

Politeja

Nr 1(88/1), 2024, s. 23-40

<https://doi.org/10.12797/Politeja.20.2024.88.1.02>

Licencja: CC BY-NC-ND 4.0

Marta WAJDA-LICHY 

Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie

wajdam@uek.krakow.pl

REFORMY INSTYTUCJONALNE UNII GOSPODARCZEJ I WALUTOWEJ PO 2010 R. – OCENA ZASADNOŚCI I EFEKTYWNOŚCI WPROWADZONYCH ROZWIĄZAŃ NA GRUNCIE TEORII OPTYMALNYCH OBSZARÓW WALUTOWYCH¹

ABSTRACT Institutional Reforms of the Economic and Monetary Union Implemented after 2010: The Effectiveness of New Arrangements on the Grounds of the Theory of Optimum Currency Areas

The economic shocks over the last 15 years revealed low effectiveness of macroeconomic adjustment mechanisms, as manifested by growing imbalances in the current accounts, public finances, and labour markets of the euro zone economies. The essence of the institutional reforms introduced after 2010 was to improve the mechanisms for stabilizing macroeconomic balances, as well as to increase the resilience of the EMU economies to future disturbances, especially those of a systemic nature. New solutions have a strong basis in the theory of optimum currency areas, as well as in institutional economics. The effects of the new institutional arrangements indicate a substantial improvement in the resilience of credit institutions to economic shocks, however, other macroeconomic risks remain.

¹ Publikacja prezentuje wyniki badań naukowych przeprowadzonych w ramach projektu nr 021/EEM/2023/POT finansowanego ze środków subwencji przyznanej Uniwersytetowi Ekonomicznemu w Krakowie.

Keywords: Economic and Monetary Union, optimum currency area theory, euro zone, macroeconomic imbalance procedure

Słowa kluczowe: Unia Gospodarcza i Walutowa, teoria optymalnych obszarów walutowych, strefa euro, procedura nierównowagi makroekonomicznej

WSTĘP

Po kryzysie finansowym w 2008 r. i będącym jego następstwem kryzysie zadłużeniowym strefy euro pandemia COVID-19 oraz ekonomiczne konsekwencje agresji Rosji na Ukrainę były ważnymi testami oceny sprawności funkcjonowania obecnego etapu integracji krajów UE, czyli Unii Gospodarczej i Walutowej (UGW). Następujące po sobie z dużą częstotliwością wstrząsy gospodarcze ujawniły niską efektywność działania rynkowych mechanizmów dostosowawczych, czego przejawem były narastające nierównowagi na rachunkach obrotów bieżących, w finansach publicznych, a także na rynkach pracy gospodarek krajów członkowskich.

W obliczu kryzysów Europejski Bank Centralny (EBC) – jako niezależna w obszarze polityki pieniężnej instytucja UE, odpowiedzialna za utrzymanie stabilnego poziomu cen w strefie euro – stanął wobec znanego w teorii ekonomii dylematu polityki pieniężnej dotyczącego stabilizacji gospodarki i realizacji strategii celu inflacyjnego. W warunkach niskiej inflacji możliwości EBC co do absorpcji szoków gospodarczych wydawały się relatywnie duże, choć – jak się okazało – ograniczone barierą zerowych stóp procentowych oraz kontrowersyjne ze względu na zastosowanie przez EBC niekonwencjonalnych narzędzi w ramach polityki „luzowania ilościowego”. Presja inflacyjna po 2021 r. postawiła EBC w nie mniej trudnej sytuacji, zważywszy na gwałtowny wzrost zadłużenia sektora finansów publicznych, utrzymujący się niski wzrost gospodarczy krajów strefy euro czy rosnącą konkurencję zagraniczną (głównie ze strony Stanów Zjednoczonych i Chin) o prymat waluty międzynarodowej.

Celem niniejszego opracowania jest przedstawienie głównych kierunków reform instytucjonalnych UGW po 2010 r. oraz ocena zasadności, a także efektywności ich wprowadzenia. Za punkt odniesienia w analizie zasadności nowych rozwiązań instytucjonalnych przyjęto kryteria teorii optymalnych obszarów walutowych oraz postulaty ekonomii instytucjonalnej, a do oceny ich skuteczności wykorzystano dane dotyczące wskaźników monitorowania stabilności instytucji kredytowych strefy euro oraz mierzenia ryzyka wystąpienia nadmiernych nierównowag makroekonomicznych.

W pierwszej części przedstawiono kryteria teorii optymalnych obszarów walutowych, które wyjaśniają istotę mechanizmów makroekonomicznych przyczyniających się do zwiększenia korzyści i ograniczenia kosztów uczestnictwa w unii walutowej. Część druga opracowania omawia problem braku bądź niskiej efektywności działania instytucji strefy euro mających przyczyniać się do niwelowania negatywnych skutków kryzysów. Główne rozwiązania mikro- i makroostrożnościowe oraz ocena ich

efektywności są przedmiotem kolejnych części opracowania. Wnioski z badania oraz zarys koncepcji przyszłych zmian instytucjonalnych unii gospodarczej i walutowej zostały przedstawione w końcowej części artykułu.

1. KRYTERIA TEORII OPTYMALNYCH OBSZARÓW WALUTOWYCH

Będący jednym z najczęściej cytowanych opracowań poświęconych integracji monetarnej artykuł Roberta Mundella pt. *A Theory of Optimum Currency Areas* z 1961 r. stanowi nadal ważny punkt odniesienia dla analizy kosztów i korzyści funkcjonowania gospodarek w systemie kursu stałego, jakim jest unia monetarna. Teoria optymalnych obszarów walutowych (OOW) wskazuje bowiem na kryteria, od których spełnienia w dużym stopniu zależy bilans zysków i strat wynikających z przystąpienia gospodarki do obszaru jednowalutowego. Istotą tych kryteriów jest sprawdzenie, czy kraje uczestniczące w unii walutowej posiadają sprawnie działające mechanizmy dostosowawcze, które w sytuacji zachwiania równowagi gospodarczej stanowiłyby alternatywę dla niezależnej polityki pieniężnej w przywracaniu stabilności makroekonomicznej. Podejście R. Mundella koncentrowało się na analizie zakłóceń gospodarczych, które w warunkach wspólnej polityki pieniężnej mogłyby być łagodzone w inny sposób niż za pomocą instrumentów monetarnych. Należy dodać, że problem kosztów unii walutowej wynika przede wszystkim z zakłóceń asymetrycznych, tzn. oddziałujących z różną siłą czy kierunkiem na poszczególne gospodarki.

R. Mundell wskazał, że zgodnie z klasycznym modelem zagregowanego popytu i podaży równowagę makroekonomiczną przywraca wysoki poziom elastyczności cen i płac. Istotą tego mechanizmu jest spadek cen, kiedy gospodarka doświadcza recesji, oraz wzrost cen, kiedy cykl koniunkturalny wchodzi w fazę przyspieszonego wzrostu i pojawiają się nadwyżki produkcji ponad poziom pełnego wykorzystania zasobów danej gospodarki. Przy uwzględnieniu, że zmiana cen wymaga zmiany kosztów pracy, kapitału i technologii, opisane dostosowania są długookresowe, co według Keynesistów powoduje, że gospodarka może permanentnie pozostawać poza stanem równowagi. Twórca teorii OOW wyraził obawy o brak spełnienia kryterium cenowo-płacowego stwierdzeniem, iż *oczywistym jest, że kryzysy bilansów płatniczych będą stanowiły integralną cechę międzynarodowego systemu gospodarczego, dopóki stałe kursy walutowe, sztywne płace i ceny będą hamowały naturalny proces dostosowań terms of trade*².

Zaproponowane przez R. Mundella drugie kryterium OOW – wysoka mobilność siły roboczej – miało ominąć problem tzw. nominalnych sztywności, wynikający głównie z niskiej elastyczności płac. Swoboda przemieszczania się ludzi miałaby niwelować wahania koniunkturalne, a tym samym przywracać równowagę w gospodarkach wspólnego obszaru walutowego. Realokacja zasobów kapitału ludzkiego przyczynia

² R. Mundell, *A Theory of Optimum Currency Areas*, „The American Economic Review” 1961, vol. 51, nr 4, s. 657. Termin *terms of trade* oznacza stosunek cen w eksporcie do cen w imporcie, wyraża zatem konkurencyjność cenową w handlu zagranicznym, na którą wpływ mają poziom cen w kraju i za granicą oraz kurs walutowy.

się bowiem do łagodzenia skutków szoków asymetrycznych, gdy ludzie emigrują z krajów dotkniętych recesją i wysokim bezrobociem do krajów o dodatniej stopie wzrostu PKB, gdzie popyt na pracę rośnie.

Oprócz dostosowań dokonujących się poprzez migrację R. Mundell zaproponował także system transferów fiskalnych, znany w literaturze jako federalizm fiskalny. To kolejne kryterium OOW polega na wspólnym działaniu uczestników unii walutowej na rzecz stabilizowania asymetrycznych zakłóceń gospodarczych poprzez transfer wydatków z obszarów, gdzie występuje równowaga rynkowa bądź nadwyżka łącznej produkcji, do obszarów dotkniętych recesją gospodarczą. Dodatkowy popyt stymulowany napływem transferów do regionów o ujemnej stopie wzrostu PKB, wysokiej stopie bezrobocia i presji deflacyjnej powinien zwiększać synchronizację cykli koniunkturalnych gospodarek wspólnego obszaru walutowego.

Opisane wyżej trzy mechanizmy dostosowań zaliczane są do tradycyjnych kryteriów optymalnego obszaru walutowego. Jak można zauważyć, działanie dwóch z nich wiąże się z mechanizmami wolnorynkowymi, podczas gdy kryterium dotyczące federalizmu fiskalnego oznacza konieczność stworzenia odpowiednich ram instytucjonalnych, które mają charakter nie tylko ekonomiczny, wymagają bowiem konsensusu politycznego. Na trudności w spełnieniu kryteriów OOW, zwłaszcza wymagających wspólnych preferencji co do dokonywania wydatków budżetowych, a więc *de facto* zgody politycznej, zwrócił uwagę sam autor teorii optymalnych obszarów walutowych, pisząc, że *kraje europejskie mogą zgodzić się na wspólny pieniądz [...], mogą następnie utworzyć wspólną władzę monetarną czy bank centralny [...]. Jest to możliwe, być może nawet idealne rozwiązanie, ale z politycznego punktu widzenia bardzo skomplikowane, prawie utopijne*³.

Warto też podkreślić, że sformułowane przez R. Mundella kryteria optymalnego obszaru walutowego obejmują dostosowania *ex post*, tj. mające działać po wystąpieniu wstrząsów gospodarczych. Podejście takie ma istotne znaczenie, ponieważ w późniejszym dyskursie ekonomicznym postulowano spełnienie warunków *ex ante*, czyli takich, które ograniczałyby – czy wręcz eliminowały – prawdopodobieństwo wystąpienia szoków asymetrycznych. Kryteria o charakterze *ex ante* sformułowane w latach 60. XX w. przez Rolanda McKinnona⁴ i Petera Kenena⁵ wymagały, aby kraje kandydujące do unii walutowej wykazywały ściśle powiązania handlowe i finansowe, a struktury ich produkcji i handlu były zdywersyfikowane. Ponadto, w latach 90. XX w. Jeffrey Frankel i Andrew Rose⁶ zaproponowali nowe podejście do teorii OOW, które podkreślało wpływ przyjęcia wspólnej waluty na kreację handlu. Wnioski, potwierdzone

³ R. Mundell, *A Plan for a European Currency*, [w:] *The Economics of Common Currencies*, red. H. Johnson, A. Swoboda, London 1973, cyt. za: R. Baldwin, Ch. Wyplosz, *The Economics of European Union*, Berkshire 2004, s. 349.

⁴ R. McKinnon, *Optimum Currency Areas*, „The American Economic Review” 1963, vol. 53, nr 4, s. 717-725.

⁵ P. Kenen, *The Theory of Optimum Currency Areas: An Eclectic View*, [w:] *Monetary Problems of the International Economy*, red. R. Mundell, A. Swoboda, Chicago 1996.

⁶ J. Frankel, A.K. Rose, *The Endogeneity of the Optimum Currency Area Criteria*, „The Economic Journal” 1998, vol. 108, no. 449, s. 1009-1025.

także późniejszymi badaniami tych autorów⁷, wskazywały na endogeniczność kryteriów OOW, polegającą na osiągnięciu wysokiego poziomu konwergencji gospodarek w wyniku uczestniczenia w unii walutowej. Podejście to jest często przytaczane przez zwolenników integracji monetarnej, którzy uważają, że nie jest konieczne, aby gospodarki wykazywały ścisłą zbieżność cykli koniunkturalnych przed przystąpieniem do unii walutowej, zagrożenia w postaci szoków asymetrycznych będą bowiem redukowane wraz z postępującymi dynamicznymi efektami posiadania wspólnego pieniądza i jednego banku centralnego.

Choć teoria optymalnych obszarów walutowych pozostaje jednym z głównych narzędzi wyjaśniających mechanizm funkcjonowania unii walutowej, to nie jest ona wolna od krytyki. Koncentruje się na skali makroekonomicznej i nie uwzględnia mikroekonomicznych aspektów integracji monetarnej. Ponadto teoria OOW nie podaje wartości referencyjnych dla kryteriów, które mają stanowić podstawę oceny gotowości gospodarki do przyjęcia wspólnego pieniądza. Za uproszczone należy uznać także „dwubiegunowe” podejście do systemów kursowych, zakładające, że wybór reżimu kursowego dotyczy alternatywy: albo system kursu stałego, albo płynnego, co oznacza pominięcie szeregu rozwiązań pośrednich, jak np. systemu kursu kierowanego płynnego czy systemu kursu stałego z pasmem wahań, które są wybierane przez wiele gospodarek na świecie. Przedmiotem krytyki teorii OOW jest też założenie o wysokiej efektywności działania kursu płynnego jako automatycznego stabilizatora koniunktury. W rzeczywistości bowiem efekt transmisyjny poprzez kanał kursu walutowego, importu i eksportu nie jest pełny, co zmniejsza skuteczność dewaluacji, uznawanej jako sposób mogący być wykorzystany przez kraj z niezależną polityką pieniężną do amortyzowania szoków gospodarczych⁸. Pomimo powyższych obszarów krytyki teoria OOW dostarcza niewątpliwie użytecznych ram do analizy funkcjonowania strefy euro, zarówno w wymiarze empirycznym, jak i prawno-instytucjonalnym.

2. RAMY INSTYTUCJONALNE UGW OKREŚLONE W TRAKTACIE Z MAASTRICHT W ŚWIEŁLE TEORII OPTYMALNYCH OBSZARÓW WALUTOWYCH

Na początku lat 90. XX w., kiedy w ramach traktatu z Maastricht projektowana była ścieżka integracji monetarnej, można było oczekiwać, że ekonomiczne podstawy tworzenia UGW wyznaczy powstała w 1961 r. teoria OOW. Przyjęte rozwiązania nie odzwierciedlały jednak kryteriów wskazanych przez R. Mundella. Na przykład żadne z kryteriów konwergencji, będące podstawą do weryfikacji krajów pod kątem gotowości

⁷ J. Frankel, A.K. Rose, *An Estimate of the Effect of Common Currencies on Trade and Income*, „The Quarterly Journal of Economics” 2002, vol. 117, nr 2, s. 437-466.

⁸ Na złożoną kwestię dostosowań poprzez kurs walutowy zwrócili uwagę S. Kawalec, E. Pytlarczyk, K. Kamiński w książce: *The Economic Consequences of the Euro: The Safest Escape Plan*, Abingdon 2020, s. 38-44.

przyjęcia wspólnej waluty, nie obejmowało i nadal nie obejmuje⁹ kwestii sprawdzenia, czy w kraju wstępującym do wspólnego obszaru walutowego sprawnie działają rynkowe mechanizmy absorbujące szoki gospodarcze oraz czy funkcjonuje system ponadnarodowych transferów fiskalnych, które mogłyby być wykorzystane w sytuacji wystąpienia poważnych zakłóceń ekonomicznych. Weryfikacja poziomu konwergencji na podstawie zbieżności stóp inflacji, stóp procentowych, stabilności kursu walutowego oraz finansów publicznych, będących podstawą tzw. kryteriów z Maastricht, nie świadczy o tym, że funkcjonująca w unii monetarnej gospodarka poradzi sobie z problemem asymetrycznych szoków ekonomicznych. Kryteria z Maastricht sprawdzają bowiem jedynie wybrane obszary konwergencji nominalnej, pomijając nie tylko konwergencję w sferze realnej, ale także ocenę możliwości absorbowania zakłóceń gospodarczych.

Brak przyjęcia ram instytucjonalnych, które umożliwiałyby wykorzystanie narzędzi do ograniczania negatywnych skutków zakłóceń, wydaje się dziwić, szczególnie gdy uwzględni się długoletnie doświadczenia krajów europejskich w stabilizowaniu kursów walutowych. Na przykład próba stabilizacji kursów w ramach tzw. europejskiego węża walutowego na początku lat 70. XX w. pokazała, że wobec silnych zakłóceń władze poszczególnych krajów EWG przedkładały politykę amortyzowania negatywnych skutków szoków nad utrzymanie kursów stałych. Kolejna próba ustabilizowania kursów walutowych w ramach Europejskiego Systemu Walutowego (ESW) potwierdziła, że różnice w stopach inflacji oraz nierównowagi na rachunkach obrotów bieżących generowały presję na zmianę kursów centralnych. Od 1979 do 1987 r. nastąpiło blisko 40 korekt kursów centralnych, z których większość dotyczyła dewaluacji walut względem marki niemieckiej oraz guldena holenderskiego, a więc walut gospodarek przestrzegających dyscypliny monetarnej i fiskalnej¹⁰. Podobnie kiedy po zjednoczeniu Niemiec nastąpiła silna rozbieżność cykli koniunkturalnych gospodarek europejskich, oczekiwania dewaluacji walut krajów pogrążonych w recesji były tak silne, że ataki spekulacyjne, jak zauważył Paul De Grauwe¹¹, były tylko kwestią czasu. W warunkach postępującej mobilności kapitału, związanej z dokańczaniem tworzenia wspólnego rynku, we wrześniu 1992 r. doszło do ataku spekulacyjnego na lira włoskiego, następnie – na brytyjskiego funta, a w kolejnych miesiącach także na inne waluty ESW.

Nauka płynąca dla twórców UGW wskazywała, że trwałe zakotwiczenie kursów walutowych i ograniczenie autonomii polityki pieniężnej mogą generować poważne koszty natury makroekonomicznej, a w konsekwencji podważać ekonomiczny sens utrzymywania systemu kursów stałych. Krótka retrospekcja powyższych wydarzeń związanych z początkami europejskiej integracji monetarnej znajduje silne analogie w doświadczeniach funkcjonowania strefy euro po 2008 r. Podobnie bowiem jak w ESW, tak i w strefie euro napięcia pojawiły się wraz z rosnącą rozbieżnością cykli koniunkturalnych gospodarek krajów członkowskich. Ponadto oba przypadki świadczą o braku sprawnie działających mechanizmów rynkowych w postaci dostosowań płac

⁹ Kryteria konwergencji od 1992 r. nie zmieniły się.

¹⁰ M. Burda, Ch. Wyplosz, *Makroekonomia* Warszawa 2000.

¹¹ P. De Grauwe, *Economics of Monetary Union*, Oxford 2022.

i cen czy międzynarodowych przepływów siły roboczej, które absorbowałyby negatywne skutki szoków. O ile jednak w efekcie kryzysu w ESW część krajów go opuściła (Włochy i Wielka Brytania), a pozostałe poprzez zwiększenie z $\pm 2,25\%$ i $\pm 6\%$ do $\pm 15\%$ dopuszczalnych marginesów wahań kursowych wokół kursu centralnego zyskały większy margines swobody polityki pieniężnej, o tyle w przypadku kryzysu strefy euro nie było możliwości ani uelastycznienia kursów, ani przywrócenia autonomii krajowym bankom centralnym. Istotą unii walutowej są bowiem wspólna polityka pieniężna oraz nieodwracalnie ustalone sztywne kursy konwersji walut narodowych, które po zamianie na wspólny pieniądź oznaczają brak możliwości przeprowadzenia dewaluacji czy rewaluacji.

Warto zauważyć, że doświadczenia z pierwszej dekady funkcjonowania strefy euro pokazały także, iż zaprojektowane rozwiązania w zakresie utrzymania dyscypliny fiskalnej, np. w postaci Paktu Stabilności i Wzrostu czy procedury nadmiernego deficytu, mające zapobiec wystąpieniu szoków asymetrycznych między uczestnikami strefy euro, nie były respektowane. Co więcej, pozostawienie w dobie globalizacji i rozwoju inżynierii finansowej nadzoru nad sektorem bankowym na poziomie narodowym okazało się sprzyjać powstaniu w części gospodarek strefy euro nadmiernego zadłużenia i związanych z tym tzw. baniek spekulacyjnych. W efekcie kryzysów, których strefa euro doświadczała po 2008 r., wzrosła świadomość co do konieczności dokonania zmian instytucjonalnych UGW w zakresie rozwiązań zarówno łagodzących skutki zakłóceń ekonomicznych, jak i zwiększających odporność na szoki.

3. GŁÓWNE KIERUNKI REFORM UGW PO 2010 R. – SPOJRZENIE PRZEZ PRYZMAT TEORII OPTYMALNYCH OBSZARÓW WALUTOWYCH I EKONOMII INSTYTUCJONALNEJ

Analizując instytucjonalny kształt reform UGW, warto odnieść się do definicji pojęcia instytucji. Ze względu na gospodarczy aspekt omawianych reform uzasadnione jest przywołanie definicji podawanej przez przedstawicieli ekonomii instytucjonalnej, a także jej nowej odsłony – tzw. nowej ekonomii instytucjonalnej, która bada wpływ szerokiego zestawu czynników pozaekonomicznych, m.in. społecznych, politycznych, prawnych, a także kulturowych na funkcjonowanie rynków. Pojęcie instytucji w ekonomii instytucjonalnej jest zazwyczaj definiowane jako zestaw norm formalnych i nieformalnych, które wpływają na zachowania podmiotów gospodarczych i kształtują relacje między nimi. Choć – jak podkreślają przedstawiciele tradycyjnej (Roland Coase, Thorstein Veblen), a także nowej ekonomii instytucjonalnej (Douglass North, Oliver Williamson) – charakterystycznymi cechami instytucji są ich uniwersalność i trwałość, to istnieją jednak okoliczności, które usprawiedliwiają wprowadzenie zmian instytucjonalnych. Wynikają one zazwyczaj z ewolucji otoczenia społeczno-ekonomicznego, które weryfikuje istniejący porządek instytucjonalny. Przyczyna zmian instytucji jest zatem pochodną konfrontacji ich skuteczności z oczekiwaniami uczestników rynku. Warto zaznaczyć, że zgodnie z ekonomią instytucjonalną, wysokiej jakości instytucje są

utożsamiane z tymi, które przyczyniają się do redukcji kosztów transakcyjnych, obniżenia niepewności w działalności ekonomicznej, internalizacji efektów zewnętrznych, a także osiągania zbiorowych korzyści w efekcie społecznej koordynacji¹².

Powyższe cechy dobrych instytucji nabrały szczególnego znaczenia po zakłóceniach funkcjonowania strefy euro ujawnionych w wyniku kryzysu finansowego z 2008 r. Reformy instytucjonalne UGW przebiegały na dwóch poziomach, tj. mikro- i makroekonomicznym. Zakres przeprowadzanych zmian objął przede wszystkim sektor bankowy, sektor finansów publicznych, a także powiązania między sferą finansową i realną gospodarkę UGW. Powyższa klasyfikacja zakresu i obszarów reform pozwala nie tylko lepiej zrozumieć intencje wprowadzanych zmian, ale również czyni schemat nowych ram funkcjonowania UGW bardziej przejrzystym.

3.1. Reformy sektora finansowego

Ze względu na dominację banków w finansowaniu podmiotów gospodarczych, a także ich powiązania z instytucjami rynku kapitałowego i rynku ubezpieczeń, priorytetem reform UGW po kryzysie finansowym z 2008 r. było wprowadzenie kompleksowych regulacji wzmacniających nadzór nad instytucjami kredytowymi. Nowa architektura finansowa zaproponowana w tzw. raporcie Larosiere'a, przygotowanym na zlecenie Komisji Europejskiej w 2009 r., wskazywała na potrzebę silniejszego i bardziej skoordynowanego systemu nadzoru w wymiarze zarówno mikro-, jak i makroostrożnościowym. Postulowano m.in. ograniczenie problemu procykliczności oddziaływania części regulacji finansowych, a także stworzenie nowego europejskiego organu, który badałby zagrożenia stabilności UGW, analizując interakcje pomiędzy rynkami finansowymi a realną sferą gospodarki. Po licznych konsultacjach i opiniach, m.in. ze strony Rady UE i EBC, powstały trzy Europejskie Urzędy Nadzoru odpowiedzialne za stabilność sektora bankowego, rynku kapitałowego oraz rynku ubezpieczeń i pracowniczych programów emerytalnych¹³. Monitorowanie kondycji finansowej podmiotów z różnych sektorów rynku finansowego stało się podstawowym elementem nadzoru mikroostrożnościowego. Współpraca Europejskich Urzędów Nadzoru zajmujących się różnymi obszarami rynku finansowego pozwoliła na regularne monitorowanie działalności instytucji płatniczych, organizacji obiegu pieniądza elektronicznego, a przede wszystkim funkcjonowania tzw. konglomeratów finansowych, czyli instytucji działających w obszarach bankowości, ubezpieczeń, inwestycji kapitałowych, a często także

¹² Cechy i znaczenie instytucji w gospodarce z perspektywy ekonomii instytucjonalnej omawiają m.in. D.C. North, *Institutions, Institutional Change and Economic Performance*, Cambridge 1990; D. Rodrik, *Institutions For High-Quality Growth: What They Are and How to Acquire Them*, „Studies in Comparative International Development” 2000, vol. 35, s. 3-31; O.E. Williamson, *The New Institutional Economics: Taking Stock, Looking Ahead*, „Journal of Economic Literature” 2000, vol. 38, nr 3, s. 595-613; A. Wojtyna, *Teoretyczny wymiar zależności między zmianami instytucjonalnymi, polityką ekonomiczną a wzrostem gospodarczym*, „Gospodarka Narodowa” 2007, nr 5-6, s. 1-23.

¹³ Podstawy prawne dla Europejskiego Urzędu Bankowego, Europejskiego Urzędu Ubezpieczeń i Pracowniczych Programów Emerytalnych oraz Europejskiego Urzędu Giełd i Papierów Wartościowych stanowiły Rozporządzenia Rady i PE nr 1093/2010, 1094/2010 oraz 1095/2010.

nieruchomości. Znaczenie tych ostatnich okazało się szczególnie istotne ze względu na generowanie ryzyka systemowego poprzez transmisję zakłóceń z poziomu mikroekonomicznego na poziom makroekonomiczny.

Kluczowe znaczenie dla poprawy stabilności i wiarygodności sektora bankowego miało utworzenie w 2013 r. unii bankowej i przeniesienie nadzoru nad instytucjami kredytowymi na poziom EBC. Bezpośredni nadzór EBC nad istotnymi systemowo bankami oraz zacieśniona współpraca z krajowymi instytucjami nadzoru pozwoliły stworzyć jednolity mechanizmu nadzoru, który nie tylko kontroluje, ale też wspiera rozwój sektora bankowego i chroni klientów banków oraz rządy państw członkowskich przed ponoszeniem kosztów ratowania, a także upadłości banków¹⁴. Jako instrument pomocy finansowej utworzono w ramach unii bankowej jednolity fundusz restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji, który zaczął działać w 2016 r. Jego zadaniem jest mobilizacja wspólnych środków finansowych zgromadzonych przez banki do interwencji w sytuacji zagrożenia upadłością instytucji kredytowych. Ponadto, aby uniknąć problemu podejmowania przez państwa członkowskie odrębnych i potencjalnie niespójnych decyzji dotyczących restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji grup transgranicznych, które mogłyby wpływać na łączne koszty ratowania banków, powołano Jednolitą Radę ds. Restrukturyzacji i Uporządkowanej Likwidacji (Rozporządzenie UE 806/2014).

O ile rozwiązania w zakresie nadzoru finansowego mają charakter prewencyjny (*ex ante*), o tyle utworzenie wspólnego funduszu dla ratowania banków jest nastawione na działanie *ex post*, tzn. po wystąpieniu zakłóceń gospodarczych. Oba podejścia są zgodne z teorią OOW, przy czym ich ukierunkowanie na sektor finansowy wydaje się zawężać koncepcję R. Mundella, który wskazywał na mechanizmy absorbowania szoków w gospodarce jako całości. Należy jednak dostrzec, że pomoc zarządcza i finansowa funduszu restrukturyzacji ma wymiar ponadsektorowy, hamuje bowiem rozprzestrzenianie się zakłóceń na inne banki i sektory, w tym sektor finansów publicznych, którego problemy po 2008 r. wynikały głównie z pomocy państwowej udzielonej sektorowi bankowemu¹⁵. Podobnie jednolity nadzór nad bankami, rynkiem ubezpieczeń i rynkiem kapitałowym ma przeciwdziałać ryzyku systemowemu, a więc ograniczać rozprzestrzenianie się zakłóceń poza sektor finansowy.

Makroekonomiczny zakres reform finansowych wprowadzonych w UGW po 2010 r. wzmocniło powstanie Europejskiego Mechanizmu Stabilności (EMS), który przewyższa jednolity fundusz restrukturyzacji banków nie tylko pod względem

¹⁴ Podstaw prawnych przeniesienia nadzoru nad instytucjami kredytowymi na szczebel EBC, a także organizacji współpracy krajowych urzędów nadzoru dostarcza Rozporządzenie Rady nr 575/2013 oraz Rozporządzenie Rady UE nr 1024/2013 i 806/2014.

¹⁵ Pkt. 19 Rozporządzenia PE i Rady nr 806/2014 stanowi, że *Fundusz powinien być finansowany ze składek banków pobieranych na szczeblu krajowym, a środki powinny być gromadzone na szczeblu unijnym zgodnie z umową międzyrządową o przekazywaniu i stopniowym uwspólnianiu tych składek, prowadząc w ten sposób do zwiększenia stabilności finansowej i ograniczenia powiązania pomiędzy postrzeganą sytuacją budżetową poszczególnych państw członkowskich a kosztami finansowania ponoszonymi przez banki i przedsiębiorstwa prowadzące działalność w tych państwach członkowskich.*

wysokości środków finansowych, lecz także zakresu zadań. EMS ma mocne uzasadnienie na gruncie teorii optymalnych obszarów walutowych, tworzy bowiem wspólny instrument finansowania uruchamiany w sytuacji poważnych zakłóceń funkcjonowania strefy euro jako całości. Jego podstawy prawne wymagały nowelizacji art. 136 TFUE, do którego – decyzją Rady Europejskiej z 25 marca 2011 r. (2011/199/EU) – dodano ustęp stanowiący, że *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.*

Ze względu na to, że oba fundusze, tj. EMS oraz fundusz restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji, skierowane są do krajów strefy euro, w rozwiązaniach tych można upatrywać źródeł generowania dwóch prędkości integracji. Warto zauważyć jednak, że finansowa ochrona wyłącznie gospodarek, które przyjęły euro, może mobilizować pozostałe kraje UE do szybszej integracji monetarnej.

Kolejną instytucją, której zadania wykraczają poza sferę finansową, gdyż monitoruje ona związki między rynkami finansowymi a realną sferą gospodarki, jest Europejska Rada ds. Ryzyka Systemowego. Jej zadania i kompetencje zostaną omówione w kolejnym punkcie, który poświęcony jest procedurze identyfikowania i korygowania nierównowagi w wymiarze makroekonomicznym.

3.2 Reformy w zakresie stabilności makroekonomicznej

Wzmocnienie na poziomie makroekonomicznym koordynacji polityk gospodarczych krajów UGW znalazło odzwierciedlenie w powołaniu w 2011 r. Europejskiej Rady ds. Ryzyka Systemowego¹⁶. Jej zadaniem, oprócz nadzoru całościowego nad systemem finansowym, jest monitorowanie sytuacji makroekonomicznej w celu wykrycia na odpowiednio wczesnym etapie zakłóceń o charakterze systemowym. Ten typ niestabilności, jak wcześniej wspomniano, ujawnia się na styku rynków finansowych i gospodarki realnej, ponieważ zazwyczaj zakłócenia zaczynają się od problemów dużej instytucji finansowej, które następnie wywołują negatywne skutki dla gospodarki jako całości, a więc sfery produkcyjnej i konsumpcyjnej. Generowanie zakłóceń makroekonomicznych może także przebiegać w przeciwnym kierunku, tj. od sfery realnej do finansowej, dlatego konieczne jest monitorowanie ryzyka w obu obszarach.

Wprowadzone w 2011 r. w ramach tzw. sześciopaków rozporządzenie PE i Rady UE w sprawie zapobiegania zakłóceniom równowagi makroekonomicznej i ich korygowaniu (UE 1176/2011) jest kompleksowym zbiorem zasad monitorowania obszarów gospodarczych, które mogą generować zakłócenia funkcjonowania UGW. Przyjęta w nim metodologia oceny kondycji makroekonomicznej krajów UE pozwala nie tylko dostrzec obszary zagrożeń gospodarczych, ale także ocenić skalę występujących nierównowag, ponieważ za pomocą szerokiego zestaw wskaźników makroekonomicznych i makrofinansowych badane są źródła nierównowag zewnętrznych i wewnętrznych.

¹⁶ Rozporządzenie PE i Rady (UE) 1092/2010, znowelizowane w 2019 (UE) 2019/2176).

Część mierników stosowanych w ramach zapobiegania nadmiernej nierównowadze makroekonomicznej ma wskazywać na wczesne symptomy potencjalnych zakłóceń systemowych, a część odzwierciedla stan długookresowych nierównowag, których podłoże ma często charakter strukturalny. Kompleksowy wymiar nowej procedury makroostrożnościowej polega nie tylko na objęciu nią wszystkich gospodarek krajów UE, lecz także odnosi się do szerokiej definicji zakłócenia równowagi, która wskazuje na różne źródła potencjalnych zagrożeń gospodarczych. Zgodnie z art. 2 Rozporządzenia PE i Rady nr 1176/2011 *zakłócenia równowagi oznaczają jakąkolwiek tendencję prowadzącą do rozwoju sytuacji makroekonomicznej, która ma lub może mieć niekorzystny wpływ na prawidłowe funkcjonowanie gospodarki państwa członkowskiego lub unii gospodarczej i walutowej, lub całej Unii*¹⁷.

Warto zaznaczyć, że metodologia wykrywania zakłóceń nierównowagi makroekonomicznej i zapobiegania im uzupełnia kryteria z Maastricht, które ograniczają się do konwergencji nominalnej, pomijając jej realny wymiar. Uwzględnienie w ramach procedury monitorowania zakłóceń makroekonomicznych takich wskaźników jak stopa bezrobocia, udział gospodarki w światowym eksporcie czy zmiany realnego kursu walutowego pozwalają ocenić tzw. realną sferę gospodarek. Podejście to ma zasadnicze znaczenie przy ocenie gotowości gospodarki do przyjęcia euro. Przykład Grecji, Portugalii oraz Hiszpanii potwierdził, że niski poziom realnej konwergencji gospodarek unii walutowej ma poważne konsekwencje w postaci bardzo silnych i długotrwałych kryzysów. Ponadto, jak zauważa Yanis Varoufakis, wspólna polityka pieniężna EBC w warunkach integracji finansowej wygenerowała w tych krajach niskie realne stopy procentowe, czego efektem był gwałtowny wzrost zadłużenia, podczas gdy w Niemczech, Holandii czy Belgii stopy procentowe EBC pozwalały utrzymywać produkcję bliską poziomowi potencjalnego¹⁸. Krytykując ramy instytucjonalne strefy euro, Y. Varoufakis wskazał, że *traktat z Maastricht nie wprowadził żadnego jawnego mechanizmu recyklingu nadwyżek [...]. Celem było stworzenie strefy euro jako mechanizmu, który narzuciłby krajom deficytowym „zobowiązanie” do dostarczenia Niemcom efektywnego popytu netto na ich produkcję eksportową*¹⁹. Krytykę tę wydaje się podzielać Joseph Stiglitz, który stwierdził, że *utworzenie strefy euro odebrało krajom dwa najważniejsze instrumenty, dzięki którym można dążyć do pełnego zatrudnienia: określanie poziomu stóp procentowych i korektę kursu walutowego. W efekcie nie można już wpływać na eksport i import, nic więc dziwnego, że od kilku lat wiele krajów boryka się z ogromnymi wahaniami w handlu zagranicznym*²⁰. Propozycje J. Stiglitz co do zreformowania strefy euro, trapionej kryzysem zadłużeniowym i asymetrią nierównowag zewnętrznych, zmierzały do większej integracji gospodarczej i politycznej, m.in. poprzez uwspółnotowanie długu, zintegrowaną politykę

¹⁷ Rozporządzenie PE i Rady (UE) 1176/2011 z dnia 16 listopada 2011 r. w sprawie zapobiegania zakłóceniom równowagi makroekonomicznej i ich korygowania, Dziennik Urzędowy UE 23.11.2011.

¹⁸ Y. Varoufakis, *Globalny Minotaur. Ameryka, Europa i przyszłość światowej gospodarki*, Warszawa 2015, s. 205.

¹⁹ *Tamże*, s. 231.

²⁰ J.E. Stiglitz, *Euro. W jaki sposób wspólna waluta zagraża przyszłości Europy*, Warszawa 2017, s. 132.

spójności i wspierania przedsiębiorstw. Radykalnym rozwiązaniem zaproponowanym przez Stiglitz'a było „uelastycznienie euro”, umożliwiające poszczególnym krajom członkowskim UGW korygowanie nierównowag na rachunkach obrotów bieżących i utrzymanie stanu pełnego zatrudnienia²¹. Większość ekonomistów przyznaje, że podłożem narastających nierównowag wewnętrznych (m.in. w obszarze rynków pracy czy na rynku nieruchomości), jak też zewnętrznych (odzwierciedlonych w bilansach płatniczych) były różnice w realnej sferze gospodarek strefy euro, widoczne w poziomach dochodów per capita czy w poziomach produktywności²². Nowe rozwiązania monitorujące wskaźniki makroekonomiczne zarówno w sferze nominalnej, jak i realnej są zatem odpowiedzią na luki w konstrukcji ekonomicznych ram funkcjonowania UGW. W Rozporządzeniu (UE) 1176/2011 wskazano zresztą, że wzmocnienie zarządzania gospodarczego wynika z doświadczeń pierwszej dekady funkcjonowania UGW, kiedy narastały nierównowagi między gospodarkami strefy euro.

Po 2008 r. obszarem reform, który wywołał żywą dyskusję wśród ekonomistów i polityków, była kwestia stabilności makroekonomicznej w zakresie finansów publicznych. Sporne kwestie dotyczyły m.in. koncepcji uwspólnotowienia długu, zwiększenia wspólnego budżetu UE i, co się z tym wiąże, ustalenia jego nowych źródeł wpływów. Propozycje te wpisują się w postulaty teorii OOW dotyczące działania mechanizmu transferów fiskalnych. Przyjęte w ramach tzw. sześciopaku rozporządzenia ((UE)1173, 1175 i 1177/2011) oraz Pakt Fiskalny²³ utrzymały odpowiedzialność za finanse publiczne na poziomie krajów, zaostrzając procedury monitorowania i korygowania nadmiernego zadłużenia. Niektórzy ekonomiści krytykowali zbyt restrykcyjne oddziaływanie reguł fiskalnych na dotknięte kryzysem gospodarki strefy euro. Na przykład J. Stiglitz w okresie kryzysu strefy euro pisał, że *nie wiedzieć czemu twórcy euro wyobrażali sobie, że jeśli ograniczyć się nadmierne wydatki, rozbieżności między krajami znikną [...]. Trudno jest też zrozumieć panujące przekonanie, że jeśli wydatki rządowe będą zbilansowane, zachowana zostanie także równowaga w handlu zagranicznym. Materiał dowodowy przeciwko takiemu myśleniu jest dziś naprawdę okazały*²⁴. Warto zauważyć, że kiedy w czasie pandemii w 2020 r. okazało się, iż reguły dyscypliny fiskalnej są zbyt restrykcyjne, zastosowano klauzulę wyłączności co do egzekwowania procedury nadmiernego deficytu. Reformy w zakresie przestrzegania dyscypliny finansów publicznych, w tym zdefiniowania celów budżetowych czy zasad korygowania nadmiernych deficytów, są nadal przedmiotem dyskusji. Propozycje nowych rozwiązań zmiierają m.in. w kierunku

²¹ Tamże, s. 319-330.

²² Źródła i mechanizmy narastających nierównowag wewnętrznych i zewnętrznych między krajami strefy euro analizowali m. in. J. Frankel, *The Euro Crisis: Where to From Here?*, „Journal of Policy Modeling” 2015, vol. 37, nr 3; P. Krugman, *Revenge of Optimum Currency Area*, „NBER Macroeconomics Annual” 2012, vol. 27; F. Mauro, F. Pappada, *Euro Area External Imbalances and the Burden of Adjustment*, „Journal of International Money and Finance” 2014, vol. 48; J. Ritzen, K.F. Zimmermann, *A Vibrant European Labor Market with Full Employment*, IZA Policy Paper No. 73, 2013.

²³ Paktem Fiskalnym określa się umowę międzyrządową zwaną Traktatem o Stabilności, Koordynacji i Zarządzaniu w Unii Gospodarczej i Walutowej, który obowiązuje od 1 stycznia 2013 r.

²⁴ J.E. Stiglitz, *Euro...*, s. 134.

oparcia dyscypliny fiskalnej na regule kontroli wydatków zamiast na regule kontroli deficytu budżetowego. Ponadto, rozszerzenie ram finansowych UE na lata 2021-2027 o dodatkowy program – tzw. Next Generation EU – pokazało, że w sytuacji bardzo silnych zakłóceń gospodarczych stabilność integracji wymaga zwiększonej pomocy finansowej na szczeblu unijnym. O ile większość środków dla programu Next Generation EU jest pozyskiwana na rynkach kapitałowych, o tyle wpływy do tradycyjnego budżetu UE powiększono o nowe źródło składek krajów członkowskich z tytułu niepodlegających recyklingowi plastików. Powyższe zmiany świadczą o tendencji do rozszerzania finansowania na szczeblu UE, co zgodne jest z koncepcją federalizmu fiskalnego proponowaną przez teorię OOW. Warto zaznaczyć, że część ekonomistów kwestionuje rolę transferów fiskalnych, np. w ramach wspólnej polityki regionalnej, we wzmacnianiu konwergencji i konkurencyjności regionów UE, wskazując, że czasowe oddziaływanie stabilizacyjne transferów jest często niwelowane przez ich długookresowe stosowanie na rzecz redystrybucji dochodów²⁵.

4. EFEKTY IMPLEMENTACJI NOWYCH ROZWIĄZAŃ W ZAKRESIE NADZORU MIKROOSTROŻNOŚCIOWEGO I STABILNOŚCI MAKROEKONOMICZNEJ

W ramach procedur mikroostrożnościowych, mających na celu monitorowanie i wczesne wykrywanie zagrożeń na poziomie podmiotów funkcjonujących w różnych sektorach rynku finansowego, wprowadzono zharmonizowane reguły identyfikacji instytucji o znaczeniu systemowym, zarówno globalnym, jak i krajowym²⁶, a także wskaźniki adekwatności kapitałowej banków, co było niezbędne do monitorowania ryzyka oraz utrzymania jednolitych zasad konkurencyjności na wspólnym rynku. Przyjęte rozwiązania są spójne z międzynarodowymi standardami Bazylejskiego Komitetu ds. Nadzoru Bankowego w zakresie buforów bezpieczeństwa. Efektywność wprowadzonych rozwiązań można ocenić na podstawie wyników stabilności sektora finansowego. Podstawowe wskaźniki stabilności instytucji kredytowej – takie jak wskaźnik wypłacalności, mierzący stosunek kapitałów własnych netto banku do wartości aktywów ważonych ryzykiem, w tym wskaźnik kapitału podstawowego Tier 1, który informuje o relacji posiadanych przez bank kapitałów o najwyższej jakości do aktywów ważonych ryzykiem – wskazują na znaczną poprawę bezpieczeństwa banków w porównaniu ze stanem sprzed globalnego kryzysu finansowego w 2008 r. Wykres 1 pokazuje, że w okresie 2007-2022 średnia wartość udziału kapitału najwyższej

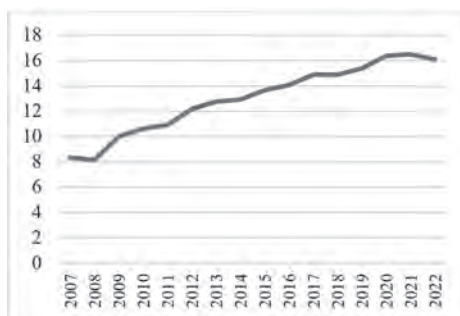
²⁵ Szerzej o krytycznej roli transferów fiskalnych jako instrumentu stabilizacji i wspierania wzrostu w unii walutowej w pracy: S. Kawalec, E. Pytlarczyk, K. Kamiński, *The Economic Consequences...*, s. 90-96.

²⁶ Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2013/36/UE z dnia 26 czerwca 2013 r. w sprawie warunków dopuszczenia instytucji kredytowych do działalności oraz nadzoru ostrożnościowego nad instytucjami kredytowymi i firmami inwestycyjnymi oraz Rozporządzenie PE i Rady (UE) 575/2013 z dnia 26 czerwca 2013 r. w sprawie wymogów ostrożnościowych dla instytucji kredytowych i firm inwestycyjnych.

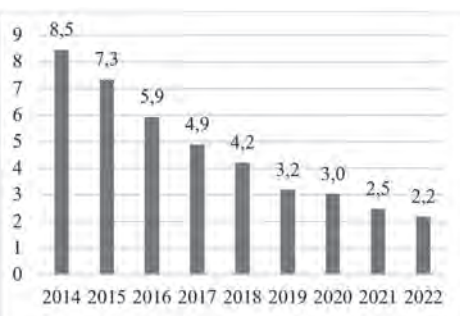
jakości (Tier 1) w łącznej ekspozycji na ryzyko, obliczona dla banków strefy euro, wzrosła niemal dwukrotnie, tj. z 8,33% do 16,08%.

O poprawie kondycji banków strefy euro świadczy także spadek wskaźnika niespłaconych kredytów w ogólnej wartości udzielonych kredytów (wykres 2). Warto zaznaczyć, że zaostrzone wymogi kapitałowe, jak też zabezpieczenia w postaci np. buforu antycyklicznego, stanowiły dla banków dodatkowe koszty, przez co część ekspertów uznawała je za zbyt restrykcyjne. Złagodzenie zasad obliczania adekwatności kapitałowej wprowadzono dopiero w czasie pandemii COVID-19, kiedy Rozporządzenie PE i Rady 2020/873²⁷ zmniejszyło wagi ryzyka dla części kredytów, jak też wyłączyło niezrealizowane zyski i straty z obliczeń wartości kapitału Tier 1. Dostosowania te świadczą o elastycznym podejściu do reguł ostrożnościowych w sytuacjach bardzo silnych wstrząsów, jakim była pandemia.

Wykres 1. Współczynnik kapitału Tier 1 (w %)



Wykres 2. Zaległe kredyty (w %)



Źródło: Dane z bazy EBC, [online:] <https://data.ecb.europa.eu/search-results?searchTerm=tier%201>, 20 VII 2023.

Wymogi co do zwiększenia bazy kapitałowej banków, w tym gromadzenia buforów antycyklicznych, wpisują się w ramy kryteriów optymalnego obszaru walutowego, są bowiem elementem mechanizmu, który pozwala z jednej strony zapobiegać potencjalnym szokom ekonomicznym, a z drugiej – absorbować je. Stosunkowo łagodne przejście sektora finansowego przez czas pandemii COVID-19 świadczy o skuteczności rozwiązań ostrożnościowych przyjętych po kryzysie finansowym z 2008 r.

Efekty rozwiązań makroostrożnościowych wprowadzonych w UE po 2010 r. można ocenić na podstawie wyników raportów ostrzegawczych (Alert Mechanism Reports) publikowanych przez Komisję Europejską. Wykres 3 pokazuje liczbę krajów, wobec których zastosowano tzw. pogłębioną ocenę co do występowania nierównowag makroekonomicznych (In-Depth Review). Jest to szczegółowe badanie uruchamiane po analizie wyników standardowego raportu sprawdzającego ryzyko wystąpienia nierównowagi makroekonomicznej w krajach UE. Na jej podstawie Rada określa, czy w danym

²⁷ Rozporządzenie PE i Rady (UE) 2020/873 z dnia 24 czerwca 2020 r. zmieniające rozporządzenia (UE) nr 575/2013 i (UE) 2019/876 w odniesieniu do niektórych dostosowań w odpowiedzi na pandemię COVID-19.

kraju występuje nierównowaga, a jeśli tak, to czy jest ona nadmierna, czyli zagrażająca stabilności danej gospodarki, a także innym uczestnikom UGW.

Wykres 3. Liczba krajów wykazujących nierównowagi makroekonomiczne w latach 2012-2023



Źródło: opracowanie własne na podstawie konkluzji Rady UE z raportów KE w sprawie oceny nierównowag makroekonomicznych.

Jak można zauważyć, najwięcej krajów było poddanych szczegółowej analizie ryzyka makroekonomicznego w latach 2013-2016. W tym czasie zidentyfikowano też największą liczbę przypadków nadmiernej nierównowagi makroekonomicznej. W 2020 r., ze względu na pandemię COVID-19, dostępność wskaźników uwzględnianych przy ocenie nierównowag makroekonomicznych była ograniczona, dlatego nie przeprowadzono pogłębionej analizy. Dwa lata później szczegółową oceną objęto jednak już 17 krajów, przy czym nadmierną nierównowagę stwierdzono tylko w 2: Grecji i Włoszech. Wskaźniki analizy ryzyka makroekonomicznego wskazują, w jakich obszarach przekroczono progi ostrzegawcze. Tabela 1 pokazuje, że ryzyko makroekonomiczne związane jest najczęściej z zadłużeniem sektorów rządowego i prywatnego, a także z szybkim wzrostem kosztów pracy i cen nieruchomości. Progi ostrzegawcze przekroczyło też wiele krajów, które wykazały ujemne saldo zagranicznych zobowiązań finansowych. Na podstawie raportów oceniających ryzyko wystąpienia nierównowag makroekonomicznych Rada UE w ramach tzw. semestru europejskiego kieruje do poszczególnych krajów ostrzeżenia, co pozwala na wczesnym etapie zasygnalizować problemy i zalecić działania naprawcze. Należy stwierdzić, że monitorowanie ryzyka makroekonomicznego jest niezbędne w zarządzaniu gospodarczym UGW, jednak zidentyfikowane nierównowagi są trudne do skorygowania, co w dużej mierze wynika z problemów strukturalnych poszczególnych gospodarek.

Oceniając zasadność i efektywność reform UGW, należy zaznaczyć, że część z nich nie została w pełni zrealizowana, jak np. jeden z filarów unii bankowej, dotyczący gwarantowania depozytów bankowych. Rozwiązanie to ograniczono *de facto* do ujednolicenia do 100 tys. euro wartości wypłacanych depozytów w razie upadku banku,

natomiast nie zrealizowano koncepcji wspólnego funduszu gwarantowania depozytów. Ponadto w fazie realizacji pozostaje unia rynków kapitałowych. Teoria ekonomii dostarcza argumentów za pogłębianiem integracji w tym obszarze, wskazując na redukcję kosztów pozyskania kapitału, zwłaszcza dla małych i średnich firm, a także poszerzenie oferty inwestycyjnej dla podmiotów oszczędzających. Asymetria występująca między gospodarkami UE w poziomie oszczędności i inwestycji mogłaby w warunkach unii kapitałowej być wykorzystana do optymalizacji alokacji kapitału. Niewątpliwie kraje UE, gdzie dominuje finansowanie przez system bankowy, mogłyby skorzystać z alternatywnych źródeł, które daje rynek kapitałowy, finansując w ten sposób m.in. koszty transformacji ekologicznej i cyfryzacji.

Tabela 1. Procedura nierównowagi makroekonomicznej – przekroczenie progów ostrzegawczych w 2023 r.

Wskaźnik	Przekroczenie progu ostrzegawczego
Saldo rachunku obrotów bieżących	(+) DK, DE, NL; (–)* RO, CY, EL, EI
Międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto	IE, EL, CY, ES, HU, RO, PL, PT, HR, SK
Udziały w światowym eksporcie	FR, IT, ES
Jednostkowe koszty pracy	BG, CZ, EE, ES, CY, LT, LV, EE, PL, PT, RO, SK, SI
Zmiana cen nieruchomości	CZ, DK, DE, EE, LT, LV, LU, HU, PT, SI, SE
Przyrost kredytów sektora prywatnego	LU, SE
Poziom zadłużenia sektora prywatnego	BE, DK, IE, ES, FR, LU, CY, NL, PT, FI, SE
Poziom zadłużenia sektora rządowego	BE, DE, EL, ES, FR, HR, IT, CY, HU, AT, PT, SI, SK, FI
Przyrost zobowiązań sektora finansowego	EL, ES, LT, SK
Stopa bezrobocia	EL, ES

* (–) dotyczy przekroczenia dolnego, a (+) górnego progu ostrzegawczego.

Źródło: *Alert Mechanism Report*, European Commission, 2023.

ZAKOŃCZENIE

Wprowadzone po 2010 r. nowe ramy instytucjonalne UGW znajdują silne podstawy w teorii ekonomii odwołującej się do kryteriów funkcjonowania optymalnych obszarów walutowych, a także do ekonomii instytucjonalnej. Przeprowadzone badanie pozwala sformułować następujące wnioski.

Po pierwsze, pominięcie przy projektowaniu UGW rozwiązań instytucjonalnych, które pozwalałyby amortyzować zakłócenia na poziomie ponadnarodowym, zostało częściowo skorygowane poprzez utworzenie funduszy pomocowych, takich jak Europejski Mechanizm Stabilności czy jednolity fundusz restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji. Powyższe rozwiązania objęły zarówno poziom mikroekonomiczny,

a więc dotyczący poszczególnych podmiotów czy sektorów gospodarki, jak i makroekonomiczny, pozwalający na kompleksowe działania stabilizacyjne na szczeblu gospodarek krajów członkowskich. Możliwość wykorzystania wspólnych środków w sytuacjach zakłóceń zagrażających stabilności gospodarek strefy euro, jak też UGW jako całości, ma silne podstawy w teorii optymalnych obszarów walutowych, która obok sprawnego działania rynkowych mechanizmów absorpcji szoków na poziomie poszczególnych gospodarek postuluje także funkcjonowanie systemu transferów na poziomie ponadnarodowym.

Po drugie, oprócz mechanizmów korygujących zakłócenia gospodarcze, reformy UGW po 2010 r. wzmocniły mechanizmy prewencyjne, które w pierwotnych ramach instytucjonalnych nie działały wystarczająco dobrze. Nowe rozwiązania w tym obszarze także mają wymiar zarówno mikro-, jak i makroekonomiczny.

Po trzecie, kompleksowy charakter reform, które z jednej strony dotyczyły nadzoru nad rynkami finansowymi, a z drugiej – monitorowania szeroko rozumianej stabilności makroekonomicznej, pozwala identyfikować zasadnicze dla unii gospodarczej i walutowej powiązania gospodarcze między sferą finansową a realną.

Po czwarte, ocena dotychczasowej efektywności stosowania nowych rozwiązań instytucjonalnych wskazuje na znaczną poprawę bezpieczeństwa instytucji kredytowych, jednak w obszarze stabilności makroekonomicznej nadal występuje wiele obszarów ryzyka. Ponadto część rozwiązań, jak np. zaostrzona dyscyplina fiskalna, okazała się niedostosowana do silnych zakłóceń, jakie wywołała pandemia. W kontekście wyzwań związanych z cyfryzacją, zrównoważonym wzrostem, a także wzmożoną konkurencją międzynarodową i zmianami geopolitycznymi można oczekiwać kontynuacji reform, czego przykładem jest realizacja unii rynków kapitałowych.

BIBLIOGRAFIA

- Alert Mechanism Report 2023, Report from the Commission to the EP, the Council, and the European Economic and Social Committee*, European Commission, COM (2022) 781 final.
- Baldwin R., Wyplosz Ch., *The Economics of European Union*, Berkshire 2004.
- Burda M., Wyplosz Ch., *Makroekonomia*, Warszawa 2000.
- De Grauwe P., *Economics of Monetary Union*, Oxford 2022.
- Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2013/36/UE z dnia 26 czerwca 2013 r. w sprawie warunków dopuszczenia instytucji kredytowych do działalności oraz nadzoru ostrożnościowego nad instytucjami kredytowymi i firmami inwestycyjnymi.
- Frankel J., *The Euro Crisis: Where to from Here?*, "Journal of Policy Modeling" 2015, vol. 37, nr 3, <https://doi.org/10.1016/j.jpolmod.2015.03.006>.
- Frankel J., Rose A.K., *The Endogeneity of the Optimum Currency Area Criteria*, "The Economic Journal" 1998, vol. 108, nr 449, <https://doi.org/10.1111/1468-0297.00327>.
- Frankel J., Rose A., *An Estimate of the Effect of Common Currencies on Trade and Income*, "The Quarterly Journal of Economics" 2002, vol. 117, nr 2, <https://doi.org/10.1162/003355302753650292>.

- Kawalec, S., Pytlarczyk, E., Kamiński, K., *The Economic Consequences of the Euro: The Safest Escape Plan*, Abingdon 2020, <https://doi.org/10.4324/9780429054006>.
- Kenen, P. *The Theory of Optimum Currency Areas: An Eclectic View*, [w:] *Monetary Problems of the International Economy*, red. R. Mundell, A. Swoboda, Chicago 1996.
- Krugman P., *Revenge of Optimum Currency Area*, „NBER Macroeconomics Annual” 2012, vol. 27, <https://doi.org/10.1086/669188>.
- Mauro F., Pappada F., *Euro Area External Imbalances and the Burden of Adjustment*, „Journal of International Money and Finance” 2014, vol. 48, <https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2014.05.017>.
- McKinnon, R., *Optimum Currency Areas*, „The American Economic Review” 1963, vol. 53, nr 4.
- Mundell, R., *A Theory of Optimum Currency Areas*, „The American Economic Review” 1961, vol. 51, nr 4.
- Mundell R., *A Plan for a European Currency*, [w:] *The Economics of Common Currencies*, red. H. Johnson, A. Swoboda, London 1973.
- North, D.C., *Institutions, Institutional Change and Economic Performance*, Cambridge University Press 1990, <https://doi.org/10.1017/CBO9780511808678>.
- Ritzen J., Zimmermann K.F., *A Vibrant European Labor Market with Full Employment*, IZA Policy Paper No. 73, 2013, <https://doi.org/10.1186/2193-9012-3-10>.
- Rodrik D. *Institutions for High-Quality Growth: What They Are and How to Acquire Them*, „Studies in Comparative International Development” 2000, vol. 35, <https://doi.org/10.1007/BF02699764>.
- Rozporządzenie PE i Rady (UE) 1176/2011 z dnia 16 listopada 2011 r. w sprawie zapobiegania zakłóceniom równowagi makroekonomicznej i ich korygowania, Dziennik Urzędowy UE 23.11.2011.
- Rozporządzenie PE i Rady (UE) 806/2014 z dnia 15 lipca 2014 r. ustanawiające jednolite zasady i jednolitą procedurę restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji instytucji kredytowych i niektórych firm inwestycyjnych w ramach jednolitego mechanizmu restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji oraz jednolitego funduszu restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji oraz zmieniające rozporządzenie (UE) nr 1093/2010, Dziennik Urzędowy UE 30.07.2014.
- Rozporządzenie PE i Rady (UE) 2020/873 z dnia 24 czerwca 2020 r. zmieniające rozporządzenia (UE) nr 575/2013 i (UE) 2019/876 w odniesieniu do niektórych dostosowań w odpowiedzi na pandemię COVID-19, Dziennik Urzędowy UE 26.06.2020.
- Stiglitz J.E., *Euro. W jaki sposób wspólna waluta zagraża przyszłości Europy*, Warszawa 2017.
- Williamson O.E., *The New Institutional Economics: Taking Stock, Looking Ahead*, „Journal of Economic Literature” 2000, vol. 38, nr 3, <https://doi.org/10.1257/jel.38.3.595>.
- Wojtyła A., *Teoretyczny wymiar zależności między zmianami instytucjonalnymi, polityką ekonomiczną a wzrostem gospodarczym*, „Gospodarka Narodowa” 2007, nr 5-6.
- Varoufakis Y., *Globalny Minotaur. Ameryka, Europa i przyszłość światowej gospodarki*, Warszawa 2015.

Marta WAJDA-LICHY – pracuje w Katedrze Makroekonomii. Specjalizuje się w makroekonomii gospodarki otwartej i ekonomii integracji europejskiej. W latach 2006-2011 kierownik projektu UE Jean Monnet Module.