

Mateusz SZCZUREK*

 0000-0001-8426-1547

Reakcja Unii Europejskiej na COVID-19 jako wypełnienie braków w konstrukcji Europejskiej Unii Gospodarczej i Walutowej

Streszczenie: Europejski Instrument na rzecz Odbudowy i Zwiększania Odporności (RRF) wraz z instrumentem tymczasowego wsparcia w celu zmniejszenia zagrożeń związanych z bezrobociem w sytuacji nadzwyczajnej (SURE) stanowią znaczącą próbę wypełnienia istotnej luki w konstrukcji Europejskiej Unii Gospodarczej i Walutowej (EUGiW). Artykuł pokazuje znaczenie i potrzebę wspólnego mechanizmu fiskalnego dla funkcjonowania EUGiW oraz wskazuje, dlaczego trudne będzie odejście od tymczasowości zaproponowanych elementów. Problemy te czynią implementację RRF istotną nie tylko dla odbudowy gospodarki po pandemii COVID-19, ale także dla dalszej stabilności strefy euro i Unii Europejskiej (UE). Porażka wdrożenia RRF oznaczać będzie konieczność utrzymywania bardziej konserwatywnej polityki fiskalnej w czasach koniunktury, gdyż to krajowa polityka fiskalna pozostanie kluczowym elementem zastępującym ograniczoną rolę unijnych mechanizmów stabilnościowych przy wstrząsach asymetrycznych.

Słowa kluczowe: UE, polityka fiskalna, stabilizacja makroekonomiczna, Unia Gospodarcza i Walutowa, ekonomia polityczna

Kody klasyfikacji JEL: E63, F45, F55, H87

Artykuł złożony 10 marca 2021 r., w wersji poprawionej nadesłany 27 maja 2021 r., zaakceptowany 21 października 2021 r.

* Wydział Nauk Ekonomicznych, Uniwersytet Warszawski, Polska; e-mail: mszczurek@wne.uw.edu.pl

EU Emergency COVID-19 Instruments as an Attempt to Address Deficiencies in the EMU Design

Abstract: The European Recovery and Resilience Facility (RRF), together with the Temporary Support to Mitigate Unemployment Risks in an Emergency (SURE) instrument, constitutes a significant attempt to address deficiencies in the design of the European Monetary Union (EMU). This article shows the importance of a common fiscal instrument for the functioning of the EMU. It also shows why, before 2020, such mechanisms were extremely limited and why making the RRF and SURE permanent will be politically difficult. Challenges hampering fiscal integration in the EMU, combined with the need for a permanent fiscal capacity, make the implementation of the RRF from 2021 to 2026 crucial not only for post-COVID-19 recovery, but also for the long-term economic stability of the EU. A failure in the RRF's transition into a permanent federal instrument will require a more conservative fiscal policy as member state budgets remain crucial for the macroeconomic stabilisation of asymmetric shocks.

Keywords: EU, fiscal policy, macroeconomic stabilisation, EMU, political economy

JEL Classification Codes: E63, F45, F55, H87

Article submitted March 10, 2021, revision received May 27, 2021,
accepted for publication October 21, 2021.

Niedokończona unia monetarna

Od pierwszych postulatów utworzenia europejskiej unii monetarnej zwracano uwagę na przydatność unii fiskalnej – uwspólnotowienia większej części wydatków publicznych w Unii Europejskiej tak, by stanowiły one znaczący mechanizm stabilizujący. Od początku jednak narodowe uwarunkowania, szczególnie obawy przed trwałym finansowaniem innych państw oraz różnice w preferowanej polityce makroekonomicznej, stanowiły bariery nie do przekroczenia. Także dziś obiecująco brzmiące hasła jak „budżet strefy euro” czy „koordynacja polityki fiskalnej” oznaczają co innego dla Francji niż dla Niemiec.

Europejska Unia Gospodarcza i Walutowa (EUGiW) nazywana jest często niedokończoną unią monetarną [Juncker et al., 2015; DeGrauwe, 2011; Buti et al., 2020]. Członkowie strefy euro scedowali politykę pieniężną niezależnemu Europejskiemu Bankowi Centralnemu (EBC) oraz przyjęli wspólną walutę, „nieodwracalnie” ustalając wzajemne kursy nominalne. Ta decyzja w naturalny sposób zwiększyła znaczenie polityki fiskalnej dla stabilizacji gospodarki, szczególnie w przypadku wstrząsów gospodarczych dotyczących państwa członkowskie nierównomiernie.

Wspólne stopy procentowe EBC mogą być zbyt niskie dla jednych państw, zaś zbyt wysokie dla innych. W pierwszej grupie przekładałoby się to na przegrzaną koniunkturę, nadmierny wzrost cen i niebezpieczne dla stabilności finansowej boomy kredytowe. W drugiej grupie popyt i inwestycje byłyby ograniczone, skutkując dodatkowym bezrobociem i mniejszymi dochodami [Walters, 1990].

Drugim problemem są nierównowaga płatnicza i nadmierne różnice w konkurencyjności pomiędzy członkami strefy euro. Ich równoważenie następować może przez zmianę realnych kursów walutowych, co jest utrudnione przy braku odrębnych walut, a zatem kursów nominalnych. Utrata konkurencyjności może wynikać z:

- błędów polityki krajowej – np. nadmiernie ekspansywnej polityki fiskalnej lub niedostatków nadzoru bankowego,
- egzogenicznych wstrząsów – zmian cen surowców, upadku kłopotów kluczowej firmy („efekt Nokii”), ale też
- przegrzania koniunktury oraz nadmiernego wzrostu płac i cen (w stosunku do innych członków strefy euro).

Kawalec i Pytlarczyk [2016], Blanchard [2007], Micossi [2016] oraz Mody [2018] przedstawiają konsekwencje wewnętrznej nierównowagi strefy euro i mechanizmy jej powstawania.

Trzecim ryzykiem jest większe narażenie na kryzysy płynnościowe, przy braku działania EBC jako pożyczkodawcy ostatecznej instancji. Traktat z Maastricht ustanowił niezależność EBC na wyjątkowym poziomie [Draghi, 2014; Mody, 2018], z bardzo ograniczonym podstawowym celem – zapewnienia stabilności cen (bez kryterium bezrobocia bądź wzrostu)¹.

Wątpliwości co do zakresu działalności dotyczyły roli EBC jako pożyczkodawcy ostatecznej instancji zarówno dla banków, jak i dla rządów. DeGrauwe [2011] zauważa, że brak własnego banku centralnego, który może ograniczać ataki spekulacyjne na obligacje skarbowe denominowane w walucie danego kraju, naraża wypuszczający je rząd na łatwe przejście od kryzysu płynności do kryzysu wypłacalności. Dzieje się tak przez wzrost rynkowych stóp procentowych, wpływ na system bankowy oraz brak amortyzującego efektu osłabienia kursu.

Wiele z przedstawionych powyżej wyzwań związanych z członkostwem w unii monetarnej jest znanych od przynajmniej półwiecza². Już Raport Wernera, stanowiący głos za pełniejszą integracją gospodarczą Wspólnoty Europejskiej, szedł dalej niż postulowanie wspólnej bankowości centralnej. Przewidywał, że „centrum decyzyjne Wspólnoty musi być zdolne wpływać na równowagi zewnętrzne i budżety narodowe w odniesieniu do bilansów, metod finansowania czy wykorzystywania nadwyżek” [Werner, 1970: 11].

Kolejny kluczowy komisyjny raport – MacDougalla [1977] badał rolę finansów publicznych w kontekście europejskiej integracji gospodarczej. Na podstawie analiz znaczenia budżetów federalnych i regionalnych ocenił on, że

¹ Wprawdzie traktat mówi, że w ramach celów drugorzędnych EBC „wspiera ogólne polityki gospodarcze w Unii, mając na względzie przyczynianie się do osiągnięcia celów Unii ustanowionych w artykule 3 Traktatu o Unii Europejskiej” (Art. 127 TFUE), ale w praktyce do drugiej fazy kryzysu to wysokość podstawowego wskaźnika inflacji okazywała się kluczowym parametrem dyktującym decyzje dotyczące stóp procentowych [Trichet, 2011].

² Przegląd dyskusji akademickiej i politycznej powiązanej z tworzeniem EWGiW można znaleźć w rozdziałach 2 i 3 Mody [2018].

niewystarczająca skala stabilizowania cyklicznych fluktuacji pomiędzy państwami Wspólnoty jest ważnym powodem czyniącym „unię monetarną niewykonalną”. Zespół MacDougalla nie widział dużych szans na osiągnięcie w Europie budżetu zwykłych federacji (20–55% PKB) i koncentrował się raczej na modelu ograniczonym (5–7% PKB) lub „przedfederacyjnym” z budżetem 2–2,5% PKB. Proponowany do wdrożenia ten drugi, mniejszy model zawierać miał wspólny mechanizm ubezpieczeń od bezrobocia oraz elementy korzyści skali w wydatkach publicznych. Z punktu widzenia stabilizacji makroekonomicznej tak mały budżet Wspólnoty Europejskiej wymagałby zdolności zadłużania się [Komisja Wspólnot Europejskich, 1977]. W przeciwieństwie do raportu Wernera, MacDougall widział elementy federalizmu jako konieczne do wdrożenia, zanim integracja monetarna się rozpocznie [Thygesen, 2020].

Wreszcie komisja Delorsa w swoim raporcie stanowiącym intelektualną podbudowę decyzji o utworzeniu EUGiW przyznawała, że w finalnej fazie:

„Rada we współpracy z Parlamentem Europejskim podejmowałaby bezpośrednie decyzje, dotyczące między innymi: a) ograniczeń budżetów narodowych w zakresie koniecznym dla unikania nierównowag grożących stabilności monetarnej; b) dyskrecyjnych zmian w zasobach Wspólnoty [...] dla wzmocnienia transferów strukturalnych dla Krajów Członkowskich lub by wpływać na ogólne nastawienie w polityce makroekonomicznej Wspólnoty” [Delors, 1989: 36, tłum. własne].

Ostateczny kształt EUGiW powstającej w 1992 r. z wielu powodów sugestii powyższych nie uwzględniał. Thygesen [2020], współautor raportu Delorsa zaznacza, że a) apetyt do pozbywania się kolejnej części suwerenności gospodarczej był ograniczony, b) obawy przed dominacją fiskalną spowodowały wzmocnienie niezależności EBC i pominięcie w jego mandacie typowych dla narodowych banków centralnych obszarów odpowiedzialności: interwencji walutowych, nadzoru bankowego i pożyczkodawcy ostatniej instancji dla banków i rządów.

Mechanizmy zastępcze

Istnieje wiele mechanizmów, które zastępują brak własnej polityki pieniężnej i kursowej. Literatura opisująca te mechanizmy w ramach optymalnego obszaru kursowego, zaczynając od Mundella [1961], McKinnona [1963] oraz Kenena [1969] jest bardzo bogata (obszerny przegląd dostarcza Kunroo [2015]). Z perspektywy kryzysu 2009–2015 można zaobserwować, że skuteczność mechanizmów dostosowawczych w kontekście europejskim jest ograniczana przez niską inflację, wysoki dług publiczny, niedostateczną integrację rynków finansowych i ciągle jeszcze istniejące bariery w ramach wspólnego rynku.

Wewnętrzna dewaluacja

Realne kursy walutowe mogą dostosowywać się przez relatywne zmiany płac i cen, stabilizując koniunkturę. Mechanizmy te jednak działają wolniej niż osłabienie nominalne, a w otoczeniu deflacyjnym wręcz w ogóle przestają działać. Powoduje to, że przy dużych wstrząsach gospodarczych przedłuża się okres wyższego bezrobocia i niższej produkcji. Przy odpowiednio wysokiej średniej inflacji w strefie euro oraz dużym wzroście wydajności w słabszych państwach, nierównowagę można stosunkowo łatwo wyrównywać przez deprecjację realnych kursów. Zarówno jednak przeciętny wzrost cen w państwach o wyższym bilansie bieżącym, jak i wzrost wydajności w krajach dotkniętych kryzysem były w ostatniej dekadzie bardzo niskie. Wewnętrzna dewaluacja stanowi też zagrożenie dla wypłacalności zarówno zadłużonych rządów, jak i firm. O ile stabilizacja koniunktury w recesji i realny wzrost gospodarczy zmniejszają obciążenie istniejącym długiem, spadek cen (konieczny dla osiągnięcia realnej deprecjacji w otoczeniu niskiej inflacji) zwiększa realną wartość długu [Escolano, 2010].

Migracja

Mobilność czynników produkcji, szczególnie pracy, może wyrównywać koniunkturę pomiędzy państwami i koszty wstrząsów gospodarczych dla gospodarstw domowych. O ile jednak swoboda podejmowania pracy w każdym kraju Unii Europejskiej to jedna z fundamentalnych wolności wspólnoty, to w praktyce mobilność pracy w strefie euro jest ciągle jeszcze mniejsza i wolniejsza niż w USA [Beyer, Smets, 2015]. Wynikać to może z różnic kulturowych, językowych czy lokalnych przepisów.

Dodatkowym problemem związanym z mobilnością jest jej negatywny wpływ na współczynnik obciążenia demograficznego w krajach eksportujących siłę roboczą. Bez uwspólnotowienia wydatków, szczególnie na emerytury czy służbę zdrowia, emigracja może się przekładać na zwiększone obciążenie netto dla budżetu kraju eksportującego siłę roboczą [Baglioni, Boitani, Bordignon, 2016]. W praktyce wzmożona emigracja w UE przekładała się na rosnący udział wydatków na zdrowie i emerytury, ale mało istotny i krótkotrwały wpływ na ogólny bilans budżetów [Atoyan et al., 2016].

Rynkowa kompensacja wstrząsów gospodarczych

Znaczącym mechanizmem wyrównującym ryzyko makroekonomiczne w USA są rynki finansowe [Alcidi, D'Imperio, Thirion, 2017]. Inwestycje poczynione w silniejszych regionach dostarczają dochodów firmom i gospodarstwom domowym z obszarów dotkniętych kryzysem. Strefa euro, mimo swobody przepływu kapitału i wspólnej waluty, charakteryzuje się mniejszym wyrównaniem wstrząsów makroekonomicznych przez mechanizmy rynków finansowych, choć najnowsze dane wskazują na wzrost znaczenia sektora

prywatnego w wyrównywaniu ryzyka makroekonomicznego [EBC, 2016]. Fragmentacja rynków kapitałowych, a także ograniczone ich znaczenie w porównaniu z bankami są przeszkodą w zwiększeniu roli sektora finansowego.

Doświadczenia ostatnich dekad pokazały jeszcze jedną niepokojącą zależność – integracja finansowa, która w dobrych czasach stanowi element równoważący ryzyko, w czasach kryzysu działa w odwrotnym kierunku. Finansowanie transgraniczne zamiera lub co gorsza odwraca się, co w strefie euro może być związane z ciągle istniejącym ryzykiem rozpadu i redenominacji aktywów według nowych kursów [Messori, Micossi, 2018]. Przy braku ponadnarodowych mechanizmów ubezpieczeniowych ryzyko samospełniających się scenariuszy może w takim otoczeniu wymagać niższego długu i większych buforów fiskalnych niż dla państw z własnym bankiem centralnym [Martin, Ragot, 2021:21]

Krajowa polityka fiskalna jako mechanizm kompensujący nierównowagę

Przy niewystarczających wyżej wymienionych mechanizmach krajowa polityka fiskalna staje się kluczowym elementem stabilizacji koniunktury. Jest ona szczególnie skuteczna w okresie recesji i zerowych stóp procentowych dzięki wysokim mnożnikom fiskalnym [Auerbach, Gorodnichenko, 2012]. Krajowa polityka fiskalna nie jest jednak mechanizmem idealnym.

Po pierwsze możliwości jej szybkiego dostosowania do koniunktury przez działania dyskrecjonalne są ograniczone. Zmiany w podatkach czy zwiększenie publicznych inwestycji wymagają czasu i nie nadają się do szybkiej reakcji na zmiany koniunktury.

Mniej podatną na inercję częścią polityki fiskalnej są „automatyczne stabilizatory”, a więc fakt, że w recesji naturalnie następują zwiększenie niektórych wydatków (np. zasiłków na bezrobotnych) i spadek dochodów podatkowych. Nawet jednak te mechanizmy są jedynie wtedy automatyczne, gdy państwo ma wystarczającą swobodę zwiększenia i sfinansowania deficytów budżetowych. W przypadku wysokiego długu publicznego swoboda stabilizacji koniunktury przez politykę fiskalną może być ograniczona przez skokową reakcję rynków finansowych, rentowności papierów skarbowych i kosztów obsługi długu [Berger, Dell’ariccia, Obstfeld, 2018]³.

Unia fiskalna jako mechanizm stabilizacyjny

Fiskalne mechanizmy wyrównywania ryzyka na poziomie europejskim mogłyby być w pewnym stopniu odpowiedzią na opisane problemy.

Po pierwsze wspólnotowe mechanizmy stabilizacyjne mogłyby uwolnić politykę fiskalną od nadmiernej presji rynkowej podczas recesji. Dyscyplinująca rola rynków jest ogólnie bardzo pożądanym mechanizmem zmniejszają-

³ Innym tego rodzaju ograniczeniem może być konstrukcja reguł fiskalnych – konstytucyjne limity zadłużenia lub nieuwzględniające koniunktury ograniczenia wysokości deficytu budżetowego.

cym „obciążenie deficytem” w polityce budżetowej (*deficit bias*). Jej wymiar kryzysowy, nieliniowości, „złe punkty równowagi” mogą jednak wymuszać nieoptymalną politykę gospodarczą [Bayoumi et al., 1995]. Znaczenie zmniejszenia ryzyka przejścia z dobrego do kryzysowego punktu równowagi jest szczególnie duże z powodu silnych związków pomiędzy wypłacalnością banków i rządów w krajach strefy euro [Berger et al., 2018]. Co więcej, przy niektórych mechanizmach uwspólnotowienia impuls fiskalny może mieć większą siłę przez brak konieczności szybkiego obniżenia długu i oczekiwań przyszłej podwyżki podatków lub obniżenia wydatków [Kenen, 1969].

Po drugie wspólnotowe mechanizmy pozwalałyby na uwzględnienie efektów zewnętrznych narodowej polityki fiskalnej – jej wpływu na pozostałe państwa UE [Szczurek, 2018]. Efekty zewnętrzne impulsu fiskalnego mogą być zarówno pozytywne, jak i negatywne. Te pierwsze działać mogą poprzez handel wewnątrzspółnotowy czy też relatywne ceny i koszty w strefie euro. Przykładem tych drugich jest wzrost stóp procentowych lub nadmierne umocnienie euro w innych państwach Unii. Pozytywne efekty zewnętrzne zwiększonych wydatków publicznych są szczególnie duże w otoczeniu zerowych stóp procentowych [In’t Veld, 2016].

Po trzecie wreszcie za unię fiskalną przemawiać mogą korzyści skali. Koordynacja w zakresie podatków zmniejszać może pokusy nieuczciwej konkurencji i tworzenia „inteligentnych rajów podatkowych w UE”, które wykorzystują różnice w systemach podatkowych. Uwspólnione nakłady na wzmocnienie jednolitego rynku, badania naukowe oraz rozwój technologii i infrastrukturę, a także politykę energetyczną dają lepsze efekty przy tych samych wielkościach nakładów niż wydatki narodowe.

Dotychczasowe próby wsparcia stabilizujących mechanizmów fiskalnych

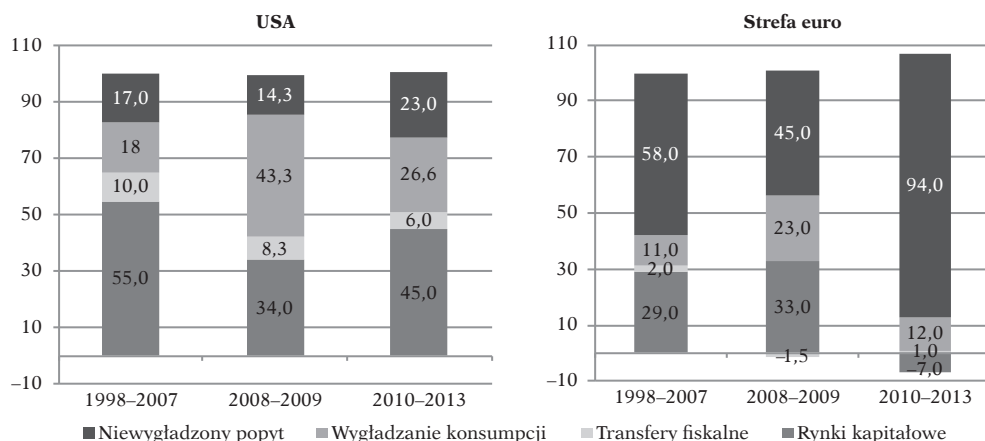
Kryzysy w latach 2009–2015 jednoznacznie pokazały, że zagrożenia nierównowagą wewnętrzną i wewnątrzunijną, ponadnarodowymi kryzysami bankowymi i efektami zewnętrznymi krajowej polityki fiskalnej poszczególnych państw, a także naturalną niestabilnością związaną z ryzykiem rozpadu strefy euro i redenominacji są realne, zaś mechanizmy opisane w rozdziale drugim niniejszego artykułu są niewystarczające.

Nawet w porównaniu z „przedfederacyjnymi” propozycjami z raportu MacDougalla wielkość budżetu UE na poziomie 1% PKB jest bardzo ograniczona. Zdolność budżetu UE do grania stabilizującej roli jest w jeszcze większym kontraście do znaczenia federalnych finansów dla poszczególnych stanów USA czy landów RFN.

Do 2013 r. znaczenie wszystkich wymienionych mechanizmów fiskalnych dla wygładzania szoków w strefie euro było niemal pomijalne. Co więcej, w latach 2010–2013 załamało się również znaczenie rynków kapitałowych i wygładzania konsumpcji jako mechanizmów kompensujących szoki [Alcidi

et al., 2017]. Może to być związane ze zmniejszoną integracją rynków bankowych i kapitałowych po kryzysie, siłą związków pomiędzy bankami i finansami publicznymi oraz z ograniczeniami krajowej polityki fiskalnej.

Rysunek 1. Absorpcja wstrząsów w USA i strefie euro (w %)



Uwaga: rysunki przedstawiają dekompozycję wariacji wzrostu PKB w podziale na międzynarodowe (ponadstanowe w USA) transfery, przepływy dochodów międzynarodowych, zmian oszczędności netto oraz zmian konsumpcji.

Źródło: Alcidi et al. [2017: 10, 12].

Lata 2010–2020 przyniosły w związku z tym wiele innowacji i reform. Do 2020 r. oprócz budżetu Unia Europejska wypracowała jednak także kilka innych, potencjalnie istotnych, mechanizmów wyrównywania ryzyka makroekonomicznego. Należą do nich a) quasi-fiskalna rola działań Europejskiego Banku Centralnego, w szczególności OMT, a także (od 2020 r.) Pandemiczny Program Zakupów Awaryjnych (*Pandemic Emergency Purchase Programme* – PEPP), b) Europejski Mechanizm Stabilności (ESM) c) wspólny fundusz na cele restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji (*Single Resolution Fund* – SRF).

Do 2020 r. jednak elementy unii fiskalnej pojawiały się jedynie w formie propozycji i planów.

Zmieniająca się rola EBC

Ogłoszenie w lipcu 2012 r. programu OMT i zapowiedź prezesa Mario Draghiego, że EBC „zrobi wszystko, co trzeba, by zachować euro”⁴ zmniejszyło wątpliwości co do roli EBC jako pożyczkodawcy ostatecznej instancji dla rządów. Program Outright Monetary Transactions (OMT) pozwala na zakup przez EBC obligacji państwa w kryzysie pod warunkiem spełnienia przez

⁴ “Within our mandate, the ECB is ready to do whatever it takes to preserve the euro. And believe me, it will be enough” (W ramach naszego mandatu EBC jest gotów zrobić wszystko, aby zachować euro. I uwierzcie mi, to wystarczy).

nie warunków dotyczących programu pomocowego w ramach ESM [EBC, 2012]. Po spektakularnej gafie Christine Lagarde⁵, która wywołała negatywne konsekwencje dla włoskich papierów skarbowych, zdolność i skłonność EBC do stabilizacji kosztów finansowania państw strefy euro podczas kryzysów została potwierdzona w marcu 2020 r. przez zastosowanie mechanizmu PEPP [EBC, 2021]. Quasi-fiskalną innowacją w ramach PEPP była wykorzystywana możliwość tymczasowego odejścia w zakupach od klucza EBC. W praktyce oznaczało to większe zakupy obligacji włoskich i hiszpańskich niż wynikałoby to z udziału tych państw w kapitale EBC. Obniżało to spready obligacji słabszych fiskalnie państw, umożliwiając luźniejszą politykę fiskalną w kryzysie.

Jedna z możliwych interpretacji polityki znacznych zakupów obligacji państw członkowskich UE głosi, że EBC przekracza w ten sposób kompetencje, co grozi utratą niezależności EBC w imię interesów polityki fiskalnej [Bundesverfassungsgericht, 2020]. Przyjęta przez EBC polityka zakłada jednak, że w otoczeniu zerowych stóp procentowych i niskich oczekiwań inflacyjnych umożliwienie zwiększenia wydatków fiskalnych jest istotnym kanałem transmisji polityki pieniężnej i jedyną drogą do odzyskania przestrzeni działania polityki monetarnej (wyższych stóp procentowych równowagi) [Bartsch, Bénassy-Quéré, Corsetti, Debrun, 2020; Schnabel, 2020; Lane, 2021].

W sytuacji zerowych stóp procentowych, niskiej inflacji i recesji obejmującej większość krajów EUGiW wspieranie polityki fiskalnej państw członkowskich jest w pełni zgodne z celami EBC. W otoczeniu wyższych stóp procentowych łatwo jednak można wyobrazić sobie sytuację konfliktu priorytetów polityki pieniężnej i fiskalnej, trudno więc traktować nową rolę EBC jako rozwiązanie uniwersalne, szczególnie przy wstrząsach niesymetrycznych.

Europejski Mechanizm Stabilności (ESM)

Europejski Mechanizm Stabilności (ESM) pozwala na warunkowe wsparcie państw w kryzysie, wystarczające dla krajów średniej wielkości, choć nieprzetestowane dla naprawdę dużych jak Włochy. W odpowiedzi na kryzys w strefie euro, ESM i jego tymczasowy poprzednik EFSF udzielał kredytów Grecji, Irlandii, Portugalii, Cypru oraz Hiszpanii (mechanizm działania, jego historię i doświadczenia przedstawia [ESM, 2019]). Co istotne, ESM ustanowiony został w ramach traktatu międzyrządowego, a nie na bazie prawa unijnego.

Jeszcze w 2013 r. niektórzy członkowie Rady UE sugerowali powierzenie ESM, instytucji międzyrządowej o sporych zasobach, dodatkowych funkcji stabilizujących [ECOFIN, 2013]. Dopiero jednak kryzys COVID-19 zachęcił w listopadzie 2020 r. do zmiany traktatu ESM, pozwalając na a) *backstop* SRF, do użycia na wypadek konieczności restrukturyzacji instytucji bankowych,

⁵ 12 marca 2020 r. prezes EBC powiedziała "We are not here to close spreads, there are other tools and other actors to deal with these issues" (Nie jesteśmy tu po to, aby zamykać spready, istnieją inne narzędzia i inne podmioty, które mogą poradzić sobie z tymi problemami), co spowodowało największy w historii spadek cen włoskich obligacji [Financial Times, 2020].

b) udzielanie krótkoterminowych kredytów ostrożnościowych o ograniczonej warunkowości [ESM, 2021].

Zmiany uzgodnione w listopadzie 2020 r. pozwalają na ograniczenie wizerunkowych kosztów skorzystania ze wsparcia ESM. Upadek rządu Conte we Włoszech w wyniku konfliktu o źródła finansowania pakietu odbudowy ciągle jednak pokazuje, że ESM pozostaje mechanizmem silnie obciążonym kosztami politycznymi [Euronews, 2021].

Unia bankowa

Unia bankowa opierająca się na jednolitym mechanizmie nadzorczym (SSF), jednolitym mechanizmie restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji (SRF) odpowiada na braki w konstrukcji EUGiW uwidocznione podczas kryzysów początku drugiej dekady XXI w. Najważniejsze z nich to istotne różnice w reakcji rynków kredytowych na zmiany stóp procentowych utrudniające transmisję polityki pieniężnej, koszty budżetowe i problemy z restrukturyzacją ponadnarodowych grup bankowych w kryzysie, brak polityki makroostrożnościowej oraz niestabilność związana z brakiem jednolitego systemu gwarantowania depozytów [Béranger, Scialom, 2015; Brunnermeier, Reis, 2019].

Postęp dokonany w ramach wdrożenia unii bankowej jest znaczący, pozostawia ona jednak istotne luki, których wspólnym mianownikiem jest niedostatek wspólnotowych mechanizmów finansowych. Wspólnotowy wymiar SRF jest wprawdzie budowany, ale po złączeniu w 2022 r. kopert narodowych wspólny fundusz *resolution* obejmie jedynie 1% depozytów, co wymagać może dodatkowych środków w przypadku systemowego kryzysu, szczególnie przy niepełnym spectrum mechanizmów opartych na instrumentach podporządkowanych (*bail-in*) [De Groen, Gross, 2015]. Fundusz wsparcia (*backstop*) dla SRF udało się utworzyć na bazie ESM, ale dopiero w obliczu kryzysu COVID-19.

Trzeci filar unii bankowej – jednolity system gwarantowania depozytów figuruje jedynie w szacunkowym zakresie, zaś dyskusje nad utworzeniem wspólnego systemu gwarantowania depozytów (EDIS) posuwają się bardzo wolno [European Parliament, 2021].

Koordinacja polityk narodowych

Substytutem ograniczonych wspólnotowych mechanizmów fiskalnych pozostawały dotychczas reguły fiskalne, które mają zapewnić swobodę narodowej polityki fiskalnej (EFB [2019] wskazuje na ułomności reguł fiskalnych UE jako wsparcia dla antycyklicznej polityki gospodarczej), oraz szacunkowe próby koordynacji europejskiej polityki fiskalnej.

Zarówno Raport Pięciu Przewodniczących, jak i przepisy „dwupaku UE” (Recital 23, Rozporządzenie PE i Rady (EU) 473/2013) zwracają uwagę na nastawienie fiskalne (*fiscal stance*) strefy euro jako całości. Ocenę i rekomendację jej dotyczące wydawać ma utworzona w 2016 r. Europejska Rada Fiskalna (Decyzja Komisji (UE) 2015/1937 z dnia 21 października 2015). Od

początku ta część kompetencji EFB była kontrowersyjna, szczególnie dla przedstawicieli Niemiec, którzy z niechęcią przyjmowali rekomendacje luźniejszej polityki fiskalnej dla państw z przestrzenią fiskalną.

Także wprowadzony w 2011 r. mechanizm nierównowagi makroekonomicznej (*Macroeconomic Imbalance Procedure* – MIP) jest bardziej ukierunkowany na penalizowanie deficytów niż nadwyżek obrotów bieżących [Bénassy-Quéré, Wolff, 2020; European Commission, 2020], co nie sprzyja koordynacji polityki narodowej poszczególnych państw w otoczeniu niskiej inflacji.

Bariery unii fiskalnej

Do wybuchu pandemii EUGiW w bardzo niewielkim stopniu wprowadzało elementy uwspólnotowienia ryzyka i długu państw członkowskich. To działania stabilizujące EBC, przez wpływ na ceny i rozłożenie ryzyka długu publicznego, miały prawdopodobnie największy wymiar makroekonomicznej stabilizacji fiskalnej. Dowodzą tego choćby reakcja rynków finansowych i skokowe zmniejszenie spreadów obligacji bardziej zadłużonych państw strefy euro na ogłoszenie OMT oraz PEPP podczas ostatnich dwóch kryzysów.

Nie brakowało w ostatniej dekadzie pomysłów na uwspólnotowienie przynajmniej części długu państw członkowskich lub stworzenia bezpiecznego instrumentu, który zmniejszałaby ryzyko „spirali zagłady” (*diabolic/doom loop*) pomiędzy finansami publicznymi państw członkowskich i ich instytucjami bankowymi. Mechanizm ten polega na wzmacnianiu się nawzajem spadkiem cen obligacji skarbowych oraz adekwatności kapitałowej banków danego państwa, których aktywa lokowane są w tych obligacjach [Brunnermeier, Reis, 2019]. Wymienić tu warto: a) *e-bonds*, które miałyby być emitowane przez publiczną instytucję pod zastaw portfela obligacji krajów członkowskich [Monti, 2010] lub kapitału takiej instytucji dostarczonego przez kraje członkowskie [Leandro, Zettelmeyer, 2018], b) odkupienie i trzymanie do zapadalności przez ESM obligacji państw członkowskich, których EBC pozbywa się w ramach normalizacji polityki pieniężnej [Avgouleas, Micossi, 2021], c) *blue bonds*, transza długu publicznego nieprzekraczającego 60% PKB gwarantowana wspólnie przez wszystkich członków UE i *red bonds* transza podporządkowana, nigdy niegwarantowana przez inne państwa, niewspierana przez wspólnotowe instrumenty i niekwalifikująca się do zerowej miary ryzyka i pod zastaw EBC [Delpla, von Weizsäcker, 2011; pewne elementy propozycji Bénassy-Quéré et al., 2018], d) ESBies i EJBies (*European Safe Bonds* i *European Junior Bonds*) – syntetyczne instrumenty oparte na odpowiednio uprzywilejowanych i podporządkowanych transzach obligacji narodowych [Brunnermeier et al., 2017]. Tumpel-Gugerell [2014] i Pissani-Ferry [2018] przedstawili przeglądy tych propozycji.

Mimo kolejnych inicjatyw i opinii o istotnym znaczeniu unii fiskalnej dla sukcesu unii monetarnej, nie powstała ona w stopniu nawet zbliżonym do propozycji MacDougalla. Dlaczego dyskusje nad delikatnym nawet wzmocnieniem wspólnotowych instrumentów stały w miejscu do 2020 r.?

Obawa przed unią transferową

Narodowy charakter polityki fiskalnej wynika z siły prostego stwierdzenia – „nie lubimy płacić na innych”. Stałe transfery netto w państwach narodowych są częste (*Rust Belt* w USA, włoskie *mezzogiorno*, Wschodnie Niemcy, beneficjenci „janosikowego” w Polsce). Nawet w ramach jednego państwa rodzi to pewne napięcia (np. nawoływania do secesji lub przynajmniej federalizacji Włoch przez Lega Nord). Znaczniejsze uwspólnotowienie wydatków skutkujące transferami netto z jednych państw do drugich, przedłużającymi się na dekady, pozostaje zupełnie nieakceptowalne politycznie. W kontekście europejskim już mały budżet UE stanowi pretekst do dorocznych dyskusji pomiędzy płatnikami i beneficjentami netto, które wynikają w dużej mierze z presji narodowych mediów (przykładem może być „Daily Express” [2018]). Niechęć do unii transferowej jest silnie zakorzeniona w kolejnych propozycjach reform UE, także w *Raporcie Pięciu Przewodniczących* z 2015 r. W kontekście europejskiego zasiłku dla bezrobotnych [Beblavý et al., 2017] przedstawiają oni kilka sposobów, aby ograniczyć stałe transfery *ex-ante* (przez uzależnienie wypłat od zmian, a nie poziomów bezrobocia) lub *ex-post* (przez dopłaty do wspólnego funduszu w przypadku czerpania z niego w sposób trwały).

Dodatkowo, dla nowych członków strefy euro, idea wspierania finansowego bogatszych państw z problemami finansowymi jest politycznie zabójcza. Przykładem jest upadek słowackiego rządu premier Radicovej w 2011 r. po głosowaniu nad wzmocnieniem EFSF – poprzednika ESM [Financial Times, 2011]. Cytowany przypadek dotyczył warunkowego finansowania kryzysowego, w swoim założeniu niestanowiącego przeciwieństwa unii transferowej. Powiązanie stałych transferów z państw biedniejszych do bogatszych byłoby jeszcze większym problemem politycznym.

Często podnoszonym argumentem przeciwko unii fiskalnej jest też trudność uwzględnienia różnic w stanach wyjściowych. Przykładem są dyskusje na temat wspólnego mechanizmu gwarantowania depozytów (EDIS), który miałby wzmocnić unię bankową i zmniejszyć połączenia między stabilnością sektora bankowego i wypłacalnością rządów. Państwa z silniejszymi bankami są mniej chętne, by tworzyć EDIS, i oczekują najpierw ograniczenia skali tłych kredytów w państwach słabszych.

Problem pokusy nadużycia

Uwspólnotowienie ryzyka zarówno makroekonomicznego, jak i finansowego zmniejsza zachęty do przyszłej ostrożności w polityce gospodarczej, np. utrzymywania buforów płynnościowych i kapitałowych, ograniczania długu publicznego. Obawy przed tym mechanizmem miały odzwierciedlenie w traktatach europejskich i wyłączeniu odpowiedzialności Unii za zobowiązania państw członkowskich (art. 125 traktatu lizbońskiego).

Metodami rozwiązania tego problemu są reguły fiskalne czy uciążliwość korzystania ze wspólnotowej pomocy – *bail-in* dla banków, pakiet wymaga-

nych reform dla wsparcia budżetów przez ESM, próby opierania się na dyscyplinie rynków finansowych. Wszystkie te metody jednak są zawodne, czego przykładem jest słaba egzekwowalność reguł fiskalnych [European Fiscal Board, 2019] lub wspomniana zmiana podejścia przez EBC w komunikacji dotyczącej stabilizacji spreadów w 2020 r. Kluczowym czynnikiem wzmacniającym pokusę nadużycia są negatywne efekty zewnętrzne niewypłacalności jednego państwa członkowskiego [Berger et al., 2018].

Dodatkowe zabezpieczenia przed mechanizmem pokusy nadużycia proponowane w ostatnich latach to a) wzmocnienie mechanizmów rynkowych przez wprowadzenie obowiązkowej restrukturyzacji części długu [Bénassy-Quéré et al., 2018], b) powiązanie mechanizmów stabilizujących w strefie euro z egzogenicznymi warunkami gospodarczymi, jak zmiany w handlu zagranicznym poszczególnych państw [Beetsma et al., 2018] lub wzrost bezrobocia [Beblavý et al., 2017], c) dostęp do funduszy stabilizacyjnych zależny od wypełniania reguł fiskalnych [European Fiscal Board, 2019]. Część z powyższych propozycji, szczególnie obowiązkowa restrukturyzacja części długu, w przypadku pomocy ESM krytykowana jest przez państwa o wyższym długu jako czynnik zwiększający koszty finansowania, a w kryzysie zwiększający ryzyko destabilizacji makroekonomicznej [Messori, Micossi, 2018].

Dylematy makroekonomiczne

Znaczącym problemem komplikującym tworzenie unii fiskalnej mogą być też wspomniane już konflikty pomiędzy stabilnością wewnętrzną i zewnętrzną. Nawet stworzenie paneuropejskiego mechanizmu stabilizującego nie rozstrzyga problemu, gdzie inwestować zgromadzone środki.

Przy krótkotrwałym wstrząsie sytuacja jest dosyć prosta – europejskie pieniądze należy wydawać tam, gdzie luka produktowa jest największa. Warianty europejskiego zasiłku dla bezrobotnych oparte są na takiej filozofii [Beblavý et al., 2017; Juncker et al., 2015; Raport MacDougalla, 1977].

Przy problemach związanych z nierównowagą płatniczą wskazane mogłoby być wręcz przegrzewanie koniunktury w państwach z nadmierną nadwyżką obrotów bieżących dla ułatwienia dostosowania cen relatywnych [Szczurek, 2017]. Ten drugi wariant jest trudniejszy politycznie – państwa pozostające w długotrwałej stagnacji miałyby się składać na zwiększenie konsumpcji i płac w państwach silniejszych gospodarczo.

Ten sam dylemat widoczny jest przy próbach koordynacji i wpływania albo na nastawienie fiskalne całej strefy euro, albo na zwiększenie wydatków poszczególnych jej członków. Z punktu widzenia krajowych interesów, stanu gospodarki i wyższej awersji do inflacji, trudno się dziwić brakowi entuzjazmu Niemiec dla stymulacji fiskalnej w latach 2016–2017. Jednocześnie jednak, z punktu widzenia całej strefy euro, byłoby to znacznie korzystniejsze niż większe wydatki państw o gorszych wskaźnikach wypłacalności i konkurencyjności [EFB, 2018].

Europejski Instrument na rzecz Odbudowy i Zwiększania Odporności

Na tle ograniczonych instrumentów fiskalnych Unii Europejskiej Europejski Instrument na rzecz Odbudowy i Zwiększania Odporności (RRF) w powiązaniu z tymczasowym mechanizmem wsparcia dla ograniczania ryzyka bezrobocia (SURE) są z kilku powodów rewolucyjne.

RRF i SURE jako urzeczywistnienie koncepcji funduszu stabilizacyjnego

Po pierwsze obydwa mechanizmy stanowią urzeczywistnienie pomysłów na fundusz stabilizacyjny, których realizacja do 2020 r. nie posuwała się do przodu w sferze politycznej.

Zarówno wielkość, jak i struktura budżetu europejskiego czynią go niezdającym do pełnienia funkcji stabilizowania koniunktury. Od lat trwa dyskusja nad wprowadzeniem mechanizmu, który mógłby odgrywać taką rolę. Fundusz finansować miałyby np. inwestycje [Szczurek, 2017] lub zasiłki dla bezrobotnych [Beblavý et al., 2017]. Wspieranie inwestycji może wzmacniać zarówno popyt, jak i potencjał gospodarek, jak również wspierać projekty wspólnotowe, co rozbraja nieco obawy dotyczące unii transferowej. Jednak brak automatycznego związania z koniunkturą, opóźnienia i mniejsze mnożniki fiskalne w krótkim okresie mogą czynić transfery oparte na wskaźnikach bezrobocia atrakcyjniejszymi.

Europejski zasiłek dla bezrobotnych wymaga jednak takiej kalibracji, aby uwzględniał inne definicje i struktury rynku pracy. Uwzględnianie poziomu bezrobocia i jego zmian rodzić może z kolei niechęć w państwach o wyższym bezrobociu do interwencji w tych o bezrobociu znacznie niższym (ale rosnącym). Europejska Rada Fiskalna [2018] przedstawia dyskusję dotyczącą zalet i wad funduszu stabilizującego opartego na transferach dla bezrobotnych i inwestycjach.

Jak dotąd jedynym instrumentem, który udało się utworzyć, jest Europejski Fundusz Inwestycji Strategicznych (EFIS), który wzmacnia ograniczone środki z budżetu UE poprzez ich lewarowanie i udział sektora prywatnego. Kierunki inwestycji EFIS zależą od finansowalnych projektów inwestycyjnych, bez podziału na państwa. Nawet pomijając jego ograniczoną wielkość, trudno traktować go więc jako element wyrównujący ryzyko makroekonomiczne, a ewentualnie jako instrument wzmacniający ogólną koniunkturę w sytuacji zerowych stóp procentowych.

Na tym tle RRF, który dostarczyć ma 312,5 mld EUR w grantach i 360 mld EUR w kredytach, jest makroekonomicznie istotnym instrumentem. Część przeznaczona dla państw strefy euro stanowi około 5% ich PKB [EBC, 2020] i to do wydania w stosunkowo krótkim czasie.

Co więcej dylemat pomiędzy funduszem wspierającym inwestycje a funduszem wspierającym rynek pracy rozwiązano, tworząc dwa instrumenty. SURE dostarcza taniego (dzięki gwarancjom wszystkich członków UE) finansowania mechanizmów wsparcia rynku pracy i opiewa na kwotę do 100 mld EUR [Komisja Europejska, 2021b].

Obligacje Unii Europejskiej jako „bezpieczne aktywa”

Wprowadzany w życie plan zakłada wyemitowanie przez UE, jako autonomiczny podmiot, dodatkowych niemal 850 mld EUR w okresie zapadalności od 3 do 30 lat. Kwota ta zakłada pełne wykorzystanie instrumentów SURE, RRF (także w części kredytowej). To niemal 17-krotny wzrost emisji UE – wcześniejsze emisje związane były głównie z kryzysowym programem EFSM (dla Irlandii i Portugalii), instrumentem pomocowym BoP (dla Łotwy i Rumunii) oraz pomocą makrofinansową dla państw trzecich [Komisja Europejska, 2021a]. Obligacje UE stanowią „bezpieczne aktywo” denominowane w euro i wspierają międzynarodową rolę euro, rozwój europejskiego rynku kapitałowego oraz politykę pieniężną ECB [Boonstra, 2020].

Zmiana struktury i wielkości budżetu UE

Zmiana struktury wydatków budżetu unijnego była niezwykle trudna. Rezygnowanie z obszarów takich jak wspólna polityka rolna czy polityka spójności blokowane było z powodów politycznych. Równie niewykonalne politycznie pozostawało zwiększenie ogólnego budżetu. W tej sytuacji jedyną metodą ukierunkowania wspólnotowych środków na nowe priorytety było wprowadzenie zupełnie nowego instrumentu – takiego właśnie jak SURE i RRF. RRF pozwala na zwiększone inwestycje wspierające cyfryzację oraz neutralność klimatyczną bez uszczuplania tradycyjnych kierunków wieloletnich perspektyw finansowych UE.

Podsumowanie: Czy to już unia fiskalna?

Wspomniane w rozdziale piątym bariery tworzenia unii fiskalnej: obawy przed stałymi transferami i pokusą nadużycia, koncepcyjne dylematy sposobu wykorzystywania federalnych instrumentów ciągle pozostają w mocy. Powstanie RRF i SURE stało się jednak możliwe dzięki skali i powszechności kryzysu COVID-19. Głębokość kryzysu zmuszała do szybkiego działania i ułatwiała decyzje co do wykorzystania wspólnych środków. Powszechność i bezdyskusyjna egzogeniczność kryzysu pozwoliły na zignorowanie obaw o pokusę nadużycia. Tym samym stworzono instrument finansowy wypełniający znaczącą lukę w architekturze EUGiW. Trzeba jednak zaznaczyć, że instrument ten jest w swoim założeniu tymczasowy.

Wiele z argumentów przemawiających za uwspólnowaniem części wydatków publicznych przedstawionych w rozdziale 1 będzie pozostawało w mocy także po kryzysie COVID-19. Nic dziwnego więc, że idea utrwalenia ustanawianego właśnie unijnego instrumentu fiskalnego jest żywa [Gentiloni, 2021; EFB, 2020: 2]. Dlatego miarą sukcesu implementacji jest nie tylko szybkie „uruchomienie i wykorzystanie środków”, ale także wydawanie ich zgodnie z planami i reformami zatwierdzanymi przez Komisję Europejską

i Radę UE. Jakość planów i jakość implementacji zdeterminują kształt dyskusji o przedłużeniu funkcjonowania funduszy finansowanych bezpośrednio długiem UE. Nawet jeśli dziś trudno wyobrazić sobie polityczną akceptację wspólnotowego długu jako stałego elementu architektury EWGiW w Holandii lub Niemczech, badania ankietowe wskazują na potencjalne wsparcie jakiejś formy wspólnych programów pomocowych [Beetsma et al., 2020].

Na szczęście nawet jeśli RRF i SURE rzeczywiście nie zostaną przedłużone, nowe instrumenty wspólnotowe utworzone podczas kryzysu COVID-19 tworzą precedens, który, podobnie jak aktywniejsza polityka EBC, stanowić będzie część arsenału środków kryzysowych Unii Europejskiej. Nawet przy formalnym zakończeniu działania tych mechanizmów ich potencjalne ponowne uruchomienie wpływać będzie na oczekiwania wydarzeń w przypadku głębokiego i powszechnego kryzysu gospodarczego.

Tymczasowość RRF i ograniczoność budżetu UE pozostawiają jednak poważną lukę w odpowiedzi Unii Europejskiej na wstrząsy niesymetryczne. Budżet federalny UE w wielkości porównywalnej do tego w USA lub w Niemczech jest zupełną mrzonką. Alternatywą dla projektu RRF w wypadku jego tymczasowości są silniejsze mechanizmy koordynacyjne w polityce fiskalnej UE. Jak dotąd jednak koordynacja ta jest jednostronna i sprowadza się do prób odgórnego ograniczenia deficytów budżetowych i długu publicznego. W sytuacji niskiej inflacji i zerowych stóp procentowych instytucjonalne zachęty do ekspansywniejszej polityki fiskalnej w niektórych państwach mogłyby służyć stabilności i wzrostowi UE. Także i takie mechanizmy są trudno wyobrażalne wobec sprzeciwu państw, które własną politykę niskiego długu publicznego cenią bardziej niż ewentualne korzyści dla całej wspólnoty.

W takiej sytuacji dla członków strefy euro pozostaje narodowa alternatywa – w szczególności dbałość o przestrzeń do prowadzenia antycyklicznej polityki fiskalnej na poziomie narodowym, wspieranie integracji rynków kapitałowych oraz polityka makroostrożnościowa reagująca na przejawy niebezpiecznych boomów kredytowych.

Niestety powyższe porady są mało użyteczne dla państw, które już mają wysoki dług publiczny, borykają się z utratą konkurencyjności i słabością instytucji bankowych. Co więcej, przy nadmiernie rozrośniętym systemie bankowym może się okazać, że nawet wypełnienie reguł fiskalnych UE nie wystarcza do utrzymania dostatecznej swobody prowadzenia polityki fiskalnej w kryzysie. Bez niespodziewanego powrotu wzrostu wydajności i wzrostu potencjalnego w tych państwach bądź bez wyższej przeciętnej inflacji i popytu w gospodarkach zależnych od eksportu strefa euro nadal może być poddawana przedłużającym się okresom niskiego wzrostu nominalnego oraz kryzysom wypłacalności poszczególnych państw lub nawet budzić obawy rozpadu.

Bibliografia

- Alcidi C., D'Imperio P., Thirion G. [2017], Risk-sharing and Consumption-smoothing Patterns in the US and the Euro Area: A comprehensive comparison, *CEPS Working Document*, 4, May.
- Atoyan R., Christiansen L., Dizioli A., Ebeke C., Ilahi N., Ilyina A., Zakharova D. [2016], Emigration and Its Economic Impact on Eastern Europe, *IMF Staff Discussion Note*, 16(7): 1.
- Auerbach A., Gorodnichenko Y. [2012], Measuring the Output Responses to Fiscal Policy, *American Economic Journal: Economic Policy*, 4(2): 1–27.
- Avgouleas E., Micossi S. [2021], On selling sovereigns held by the ECB to the ESM: institutional and economic policy implications, *CEPS Policy Insights*, March.
- Baglioni A., Boitani A., Bordignon M. [2016], Labor Mobility and Fiscal Policy in a Currency Union, *FinanzArchiv*, 72: 371–406, 10.1628/001522116X14739287071698.
- Bartsch E., Bénassy-Quéré A., Corsetti G., Debrun X. [2020], It's All in the Mix: How Monetary and Fiscal Policies Can Work or Fail Together, *Geneva Reports on the World Economy*, 23, CEPR Press.
- Bayoumi T., Goldstein M., Woglom G. [1995], Do Credit Markets Discipline Sovereign Borrowers? Evidence From the U.S., *Journal of Money, Credit and Banking*, 27(4): 1046–1059.
- Beblavý M., Lenaerts K., Maselli I. [2017], Design of a European Unemployment Benefit Scheme, *CEPS Research Report*, 4, February.
- Beetsma R.M. [1999], Does Monetary Unification Lead to Excessive Debt Accumulation, *Journal of Public Economics*, 74(3): 299–325.
- Beetsma R., Cima S., Cimadomo J. [2018], A minimal moral hazard central stabilisation capacity for the EMU based on world trade, *Working Paper Series*, 2137, ECB, March.
- Beetsma R., Burgoon B., Nicoli F., de Ruijter A., Vandenbroucke F. [2020], What kind of EU fiscal capacity? Evidence from a randomized survey experiment in five European countries in times of corona, *CEPR Discussion Paper*, 15094, 24 July.
- Bénassy-Quéré A., Wolff G. [2020], *How has the macro-economic imbalances procedure worked in practice to improve the resilience of the euro area?*, European Parliament, doi: 10.2861/140579.
- Bénassy-Quéré A., Brunnermeier M., Enderlein H., Farhi E., Fratzscher M., Fuest C., Gourinchas P.-O., Martin P., Pisani-Ferry J., Rey H., Schnabel I., Véron N., Weder di Mauro B., Zettelmeyer J. [2018], Reconciling risk sharing with market discipline: A constructive approach to euro area reform, *CEPR Policy Insights*, 91.
- Béranger A., Scialom L. [2015]. Banking Union: Mind the Gaps, *International Economics*, 144, 10.1016/j.inteco.2015.08.001.
- Berger H., Dell'Ariccia G., Obstfeld M. [2018]. Revisiting the Economic Case for Fiscal Union in the Euro Area, *IMF Departmental Papers / Policy Papers*.
- Beyer R.C.M., Smets F. [2015], Labour market adjustments and migration in Europe and the United States: how different?, *Economic Policy*, 30(84): 643–682.
- Blanchard O. [2007], Adjustment within the euro. The difficult case of Portugal, *Port. Econ. J.*, 6: 1–21.
- Boonstra W.A. [2020], Creating a common safe asset without eurobonds, *ECMI Policy Brief*, 29.
- Brunnermeier M.K., Langfield S., Pagano M., Reis R., van Nieuwerburgh S., Vayanos D. [2017], ESBies: safety in the tranches, *Economic Policy*, 32(90): 175–219, <https://doi.org/10.1093/epolic/eix004>

- Brunnermeier M.K., Reis R. [2019], *A Crash Course on the Euro Crisis Working Papers*, <https://scholar.princeton.edu/markus/publications/crash-course-euro-crisis> (dostęp: 16.11.2021).
- Bundesverfassungsgericht [2020], ECB decisions on the Public Sector Purchase Programme exceed EU competences, wyrok E 2 BvR 859/15, 2 BvR 980/16, 2 BvR 2006/15, 2 BvR 1651/15, 5 maja.
- Buti M., Deroose S., Leandro J., Giudice G., *Completing EMU*, 13 July 2017, <https://voxeu.org/article/completing-emu> (dostęp: 16.11.2021).
- Buti M., Giudice G., Leandro J. (eds.) [2020], *Strengthening the Institutional Architecture of the Economic and Monetary Union*, VoxEU.org eBook, CEPR Press.
- Commission of the European Communities [1977, April], *The MacDougall Report – Volume I. Study group on the role of public finance in European integration*, Brussels, Commission of the European Communities.
- Daily Express [2018, February 23], *We won't pay! EU budget nightmare as nations protest Brussels' sky high spending*, <https://www.express.co.uk/news/politics/922938/Brexit-news-EU-budget-blackhole-Juncker-EU-latest-news-Netherlands-Denmark-Sweden-Austria> (dostęp: 16.11.2021).
- DeGrauwe P. [2011], The governance of a fragile Eurozone, *CEPS Working Document*, 346, May.
- De Groen W.P., Gros D. [2015], Estimating the Bridge Financing Needs of the Single Resolution Fund: How expensive is it to resolve a bank?, *CEPS Special Report*, 122.
- Delors J. [1989], *Report on economic and monetary union in the European Community*, Presented April 17, Committee for the Study of Economic and Monetary Union.
- Delpla J., von Weizsäcker J. [2011], Eurobonds: The blue bond concept and its implications, *Bruegel Policy Contribution*, 21 March.
- EBC [2012, September 6], Technical features of Outright Monetary Transactions, https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2012/html/pr120906_1.en.html (dostęp: 16.11.2021).
- EBC [2016], *Financial Integration in Europe*, April.
- EBC [2018], *Opinion of the European Central Bank on a proposal for a regulation on the establishment of a European Investment Stabilisation function*, 9 listopada.
- EBC [2020], Economic Bulletin 6, Frankfurt: ECB, https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-bulletin/focus/2020/html/ecb.ebbox202006_08~7f90a18630.en.html (dostęp: 16.11.2021).
- EBC [2021], *Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP)*, <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/pepp/html/index.en.html> (dostęp: 16.11.2021).
- ECOFIN [2013], Statement of 18 December.
- Escolano J. [2010], A Practical Guide to Public Debt Dynamics, Fiscal Sustainability, and Cyclical Adjustment of Budgetary Aggregates, *IMF Technical Notes And Manuals*, 2: 1–25.
- ESM [2019], *Safeguarding The Euro in Times of Crisis: The inside story of the ESM*, Luxembourg: Publications Office of the European Union, doi: 10.2852/788601
- ESM [2021, 03.05], *ESM Members sign revised Treaty, entrusting the institution with new tasks*, <https://www.esm.europa.eu/press-releases/esm-members-sign-revised-treaty-entrusting-institution-new-tasks> (dostęp: 16.11.2021).
- Euronews [2021, 01.14]. *Italy's government plunged into crisis after junior coalition partner quits*, <https://www.euronews.com/2021/01/13/italy-s-government-close-to-collapse-amid-row-over-covid-recovery-cash> (dostęp: 16/11/2021).

- European Commission [2002], Germany's growth performance in the 1990's, *DG ECFIN Economic Papers*, 170: 17–21.
- European Commission [2020], *Economic Governance Review*, COM (2020) 55 final.
- European Fiscal Board [2017], *Assessment of the prospective fiscal stance appropriate for the euro area*, Brussels, European Commission.
- European Fiscal Board [2018], *Assessment of the fiscal stance appropriate for the euro area*, Brussels, European Commission.
- European Fiscal Board [2019], *Assessment of EU fiscal rules with a focus on the six and two-pack legislation*, Brussels, European Commission.
- European Fiscal Board [2020], *Annual Report of the European Fiscal Board*, Brussels, European Commission.
- European Parliament [2021], *European Deposit Insurance Scheme. Legislative Train Schedule*, <https://www.europarl.europa.eu/legislative-train/api/stages/report/current/theme/economic-and-monetary-affairs-econ/file/jd-european-deposit-insurance-scheme-> (edisy) (dostęp: 28.04.2021).
- Financial Times [2011, 11.10], *Slovakia votes against expanded EFSF*.
- Financial Times [2020, 15.03], *Christine Lagarde apologises for botched communication of ECB strategy*.
- Gentiloni P. [2021], *High Debt, Low Rates and Tail Events: Rules-Based Fiscal Frameworks under Stress*, przemówienie podczas European Fiscal Board Annual Conference, https://ec.europa.eu/commission/commissioners/2019-2024/gentiloni/announcements/speech-commissioner-paolo-gentiloni-european-fiscal-board-annual-conference_en (dostęp: 16.11.2021).
- In't Veld J. [2016], Public Investment Stimulus in Surplus Countries and their Euro Area Spill Overs, *European Economy – Economic Briefs* (16).
- Juncker J.-C., Tusk D., Dijsselbloem J., Draghi M., Schulz M. [2015], *Completing Europe's Economic and Monetary Union*, Brussels.
- Kenen P. [1969], The Theory of Optimum Currency Areas: An Eclectic View, w: Mundell R., Swoboda A. (eds.), *Monetary Problems of the International Economy*, The University of Chicago Press, Chicago.
- Kawalec S., Pytlarczyk E. [2016], *Paradoks euro: Jak wyjść z pułapki wspólnej waluty?*, *Ekonomicus*, Warszawa.
- Komisja Europejska [2021a], *EU Investor Presentation*, https://ec.europa.eu/info/files/eu-investor-presentation_en (dostęp: 16.11.2021).
- Komisja Europejska [2021b], *SURE*, https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/economic-and-fiscal-policy-coordination/financial-assistance-eu/funding-mechanisms-and-facilities/sure_en (dostęp: 16.11.2021).
- Kunroo M. [2016], Theory of Optimum Currency Areas: A Literature Survey, *Review of Market Integration*, 7. 10.1177/0974929216631381.
- Lane P.R. [2021], *The compass of monetary policy: favourable financing conditions*, <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2021/html/ecb.sp210225~7e2955b6e5.en.html> (dostęp: 16.11.2021).
- Martin P., Ragot X. [2021], *When and how to deactivate the SGP general escape clause?*, EU Parliament In-depth Analysis series, PE 651.375, January, doi: 10.2861/46874

- Messori M., Micossi S. [2018], Counterproductive Proposals on Euro Area Reform by French and German Economists, *CEPS Papers*.
- Micossi S. [2016], Balance-of-payments adjustment in the Eurozone, *CEPS Policy Brief*, 338, January.
- McKinnon R.I. [1963], Optimum currency areas, *American Economic Review*, 53(4): 717–725.
- Mody A. [2018], *Eurotragedy: A Drama in Nine Acts*, Oxford University Press (US).
- Monti M. [2010], *A New Strategy for the Single Market*, Report to the President of the European Commission, May.
- Mundell R.A. [1961], A theory of optimum currency areas, *The American Economic Review*, 51(4): 657–665.
- Pisani-Ferry J. [2018], Euro area reform: An anatomy of the debate, *CEPR Policy Insight*, 75.
- Regling K. [2018, 02.02], *The role of the ESM in a deepening EMU*, <https://www.esm.europa.eu/speeches-and-presentations/role-esm-deepening-emu-speech-klaus-regling> (dostęp: 16.11.2021).
- Schnabel I. [2020], *The shadow of fiscal dominance: Misconceptions, perceptions and perspectives*, <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2020/html/ecb.sp200911~ea32bd8bb3.en.html> (dostęp: 16.11.2021).
- Smolny W. [2009], Wage adjustment, competitiveness and unemployment – East Germany after unification, *Journal of Economics and Statistics*, April: 130–145.
- Szczurek M. [2017], *Investing for Europe's future*, <https://voxeu.org/article/investing-europe-s-future> (dostęp: 16.11.2021).
- Szczurek M. [2018], Euro Area Fiscal Stance And Its Operationalisation Perspective, w: W.R. Schmitt-Nilson (ed.), *Enhanced Fiscal Integration in the EMU? Proceedings of the joint workshop, organised by the European Commission, the European Stability Mechanism and the German Council of Economic Experts: 40–44*, Brussels, DG Ecfm, doi: 10.2765/007960.
- Thygesen N. [2020], Why has a euro area treasury not yet taken shape, w: *Strengthening the Institutional Architecture of the Economic and Monetary Union*, Buti M., Giudice G., Leandro J. (eds.), CEPR Press, London.
- Traktat o funkcjonowaniu Unii Europejskiej (wersja skonsolidowana), Dziennik Urzędowy C 326, 26/10/2012: 1–390.
- Trichet J-C. [2011], *Introductory statement to the press conference*, 7 kwietnia, <https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2011/html/is110407.en.html> (dostęp: 16.11.2021).
- Tumpel-Gugerell G. [2014], *Expert Group on a Debt Redemption Fund and Eurobills*, European Commission.
- Walters A. [1990], *Sterling in Danger: The Economic Consequences of Pegged Exchange Rates*, Fontana/Collins, London.
- Werner P. [1970], Report to the Council and the Commission on the realisation by stages of Economic and Monetary Union in the Community – Werner Report, *Bulletin of the European Communities Supplement*, 11.