perspektywy integracji ekonomicznej i walutowej w gospodarce światowej. Dokąd zmierza strefa euro?* Warszawa: Wydział Nauk Ekonomicznych Uniwersytetu Warszawskiego, Narodowy Bank Polski.
- Adamowicz, E., Walczyk, K. (2013). Jakościowy cykl koniunkturalny w Polsce. Sektorowe zmiany aktywności gospodarczej. *Przegląd Zachodniopomorski*, 3(1), 7–20. Pobrane 15.07.2018 z <http://cejsh.icm.edu.pl/cejsh/element/bwmeta1.element.desklight-e4a9c984-773e-402c-a2d6-a1236bcdd3e3>.
- Aditya, A., Roy, S.S. (2010). *Export Diversification and Economic Growth: Evidence from Cross Country Analysis*. Artykuł zaprezentowany na 6th Annual Conference on Economic Growth and Development. New Delhi: Indian Statistical Institut. Pobrane 15.02.2019 z [https://www.isid.ac.in/~pu/conference/dec\\_10\\_conf/Papers/AnwashaAditya.pdf](https://www.isid.ac.in/~pu/conference/dec_10_conf/Papers/AnwashaAditya.pdf).
- Akerlof, G.A., Shiller, R.J. (2010). *Zwierzęce instynkty. Czy ludzka psychika napędza globalną gospodarkę i jaki to ma wpływ na przemiany światowego kapitalizmu?* Warszawa: Studio EMKA.
- Albiński, P. (red.). (2014). *Kryzys a polityka stabilizacyjna w Unii Europejskiej*. Warszawa: Oficyna Wydawnicza SGH.

- Albiński, P., Polański, Z. (2015). *Dylematy polityki makroekonomicznej w warunkach kryzysu zadłużeniowego w Unii Europejskiej*. Warszawa: Oficyna Wydawnicza SGH.
- Alcidi, C., Busse, M., Gros, D. (2016). Is there a need for additional monetary stimulus? Insights from the original Taylor Rule. *CEPS Policy Brief*, 342. Pobrane 05.01.2020 z <https://core.ac.uk/download/pdf/148901654.pdf>.
- Alesina, A., Blanchard, O., Gali, J., Giavazzi, F., Uhlig, H. (2001). *Defining a Macroeconomic Framework for the Euro Area*. London: CEPR Press.
- Allard, C., Koeva Brooks, P., Bluedorn, J.C., Bornhorst, F., Christopherson, K., Ohnsorge, F., Poghosyan, T. (2013). *Toward a Fiscal Union for the Euro Area*. Washington, DC: IMF Staff Discussion Note.
- Allsopp, Ch., Vines, D. (1996). Fiscal policy and EMU. *National Institute Economic Review*, 158(1). <https://doi.org/10.1177/002795019615800107>.
- Altavilla, C., Boucinha, M., Peydro, J.L. (2018). Monetary policy and bank profitability in a low interest rate environment. *Economic Policy*, 1655. <https://doi.org/10.1093/epolic/eiy013>.
- Altavilla, C., Burlon, L., Giannetti, M., Holton, S. (2019). Is there a zero lower bound? The effects of negative policy rates on banks and firms. *ECB Working Paper*, 2289. <https://doi.org/10.2866/23378>.
- Ambroziak, E. (2014). Wpływ integracji monetarnej w Europie na wzrost gospodarczy. W: K. Opolski, J. Górski (red.). *Perspektywy i wyzwania integracji europejskiej*. Warszawa: Wydział Nauk Ekonomicznych Uniwersytetu Warszawskiego, Narodowy Bank Polski.
- Arestis, P. (2014). Coordination of Fiscal with Monetary and Financial Stability Policies Can Better Cure Unemployment. *Review of Keynesian Economics*, 3(2). <https://doi.org/10.4337/roke.2015.02.07>.
- Arestis, P., Karakitsos, E. (2011). Current Crisis in the US and Economic Policy Implications. W: P. Arestis, R. Sobreira, J.L. Oreiro (red.). *An Assessment of the Global Impact of the Financial Crisis*. New York: Palgrave Macmillan. [https://doi.org/10.1057/9780230306912\\_2](https://doi.org/10.1057/9780230306912_2).
- Arnold, I.J.M., Kool, C.J.M. (2003). The role of inflation differentials in regional adjustment: Evidence from the United States. *Kredit und Kapital*, 37. Pobrane 20.07.2019 z <https://dspace.library.uu.nl/handle/1874/7380>.
- Arsic, M., Nojkovic, A., Randjelovic, S. (2017). Determinants of discretionary fiscal policy in Central and Eastern Europe. *Economic Systems*, 41(3). <https://doi.org/10.1016/j.ecosys.2016.10.003>.
- Auerbach, A.J. (2012). The Fall and Rise of Keynesian Fiscal Policy. *Asian Economic Policy Review*, 7(2). <https://doi.org/10.1111/j.1748-3131.2012.01228.x>.
- Ayuso-i-Casals, J., Debrun, X., Kumar, M. S., Moulin, L., Turrini, A. (2007). Beyond the SGP — Features and Effects of EU National-level Numerical Fiscal Rules. W: S. De-roose, E. Flores, A. Turrini (red.). *The Role of Fiscal Rules and Institutions in Shaping Budgetary Outcomes*. Proceedings from the ECFIN workshop held in Brussels.
- Babetskii, I. (2007). Aggregate wage flexibility in selected new EU member states. *CESifo Working Paper*, 1916. Pobrane 09.01.2019 z <https://ssrn.com/abstract=963980>.

- Balassa, B. (1961). *The Theory of Economic Integration*. London: George Allen & Urwin LTD.
- Balcerzak, A.P. (2009). *Państwo w realiach „nowej gospodarki”*. Podstawy efektywnej polityki gospodarczej w XXI wieku. Toruń: Wyd. Adam Marszałek.
- Balcerzak, A.P. (2012). Polityka antycykliczna. W: B. Bryk (red.). *Polityka gospodarcza — teoria i praktyka*. Szczecin: Economicus. Pobrane 02.02.2019 z [https://repozytorium.umk.pl/bitstream/handle/item/1897/polityka\\_antycykliczna.pdf?sequence=1](https://repozytorium.umk.pl/bitstream/handle/item/1897/polityka_antycykliczna.pdf?sequence=1).
- Baldi, G., Staehr, K. (2016). The European debt crisis and fiscal reactions in Europe 2000–2014. *International Economics and Economic Policy*, 13(2). <https://doi.org/10.1007/s10368-014-0309-4>.
- Balicki, W. (2006). *Makroekonomia*. Poznań: Wydawnictwo Wyższej Szkoły Bankowej.
- Banaszyk, P., Gorynia M. (2022). Uwarunkowania polskiej polityki gospodarczej po roku 2022. *Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny*, 84(2). <https://doi.org/10.14746/rpeis.2022.84.2.10>.
- Baran, B. (2013). Reguła średniookresowego celu budżetowego w Unii Europejskiej. *Gospodarka Narodowa*, 268(11–12). <https://doi.org/10.33119/GN/100932>.
- Baranowski, M., Musiał, G. (2012). Teoretyczny i empiryczny wymiar badania koniunktury. W: G. Musiał (red.). *Wybrane problemy koniunktury, wzrostu gospodarczego oraz konkurencji w teorii i praktyce*. Katowice: Wyd. Uniwersytetu ekonomicznego w Katowicach.
- Baranowski, P., Gajewski, P. (2018). Banki. Polityka pieniężna. W: R. Milewski, E. Kwiatkowski (red.). *Podstawy ekonomii*. Warszawa: PWN.
- Barcz, J., Kawecka-Wyrzykowska, E., Michałowska-Gorywoda, K. (2016). *Integracja europejska w okresie przemian. Aspekty ekonomiczne*. Warszawa: PWE.
- Barczyk, R. (2012). Determinanty wewnętrznej koordynacji narzędzi fiskalnych i pieniężnych w polityce antycyklicznej. *Ruch prawniczy, ekonomiczny i socjologiczny*, 74(4). <https://doi.org/10.14746/rpeis.2012.74.4.11>.
- Barczyk, R. (2020). Podstawy teoretyczne stabilizacyjnej roli narzędzi fiskalnych w gospodarce rynkowej. *Zeszyty Naukowe SGGW, Polityki Europejskie, Finanse i Marketing*, 23(72). <https://doi.org/10.22630/PEFIM.2020.23.72.1>.
- Barczyk, R., Kowalczyk, Z. (1993). *Metody badania koniunktury gospodarczej*. Warszawa: PWN.
- Barczyk, R., Lubiński, M. (2009). *Dylematy stabilizowania koniunktury*. Poznań: Wyd. Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu.
- Barczyk, R., Lubiński, M., Kąsek, L., Marczewski, K. (2006). *Nowe oblicza cyklu koniunkturalnego*. Warszawa: PWE.
- Barro, R. (1974). Are Government Bonds Net Wealth? *Journal of political economy*, 82(6). <https://doi.org/10.1086/260266>.
- Beck, K. (2017). Zastosowanie filtrów do analizy cykli koniunkturalnych i synchronizacji cyklu koniunkturalnego Polski z krajami europejskimi. *Wiadomości statystyczne*, 10(677). <https://doi.org/10.5604/01.3001.0014.1053>.
- Bednarczyk, J.L., Misztal, P. (2016). Czy strefa euro zmierza w kierunku pułapki niskiej inflacji? *Ekonomista*, 4.

- Begg, D., Fischer, S., Dornbusch, R. (2007). *Makroekonomia*. Warszawa: PWE.
- Begg, D., Vernasca, G., Fischer, S., Dornbusch, R. (2014). *Makroekonomia*. Warszawa: PWE.
- Belke, A., Polleit, T. (2006). How the ECB and the US Fed Set Interest Rates. *Applied Economics*, 39(17). <https://doi.org/10.1080/00036840600749623>.
- Bénassy-Quéré, A., Ragot, X. (2015). A Policy Mix for the Euro Area. *Conseil d'analyse économique*, 21(2). Pobrane 01.04.2019 z [https://www.cairn-int.info/article-E\\_NCAE\\_021\\_0001--a-policy-mix-for-the-euro-area.htm](https://www.cairn-int.info/article-E_NCAE_021_0001--a-policy-mix-for-the-euro-area.htm).
- Bénassy-Quéré, A., Ragot, X., Wolff, G.B. (2016). Which Fiscal Union for the Euro Area? *Conseil d'analyse économique*, 29(2). Pobrane 25.03.2019 z [https://www.cairn-int.info/article-E\\_NCAE\\_029\\_0001--which-fiscal-union-for-the-euro-area.htm](https://www.cairn-int.info/article-E_NCAE_029_0001--which-fiscal-union-for-the-euro-area.htm).
- Beyer, R.C.M., Wieland, V. (2019). Instability, imprecision and inconsistent use of equilibrium real interest rate estimates. *Journal of International Money and Finance*, 94. <https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2019.01.005>.
- Bidzińska-Jakubowska, B. (2004). *Unia Europejska: akcesja Polski do UE*. Opole: Wyd. Uniwersytetu Opolskiego.
- Blanchard, O. (2017). *Makroekonomia*. Warszawa: Wyd. Nieoczywiste.
- Blanchard, O., Summers, L. (2017). *Rethinking Stabilization Policy. Back to the Future*. Artykuł zaprezentowany na Rethinking Macroeconomic Policy by Peterson Institute for International Economics. Pobrane 08.09.2018 z <https://www.piie.com/system/files/documents/blanchard-summers20171012paper.pdf>.
- Bletzinger, T., von Thadden, L. (2021). Designing QE in a fiscally sound monetary union. *European Economic Review*, 132. <https://doi.org/10.1016/j.eurocorev.2020.103611>.
- Blinder, A.S. (1988). The fall and rise of Keynesian economics. W: B. Snowdon, H. Vane (red.). *A macroeconomics reader*. London: Routledge. <https://doi.org/10.4324/9780203443965.ch5>.
- Bochenek, M. (2009). Aktualność myśli Władysława Mariana Zawadzkiego na temat polityki monetarnej. W: M. Noga, M.K. Stawicka (red.). *Ponadnarodowa i narodowa polityka monetarna na świecie*. Warszawa: CeDeWu.
- Bochenek, M. (2017). Poglądy współczesnych keynesistów na temat roli państwa w gospodarce. *Studia Ekonomiczne*, 311.
- Bodea, C., Hicks, R. (2015). Price stability and central bank independence: Discipline, credibility and democratic institutions. *International Organization*, 69(1). <https://doi.org/10.1017/S0020818314000277>.
- Bofinger, P. (2001). *Monetary policy. Goals, Institutions, Strategies and Instruments*. New York: Oxford University Press.
- Bofinger, P., Feld, L., Franz, W., Schmidt, C., Weder di Mauro, B. (2011). *A European Redemption Pact*. VOX EU. Pobrane 02.11.2018 z [https://www2.nber.org/conferences/2012/SI2012/GFCs12/German%20Council%20of%20Experts-A\\_european\\_redemption\\_pact.pdf](https://www2.nber.org/conferences/2012/SI2012/GFCs12/German%20Council%20of%20Experts-A_european_redemption_pact.pdf).
- Bordo, M. D., Schwartz, A. J. (2004). IS-LM and Monetarism. *History of Political Economy*, 36(1). [https://doi.org/10.1215/00182702-36-Suppl\\_1-217](https://doi.org/10.1215/00182702-36-Suppl_1-217).

- Borowiec, J. (2011). *Ekonomia integracji europejskiej*. Wrocław: Wyd. Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu.
- Borowiec, J. (2012). Wahania cykliczne a zmiany realnego efektywnego kursu walutowego w strefie euro. *Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu*, 245.
- Borowiec, J. (2017a). Integracja walutowa jako determinanta synchronizacji cykli koniunkturalnych w strefie euro. *Współczesne Problemy Ekonomiczne*, 15(2). <https://doi.org/10.18276/wpe.2017.15-01>.
- Borowiec, J. (2017b). Pakt stabilności i wzrostu a antycykliczna polityka fiskalna w strefie euro. *Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie*, 2(962). <https://doi.org/10.15678/ZNUEK.2017.0962.0201>.
- Borowski, J. (2001). Podatność Polski na szoki asymetryczne a proces akcesji do Unii Gospodarczej i Walutowej. *Bank i Kredyt*, 11–12.
- Bottero, M., Minoiu, C., Peydro, J.L., Polo, A., Presbitero, A., Sette, E. (2019). Negative Monetary Policy Rates and Portfolio Rebalancing: Evidence from Credit Register Data. *IMF Working Paper*, 19(44). <https://doi.org/10.5089/9781498300858.001>.
- Braz, C., Campos, M.M., Sazedj, S. (2019). The new ESCB methodology for the calculation of cyclically adjusted budget balances: an application to the Portuguese case. *Banco de Portugal Economic Studies*, 2. Pobrane 10.06.2020 z [https://www.bpportugal.pt/sites/default/files/anexos/papers/re201907\\_e.pdf](https://www.bpportugal.pt/sites/default/files/anexos/papers/re201907_e.pdf).
- Brózda-Wilamek, D.A. (2013). Wpływ zmian stopy procentowej EBC na inflację i aktywność gospodarczą strefy euro — weryfikacja za pomocą modelu autoregresji wektorowej (VAR). W: P. Urbanek (red.). *Ekonomia i Zarządzanie w teorii i praktyce. Determinanty konkurencyjności, regionów, gospodarek*. Łódź: Wyd. Uniwersytetu Łódzkiego.
- Brózda-Wilamek, D.A. (2017a). Wpływ polityki pieniężnej Europejskiego Banku Centralnego na gospodarki państw strefy euro w latach 1999–2016. *Folia Oeconomica, Acta Universitatis Lodzianis*, 332. <https://doi.org/10.18778/0208-6018.332.12>.
- Brózda-Wilamek, D.A. (2017b). Polityka ujemnych stóp procentowych — doświadczenia Europejskiego Banku Centralnego. *Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu*, 499.
- Brunila, A., Hukkinen, J., Tujula, M. (1999). Indicators of the Cyclically Adjusted Budget Balance. The Bank of Finland's experience, *Bank of Finland Discussion Papers*, 1/1999. Pobrane 11.06.2020 z [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1021267](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1021267).
- Brunnermeier, M.K., Koby, Y. (2018). The reversal Interest Rate. *NBER Working Paper*, 25406. <https://doi.org/10.3386/w25406>.
- Bubeck, J., Maddaloni, A., Peydró, J.-L. (2020). Negative Monetary Policy Rates and Systemic Banks' Risk-Taking: Evidence from the Euro Area Securities Register. *Journal of Money, Credit and Banking*, 52. <https://doi.org/10.1111/jmcb.12740>.
- Budnikowski, A. (2006). *Międzynarodowe stosunki gospodarcze*. Warszawa: PWE.
- Bukowski, S. I. (2007b). *Strefa euro*. Warszawa: PWE.
- Bukowski, S.I. (2007a). *Unia monetarna. Teoria i praktyka*. Warszawa: Difin.



- Bukowski, S.I. (2017). Czy Unia Ekonomiczna i Monetarna w Europie przetrwa? *Studia Oeconomica Posnaniensia*, 5(8). <https://doi.org/10.18559/SOEP.2017.8.1>.
- Bukowski, S.I., Bukowska, J.E. (2017). Zmiany podaży pieniądza, stóp procentowych i kursu walutowego a wzrost gospodarczy w obszarze euro. *Folia Oeconomica, Acta Universitatis Lodziensis*. 332. <https://doi.org/10.18559/SOEP.2017.8.1>.
- Burda, M., Wyplosz, Ch. (2012). *Makroekonomia. Podręcznik europejski*. Warszawa: PWE.
- Burgess, M. (2006). *Comparative Federalism. Theory and practice*. New York: Routledge.
- Burnewicz, J. (2007). *Metodologia badań ekonomicznych. Konspekt wykładu dla doktorantów Wydziału Ekonomicznego i Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Gdańskiego*. Pobrane 11.05.2018 z <https://ekonom.u.gd.edu.pl/web/download.php?OpenFile=97>.
- Burns, A. F. (1969). The Business Cycle in a Changing World. *NBER Working Paper*. Pobrane 03.04.2018 z <https://www.nber.org/books-and-chapters/business-cycle-changing-world>.
- Burns, A.F., Mitchel, W.C. (1946). Measuring Business Cycles. *NBER Working Paper*. Pobrane 10.06.2018 z <https://www.nber.org/books-and-chapters/measuring-business-cycles>.
- Camelia, M. (2014). Estimation and Analysis of the Structural Budget Deficit in Romania. *International Journal of Academic Research in Economics and Management Sciences*, 3(4). <https://doi.org/10.6007/IJAREMS/v3-i4/1086>.
- Canova, F., Dellas, H. (1993). Trade interdependence and the international business cycle. *Journal of International Economics*, 34. [https://doi.org/10.1016/0022-1996\(93\)90065-6](https://doi.org/10.1016/0022-1996(93)90065-6).
- Carnazza, G., Liberati, P., Sacchi, A. (2020). The cyclically-adjusted primary balance: A novel approach for the Euro area. *Journal of Policy Modeling*, 42(5). <https://doi.org/10.1016/j.jpolmod.2020.01.005>.
- Charemza, W., Deadman, D. (1997). *Nowa ekonometria*. Warszawa: PWE.
- Chmiel, J. (2017). *Współczesna makroekonomia a teoria dynamicznej gospodarki*. Warszawa: PWN.
- Chmielewska, B. (2015). Liberalizm i interwencjonizm w nurtach ekonomii. W: R.W. Ci-borowski, R.I. Dziemianowicz, A. Kargol-Wasiluk, M. Zalesko (red.). *Liberalizm czy interwencjonizm? Kształtowanie się ładu społeczno-gospodarczego w Europie w latach 1989–2014*. Białystok: Wyd. Uniwersytetu w Białymstoku.
- Chrzanowski, M. (2014). Nowe działania stabilizacyjne w Unii Europejskiej wobec kryzysu finansów publicznych. W: P. Albiński (red.). *Kryzys a polityka stabilizacyjna w Unii Europejskiej*. Warszawa: Oficyna Wydawnicza SGH.
- Cimadomo, J. (2012). Fiscal policy in real time. *The Scandinavian Journal of Economics*, 114(2). <https://doi.org/10.1111/j.1467-9442.2012.01697.x>.
- Claeys, G., Leandro, Á., Mandra, A. (2015). European Central Bank quantitative easing: the detailed manual. *Bruegel Policy Contribution*, 02. Pobrane 22.02.2019 z <https://www.econstor.eu/handle/10419/126687>.
- Coe, D.T., Helpman, E. (1995). International R&D spillovers. *European Economic Review*, 39(5). [https://doi.org/10.1016/0014-2921\(94\)00100-E](https://doi.org/10.1016/0014-2921(94)00100-E).



- Cœuré, B. (2017). *Dissecting the yield curve: a central bank perspective*. Welcome remarks at the annual meeting of the ECB's Bond Market Contact Group. Pobrane 18.06.2020 z <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2017/html/ecb.sp170516.en.html>.
- Corsetti, G., Dedola, L., Jarociński, M., Maćkowiak, B., Schmidt S. (2019). Macroeconomic Stabilization, Monetary-fiscal Interactions, and Europe's Monetary Union. *European Journal of Political Economy*, 57. <https://doi.org/10.1016/j.ejpoleco.2018.07.001>.
- Corsetti, G., Higgins, M., Pesenti, P. (2016). Policies and institutions for managing the aggregate macroeconomic stance of the eurozone. W: R. Baldwin, F. Giavazzi (red.). *How to fix Europe's monetary union. Views of leading economists*. London: CEPR Press. Pobrane 05.02.2018 z [https://www.wiwi.uni-wuerzburg.de/fileadmin/12010030/2018/Rebooting\\_Europes\\_Monetary\\_Policy.pdf#page=120](https://www.wiwi.uni-wuerzburg.de/fileadmin/12010030/2018/Rebooting_Europes_Monetary_Policy.pdf#page=120).
- Creel, J., Saraceno, F. (2009). Automatic Stabilisation, Discretionary Policy and the Stability Pact. W: J. Creel, M.C. Sawyer (red.). *Current Thinking on Fiscal Policy*. Paris: Palgrave Macmillan. <https://doi.org/10.2139/ssrn.1302851>.
- Czaja, S., Becla, A. (2012). Spory wokół roli państwa w gospodarce we współczesnej teorii ekonomii. W: S. Czaja, A. Becla, J. Włodarczyk, T. Poskrobko (red.). *Wyzwania współczesnej ekonomii. Wybrane problemy*. Warszawa: Difin.
- Czarczyńska, A., Śledziewska, K. (2007). *Teoria europejskiej integracji gospodarczej*. Warszawa: C.H. Beck.
- Dach, Z. (2008). Kontrowersje wokół roli państwa we współczesnej gospodarce rynkowej. W: Z. Dach (red.). *Państwo a rynek*. Kraków: PTE.
- Dallari, P., Ribba, A. (2020). The Dynamic Effects of Monetary Policy and Government Spending Shocks on Unemployment in the Peripheral Euro Area Countries. *Economic Modelling*, 85. <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2019.05.018>.
- Darvas, Z. (2010). Fiscal federalism in crisis: lessons for Europe from the US. *Bruegel Policy Contribution*, 07. Pobrane 14.10.2018 z <https://www.econstor.eu/bitstream/10419/45503/1/635248107.pdf>.
- Darvas, Z.M., Leandro, Á. (2015). The Limitations of Policy Coordination in the Euro Area under the European Semester. *Bruegel Policy Contribution*, 19. Pobrane 07.02.2018 z <https://www.econstor.eu/handle/10419/126693>.
- De Bonis, V., Della Posta, P. (2009). Strategic interactions among Central Bank and national fiscal authorities in a monetary union subject to asymmetric country shocks. *Open Economies Review*, 20(2). Pobrane 25.07.2019 z <https://link.springer.com/article/10.1007/s11079-007-9065-1>.
- De Grauwe, P. (2000). *Economics of monetary union*. Glasgow: Oxford University Press.
- De Grauwe, P., Moesen, W. (2009). Gains for all: a proposal for a common euro bond. *Intereconomics*, 44(3). Pobrane 25.04.2020 z <https://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.523.2556&rep=rep1&type=pdf>.
- De Grauwe, P., Mongelli, F.P. (2005). Endogeneities of optimum currency areas: what brings countries sharing a single currency closer together? *ECB Working Paper*, 468. Pobrane 23.07.2019 z <https://ssrn.com/abstract=691864>.

- De Grauwe, P., Yuemei, J. (2016). How to reboot the Eurozone and ensure its long-term survival. W: R. Baldwin, F. Giavazzi (red.). *How to fix Europe's monetary union. Views of leading economists*. London: CEPR Press. Pobrane 05.02.2018 z [https://www.wiwi.uni-wuerzburg.de/fileadmin/12010030/2018/Rebooting\\_Europes\\_Monetary\\_Policy.pdf#page=120](https://www.wiwi.uni-wuerzburg.de/fileadmin/12010030/2018/Rebooting_Europes_Monetary_Policy.pdf#page=120).
- Della Posta, P. (2017). Structural Divergences, Institutional Fragilities and Foreign Debt in the Euro Area Crisis. *Politica Economica*, 33(2). Pobrane 20.07.2018 z <https://www.rivisteweb.it/doi/10.1429/87183>.
- Delpla, J., von Weizsäcker, J. (2011). Eurobonds: The Blue Bond Concept and Its Implications. *Bruegel Policy Contribution*, 2. Pobrane 02.03.2020 z <https://www.econstor.eu/handle/10419/45535>.
- Dembiński, P. (1992). *Gospodarka rynkowa dla każdego*. Warszawa: Editions Spotkania.
- Demiralp, S., Eisenschmidt, J., Vlassopoulos, T. (2019). Negative interest rates, excess liquidity and retail deposits: Banks' reaction to unconventional monetary policy in the euro area. *ECB Working Paper*, 2283. <https://doi.org/10.2866/89297>.
- Dębniwski, G., Hryciuk, R. (2002). *Makroekonomia. Wybrane problemy*. Olsztyn: Wyd. UWM.
- Dincer, N.N., Eichengreen, B. (2007). Central Bank Transparency: Where, Why, and with What Effects? *NBER Working Paper*, 13003. Pobrane 10.02.2021 z [https://www.nber.org/system/files/working\\_papers/w13003/w13003.pdf](https://www.nber.org/system/files/working_papers/w13003/w13003.pdf).
- Doliwa-Klepacki, Z.M. (2001). *Integracja europejska (po Amsterdamie i Nicei)*. Białystok: Temida 2.
- Dornbusch, R., Fischer, S. (1994). *Macroeconomics*. New York: McGraw-Hill.
- Driffill, J. (2016). Unconventional Monetary Policy in the Euro Zone. *Open Economies Review*, 27(2). <https://doi.org/10.1007/s11079-016-9393-0>.
- Drozdowicz-Bieć, M. (2012). *Cykle i wskaźniki koniunktury*. Warszawa: Poltext.
- Dudkiewicz, B., Przybylska-Kapuścińska, W. (2017). Nadzwyczajne instrumenty polityki pieniężnej. W: W. Przybylska-Kapuścińska, M. Szyszko (red.). *Współczesna polityka pieniężna. Perspektywa XXI wieku*. Warszawa: Difin.
- Dunin-Wąsowicz, M., Darska, A., Tchorek, G. (2012). *Integracja europejska i nowy ład gospodarczy*. Warszawa: Wydawnictwo Naukowe Scholar.
- Dziemianowicz, R.I., Kargol-Wasiluk, A. (2018). Wpływ reguł fiskalnych na ograniczenie deficytu i długu publicznego w państwach członkowskich Unii Europejskiej. *Studia Ekonomiczne*, 358.
- Eggertsson, G., Juelsrud, E., Wold, E. (2017). Are Negative Nominal Interest Rates Expansionary? *NBER Working Paper*, 24039. <https://doi.org/10.3386/w24039>.
- Eichenbaum, M. (1997). Some thoughts on practical stabilization policy. *The American Economic Review*. 87(2). Pobrane 15.12.2017 z <https://www.jstor.org/stable/2950923?seq=1>.
- Eijffinger, S.C.W., Geraats, P.M. (2006). How transparent are central banks? *European Journal of Political Economy*, 22(1). <https://doi.org/10.1016/j.ejpoleco.2005.09.013>.

- Engelen, E., Ertürk, I., Froud, J., Johal, S., Leaver, A., Moran, M., Nilsson, A., Williams, K. (2011). *After the Great Complacence. Financial Crisis and the Politics of Reform*. New York: Oxford University Press. Pobrane 15.08.2020 z [https://www.academia.edu/download/51233347/After\\_the\\_Great\\_Complacence\\_Financial\\_Cr20170107-14188-06p-mih.pdf](https://www.academia.edu/download/51233347/After_the_Great_Complacence_Financial_Cr20170107-14188-06p-mih.pdf).
- Ericsson, N., Jansen, E., Kerbeshian, N., Nymoen, R. (1998). Interpreting a Monetary Conditions Index in economic policy. W: *Topics in Monetary Policy Modelling, Konferencje Papers, Bank for International Settlements Conference Papers*, 6. Pobrane 19.04.2018 z <https://www.bis.org/publ/confp06.pdf#page=243>.
- Fidrmuc, J. (2004). The Endogeneity of the Optimum Currency Area Criteria, Intra-Industry Trade, and EMU Enlargement. *Contemporary Economic Policy*, 22(1). <https://doi.org/10.1093/cep/byh001>.
- Figiel, Sz., Kufel, J. (2013). Fuzje i przejęcia w światowym sektorze rolno-żywnościowym na tle wahań koniunktury gospodarczej. *Zagadnienia ekonomiki rolnej*, 3.
- Flaig, G., Wollmershaeuser, T. (2007). Does the Euro-zone diverge? A stress indicator for analyzing trends and cycles in real GDP and inflation. *CESifo Working Paper*, 1937. Pobrane 16.08.2020 z <https://ssrn.com/abstract=971457>.
- Fleming, J.M. (1971). On Exchange Rate Unification. *Economic Journal*, 81(323). Pobrane 23.09.2018 z <http://dx.doi.org/10.2307/2229844>.
- Fontagné, L., Freudenberg, M. (2002). Long-term Trends in Intra-Industry Trade. W: P.J. Lloyd, L. Hyun-Hoon (red.). *Frontiers of Research in Intra-Industry Trade*. London: Palgrave Macmillan. Pobrane 15.11.2019 z [https://link.springer.com/chapter/10.1057/9780230285989\\_8](https://link.springer.com/chapter/10.1057/9780230285989_8).
- Fontagné, L., Freudenberg, M., Péridy, N. (1997). *Trade Paterns Inside the Single Market*. Paris: CEPPII. Pobrane 15.11.2019 z <https://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.454.7052&rep=rep1&type=pdf>.
- Frankel, J.E., Rose, A. (1996). The Endogeneity of the Optimum Currency Area Criteria. *The Economic Journal*, 108. Pobrane 03.07.2019 z [https://www.nber.org/system/files/working\\_papers/w5700/w5700.pdf](https://www.nber.org/system/files/working_papers/w5700/w5700.pdf).
- Friedman, M. (1953). The Case for Flexible Exchange Rates. W: M. Friedman (red.). *Essays in Positive Economics*, Chicago: University of Chicago Press.
- Friedman, M. (1970). The Counter-Revolution in Monetary Theory. London: *IEA Occasional Paper*, 22. Pobrane 12.12.2017 z <https://miltonfriedman.hoover.org/internal/media/dispatcher/214480/full>.
- Friedman, M. (wyd. 2008). *Kapitalizm i wolność*. Gliwice: B. Helion.
- Furceri, D., Zdzienicka, A. (2013). The Euro Area Crisis: Need for a Supranational Fiscal Risk Sharing Mechanism? *IMF Working Paper*, WP13/198. <https://doi.org/10.5089/9781484334201.001>.
- Furman, J. (2016). *The New View of Fiscal Policy and Its Application*. Delivery for Conference: Global Implications of Europe's Redesign. Pobrane 26.02.2020 z <https://voxeu.org/article/new-view-fiscal-policy-and-its-application>.

- Gajda-Kantorowska, M. (2011). Analiza przydatności polityki fiskalnej do usuwania skutków kryzysu w krótkim, średnim i długim okresie. W: Z. Dach (red.). *Polityka makroekonomiczna w warunkach kryzysu i jej wpływ na gospodarkę*. Warszawa: Wolters Kluwer Polska.
- Gajda-Kantorowska, M. (2017). Kontrowersje wokół skutecznych metod zapewnienia dyscypliny fiskalnej w krajach Unii Europejskiej. *Nierówności społeczne a wzrost gospodarczy*, 49(1). <https://doi.org/10.15584/nsawg.2017.1.6>.
- Gajewski, P. (2012). Korzyści i szanse związane z przyjęciem euro. W: P. Kowalewski, G. Tchorek, J. Górski (red.). *Mechanizmy funkcjonowania strefy euro*. Warszawa: NBP.
- Gajewski, P. (2015). Regionalne zróżnicowanie efektów impulsy polityki pieniężnej w Polsce. *Gospodarka Narodowa*, 4(278).
- Gajewski, P., Skiba, L. (2010). *Problemy polityki fiskalnej Polski na drodze do strefy euro w kontekście uwarunkowań i doświadczeń innych państw*. Warszawa: NBP. Pobrane 12.05.2020 z [https://www.academia.edu/386447/Problemy\\_polityki\\_fiskalnej\\_Polski\\_na\\_drozdze\\_do\\_strefy\\_euro\\_w\\_kontek%C5%9Bcie\\_uwarunkowa%C5%84\\_i\\_do%C5%9Bwiadcze%C5%84\\_innych\\_pa%C5%84stw](https://www.academia.edu/386447/Problemy_polityki_fiskalnej_Polski_na_drozdze_do_strefy_euro_w_kontek%C5%9Bcie_uwarunkowa%C5%84_i_do%C5%9Bwiadcze%C5%84_innych_pa%C5%84stw).
- Galbraith, J.K. (2016). *Witamy w zatrutym kielichu. Grecki kryzys a przyszłość Europy*. Warszawa: PWN.
- Gambacorta, L., Hofmann, B., Peersman, G. (2014). The Effectiveness of Unconventional Monetary Policy at the Zero Lower Bound: A Cross-Country Analysis. *Journal of Money, Credit and Banking*, 46(4). <https://doi.org/10.1111/jmcb.12119>.
- Gasz, M. (2014). Źródła niestabilności gospodarczej państw strefy euro w warunkach kryzysu. *Studia Ekonomiczne*, 166.
- Gaweł, A. (2004). Stabilizacja cyklu koniunkturalnego w Polsce za pomocą narzędzi polityki fiskalnej. *Ruch prawniczy, ekonomiczny i socjologiczny*, 2.
- Geigant, F., Sobotka, D., Westphal, H.M. (1975). *Lexikon der Volkswirtschaft*. Munchen.
- Gerlach, S. (2003). The ECB's two pillars. *International Macroeconomics. CEPR Discussion Paper*, 3689. Pobrane 18.09.2018 z [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=374421](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=374421).
- Gędek, S. (2015). Analiza współzależności pomiędzy poziomem stop procentowych a poziomem inflacji i kursami walutowymi złotego. *Metody ilościowe w badaniach ekonomicznych*, 16(3).
- Giannone, D., Lenza, M., Pill, H., Reichlin, L. (2012). The ECB and the Interbank Market. *Economic Journal*, 122(564). <https://doi.org/10.1111/j.1468-0297.2012.02553.x>.
- Giżyński, J. (2013). *Polityka fiskalna w strefie euro*. Warszawa: CeDeWu.
- Giżyński, J. (2016). Saldo strukturalne jako wskaźnik oceny polityki fiskalnej w krajach strefy euro. *Folia Oeconomica, Acta Universitatis Lodzianensis*, 323. <https://doi.org/10.18778/0208-6018.323.12>.
- Godłów-Legiędź, J. (2018). Wahania aktywności gospodarczej. W: R. Milewski, E. Kwiatkowski (red.). *Podstawy ekonomii*. Warszawa: PWN.

- Gomez, V., Maravall, A. (2001). Seasonal Adjustment and Signal Extraction in Economic Time Series. W: Pena, D., Tiao, G.C., Tsay, R.S. (red.). *A course in Time Series Analysis*. New York: J. Wiley and Sons. Pobrane 15.12.2017 z <https://citeseerx.ist.psu.edu/document?repid=rep1&type=pdf&doi=abc4866134e038dcad5c4b1f1448b1e816ce33bd>.
- González-Mínguez, J.M., Hernández de Cos, P., del Río, A. (2003). An analysis of the impact of GDP revisions on cyclically adjusted budget balances (CABS). *Servicio de Estudios, Documento Ocasional, Banco de España*, 0309. Pobrane 26.05.2020 z <https://repositorio.bde.es/bitstream/123456789/6278/1/do0309e.pdf>.
- Goodfriend, M., King, R. (1997). The New Neoclassical Synthesis and the Role of Monetary Policy. *NBER Working Paper*, 12. <https://doi.org/10.1086/654336>.
- Götz, M. (2012). *Kryzys i przyszłość strefy euro*. Warszawa: Difin.
- Grabia, T. (2019). Rzeczywiste stopy procentowe a stopy hipotetyczne wynikające z reguły Taylora w strefie euro i Stanach Zjednoczonych. *Wiadomości Statystyczne*. 64(4). <https://doi.org/10.5604/01.3001.0013.8508>.
- Grabia, T., Kwiatkowski, E. (2018). Pieniądz i inflacja. W: R. Milewski, E. Kwiatkowski (red.). *Podstawy ekonomii*. Warszawa: PWN.
- Grabowski, T. (2008). *Unia Europejska — mechanizmy integracji gospodarczej*. Toruń: Wyd. Adam Marszałek.
- Gradzewicz, M., Growiec, J., Hagemeyer, J., Popowski, P. (2010). Cykl koniunkturalny w Polsce — wnioski z analizy spektralnej. *Bank i Kredyt*, 41.
- Greenaway, D., Hine, R., Milner, C. (1995). Vertical and Horizontal Intra-Industry Trade: A Cross Industry analysis for the United Kingdom. *The Economic Journal*, 105(433). <https://doi.org/10.2307/2235113>.
- Grodzicki, M. (2014). Rola struktury gospodarki w procesach konwergencji. W: K. Beck, M. Grodzicki (red.). *Konwergencja realna i synchronizacja cykli koniunkturalnych w Unii Europejskiej. Wymiar strukturalny*. Warszawa: Wyd. Naukowe Scholar.
- Grosse, T.G. (2013). Semestr Europejski: poprawa zarządzania czy zmiana ustrojowa? *Analiza Natolin*, 7(65). Pobrane 14.07.2019 z <https://www.natolin.edu.pl/publikacje/analizy-natolinskie/>.
- Grosse, T.G. (2015). Zmiana modelu integracji w dobie kryzysu strefy euro. *Rocznik europejski*, 1. Pobrane 14.07.2019 z <https://wuw.pl/rewr/article/view/11219>.
- Grubel, H.G. (1970). The Theory of Optimum Currency Areas. *Canadian Journal of Economics*, 3(2). <https://doi.org/10.2307/133681>.
- Günaydin, E., Uğraş, Ülkü Z. (2002). *Cyclically adjusted primary balance: The case of Turkey*. Paper presented at International Conference in Economics, Ankara. Pobrane 10.03.2020 z <https://content.csbs.utah.edu/~ehrbar/erc2002/pdf/P442.pdf>.
- Gürkaynak, R.S. (2016). ECB in Eurozone policymaking: Going forward. W: R. Baldwin, F. Giavazzi (red.). *How to fix Europe's monetary union. Views of leading economists*. London: CEPR Press. Pobrane 05.02.2018 z [https://www.wiwi.uni-wuerzburg.de/fileadmin/12010030/2018/Rebooting\\_Europes\\_Monetary\\_Policy.pdf#page=120](https://www.wiwi.uni-wuerzburg.de/fileadmin/12010030/2018/Rebooting_Europes_Monetary_Policy.pdf#page=120).

- Haberler, G. (1970). *The International Monetary System and Discussion*. W: G.N. Halm (red.). *Approaches to Greater Flexibility Rates*, Princeton University Press. <https://doi.org/10.1515/9781400867271-011>.
- Hachula, M., Rieth, M., Piffer, M. (2016). Unconventional Monetary Policy, Fiscal Side Effects and Euro Area (Im)balances. *DIW Berlin Discussion Paper*, No. 1596. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2815463>.
- Hall, R.E., Taylor, J.B. (2000). *Makroekonomia*. Warszawa: PWN.
- Hamulczuk, M., Gędek, S., Klimkowski, C., Stańsko, S. (2012). *Prognozowanie cen surowców rolnych na podstawie zależności przyczynowych*. Warszawa: Instytut Ekonomiki Rolnictwa i Gospodarki żywnościowej, Państwowy Instytut Badawczy. Pobrane 04.03.2020 z <https://depot.ceon.pl/bitstream/handle/123456789/3724/%2052.pdf?sequence=1&isAllowed=y>.
- Hayo, B. (2006). Is European Monetary Policy Appropriate for the EMU Member Countries?: A Counterfactual Analysis. *Marburg Working Paper*, 10–2006. <https://doi.org/10.2139/ssrn.916109>.
- Hein, E., Truger, A. (2014). Fiscal Policy and Rebalancing in the Euro Area: A Critique of the German Debt Brake from a PostKeynesian Perspective. *Panoeconomicus*, 61(1). <https://doi.org/10.2298/PAN1401021H>.
- Heller, J. (2009). Liberalizm i etatyzm w praktyce gospodarczej krajów Unii Europejskiej. *Studia Regionalne i Lokalne*, 3(37).
- Heller, J., Kotliński, K. (2012a). Finanse publiczne w krajach UE-15 a uczestnictwo w strefie euro. *Ekonomista*. 2.
- Heller, J., Kotliński, K. (2012b). Trwała destabilizacja finansów publicznych a stopa bezrobocia w wybranych krajach Unii Europejskiej. *Studia Europejskie*, 4.
- Hesse, H., (2008). Export Diversification and Economic Growth. *Commission on Growth and Development, Working Paper*, 21. Pobrane 11.08.2019 z <https://openknowledge.worldbank.org/handle/10986/28040>.
- Hettig, T., Müller, G.J. (2017). Fiscal policy coordination in currency unions at the effective lower bound. *Journal of International Economics*, 115. <https://doi.org/10.1016/j.jinteco.2018.08.009>.
- Hnatyszyn-Dzikowska, A. (2009). *Realizacja stabilizacyjnej funkcji państwa w warunkach europejskiej integracji gospodarczej*. Piła: Wyd. Państwowej Wyższej Szkoły Zawodowej w Pile.
- Hnatyszyn-Dzikowska, A., Zwierzchlewski, S. (2012). Stabilizacyjna funkcja państwa w warunkach międzynarodowej integracji gospodarczej — rys historyczny. *Ekonomia i prawo*, 8(1). <https://doi.org/10.12775/EiP.2012.004>.
- Hodrick, R., Prescott, E. (1997). Postwar U.S. Business Cycles: An Empirical Investigation. *Journal of Money, Credit and Banking*, 29(1). <https://doi.org/10.2307/2953682>.



- Holko, M. (2017). Polityka makroekonomiczna Unii Europejskiej w świetle teorii postkeynesowskiej. *Mysł ekonomiczna i polityczna*, 2(57). Pobrane 01.02.2020 z [https://mysl.lazarski.pl/fileadmin/user\\_upload/oficyna/Mysl\\_Ekonomiczna\\_i\\_Polityczna/Mysl\\_EiP\\_2-17\\_8Holko.pdf](https://mysl.lazarski.pl/fileadmin/user_upload/oficyna/Mysl_Ekonomiczna_i_Polityczna/Mysl_EiP_2-17_8Holko.pdf).
- Holston, K., Laubach, T., Williams, J.C. (2016). Measuring the Natural Rate of Interest: International Trends and Determinants. *Finance and Economics Discussion Series*, 073. <https://doi.org/10.17016/FEDS.2016.073>.
- Hübner, D. (1992). *Makroekonomiczna polityka stabilizacyjna*. Warszawa: Prace Instytutu Rozwoju i Studiów Strategicznych.
- Hübner, D., Lubiński, M., Małecki, W., Matkowski, Z. (1994). *Koniunktura gospodarcza*. Warszawa: PWE.
- Hughes Hallett, A., Piscitelli, L. (2002). Does trade integration cause convergence? *Economics Letters*, 75. [https://doi.org/10.1016/S0165-1765\(01\)00601-2](https://doi.org/10.1016/S0165-1765(01)00601-2).
- Imbs, J., Wacziarg, R. (2003). Stages of Diversification. *American Economic Review*, 93(1). <https://doi.org/10.1257/000282803321455160>.
- Ishiyama, Y. (1975). The Theory of Optimum Currency Areas: A Survey. *IMF Staff Papers*, 22. Pobrane 26.07.2019 z <https://link.springer.com/article/10.2307/3866482>.
- Issing, O. (2006). The ECB's Monetary Policy Strategy: why did we choose a two pillar approach? W: A. Beyer, L. Reichlin (red.). *The Role of Money — Money and Monetary Policy in the Twenty-First Century*. Fourth ECB Central Banking Conference, Frankfurt: European Central Bank. Pobrane 05.02.2020 z <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.111.5334&rep=rep1&type=pdf#page=262>.
- Iszkowski, K. (2012). Polityczne uwarunkowania Unii Gospodarczej i Walutowej. W: K. Opolski, J. Górski (red.). *Perspektywy integracji ekonomicznej i walutowej w gospodarce światowej. Dokąd zmierza strefa euro?* Warszawa: Wydział Nauk Ekonomicznych Uniwersytetu Warszawskiego, Narodowy Bank Polski.
- Jakimowicz, A. (2003). *Od Keynesa do teorii chaosu: ewolucja teorii wahań koniunkturalnych*. Warszawa: PWN.
- Janus, J. (2013). *Niekonwencjonalna polityka pieniężna głównych banków centralnych — diagnoza korzyści i zagrożeń*. Artykuł zaprezentowany na IX Kongresie Ekonomistów Polskich. Pobrane 11.04.2020 z <http://www.pte.pl/kongres/referaty/?dir=Janus+Jakub>.
- Jarmołowicz, W., Szarzec, K. (2015). *Koniunktura gospodarcza*. W: A.Z. Nowak, T. Zalega (red.). *Makroekonomia*. Warszawa: PWE.
- Jobst, A.A., Lin, H. (2016). Negative Interest Rate Policy (NIRP): Implications for monetary transmission and bank profitability in the Euro Area. *IMF Working Paper*, 16(172). <https://doi.org/10.5089/9781475524475.001>.
- Kabashi, R. (2016). The cyclical character of fiscal policy in transition countries. *National Bank of the Republic of Macedonia Working Paper*, 03. Pobrane 10.06.2020 z <https://www.econstor.eu/handle/10419/173718>.

- Kalemli-Ozcan, S., Sørensen, B., Yosha, O. (2001). Regional integration, industrial specialization and the asymmetry of shocks across regions. *Journal of International Economics*, 55, 107–137.
- Kasperowicz, R. (2009). Identyfikacja wahań koniunkturalnych gospodarki polskiej. W: S. Pangsy-Kania, G. Szczodrowski (red.). *Gospodarka polska po 20 latach transformacji: osiągnięcia, problemy, wyzwania*. Warszawa: Instytut Wiedzy i Innowacji.
- Kasperowicz, R. (2010). Wahania koniunkturalne przemysłu a zmiany cykliczne na poziomie działów PKD. *Equilibrium*, 1(4). <https://doi.org/10.12775/EQUIL.2010.005>.
- Kawalec, M. (2017). Wpływ kryzysu finansowego na możliwość wprowadzenia federalizmu fiskalnego w strefie euro. *Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie*, 9(969). <https://doi.org/10.15678/ZNUEK.2017.0969.0903>.
- Kawecka-Wyrzykowska, E. (2015). Propozycje budżetu strefy euro. *Unia Europejska.pl*, 1(230). Pobrane 17.03.2019 z <http://cejsh.icm.edu.pl/cejsh/element/bwmeta1.element.desklight-28f73018-d8a0-49f7-9fa1-6bab835d7c26>.
- Kennen, P. (1969). The Theory of Optimum Currency Areas: an Eclectic View. W: R. Mundell, A.K. Swoboda (red.). *Monetary Problems of the International Economy*. Chicago: University of Chicago Press.
- Keynes, J.M. (wyd. 2011). *Ogólna teoria zatrudnienia, procentu i pieniądza*. Warszawa: PWN.
- Kiedrowska, M., Marszałek, P. (2003). Polityka pieniężna i fiskalna w teoriach makroekonomicznych. *Ruch prawniczy, ekonomiczny i socjologiczny*, 1.
- Kinsky, F. (1999). *Federalizm. Model Ogólnoeuropejski*. Kraków: WAM.
- Klimczak, Ł. (2016). Handel wewnątrzgałęziowy państw Bałkanów zachodnich w relacjach wzajemnych oraz z Unią Europejską. *Unia Europejska.pl*, 2(237). Pobrane 04.11.2019 z <http://cejsh.icm.edu.pl/cejsh/element/bwmeta1.element.desklight-72deb827-5852-4787-8988-2126c221f0fc>.
- Kołodko, G. (1993). *Kwadratura pięciokąta. Od załamania gospodarczego do trwałego wzrostu*. Warszawa: Poltext.
- Kołodko, G. (2020). *Od ekonomicznej teorii do politycznej praktyki*. Warszawa: Poltext.
- Konopacki, S. (1998). Dylematy federalizmu europejskiego. *Studia Europejskie*, 4.
- Koronowski, A. (2008). Dywergencje koniunkturalne w unii monetarnej. *Ekonomista*, 1.
- Kot, A. (2003). Metody kwantyfikacji restrykcyjności monetarnej, fiskalnej oraz policy mix w krajach akcesyjnych. *Bank i Kredyt*, 6.
- Kotliński, K. (2012). Rola koncepcji integracji politycznej i gospodarczej w procesie integracji europejskiej. *Szkice Humanistyczne*, 28.
- Kotliński, K. (2013). Traktat o Stabilności, Koordynacji i Zarządzaniu jako narzędzie koordynacji polityki budżetowej w Unii Europejskiej. *Oeconomia Copernicana*, 42(2). <https://doi.org/10.12775/OeC.2013.010>.
- Kotliński, K. (2014). Nierównowagi makroekonomiczne w krajach Unii Europejskiej — ocena w świetle mechanizmu ostrzegawczego Alert Mechanism Report. W: K. Opolski, J. Górski (red.). *Perspektywy i wyzwania integracji europejskiej*. Warszawa: Wydział Nauk Ekonomicznych Uniwersytetu Warszawskiego, Narodowy Bank Polski.



- Kotliński, K., Warżała, R. (2013). Synchronizacja cykli koniunkturalnych jako kryterium członkostwa w strefie euro. *Ekonomia*, 34. Pobrane 21.04.2018 z <http://ekonomia.wne.uw.edu.pl/show/index/wydania/34/371>.
- Kotliński, K., Warżała, R. (2018). Fiscal policy and regional business cycles in Poland. *Olsztyn Economic Journal*, 13(1). <https://doi.org/10.31648/oej.24>.
- Kowalczyk, S., Sobiecki, R. (2019). Interwencjonizm w erze globalizacji. *Kwartalnik nauk o przedsiębiorstwie*, 51(2). <https://doi.org/10.5604/01.3001.0013.2847>.
- Kozłowska, J. (2015). Polityka Europejskiego Banku Centralnego w dobie kryzysu finansowego. *Zeszyty Naukowe Firma i Rynek*, 1(48). Pobrane 06.02.2020 z [https://www.zpsb.pl/wp-content/uploads/2016/01/justyna\\_kozłowska\\_fir\\_1-2015.pdf?x37301](https://www.zpsb.pl/wp-content/uploads/2016/01/justyna_kozłowska_fir_1-2015.pdf?x37301).
- Krajewski, P., Krajewska, A. (2018). Finanse publiczne. Polityka fiskalna. W: R. Milewski, E. Kwiatkowski (red.). *Podstawy ekonomii*. Warszawa: PWN.
- Krajewski, P., Piłat, K. (2012). Wpływ polityki fiskalnej na synchronizację cykli koniunkturalnych w Polsce i strefie euro. *Bank i Kredyt*, 43(3).
- Krajewski, P., Piłat, K., Mackiewicz, M. (2012). Ocena wpływu cykliczności polityki fiskalnej na synchronizację cyklu koniunkturalnego w Polsce i strefie euro. *Materiały i Studia NBP*, Zeszyt nr 266. Pobrane 20.04.2018 z [https://www.nbp.pl/publikacje/materiały\\_i\\_studia/ms266.pdf](https://www.nbp.pl/publikacje/materiały_i_studia/ms266.pdf).
- Krawczyk, K. (2013). O polityce fiskalnej i pieniężnej w warunkach pułapki płynności. *Ekonomista*, 4.
- Krugman, P. (1993). Lesson from Massachusetts for EMU. W: F. Torres, F. Giavazzi (red.). *Adjustment and Growth in the European Monetary Union*. Cambridge University Press. Pobrane 18.07.2019 z <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.394.9771&rep=rep1&type=pdf>.
- Krugman, P., Wells, R. (2012). *Makroekonomia*. Warszawa: PWN.
- Krzemiński, M. (2014). Rynek wewnętrzny Unii Europejskiej. W: E. Latoszek, A. Stępniaik (red.). *Podstawy wiedzy o Unii Europejskiej*. Sopot: Fundacja Rozwoju Uniwersytetu Gdańskiego.
- Kubin, T. (2007). *Polityczne implikacje wprowadzenia unii walutowej w Europie*. Katowice: Wyd. Uniwersytetu Śląskiego.
- Kucharski, L. (2012). Polityka pieniężna a bezrobocie równowagi w Polsce. *Folia Oeconomica, Acta Universitatis Lodzensis*, 268. Pobrane 28.10.2017 z <https://dSPACE.uni.lodz.pl/xmlui/handle/11089/1793>.
- Kufel, T. (2013). *Ekonometria. Rozwiązywanie problemów z wykorzystaniem programu GRET*. Warszawa: PWN.
- Kufel, T., Osińska, M., Błażejowski, M., Kufel, P. (2014). Analiza porównawcza wybranych filtrów w analizie synchronizacji cyklu koniunkturalnego. *Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu*, 328.
- Kwiatkowski, E. (2018). Model IS-LM. Podsumowanie polityki ekonomicznej. W: R. Milewski, E. Kwiatkowski (red.). *Podstawy ekonomii*. Warszawa: PWN.

- Larch, M., Turrini, A. (2009). The Cyclically Adjusted Budget Balance in EU Fiscal Policy-making. Love at First Sight Turned into a Mature Relationship. *Intereconomics: Review of European Economic Policy*, 45(1). <https://doi.org/10.1007/s10272-010-0324-9>.
- Latoszek, E. (2007). *Integracja europejska. Mechanizmy i wyzwania*. Warszawa: Książka i Wiedza.
- Leeper, E.M., Traum, N., Walker, T.B. (2015). Clearing up the fiscal multiplier morass. *NBER Working Paper*, 21433. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2637446>.
- Limański, A., Syrek, M. (2001). *Integracja ekonomiczna Polski z Unią Europejską*. Warszawa: Difin.
- Lopresto, M., Young, G. (2019). Measuring the Cycle and Structural Shocks. *The Economic and Social Review*, 50(1). Pobrane 16.05.2020 z <https://www.esr.ie/article/view/1120>.
- Lubiński, M. (2004). *Analiza koniunktury i badanie rynków*. Warszawa: Dom Wydawniczy Elipsa.
- Lubiński, M. (2017). Powojenna ewolucja polityki stabilizowania koniunktury. W: J. Stacewicz (red.). *Perspektywy polityki gospodarczej*. Warszawa: Oficyna Wydawnicza SGH.
- Luc, S. (2011). Koordynacja polityki w Unii Europejskiej w obliczu kryzysu ekonomicznego. *Prace i Materiały IRG SGH*, 85.
- Lutkowski, K. (2004). *Od złotego do euro; źródła obaw i nadziei*. Warszawa: Twigger.
- Łaski, K., Osiatyński, J. (2013). Konsolidacja finansów publicznych a kryzys strefy euro. *Ekonomista*, 1.
- Łuczyński, W. (2013). Wpływ filtracji realnych finansowych i koniunkturalnych szeregów czasowych na ich portrety fazowe. *Zeszyty Naukowe Wyższej Szkoły Bankowej we Wrocławiu*, 2(34). Pobrane 12.05.2018 z <https://www.infona.pl/resource/bwmeta1.element.desklight-866f5a0c-7596-4d19-84e3-03a8ef956929>.
- Magnifico, G. (1970). European Monetary Unification for balanced growth: a new approach. *Esseys in International Finance*, 88. Pobrane 04.08.2019 z <https://ies.princeton.edu/pdf/E88.pdf>.
- Mankiw, N.G. (1990). A quick refresher course in macroeconomics. *Journal of Economic Literature*, 28(4). Pobrane 09.03.2018 z <https://ideas.repec.org/a/aea/jelcit/v28y1990i4p1645-60.html>.
- Mankiw, N.G., Taylor, M.P. (2009). *Makroekonomia*. Warszawa: PWE.
- Marchewka-Bartkowiak, K. (2012). Nowe ponadnarodowe reguły budżetowe odpowiedzią na kryzys zadłużenia publicznego w strefie euro. *Studia Ekonomiczne*, 1.
- Markowski, Ł. (2018). Rola polityki fiskalnej w strefie euro — współczesne dylematy i kierunki integracji. *Studia Ekonomiczne*, 367.
- Markowski, Ł. (2019). Koordynacja polityki fiskalnej i monetarnej w strefie euro przed kryzysem i po kryzysie. *Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny*, 81(3). <https://doi.org/10.14746/rpeis.2019.81.3.10>.
- Marszałek, P. (2006). Trudności koordynacji polityki pieniężnej i polityki fiskalnej we współczesnej gospodarce. *Gospodarka Narodowa*, (210)9.

- Marszałek, P. (2009). *Koordinacja polityki pieniężnej i polityki fiskalnej jako przesłanka stabilności poziomu cen*. Warszawa: PWN.
- Marzinotto, B., Sapir, A., Wolff, G.B. (2011). What kind of fiscal union? *Bruegel Policy Brief*, 6. Pobrane 15.12.2019 z <http://aei.pitt.edu/33003>.
- McGrattan, E.R. (2006). *Real Business Cycles*. Federal Reserve Bank of Minneapolis, Research Department Staff Report. Pobrane 20.12.2017 z <https://core.ac.uk/reader/6717620>.
- McKinnon, R.I. (1963). Optimum Currency Areas. *The American Economic Review*, 53(4). Pobrane 02.08.2019 z <https://www.jstor.org/stable/1811021?seq=1>.
- Meisner, J. (2004). *Ekonomia II. Zagadnienia Makro- i Megaekonomiczne*. Katowice: Wydawnictwo Śląskiej Wyższej Szkoły Zarządzania im. Jerzego Ziętka w Katowicach.
- Michalczyk, W. (2012). Specyfika dywergencji stóp procentowych w Unii Europejskiej. *Folia Oeconomica, Acta Universitatis Lodzianensis*, 273. Pobrane 10.09.2018 z <https://dspace.uni.lodz.pl/xmlui/handle/11089/2115>.
- Michalczyk, W. (2014). Długoterminowa stopa procentowa jako wyznacznik konwergencji. Przypadek Polski. *International Business and Global Economy*, 33. <https://doi.org/10.4467/23539496IB.13.006.2391>.
- Michalski, D. (2015). Teoria optymalnych obszarów walutowych w procesie tworzenia strefy euro. *Unia Europejska.pl*, 2(231). Pobrane 17.04.2019 z <http://cejsh.icm.edu.pl/cejsh/element/bwmeta1.element.desklight-a30165ea-2162-4fb4-bf24-5e63f5288a7d>.
- Michalek, A. (2009). Znaczenie szacowania potencjalnego PKB w kontekście weryfikacji reguły Taylora. *Acta Universitatis Nicolai Copernici*, 39. [https://doi.org/10.12775/AUNC\\_ECON.2009.045](https://doi.org/10.12775/AUNC_ECON.2009.045).
- Michalek, A. (2012). Szacowanie naturalnej stopy procentowej dla Polski. *Acta Universitatis Nicolai Copernici*, 43(2). [https://doi.org/10.12775/AUNC\\_EKON.2012.012](https://doi.org/10.12775/AUNC_EKON.2012.012).
- Michalek, J.J. (2012). Zarys integracji gospodarczej i walutowej w Europie. W: P. Kowalewski, G. Tchorek, J. Górski (red.). *Mechanizmy funkcjonowania strefy euro*. Warszawa: NBP.
- Mill, J.S. (1848). O podstawach i granicach zasady *laissez-faire*, czyli nieinterweniowania. W: L. Balcerowicz (red.). (2012). *Odkrywając wolność. Przeciw zniewoleniu umysłów*. Poznań: Wyd. Zysk i S-ka.
- Mintz, I. (1969). *Dating Postwar Business Cycles: Methods and Their Application to Western Germany, 1950–67*. National Bureau of Economic Research, New York. Pobrane 15.11.2017 z <https://www.nber.org/books-and-chapters/dating-postwar-business-cycles-methods-and-their-application-western-germany-1950-67>.
- Mishkin, F.S. (1982). Does Anticipated Monetary Policy Matter? An Econometric Investigation? *The Journal of Political Economy*, 1. <https://doi.org/10.1086/261038>.
- Mishkin, F.S. (1996). The Channels of Monetary Transmission: Lessons For Monetary Policy. *NBER Working Paper*, 5464. Pobrane 20.10.2018 z [https://www.nber.org/system/files/working\\_papers/w5464/w5464.pdf](https://www.nber.org/system/files/working_papers/w5464/w5464.pdf).
- Misztal, P. (2011). Koncentracja towarowa eksportu a wzrost gospodarczy w krajach Unii Europejskiej. *Ekonomista*, 5.

- Mittnik, S., Semmler, W. (2012). Regime Dependence of the Fiscal Multiplier. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 83(3). <https://doi.org/10.1016/j.jebo.2012.02.005>.
- Mojon, B., Peersman, G. (2001). A VAR Description of the Effects of Monetary Policy in the Individual Countries of the Euro Area. *ECB Working Paper*, 92. Pobrane 08.04.2018 z [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=303801](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=303801).
- Molle, W. (2000). *Ekonomika integracji europejskiej. Teoria, praktyka, polityka*. Gdańsk: Fundacja Gospodarcza.
- Monacelli, T. (2016). Asymmetries and Eurozone policymaking. W: R. Baldwin, F. Giavazzi (red.). *How to fix Europe's monetary union. Views of leading economists*. London: CEPR Press. Pobrane 05.02.2018 z [https://www.wiwi.uni-wuerzburg.de/fileadmin/12010030/2018/Rebooting\\_Europes\\_Monetary\\_Policy.pdf#page=120](https://www.wiwi.uni-wuerzburg.de/fileadmin/12010030/2018/Rebooting_Europes_Monetary_Policy.pdf#page=120).
- Mongelli, F.P. (2002). New views on the optimum currency area theory: what is EMU telling us? *ECB Working Paper*, 138. Pobrane 24.06.2019 z [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=357400](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=357400).
- Mongelli, F.P. (2008). European Economic and Monetary Integration and the Optimum Currency Area Theory. *European Economy — Economic Papers*, 302. Pobrane 26.06.2019 z <https://ideas.repec.org/p/euf/ecopap/0302.html>.
- Mountford, A., Uhlig, H. (2008). What are the Effects of Fiscal Policy Shocks? *Journal of Applied Econometrics*, 24(6). <https://doi.org/10.1002/jae.1079>.
- Mourre, G., Astarita, C., Princen, S. (2014). Adjusting the budget balance for the business cycle: The EU methodology. *European Commission Economic Papers*, 536. Pobrane 15.02.2020 z [https://ec.europa.eu/economy\\_finance/publications/economic\\_paper/2014/ecp536\\_en.htm](https://ec.europa.eu/economy_finance/publications/economic_paper/2014/ecp536_en.htm).
- Mourre, G., Isbasoiu, G.-M., Paternoster, D., Salto, M. (2013). The cyclically-adjusted budget balance used in the EU fiscal framework: an update. *European Commission Economic Papers*, 478. Pobrane 21.02.2020 z [https://ec.europa.eu/economy\\_finance/publications/economic\\_paper/2013/ecp478\\_en.htm](https://ec.europa.eu/economy_finance/publications/economic_paper/2013/ecp478_en.htm).
- Moździerz, A. (2015). Wpływ modyfikacji metody pomiaru CAB na cykliczny komponent dochodów budżetowych na przykładzie państw Grupy Wyszehradzkiej. *Kwartalnik Kolegium Ekonomiczno-Społeczne. Studia i Prace*, 3(4). <https://doi.org/10.33119/KKESiP.2015.4.3.4>.
- Moździerz, A. (2018a). Concepts of fiscal consolidation. W: S. Owsiak (red.). *Public finances and the new economic governance in the European Union*. Warszawa: PWN.
- Moździerz, A. (2018b). Fiscal supervision as an element of new economic governance in the European Union. W: S. Owsiak (red.). *Public finances and the new economic governance in the European Union*. Warszawa: PWN.
- Moździerz, A., Owsiak, S. (2018). Ewaluacja polityki fiskalnej w krajach PIGS w warunkach wzmocnionego nadzoru fiskalnego Unii Europejskiej. *Studia Ekonomiczne*, 358.
- Mucha, M. (2012). Mechanizm dywergencji gospodarczej w strefie euro. *Ekonomista*, 4.
- Mucha-Leszko, B. (2007). *Strefa Euro. Wprowadzenie. Funkcjonowanie Międzynarodowa rola euro*. Lublin: Wyd. Uniwersytetu Marii Curie-Skłodowskiej.

- Mundell, R. (1961). A Theory of Optimum Currency Areas. *The American Economic Review*, 51(4). Pobrane 14.06.2019 z <https://www.jstor.org/stable/1812792?seq=1>.
- Murdzek, P. (2009). Polityka monetarna a cykl koniunkturalny. W: M. Noga, M.K. Stawicka (red.). *Ponadnarodowa i narodowa polityka monetarna na świecie*. Warszawa: CeDeWu.
- Musgrave, R.A. (1959). *Theory of public finance; a study in public economy*. New York: McGraw.
- Neves, P.D., Sarmiento, L.M. (2001). The use od cyclically adjusted balances at Banco Portugal. *Banco de Portugal Economic Bulletin*, September. Pobrane 10.06.2020 z <https://core.ac.uk/download/pdf/6363317.pdf>.
- Nitsch, V. (2004). Have a break, have a ... national currency: When do monetary unions fall apart? *CESifo WP*, 1113. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.496002>.
- Nordhaus, W.D. (1975). The Political Business Cycle. *Review of Economic Studies*, 42(2). <https://doi.org/10.2307/2296528>.
- Olejniczak, J. (2017). Polityka fiskalna państwa i samorządów terytorialnych. W: M. Noga (red.). *Makroekonomia ze szczególnym uwzględnieniem polityki pieniężnej*. Warszawa: CeDeWu.
- Oręziak, L. (2004). Doświadczenia krajów strefy euro w zwalczaniu deficytów budżetowych. *Bank i Kredyt*, 8.
- Orphanides, A. (2017). The Fiscal-Monetary Policy Mix in the Euro Area: Challenges at the Zero Lower Bound. *European Commission Discussion Paper*, 60. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2965805>.
- Osińska, M., Stempińska, J. (2007a). Modele wektorowej autoregresji. W: M. Osińska (red.). *Ekonometria współczesna*. Toruń: Dom Organizatora.
- Osińska, M., Stempińska, J. (2007b). Modele podstawowe szeregów czasowych. W: M. Osińska (red.). *Ekonometria współczesna*. Toruń: Dom Organizatora.
- Owsiak, S. (2002). *Finanse publiczne. Teoria i praktyka*. Warszawa: PWN.
- Owsiak, S. (2012). O instytucjonalnych przesłankach trudności w koordynacji polityki monetarnej z polityką fiskalną. *Zeszyty Naukowe, Polskie Towarzystwo ekonomiczne*, 12. Pobrane 06.03.2018 z <http://bazekon.icm.edu.pl/bazekon/element/bwmeta1.element.ekon-element-000171213991>.
- Owsiak, S. (red.). (2018). *Public finances and the new economic governance in the European Union*. Warszawa: PWN.
- Paloviita, M., Ikonen, P. (2016). How to explain errors in budget balance forecasts in euro area countries? Empirical evidence based on real-time data. *Bank of Finland Research, Discussion Paper*, 17. Pobrane 29.05.2020 z [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2798049](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2798049).
- Papageorgiou, T., Michaelides, P. G., Milios, J. G. (2010). Business cycles synchronization and clustering in Europe. *Journal of Economics and Business*, 62. <https://doi.org/10.1016/j.jeconbus.2010.05.004>.

- Parkyn, O. (2010). Estimating New Zealand's Structural Budget Balance. *New Zealand Treasury Working Paper*, 10/08. Pobrane 17.04.2020 z <https://www.econstor.eu/handle/10419/205611>.
- Pawęta, B. (2018). Cykl koniunkturalny gospodarki Polski w latach 1996–2017. *Finanse i prawo finansowe*, 2(18). Pobrane 22.05.2018 z <https://dspace.uni.lodz.pl/handle/11089/26170>.
- Peersman, G., Smets, F. (2003). The Monetary Transmission Mechanism in the Euro Area: Evidence from VAR Analysis. W: I. Angeloni, A.K. Kashyap, B. Mojon (red.). *Monetary Policy Transmission in the Euro Area*. Cambridge University Press. <https://doi.org/10.1017/CBO9780511492372.005>.
- Pekanov, A. (2018). The New View on Fiscal Policy and its Implications for the European Monetary Union. *WIFO Working Papers*, 562. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3173644>.
- Pietrucha, J. (2015a). Konwergencja nominalna a nierównowagi makroekonomiczne w strefie euro. *Studia Ekonomiczne*, 218.
- Pietrucha, J. (2015b). Różnice w wysokości stóp procentowych a nierównowagi makroekonomiczne w strefie euro. *Studia i prace Wydziału Nauk Ekonomicznych i Zarządzania*, 40. <https://doi.org/10.18276/sip.2015.40/1-18>.
- Piłat, K. (2012). Europejska unia walutowa a teoria optymalnych obszarów walutowych. W: P. Krajewski (red.). *Gospodarka Polski w perspektywie wstąpienia do strefy euro. Ujęcie ilościowe*. Warszawa: PWE.
- Piłat, K. (2017). Synchronizacja wahań koniunkturalnych krajów Europy Środkowo-Wschodniej ze strefą euro. *Folia Oeconomica, Acta Universitatis Lodzianensis*, 328. <https://doi.org/10.18778/0208-6018.328.13>.
- Pisani-Ferry, J., Vihriala, E., Wolff, G.B. (2013). Options for a Euro-fiscal Capacity. *Bruegel Policy Contribution*, 1. Pobrane 22.10.2018 z <http://aei.pitt.edu/39060/>.
- Pissarides, Ch. (2016). Rebooting Europe: Closer Fiscal Cooperation Needed. W: R. Baldwin, F. Giavazzi (red.). *How to fix Europe's monetary union. Views of leading economists*. London: CEPR Press. Pobrane 05.02.2018 z [https://www.wiwi.uni-wuerzburg.de/fileadmin/12010030/2018/Rebooting\\_Europes\\_Monetary\\_Policy.pdf#page=120](https://www.wiwi.uni-wuerzburg.de/fileadmin/12010030/2018/Rebooting_Europes_Monetary_Policy.pdf#page=120).
- Polański, Z. (2014). Polityka pieniężna i rynki finansowe. W: P. Albiński (red.). *Kryzys a polityka stabilizacyjna w Unii Europejskiej*. Warszawa: Oficyna Wydawnicza SGH.
- Polszakiewicz, B. (2004). Wzrost i cykl koniunkturalny w teorii ekonomii. W: M. Haffer, W. Karaszewski (red.). *Czynniki wzrostu gospodarczego*. Toruń: Wyd. UMK.
- Postuła, M. (2018). Skuteczność wybranych narzędzi oddziaływania na politykę fiskalną w krajach Unii Europejskiej. *Studia Ekonomiczne*, 358.
- Potocka, M. (2017). Problem deficit bias a skuteczność unijnych reguł fiskalnych. *Ekonomia Międzynarodowa*, 18. <https://doi.org/10.18778/2082-4440.18.03>.
- Pronobis, M. (2013). Czy Europejski Bank Centralny uratuje strefę euro? *Analiza Natolin*, 9(68). Pobrane 18.03.2018 z <https://www.natolin.edu.pl/publikacje/analizy-natolinskie>.



- Pronobis, M. (2017). Płynny kurs walutowy jako automatyczny stabilizator koniunktury na przykładzie polskiej gospodarki. *Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu*, 489.
- Próchnicki, L. (2008). *Makroekonomia. Zrozumieć gospodarkę*. Szczecin: Zachodniopomorska Szkoła Biznesu.
- Przesławska, G. (2015). O renesansie keynesizmu w okresie współczesnego kryzysu gospodarczego. *Studia Ekonomiczne*, 210.
- Przybylska-Kapuścińska, W. (2017). Mechanizm transmisji monetarnej. W: W. Przybylska-Kapuścińska, M. Szyszko (red.). *Współczesna polityka pieniężna. Perspektywa XXI wieku*. Warszawa: Difin.
- Przybylska-Kapuścińska, W., Szyszko, M. (2017). Istota i cele polityki pieniężnej w świetle ewolucji teorii ekonomii. W: W. Przybylska-Kapuścińska, M. Szyszko (red.). *Współczesna polityka pieniężna. Perspektywa XXI wieku*. Warszawa: Difin.
- Puhani, P.A. (1999). Labor Mobility — An Adjustment Mechanism in Euroland? *ZEW Discussion Paper*.
- Puzio-Waławik, B. (2007). Przeobrażenia trójsektorowej struktury zatrudnienia w Polsce na tle doświadczeń krajów Unii Europejskiej. W: D. Kopycińska (red.). *Wykorzystanie zasobów pracy we współczesnej gospodarce*. Szczecin: Wyd. Uniwersytetu Szczecińskiego.
- Pyka, I. (2014). Konsekwencje implementacji programów luzowania ilościowego w strefie euro. *Problemy Zarządzania*, 12(4). <https://doi.org/10.7172/1644-9584.48.1>.
- Ravn, M.O., Uhlig, H. (2001). On adjusting the HP-filter for the frequency of observation. *London Business School Economics Discussion Paper*, DP 2001/1. <https://doi.org/10.2139/ssrn.289197>.
- Reichenbachs, T. (2013). Analysis of the ECB Monetary Policy Match for the needs of the Euro Area Countries' Needs. *Ekonomika*, 92(3). <https://doi.org/10.15388/Ekon.2013.0.1624>.
- Rogoff, K. (2017). Dealing with Monetary Paralysis at the Zero Bound. *Journal of Economic Perspectives*, 31(3). <https://doi.org/10.1257/jep.31.3.47>.
- Rogut, A. (2012). Koszty i zagrożenia związane z wejściem Polski do strefy euro. W: P. Kowalewski, G. Tchorek, J. Górski (red.). *Mechanizmy funkcjonowania strefy euro*. Warszawa: NBP.
- Rosati, D. (2010). Kierunki zmian w systemie zarządzania fiskalnego strefą euro. *Ekonomista*, 5.
- Rosiek, J. (2011). Polityka monetarna w dobie kryzysu gospodarczego. W: Z. Dach (red.). *Polityka makroekonomiczna w warunkach kryzysu i jej wpływ na gospodarkę*. Warszawa: Wolters Kluwer Polska.
- Rószkiewicz, M. (2002). *Metody ilościowe w badaniach marketingowych*. Warszawa: PWN.
- Rzońca, A. (2008). Paralizujący deficyt. *Zeszyty FOR*, 1. Pobrane 28.06.2018 z [https://for.org.pl/upload/File/zeszyty/Zeszyt\\_Paralizujacy\\_deficyt\\_Rzonca.pdf](https://for.org.pl/upload/File/zeszyty/Zeszyt_Paralizujacy_deficyt_Rzonca.pdf).
- Rzońca, A. (2009). Deficyt budżetu a wzrost gospodarki, czyli dlaczego deficyt może być intrygujący? W: J. Czech-Rogosz, J. Pietrucha, R. Żelazny (red.). *Koniunktura gospodarcza*. Warszawa: C.H. Beck.

- Rzońca, A. (2014). *Kryzys banków centralnych — skutki stopy procentowej bliskiej zera*. Warszawa: C.H. Beck.
- Salamaga, M. (2017a). Identyfikacja wzorców konsolidacji fiskalnej na przykładzie krajów Unii Europejskiej. *Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie*, 11(971). <https://doi.org/10.15678/ZNUEK.2017.0971.1102>.
- Salamaga, M. (2017b). Ocena podobieństwa struktury towarowej handlu zagranicznego w krajach Unii Europejskiej. *Wiadomości statystyczne*, 11(678), 5–16. <https://doi.org/10.5604/01.3001.0014.1059>.
- Salamaga, M. (2017c). Podobieństwo struktury przestrzennej eksportu w krajach Unii Europejskiej. *Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie*, 12(972). <https://doi.org/10.15678/ZNUEK.2017.0972.1207>.
- Salamaga, M. (2018). Testing the dynamic relationships between the public financial sector deficit and the macroeconomic variables in selected EU countries. W: S. Owsiak (red.). *Public finances and the new economic governance in the European Union*. Warszawa: PWN.
- Samuelson, P.A., Nordhaus, W.D. (2007). *Ekonomia*, tom 2. Warszawa: PWN.
- Sepkowska, Z. (2013). *Podstawy mikro- i makroekonomii*. Warszawa: Difin.
- Sims, C.A. (1980). Macroeconomics and Reality. *Econometrica*, 48(1). <https://doi.org/10.2307/1912017>.
- Skawińska, E. (2015). Tradycyjna struktura gospodarcza Polski — pułapką dla konwergencji w okresie kryzysu finansowo-gospodarczego. *Zeszyty Naukowe Polskiego Towarzystwa Ekonomicznego w Zielonej Górze*, 2. Pobrane 02.12.2019 z <http://journal.ptezg.pl/pl/zeszyty-naukowe/zeszyt-2/artukul-2.html>.
- Skiba, L. (2012). Budżet Unii Europejskiej. W: P. Kowalewski, G. Tchorek, J. Górski (red.). *Mechanizmy funkcjonowania strefy euro*. Warszawa: NBP.
- Skibińska-Fabrowska, I. (2017). Niestandardowe instrumenty polityki pieniężnej — doświadczenia Narodowego Banku Węgier. *Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska, Oeconomia*, 51(6). Pobrane 25.09.2018 z <https://journals.umcs.pl/h/article/view/5310>.
- Skidelsky, R. (2012). *Keynes. Powrót mistrza*. Warszawa: Krytyka Polityczna.
- Skórska, A. (2013). Konwergencja czy dywergencja struktur zatrudnienia w Polsce i UE-15? *Studia Ekonomiczne*, 160.
- Skrzypczyńska, J. (2012). Koordynacja polityki fiskalnej i pieniężnej strefy euro w obliczu kryzysu finansowego. *Rocznik Integracji Europejskiej*, 6. <https://doi.org/10.14746/rie.2012.6.19>.
- Skrzypczyński, P. (2008). Wahania aktywności gospodarczej w Polsce i strefie euro. *Materiały i Studia NBP*, Zeszyt nr 227. Pobrane 14.06.2018 z [https://www.nbp.pl/badania/seminaria\\_bise/Skrzypczynski\\_koncowe.pdf](https://www.nbp.pl/badania/seminaria_bise/Skrzypczynski_koncowe.pdf).
- Słoman, J. (2001). *Podstawy ekonomii*. Warszawa: PWE.
- Sławiński, A. (2008). Znaczenie czynników ryzyka towarzyszących wchodzeniu Polski do ERM2 i do strefy euro. *Ekonomista*, 1.
- Smith, A. (wyd. 2007). *Badania nad naturą i przyczynami bogactwa narodów*. Warszawa: PWN.



- Snowdon, B., Vane, H., Wynarczyk, P. (1998). *Współczesne nurty teorii makroekonomii*. Warszawa: PWN.
- Sobiech-Grabka, K.G. (2010). Nierównowaga we współczesnej gospodarce. W: E. Skawińska, K.G. Sobiech-Grabka, K.A. Nawrot, M. Szczepański (red.). *Makroekonomia. Teoretyczne i praktyczne aspekty gospodarki rynkowej*. Warszawa: PWE.
- Socol, A.-G., Chiriacescu, B. (2008). The Estimation of the Structural Budgetary Deficit for Romania in the Context of Accession to the Euro Zone. *Theoretical and Applied Economics*, 3(520). Pobrane 19.03.2020 z <http://www.store.ectap.ro/articole/290.pdf>.
- Sørensen, B., Wu, L., Yosha, O. (2001). Output Fluctuations and Fiscal Policy: U.S. State and Local Governments 1978–1994. *European Economic Review*, 45. [https://doi.org/10.1016/S0014-2921\(00\)00104-5](https://doi.org/10.1016/S0014-2921(00)00104-5).
- Stachowiak, Z., Stachowiak, B. (2015). *Ekonomia gospodarki rynkowej. Ujęcie instytucjonalne*. Warszawa: Akademia Obrony Narodowej.
- Stępnia-Kucharska, A. (2014). Wpływ integracji europejskiej na kształtowanie się wolności gospodarczej. W: K. Opolski, J. Górski (red.). *Perspektywy i wyzwania integracji europejskiej*. Warszawa: Wydział Nauk Ekonomicznych Uniwersytetu Warszawskiego, Narodowy Bank Polski.
- Stiglitz, J.E. (2004). *Ekonomia sektora publicznego*. Warszawa: PWN.
- Summers, L.H. (1997). Some skeptical observations on real business cycle theory. W: B. Snowdon, H. Vane (red.). *A macroeconomics reader*. London: Routledge. <https://doi.org/10.4324/9780203443965.ch16>.
- Synowiec, J. (2016a). Geneza i przebieg procesu integracji w Europie. W: K. Opolski, J. Górski (red.). *Wyzwania integracji gospodarczej w Unii Europejskiej*. Warszawa: Wydział Nauk Ekonomicznych Uniwersytetu Warszawskiego, Narodowy Bank Polski.
- Synowiec, J. (2016b). Teoretyczne podstawy procesu integracji europejskiej. W: K. Opolski, J. Górski (red.). *Wyzwania integracji gospodarczej w Unii Europejskiej*. Warszawa: Wydział Nauk Ekonomicznych Uniwersytetu Warszawskiego, Narodowy Bank Polski.
- Szopa, B. (2004). Polityka fiskalna. W: Z. Dach, B. Szopa (red.). *Podstawy makroekonomii*. Kraków: PTE.
- Szpak, J. (1997). *Historia gospodarcza powszechna*. Warszawa: PWE.
- Szydło, S. (2013). *Problemy stabilizacji polskiej gospodarki w okresie rynkowych reform*. Kraków: AGH.
- Szymańska, A. (2014a). Pozycja polityki fiskalnej w wybranych krajach Unii Europejskiej w okresie spowolnienia gospodarczego. *Studia Oeconomica Posnaniensia*, 2(6).
- Szymańska, A. (2014b). Efekty polityki fiskalnej w warunkach niskich stóp procentowych — przegląd literatury. *Studia Prawno-Ekonomiczne*, t. XCIII.
- Śledziwska, K., Czarny, E. (2015). Unia monetarna a intensywność wymiany towarowej — studium przypadku strefy euro. *Folia Oeconomica, Acta Universitatis Lodziensis*, 316. <https://doi.org/10.18778/0208-6018.316.08>.
- Święcicki, I., Michałek, J.J. (2014). Przyczyny trudności koordynacji polityki fiskalnej i pieniężnej w Unii Gospodarczej i Walutowej. *Ekonomia*, 39.

- Tabellini, G. (2016). Building Common Fiscal Policy in the Eurozone. W: R. Baldwin, F. Giavazzi (red.). *How to fix Europe's monetary union. Views of leading economists*. London: CEPR Press. Pobrane 05.02.2018 z [https://www.wiwi.uni-wuerzburg.de/fileadmin/12010030/2018/Rebooting\\_Europes\\_Monetary\\_Policy.pdf#page=120](https://www.wiwi.uni-wuerzburg.de/fileadmin/12010030/2018/Rebooting_Europes_Monetary_Policy.pdf#page=120).
- Talar, S. (2012). Wewnętrzna wymiana handlowa Polski w warunkach integracji. *Studia Ekonomiczne*, 123.
- Tavlas, G.S. (1994). The Theory of Monetary Integration. *Open Economies Review*, 5(2). <https://doi.org/10.1007/BF01000489>.
- Taylor, J. (1993). Discretion versus policy rules in practice. *Carnegie Rochester Conference Series on Public Policy*, 39. [https://doi.org/10.1016/0167-2231\(93\)90009-L](https://doi.org/10.1016/0167-2231(93)90009-L).
- Tchorek, G. (2012). Teoretyczne podstawy integracji walutowej. W: P. Kowalewski, G. Tchorek, J. Górski (red.). *Mechanizmy funkcjonowania strefy euro*. Warszawa: NBP.
- Tobin, J. (1993). Price Flexibility and Output Stability: An Old Keynesian View. *Journal of Economic Perspectives*, 7(1). <https://doi.org/10.1257/jep.7.1.45>.
- Ubide, A. (2015). Stability Bonds for the Euro Area. *Peterson International Institute for International Economics, Policy Brief*, 15–19. Pobrane 13.03.2018 z <https://www.piie.com/sites/default/files/publications/pb/pb15-19.pdf>.
- Urbanowicz, Z. (2014). Wpływ polityki pieniężnej Europejskiego Banku Centralnego na stabilność sfery realnej w strefie euro. *Studia i Prace WNEIZ US*, 35.
- Urbanowicz, Z. (2015). Nieadekwatność polityki pieniężnej Europejskiego Banku Centralnego w procesie stabilizacji makroekonomicznej w strefie euro. *Gospodarka Narodowa*, (278)4.
- Valiante D. (2011). The Eurozone Debt Crisis: From its Origins to a Way Forward. *CEPS Policy Brief*, 251. <https://doi.org/10.2139/ssrn.1928697>.
- Van Poeck, A. (2010). One Money and Sixteen Needs: Has the ECB's Monetary Policy Become More Balanced Towards the Needs of the Member States? *De Economist*, 158(1). <https://doi.org/10.1007/s10645-010-9135-4>.
- von Mises, L. (1927). Liberalizm w tradycji klasycznej. W: L. Balcerowicz (red.). (2012). *Odrywając wolność. Przeciw zniewoleniu umysłów*. Poznań: Wyd. Zysk i S-ka.
- Waćko-Jasińska, K. (2014). Unia fiskalna. W: P. Albiński (red.). *Kryzys a polityka stabilizacyjna w Unii Europejskiej*. Warszawa: Oficyna Wydawnicza SGH.
- Walesiak M. (2014). Przegląd formuł normalizacji wartości zmiennych oraz ich własności w statystycznej analizie wielowymiarowej. *Przegląd statystyczny*, 61(4).
- Walters, A.A. (1990). *Sterling in Danger: The Economic Consequences of Pegged Exchange Rates*. London: Fontana/Collins, in association with the Institute of Economic Affairs.
- Warzecha, K., Wójcik, A. (2014). Zastosowanie modeli wektorowo-autregresyjnych do prognozowania wybranych rachunków narodowych. *Studia Ekonomiczne*, 203.
- Warżała, R. (2011). Analiza koniunktury gospodarczej w ujęciu regionalnym. *Studia Regionalne i Lokalne*, 3(45).

- Warzała, R. (2013). Badanie koniunktury w ujęciu regionalnym na przykładzie Warmii i Mazur. *Prace i Materiały IRG SGH*, 91. Pobrane 14.03.2018 z <http://cejsh.icm.edu.pl/cejsh/element/bwmeta1.element.desklight-713c8895-9f58-42a1-8e12-d35423cfe208>.
- Warzała, R. (2016). *Cykle koniunkturalne w polskich regionach. Studium teoretyczno-empiryczne*. Olsztyn: Wyd. UWM.
- Waszkowski, A. (2012). Mechanizm transmisji impulsów polityki monetarnej dla polskiej gospodarki. *Oeconomia Copernicana*, 3(3). <https://doi.org/10.12775/OeC.2012.013>.
- Wernik, A. (1998). Deficyt budżetowy. Mity i rzeczywistość. W: A. Wernik (red.). *Polityka finansowa, budżet, stopa procentowa, ubezpieczenia*. Warszawa: Instytut Finansów.
- Wielki słownik języka polskiego*. (2018). Warszawa: PWN.
- Williams, W.E. (1996). Argumenty za wolnym rynkiem. W: L. Balcerowicz (red.). (2012). *Odkrywając wolność. Przeciw zniewoleniu umysłów*. Poznań: Wyd. Zysk i S-ka.
- Winiarski, B. (red.). (2006). *Polityka gospodarcza*. Warszawa: PWN.
- Wiśniewski, M., Skopowski, M. (2014). *Instrumenty współczesnej polityki pieniężnej*. Poznań: Wyd. Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu.
- Wojtyna, A. (1992). Rola państwa we współczesnej ekonomii. *Ekonomista*, 3.
- Wojtyna, A. (2003). Polityka makroekonomiczna w cyklu koniunkturalnym — nowe nurty w teorii. *Gospodarka Narodowa*, 184(5–6).
- Wojtyna, A. (2008). Polityka pieniężna w strefie euro: dawne obawy, nowe wyzwania. *Gospodarka Narodowa*, 228(11–12). <https://doi.org/10.33119/GN/101289>.
- Woodford, M. (2000). Revolution and Evolution in Twentieth-Century Macroeconomics. W: P. Gifford (red.). *Frontiers of the Mind in the Twenty-First Century*. Harvard University Press. Pobrane 10.12.2017 z <http://ru.economia.unam.mx/87>.
- Wośko, Z. (2007). Sektor usług a wahania koniunktury. Przypadek gospodarki Polski. *Folia Oeconomica, Acta Universitatis Lodzianensis*, 209. Pobrane 15.01.2021 z <https://dspace.uni.lodz.pl/xmlui/handle/11089/16740>.
- Wójcik, A. (2014). Modele wektorowo-autoregresyjne jako odpowiedź na krytykę strukturalnych wielorównaniowych modeli ekonometrycznych. *Studia Ekonomiczne*, 193.
- Zawojcka, A, Pisa, M. (2007). Polityka fiskalna jako stabilizator koniunktury gospodarczej w teorii realnego cyklu koniunkturalnego oraz praktyce krajów OECD w latach 1970–2005. *Zeszyty Naukowe SGGW w Warszawie. Ekonomia i organizacja gospodarki żywnościowej*, 63. Pobrane 20.11.2017 z [http://sj.wne.sggw.pl/pdf/EIOGZ\\_2007\\_n63\\_s5.pdf](http://sj.wne.sggw.pl/pdf/EIOGZ_2007_n63_s5.pdf).
- Zielińska-Głębocka, A. (1999). Dynamika Unii Europejskiej w świetle teorii integracji. *Studia Europejskie*, 3. Pobrane 26.11.2018 z [https://www.ce.uw.edu.pl/pliki/pw/3-1999\\_Zielinska-Glebocka.pdf](https://www.ce.uw.edu.pl/pliki/pw/3-1999_Zielinska-Glebocka.pdf).
- Ziomba, M. (2012). Kryzys w strefie euro — geneza zjawiska. *Zarządzanie i Finanse*, 4/12. Pobrane 23.06.2019 z [http://jmf.wzr.pl/pim/2012\\_4\\_2\\_31.pdf](http://jmf.wzr.pl/pim/2012_4_2_31.pdf).
- Żywiecka, H. (2017). Standardowe narzędzia banku centralnego. W: W. Przybylska-Kapucińska, M. Szyszko (red.). *Współczesna polityka pieniężna. Perspektywa XXI wieku*. Warszawa: Difin.

## Raporty i akty prawne

- Dyrektywa Rady 2011/85/UE z dnia 8 listopada 2011 r. w sprawie wymogów dla ram budżetowych państw członkowskich (Dziennik Urzędowy Unii Europejskiej, L 306/41).
- EBC. (2014). *Raport roczny 2013*. Pobrane 10.01.2020 z <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2013pl.pdf>.
- EBC. (2015). *Raport roczny 2014*. Pobrane 10.01.2020 z <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2014pl.pdf>.
- EBC. (2016). *Raport roczny 2015*. Pobrane 10.01.2020 z <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2015pl.pdf>.
- European Commission. (2016). *Fiscal Sustainability Report 2015*. Pobrane 02.11.2020 z [https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/file\\_import/ip018\\_en\\_2.pdf](https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/file_import/ip018_en_2.pdf).
- European Commission. (1998). *European Economic Forecast. Autumn 1998*. Pobrane 20.04.2020 z [https://ec.europa.eu/archives/economy\\_finance/publications/archives/pdf/publication2926\\_en.pdf](https://ec.europa.eu/archives/economy_finance/publications/archives/pdf/publication2926_en.pdf).
- European Commission. (2000). *European Economic Forecast. Autumn 2000*. Pobrane 20.04.2020 z [https://ec.europa.eu/archives/economy\\_finance/publications/archives/pdf/publication2926\\_en.pdf](https://ec.europa.eu/archives/economy_finance/publications/archives/pdf/publication2926_en.pdf).
- European Commission. (2001). *European Economic Forecast. Autumn 2001*. Pobrane 20.04.2020 z [https://ec.europa.eu/archives/economy\\_finance/publications/archives/pdf/publication2430\\_en.pdf](https://ec.europa.eu/archives/economy_finance/publications/archives/pdf/publication2430_en.pdf).
- European Commission. (2002). *European Economic Forecast. Autumn 2002*. Pobrane 20.04.2020 z [https://ec.europa.eu/economy\\_finance/publications/pages/publication7648\\_en.pdf](https://ec.europa.eu/economy_finance/publications/pages/publication7648_en.pdf).
- European Commission. (2002). *Statistical Annex to European Economy. Autumn 2002*. Pobrane 20.04.2020 z [https://ec.europa.eu/economy\\_finance/publications/pages/publication7648\\_en.pdf](https://ec.europa.eu/economy_finance/publications/pages/publication7648_en.pdf).
- European Commission. (2003). *European Economic Forecast. Autumn 2003*. Pobrane 20.04.2020 z [https://ec.europa.eu/economy\\_finance/publications/pages/publication7690\\_en.pdf](https://ec.europa.eu/economy_finance/publications/pages/publication7690_en.pdf).
- European Commission. (2003). *Statistical Annex to European Economy. Autumn 2003*. Pobrane 20.04.2020 z [https://ec.europa.eu/economy\\_finance/publications/pages/publication7704\\_en.pdf](https://ec.europa.eu/economy_finance/publications/pages/publication7704_en.pdf).
- European Commission. (2004). *European Economic Forecast. Autumn 2004*. Pobrane 20.04.2020 z [https://ec.europa.eu/economy\\_finance/publications/pages/publication481\\_en.pdf](https://ec.europa.eu/economy_finance/publications/pages/publication481_en.pdf).
- European Commission. (2004). *Statistical Annex to European Economy. Autumn 2004*. Pobrane 20.04.2020 z [https://ec.europa.eu/economy\\_finance/publications/pages/publication7806\\_en.pdf](https://ec.europa.eu/economy_finance/publications/pages/publication7806_en.pdf).

- European Commission. (2005). *European Economic Forecast. Autumn 2005*. Pobrane 20.04.2020 z [https://ec.europa.eu/economy\\_finance/publications/pages/publication435\\_en.pdf](https://ec.europa.eu/economy_finance/publications/pages/publication435_en.pdf).
- European Commission. (2005). *Statistical Annex to European Economy. Autumn 2005*. Pobrane 20.04.2020 z [https://ec.europa.eu/economy\\_finance/publications/pages/publication7877\\_en.pdf](https://ec.europa.eu/economy_finance/publications/pages/publication7877_en.pdf).
- European Commission. (2006). *European Economic Forecast. Autumn 2006*. Pobrane 20.04.2020 z [https://ec.europa.eu/economy\\_finance/publications/pages/publication7945\\_en.pdf](https://ec.europa.eu/economy_finance/publications/pages/publication7945_en.pdf).
- European Commission. (2006). *Statistical Annex to European Economy. Autumn 2006*. Pobrane 20.04.2020 z [https://ec.europa.eu/economy\\_finance/publications/pages/publication7889\\_en.pdf](https://ec.europa.eu/economy_finance/publications/pages/publication7889_en.pdf).
- European Commission. (2010). *European Economic Forecast. Autumn 2010*. Pobrane 20.04.2020 z [https://ec.europa.eu/economy\\_finance/publications/european\\_economy/2010/pdf/kcar1000en\\_002.pdf](https://ec.europa.eu/economy_finance/publications/european_economy/2010/pdf/kcar1000en_002.pdf).
- European Commission. (2010). *Statistical Annex to European Economy. Autumn 2010*. Pobrane 20.04.2020 z [https://ec.europa.eu/economy\\_finance/publications/european\\_economy/2010/pdf/statistical\\_annex\\_autumn2010\\_en.pdf](https://ec.europa.eu/economy_finance/publications/european_economy/2010/pdf/statistical_annex_autumn2010_en.pdf).
- European Commission. (2011). *European Economic Forecast. Autumn 2011*. Pobrane 20.04.2020 z [https://ec.europa.eu/economy\\_finance/publications/european\\_economy/2011/pdf/ee-2011-6\\_en.pdf](https://ec.europa.eu/economy_finance/publications/european_economy/2011/pdf/ee-2011-6_en.pdf).
- European Commission. (2011). *Statistical Annex to European Economy. Autumn 2011*. Pobrane 20.04.2020 z [https://ec.europa.eu/economy\\_finance/publications/european\\_economy/2011/pdf/2011-11-10-stat-annex\\_en.pdf](https://ec.europa.eu/economy_finance/publications/european_economy/2011/pdf/2011-11-10-stat-annex_en.pdf).
- European Commission. (2012). *European Economic Forecast. Autumn 2012*. Pobrane 20.04.2020 z [https://ec.europa.eu/economy\\_finance/publications/european\\_economy/2012/pdf/ee-2012-7\\_en.pdf](https://ec.europa.eu/economy_finance/publications/european_economy/2012/pdf/ee-2012-7_en.pdf).
- European Commission. (2012). *Statistical Annex to European Economy. Autumn 2012*. Pobrane 20.04.2020 z [https://ec.europa.eu/economy\\_finance/publications/european\\_economy/2012/pdf/2012-11-07-stat-annex\\_en.pdf](https://ec.europa.eu/economy_finance/publications/european_economy/2012/pdf/2012-11-07-stat-annex_en.pdf).
- European Commission. (2013). *European Economic Forecast. Autumn 2013*. Pobrane 20.04.2020 z [https://ec.europa.eu/economy\\_finance/publications/european\\_economy/2013/pdf/ee7\\_en.pdf](https://ec.europa.eu/economy_finance/publications/european_economy/2013/pdf/ee7_en.pdf).
- European Commission. (2013). *Statistical Annex to European Economy. Autumn 2013*. Pobrane 20.04.2020 z [https://ec.europa.eu/economy\\_finance/publications/european\\_economy/2013/pdf/2013\\_11\\_05\\_stat\\_annex\\_en.pdf](https://ec.europa.eu/economy_finance/publications/european_economy/2013/pdf/2013_11_05_stat_annex_en.pdf).
- European Commission. (2014). *European Economic Forecast. Autumn 2014*. Pobrane 20.04.2020 z [https://ec.europa.eu/economy\\_finance/publications/european\\_economy/2014/pdf/ee7\\_en.pdf](https://ec.europa.eu/economy_finance/publications/european_economy/2014/pdf/ee7_en.pdf).

- European Commission. (2014). *Report on public finances in EMU 2014*. Pobrane 10.03.2020 z [https://ec.europa.eu/economy\\_finance/publications/european\\_economy/2014/pdf/ee9\\_en.pdf](https://ec.europa.eu/economy_finance/publications/european_economy/2014/pdf/ee9_en.pdf).
- European Commission. (2014). *Statistical Annex to European Economy. Autumn 2014*. Pobrane 20.04.2020 z [https://ec.europa.eu/economy\\_finance/publications/european\\_economy/2014/pdf/statistical\\_annex\\_autumn\\_2014\\_en.pdf](https://ec.europa.eu/economy_finance/publications/european_economy/2014/pdf/statistical_annex_autumn_2014_en.pdf).
- European Commission. (2015). *European Economic Forecast. Autumn 2015*. Pobrane 20.04.2020 z [https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/file\\_import/ip011\\_en\\_2.pdf](https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/file_import/ip011_en_2.pdf).
- European Commission. (2015). *Statistical Annex to European Economy. Autumn 2015*. Pobrane 20.04.2020 z [https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/file\\_import/statistical\\_annex\\_ip011\\_en\\_2.pdf](https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/file_import/statistical_annex_ip011_en_2.pdf).
- European Commission. (2016). *Statistical Annex to European Economy. Autumn 2016*. Pobrane 20.04.2020 z [https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/file\\_import/ip038\\_statistical\\_annex\\_ee\\_autumn\\_2016\\_en\\_2.pdf](https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/file_import/ip038_statistical_annex_ee_autumn_2016_en_2.pdf).
- European Commission. (2016). *European Economic Forecast. Autumn 2016*. Pobrane 20.04.2020 z [https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/file\\_import/ip038\\_en\\_2.pdf](https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/file_import/ip038_en_2.pdf).
- European Commission. (2017). *Statistical Annex to European Economy. Autumn 2017*. Pobrane 20.04.2020 z [https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/saee\\_autumn\\_2017\\_en.pdf](https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/saee_autumn_2017_en.pdf).
- European Commission. (2017). *European Economic Forecast. Autumn 2017*. Pobrane 20.04.2020 z [https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/economy-finance/ip063\\_en.pdf](https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/economy-finance/ip063_en.pdf).
- European Commission. (2019). *Cyclical Adjustment of Budget Balances. Autumn 2019*. Pobrane 15.03.2020 z [https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/economy-finance/cabb\\_autumn2019\\_en.pdf](https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/economy-finance/cabb_autumn2019_en.pdf).
- European Commission. (2019). *Report on public finances in EMU 2018*. Pobrane 10.03.2020 z [https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/economy-finance/ip095\\_en.pdf](https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/economy-finance/ip095_en.pdf).
- Europejski Trybunał Obrachunkowy. (2016). *Sprawozdanie specjalne. Aby skutecznie wdrożyć procedurę nadmiernego deficytu, konieczne są dalsze usprawnienia*. Pobrane 21.04.2020 z <https://www.eca.europa.eu/pl/Pages/DocItem.aspx?did=36011>.
- NBP. (2004). *Raport na temat korzyści i kosztów przystąpienia Polski do strefy euro*. Pobrane 12.09.2020 z [https://www.nbp.pl/publikacje/o\\_euro/korzysci\\_euro\\_2004.pdf](https://www.nbp.pl/publikacje/o_euro/korzysci_euro_2004.pdf).
- NBP. (2008). *Wpływ wprowadzenia euro na stopień otwartości i zmiany strukturalne w handlu krajów strefy euro. Projekt zrealizowany na potrzeby Raportu nt. pełnego uczestnictwa Rzeczypospolitej Polskiej w trzecim etapie Unii Gospodarczej i Walutowej*. Pobrane 04.02.2018 z [https://nbp.pl/publikacje/o\\_euro/re.pdf](https://nbp.pl/publikacje/o_euro/re.pdf).
- NBP. (2009). *Raport na temat pełnego uczestnictwa Rzeczypospolitej Polskiej w trzecim etapie Unii Gospodarczej i Walutowej*. Pobrane 11.07.2018 z [https://www.nbp.pl/publikacje/o\\_euro/re.pdf](https://www.nbp.pl/publikacje/o_euro/re.pdf).
- NBP. (2013). *Kryzys w strefie euro. Przyczyny, przebieg i perspektywy jego rozwiązania*. Pobrane 14.05.2019 z <https://www.nbp.pl/cie/download/kryzys-w-strefie-euro.pdf>.

NBP. (2014). *Ekonomiczne wyzwania integracji Polski ze strefą euro*. Pobrane 20.04.2019 z [https://www.nbp.pl/aktualnosci/wiadomosci\\_2014/20141120\\_raport\\_wyzwania\\_integracji\\_ze\\_strefa\\_euro.pdf](https://www.nbp.pl/aktualnosci/wiadomosci_2014/20141120_raport_wyzwania_integracji_ze_strefa_euro.pdf).

Rezolucja Parlamentu Europejskiego z dnia 23 marca 2011 r. w sprawie projektu decyzji Rady Europejskiej w sprawie zmiany art. 136 Traktatu o funkcjonowaniu Unii Europejskiej w odniesieniu do mechanizmu stabilizacyjnego dla państw członkowskich, których walutą jest euro (Dziennik Urzędowy Unii Europejskiej, 2012/C 247 E/08).

Traktat o funkcjonowaniu Unii Europejskiej (wersja skonsolidowana z dnia 7 czerwca 2016 r., Dziennik Urzędowy Unii Europejskiej, C 202/1).

Traktat o stabilności, koordynacji i zarządzaniu w Unii Gospodarczej i Walutowej z dnia 2 marca 2012 r. (nieopublikowany w Dzienniku Urzędowym).

## Strony internetowe

<https://www.consilium.europa.eu/pl/policies/european-semester>. (02.11.2018).

[https://eur-lex.europa.eu/summary/glossary/excessive\\_deficit\\_procedure.html?locale=pl](https://eur-lex.europa.eu/summary/glossary/excessive_deficit_procedure.html?locale=pl). (12.06.2020).

[https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/economic-and-fiscal-policy-coordination/european-fiscal-board-efb\\_pl#zakres-uprawnien](https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/economic-and-fiscal-policy-coordination/european-fiscal-board-efb_pl#zakres-uprawnien). (26.08.2020).

<https://www.consilium.europa.eu/pl/policies/banking-union>. (12.09.2020).

<https://www.europarl.europa.eu/factsheets/pl/sheet/86/europejska-polityka-pieniezna>. (27.10.2020).

<https://www.ecb.europa.eu/pub/annual/html/ar2019~c199d3633e.pl.html>. (27.10.2020).

[https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/indicators-statistics/economic-databases/monetary-conditions-index\\_en](https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/indicators-statistics/economic-databases/monetary-conditions-index_en). (14.11.2020).

[https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/economic-and-fiscal-policy-coordination/financial-assistance-eu/funding-mechanisms-and-facilities/sure\\_pl](https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/economic-and-fiscal-policy-coordination/financial-assistance-eu/funding-mechanisms-and-facilities/sure_pl). (26.04.2021).

[https://ec.europa.eu/info/strategy/recovery-plan-europe\\_pl](https://ec.europa.eu/info/strategy/recovery-plan-europe_pl). (26.04.2021).

## Internetowe bazy danych

<https://ec.europa.eu/eurostat>.

<https://data.oecd.org>.

<https://sdw.ecb.europa.eu>.





## Aneks

Tabela 38.

Wyniki testów na stacjonarność badanych szeregów w badaniu transmisji monetarnej

Szereg	Test KPSS	
	Statystyka testu	Wartość krytyczna
komponent cykliczny (Model I)	0,147223	0,476
zmiany stopy procentowej (Model I)	0,228315	0,476
komponent cykliczny (Model II)	0,186567	0,478
zmiany stopy procentowej (Model II)	0,095362	0,478

Źródło: opracowanie własne za pomocą pakietu GRETL.

Tabela 39.

Wartości kryteriów informacyjnych w badaniu transmisji monetarnej

Opóźnienia	loglik	p(LR)	AIC	BIC	HQC
Model I					
1	-18,21640		1,729743	2,015215	1,817014
2	-2,59899	0,00000	0,899928	1,375715*	1,045380*
3	1,65825	0,07445	0,881554*	1,547656	1,085188
4	4,02307	0,31618	0,998352	1,854769	1,260167

Opóźnienia	loglik	p(LR)	AIC	BIC	HQC
Model II					
1	7,72896		-0,144080	0,150434	-0,065945
2	46,61896	0,00000	-3,051580	-2,560724*	-2,921356
3	51,62005	0,04039	-3,135004	-2,447806	-2,952691*
4	55,74020	0,08316	-3,145016*	-2,261476	-2,910613

Źródło: opracowanie własne za pomocą pakietu GRETL.

Tabela 40.

Statystyka F dla poszczególnych równań Modelu I i II w badaniu transmisji monetarnej

Równanie	Statystyka F	Wartość p
Model I		
Równanie I	37,82809	0,00000
Równanie II	73,28114	0,00000
Model II		
Równanie I	182,8890	0,00000
Równanie II	155,9930	0,00000

Źródło: opracowanie własne za pomocą pakietu GRETL.

Tabela 41.

Wyniki testów na autokorelację składnika losowego w równaniach Modelu I i II w badaniu transmisji monetarnej

Rząd autokorelacji	I		II	
	Q'	Wartość p	Q'	Wartość p
Model I				
Równanie 1	3,6368	0,0565	4,60359	0,100
Równanie 2	0,002436	0,961	0,503729	0,777
Model II				
Równanie 1	1,4676	0,226	5,56093	0,062
Równanie 2	2,28625	0,131	2,29702	0,317

Źródło: opracowanie własne za pomocą pakietu GRETL.

Tabela 42.

Wyniki testów na normalność składnika losowego w równaniach Modelu I i II w badaniu transmisji monetarnej

Statystyka, wartość p	Statystyka	Wartość p
Model I		
Równanie 1 (test JB)	0,749058	0,687613
Równanie 2 (test JB)	3,7377	0,154301
Test Doornika-Hansena	4,84782	0,3033
Model II		
Równanie 1 (test JB)	0,985	0,611097
Równanie 2 (test JB)	3,98574	0,136304
Test Doornika-Hansena	3,94848	0,4130

Źródło: opracowanie własne za pomocą pakietu GRETL.

Tabela 43.

Testowanie istotności rzędu opóźnienia w równaniach Modelu I i II w badaniu transmisji monetarnej

Statystyka, wartość p	Statystyka	Wartość p
Model I		
Równanie 1	14,205	0,0001
Równanie 2	9,3860	0,0009
Model II		
Równanie 1	52,499	0,0000
Równanie 2	69,481	0,0000

Źródło: opracowanie własne za pomocą pakietu GRETL.

Tabela 44.

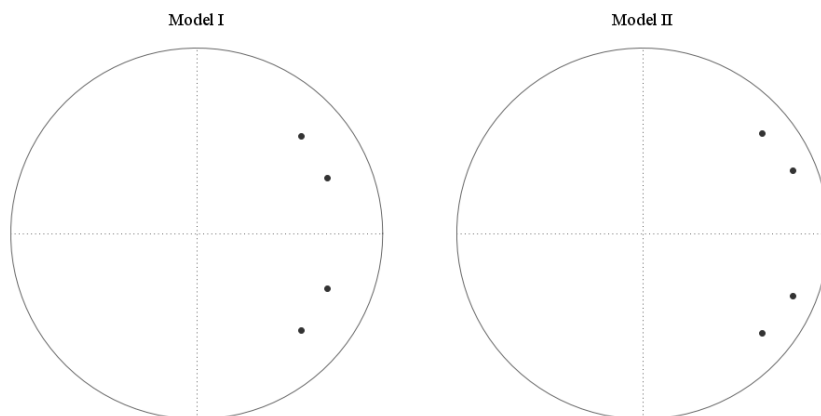
Wyniki jednoczynnikowej analizy wariancji. Średnie wartości bezwzględne z różnic między stopą EBC a oszacowanymi stopami wynikającymi z reguły Taylora (1. kw. 1999–4. kw. 2007 oraz 1. kw. 2011–2. kw. 2019)

Kraj	Wersja z luką produktową		Wersja z komponentem cyklicznym tempa wzrostu realnego PKB	
	Statystyka F	Wartość p	Statystyka F	Wartość p
Austria	70,73806	0,0000	59,43463	0,0000
Belgia	16,38361	0,0001	13,47443	0,0005
Finlandia	0,20945	0,6487	0,34748	0,5575
Francja	5,67708	0,0200	3,80560	0,0552
Grecja	4,63052	0,0354	9,92495	0,0025
Hiszpania	42,73345	0,0000	53,23226	0,0000
Holandia	0,12542	0,7243	0,10140	0,7511
Irlandia	0,35270	0,5546	1,04032	0,3114
Luksemburg	16,92891	0,0001	13,94259	0,0004
Niemcy	125,75087	0,0000	91,26348	0,0000
Portugalia	0,16869	0,6826	0,32984	0,5677
Włochy	0,83281	0,3647	1,33761	0,2515

Źródło: opracowanie własne.

Rysunek 5.

Pierwiastki równania charakterystycznego w Modelu I i II w badaniu transmisji monetarnej



Źródło: opracowanie własne za pomocą pakietu GRETL.

## Spis rysunków

Rysunek 1. Model AS-AD w koncepcji neoklasycznej (lewy) i keynesowskiej (prawy)	23
Rysunek 2. Macierz odległości między badanymi jednostkami	123
Rysunek 3. Grupowanie krajów strefy euro ze względu na podobieństwo struktur gospodarczych w 1999 r. (lewa strona) oraz w 2018 r. (prawa strona)	205
Rysunek 4. Etapy aglomeracji krajów dla 1999 r. (lewa strona) oraz dla 2018 r. (prawa strona)	206
Rysunek 5. Pierwiastki równania charakterystycznego w Modelu I i II w badaniu transmisji monetarnej	256





## Spis tabel

Tabela 1. Liczba i określenia faz cyklu koniunkturalnego	17
Tabela 2. Cechy klasycznej i współczesnej koncepcji analizy cyklu koniunkturalnego	18
Tabela 3. Stopień zaawansowania integracji polityki gospodarczej a formy integracji polityki fiskalnej	65
Tabela 4. Wybrane reformy wprowadzone po kryzysie ekonomiczno-finansowym	96
Tabela 5. Średnie wartości bezwzględne z różnic między stopą EBC a oszacowanymi stopami wynikającymi z reguły Taylora (wersja z luką produktową) (p.p.)	141
Tabela 6. Średnie wartości bezwzględne z różnic między stopą EBC a oszacowanymi stopami wynikającymi z reguły Taylora (wersja z komponentem cyklicznym tempa wzrostu realnego PKB) (p.p.)	142
Tabela 7. Korelacja między realnym efektywnym kursem walutowym a luką produktową w krajach strefy euro	145
Tabela 8. Liczba okresów charakteryzujących się „anty- i procyklicznym efektem” zmiany REER oraz wskaźniki konkordancji (%)	147
Tabela 9. Korelacja między realną stopą procentową a luką produktową w krajach strefy euro	149
Tabela 10. Liczba okresów charakteryzujących się anty- i procyklicznością kanału realnej stopy procentowej oraz wskaźniki konkordancji (%)	151
Tabela 11. Wyniki testu na przyczynowość w sensie Grangera dla Modelu I i II	153
Tabela 12. Saldo budżetowe krajów strefy euro w latach 1999–2018 (% PKB)	158
Tabela 13. Procedura Nadmiernego Deficytu w krajach strefy euro w okresie 1999–2019	159
Tabela 14. Saldo strukturalne krajów strefy euro w latach 1999–2018 (% PKB)	160
Tabela 15. Saldo pierwotne krajów strefy euro w latach 1999–2018 (% PKB)	164
Tabela 16. Średni poziom nominalnej długoterminowej stopy procentowej w krajach strefy euro (%)	166
Tabela 17. Wybrane miary dyspersji długoterminowych nominalnych stóp procentowych w krajach strefy euro w latach 1999–2018	167

Tabela 18. Korelacja między CAPB a luką produktową w krajach strefy euro	171
Tabela 19. Liczba okresów charakteryzujących się „anty- i procyklicznym efektem” zmiany CAPB oraz wskaźniki konkordancji (%)	173
Tabela 20. Charakter decyzji dotyczących uznaniowej realizacji polityk fiskalnych krajów strefy euro	176
Tabela 21. Koordynacja nastawienia polityk fiskalnych krajów strefy euro (korelacja pomiędzy FCI poszczególnych krajów i całą strefą euro)	180
Tabela 22. Korelacja między „hipotetycznym” CAPB a luką produktową strefy euro	182
Tabela 23. Liczba okresów charakteryzujących się „anty- i procyklicznym efektem” zmiany „hipotetycznego” CAPB w strefie euro oraz wskaźniki konkordancji (%)	182
Tabela 24. Charakterystyka przesunięć fazowych cykli koniunkturalnych badanych krajów względem cyklu strefy euro	189
Tabela 25. Analiza punktów zwrotnych cykli koniunkturalnych badanych krajów względem cyklu strefy euro	190
Tabela 26. Średnia długość trwania faz oraz cykli krajów strefy euro (liczba kwartałów)	191
Tabela 27. Średnia amplituda faz oraz cykli krajów strefy euro (%)	192
Tabela 28. Współczynnik zmienności inflacji dla krajów strefy euro (%)	196
Tabela 29. Udział zatrudnienia wg trzech sektorów gospodarki w krajach strefy euro (%)	199
Tabela 30. Wybrane miary dyspersji udziału zatrudnienia wg trzech sektorów gospodarki w krajach strefy euro	200
Tabela 31. Wybrane miary dyspersji udziału zatrudnienia w sektorach usługowych w krajach strefy euro	201
Tabela 32. Wartość dodana brutto wg trzech sektorów gospodarki w krajach strefy euro (%)	202
Tabela 33. Wybrane miary dyspersji wartości dodanej brutto wg trzech sektorów gospodarki w krajach strefy euro	203
Tabela 34. Wybrane miary dyspersji zmian nominalnych jednostkowych kosztów pracy w krajach strefy euro	205
Tabela 35. Wyniki grupowania krajów ze względu na strukturę PKB	206
Tabela 36. Udział handlu pionowego i poziomego w handlu wewnątrzgałęziowym w krajach strefy euro (%)	212
Tabela 37. Eksport krajów strefy euro poza UE w cenach rynkowych (% PKB)	213
Tabela 38. Wyniki testów na stacjonarność badanych szeregów w badaniu transmisji monetarnej	253
Tabela 39. Wartości kryteriów informacyjnych w badaniu transmisji monetarnej	253
Tabela 40. Statystyka F dla poszczególnych równań Modelu I i II w badaniu transmisji monetarnej	254
Tabela 41. Wyniki testów na autokorelację składnika losowego w równaniach Modelu I i II w badaniu transmisji monetarnej	254
Tabela 42. Wyniki testów na normalność składnika losowego w równaniach Modelu I i II w badaniu transmisji monetarnej	255

Tabela 43. Testowanie istotności rzędu opóźnienia w równaniach Modelu I i II w badaniu transmisji monetarnej	255
Tabela 44. Wyniki jednoczynnikowej analizy wariancji. Średnie wartości bezwzględne z różnic między stopą EBC a oszacowanymi stopami wynikającymi z reguły Taylora (1. kw. 1999–4. kw. 2007 oraz 1. kw. 2011–2. kw. 2019)	256



## Spis wykresów

Wykres 1. Poziom oficjalnych stóp procentowych EBC w okresie 01.01.1999–30.06.2019 (%)	128
Wykres 2. Poziom trzymiesięcznej stopy procentowej rynku międzybankowego (EURIBOR) w okresie od 1. kw. 1999 r. do 2. kw. 2019 r. (%)	128
Wykres 3. Dynamika realnego PKB w ujęciu rok do roku oraz stopa inflacji HICP w okresie od 1. kw. 1999 r. do 2. kw. 2019 r. (%)	129
Wykres 4. Suma bilansowa Eurosystemu (stan na koniec kwartału, mld EUR), tempo wzrostu agregatu M3 (zmiany roczne, %) oraz dynamika kredytów dla sektora prywatnego (zmiany roczne, %)	134
Wykres 5. Funkcje odpowiedzi na impuls komponentu cyklicznego tempa wzrostu realnego PKB w Modelu I i II	154
Wykres 6. Zadłużenie sektora publicznego krajów strefy euro w okresie 1999–2018 (% PKB)	165
Wykres 7. Odsetek ogółu wartości papierów wartościowych zakupionych na potrzeby realizacji polityki pieniężnej w poszczególnych krajach, a średnia długoterminowa stopa procentowa (%)	168
Wykres 8. <i>Policy-mix</i> w strefie euro w okresach: 1. kw. 2003 r.–4. kw. 2007 r. oraz 1. kw. 2011 r.–2. kw. 2019 r.	184
Wykres 9. MCI, FCI oraz luka produktowa strefy euro w okresie od 1. kw. 2011 r. do 2. kw. 2019 r.	185
Wykres 10. Komponent cykliczny dynamiki realnego PKB krajów strefy euro w okresie od 1 kw. 1999 r. do 2. kw. 2019 r.	188
Wykres 11. Korelacja rekursywna komponentu cyklicznego krajów strefy euro z ruchomym 5-letnim oknem	193
Wykres 12. Stopa inflacji w krajach strefy euro w okresie od 1. kw. 1999 r. do 2. kw. 2019 r. (%)	195
Wykres 13. Średnia i wybrane miary dyspersji inflacji w krajach strefy euro w okresie od 1. kw. 1999 r. do 2. kw. 2019 r.	197

Wykres 14. Wybrane miary dyspersji tempa wzrostu realnej wydajności pracy w krajach strefy euro	204
Wykres 15. Stopień dywersyfikacji eksportu w krajach strefy euro w latach 2000–2018	208
Wykres 16. Udział wymiany wewnątrzgałęziowej krajów członkowskich w ramach strefy euro w latach 1999–2018 (%)	210
Wykres 17. Średnie wartości wskaźnika wymiany wewnątrzgałęziowej dla krajów PIIGS, PIGS oraz pozostałych krajów strefy euro (%)	211

ISBN 978-83-65605-62-7



9 788365 605627

**IBG**

INSTYTUT BADAŃ  
GOSPODARCZYCH